

גיוסי הון

תקציר

חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן - החברה או חח"י) מגייסת הון בישראל ובחו"ל. את עיקר גיוסי ההון בשנים האחרונות החברה עושה באמצעות הנפקת אגרות חוב (להלן - אג"ח) ולקיחת הלוואות לטווח ארוך. עלות גיוס הון לחברה מושפעת מאוד מדירוג האשראי שלה. בשנים 2002-2009 ירד דירוג האשראי של החברה, דבר שהוביל לעלייה חדה בעלויות גיוס ההון של החברה.

פעולות הביקורת

בחודשים אפריל 2009 - מאי 2012 בדק משרד מבקר המדינה, לסירוגין, היבטים הכרוכים בתהליך גיוסי ההון של חח"י. הבדיקה נעשתה בחברה, ברשות החברות הממשלתיות (להלן - רשות החברות), ברשות לשירותים ציבוריים - חשמל (להלן - רשות החשמל), באגף החשב הכללי (להלן - אגף החשב"ל) ובאגף התקציבים במשרד האוצר וברשות ניירות ערך.

עיקרי הממצאים

1. למרות השיפור המהותי שחל בתחזית תזרים המזומנים של חח"י לשנת 2009 לעומת תחזיות קודמות, היא העדיפה להמשיך בהליכי ההנפקה בחו"ל ולגייס הון בינואר 2009, כפי שהחליטה מראש, על אף עלותו הגבוהה. המידע שקיבל דירקטוריון החברה מההנהלה על נסיבות גיוס ההון לקה בחסר, והפרוטוקולים של ישיבות ועדת הכספים של הדירקטוריון שבהן דנו בגיוס האמור אינם משקפים באופן מלא את הנאמר באותן ישיבות.
2. בניגוד לחלק מגיוסי ההון שעשתה בעבר, החברה גייסה הון בשנים האחרונות לטווחים ארוכים בלבד. דירקטוריון החברה לא בחן, בפרט בתקופת אי-הוודאות בזמן המשבר הכלכלי בשנים 2008-2009, אפשרויות לגיוס הון לטווחים יותר קצרים שבהם שיעורי הריבית היו יותר נמוכים. זאת על אף שהיו פרקי זמן סמוכים יחסית למועד גיוס ההון שסכומי התשלומים המוטלים על החברה אפשרו זאת.
3. החשב"ל לא הפעיל שיקול דעת רחב שהיה עשוי לאפשר לחברה לדחות את ההנפקות או להזילן. אגף החשב"ל, שהסתייג בשיחות בעל פה, בין היתר עם נציגי החברה, מהעיתוי של גיוס ההון בינואר 2009, לא פעל בעניין מול הגורמים הממשלתיים הרלוונטיים שבידיהם האפשרות החוקית להשפיע על היציאה לגיוס ההון ולא הביא לידיעתם את הסתייגותו מעיתוי ההנפקה. על אף ההשפעה האפשרית על היציאה להנפקה ועל עלותה, לא נמצא כי החברה פנתה בכתב למדינה בתחילת 2009 בבקשה לקבל סיוע אם תדחה את הנפקתה, במקרה שלא תצליח בעתיד לגייס הון לצרכיה בשל תנאי השוק.

4. דירקטוריון החברה אישר את גיוסי ההון שנבדקו כשהוא סומך את ידיו על "רשת ביטחון"¹ בסך מיליארד ש"ח שהנהלת החברה הציגה בפניו כהחלטת דירקטוריון קודמת, אף על פי שלא נמצאה החלטה כתובה בנוגע לסכום רשת הביטחון האמורה.

5. בגיוסי ההון שנבדקו נמצאו מקרים שמספר חברי דירקטוריון לא היו בקיאים דיים בחלק מפרטי הגיוסים ואישרו את בקשות הנהלת החברה בעניין זה בלי שבחנו באופן מעמיק את צורכי החברה, ובלי שדרשו מהנהלת החברה להציג להם גם חלופות אחרות. רק במרס 2009, לאחר שגייסו מיליארדי שקלים, החליטו חברי הדירקטוריון להסתייע ביועץ פיננסי חיצוני הכפוף להם.

6. גיוס ההון בפברואר 2009, שנעשה באמצעות הנפקה פרטית למשקיעים מוסדיים בישראל, לא היה נחוץ לחברה באופן מידי באותו מועד, וזאת על פי תזרים המזומנים החזוי במועד הגיוס ורשת הביטחון של החברה. החברה לא קיימה מכרז בין כל הגופים המעוניינים באג"ח שלה, אף שיכלה להזיל בכך את עלויות גיוס ההון. החברה לא בדקה, ואף לא הייתה מודעת לעמלה בסכום של 3.75 מיליון ש"ח שקיבלו מפיצי הנפקה שהתבצעה במתכונת של הצעה מובנית, שהייתה גבוהה ביותר מפי 200 מהעמלה שהיא שילמה למפיצים בעבר בהנפקות במתכונת שונה.

7. רשות החברות לא פיקחה כראוי על גיוסי ההון של חח"י על אף אחריותה לפקח על מצבה הכספי של החברה. רשות החברות יזמה הכנת דוח מקיף בעניין גיוסי ההון של החברה, אך לא העבירה אותו לדירקטוריון החברה ולמנהליה עם השלמתו, בינואר 2008, וממילא לא דנה עמם בממצאים ובמסקנות המעשיות שהועלו בו ואף לא פעלה ליישומם.

8. רשות החשמל אינה מעורבת "בזמן אמת" בגיוסי ההון של החברה. אף על פי שמיומן המשך ההשקעות של החברה במשק החשמל מחייב לגייס הון באופן שוטף, רשות החשמל, כגורם מפקח על החברה, מקבלת בדרך כלל רק בדיעבד עדכונים על נתוני גיוס ההון, ורק אז מבצעת את פעולות הבקרה על עלויות המימון של החברה. העובדה שהרשות עדכנה את בסיס תעריפי החשמל באיחור של למעלה מארבע שנים השפיעה על קביעת דירוג האשראי של החברה, והיה בה כדי להביא את החברה לשלם שיעורי ריבית גבוהים בגיוסי ההון שלה בישראל ובחו"ל.

9. משקיעים ישראלים הופלו לרעה משום שנמנעה מהם האפשרות לרכוש אג"ח של החברה שהונפקו בחו"ל, ובכך שבאג"ח של החברה שהונפקו בחו"ל קיימים ביטחונות יותר טובים.

10. מאז שנת 2002 ועד מועד סיום הביקורת, לא פרסמה החברה תשקיף בישראל לגיוס הון באמצעות הנפקת אג"ח לציבור, בין היתר, בשל מחלוקות פנימיות ומחלוקות עם גופים שלטוניים, אף ששיעורי הריבית בגיוס הון הנעשה באופן הזה נמוכים בדרך כלל ביחס להנפקות פרטיות של אג"ח, והחברה יכלה לחסוך סכומי כסף ניכרים.

11. העיכוב המתמשך ביישומו של השינוי המבני המתוכנן במשק החשמל שהחליטה עליו הממשלה במאי 2003 עלול להשפיע לרעה על עלות גיוס ההון של החברה, עקב

1 סכום הכסף המינימלי שעל החברה להחזיק בקופתה בכל רגע נתון. סכום זה מורכב ממזומנים ושווי מזומנים.

אי-הוודאות שהוא יוצר בחברות דירוג האשראי ואצל המשקיעים בנוגע לעתידה של חח"י.

סיכום והמלצות

נמצאו ליקויים מהותיים בסדרי הפיקוח ובדרך קבלת ההחלטות של דירקטוריון החברה ובתפקוד הנהלת החברה לקראת אישור ההנפקות. אי-הוודאות הנובעת מעיכובים בקבלת ההחלטות בנוגע לשינוי המבני במשק החשמל ולעדכון בסיס תעריף החשמל תורמת לייקור עלויות גיוס ההון של חח"י. בעת ביצוע הגיוסים דלעיל, תזרימי המזומנים של החברה הלכו והשתפרו. עם זאת החברה העדיפה לגייס הון באופן מידי.

הנהלת החברה לא בחנה לעומק ואף לא הביאה לדיון בדירקטוריון, חלופות שונות לגיוסי ההון שביצעה, ובין היתר, החלופה של גיוס הון לטווח קצר או בינוני בריבית יותר נמוכה, שאולי הייתה יכולה לחסוך לחברה מאות מיליוני שקלים. החשכ"ל הסתייג בעל פה מעיתוי הנפקת החברה בינואר 2009, אך הנהלת החברה לא העלתה את הסתייגותו לדיון בדירקטוריון, ורשות החברות לא הפנתה את תשומת לבם של השרים האחראים - שר האנרגיה והמים² ושר האוצר - להסתייגות זו. הדירקטוריון מצדו לא ביקש מידע מקיף ולא בחן, סמוך למועד ההנפקה בחו"ל, אם עיתוי ההנפקה ותנאיה אכן כדאיים עקב תנאי השוק המשתנים, והסתפק באישור כללי לביצוע ההנפקה שניתן כעשרה חודשים לפני ביצועה.

יצוין, כי על פי החלטת דירקטוריון החברה מאוקטובר 2010, ובעקבות טיוטת דוח הביקורת שהועברה לה, הכינה החברה "נוהל הנפקות" שישדיר את הפעולות והמידע שעל הנהלת החברה להעביר דירקטוריון לפני קבלת החלטות על גיוס הון. נוהל ההנפקות אושר על ידי דירקטוריון החברה בישיבתו מפברואר 2011, והוא כולל, בין היתר, הוראות בנוגע לבדיקת חלופות לגיוס הון, להליכי התקשרויות עם מפיצים ויועצים ולקיום דיונים בדירקטוריון בנושא אסטרטגיית המימון של החברה. על החברה לוודא שהנוהל ייושם כנדרש.

משרד מבקר המדינה רואה בחומרה את התנהלות הגופים האמורים, ובייחוד את הממצאים הנוגעים להתנהלותם הבלתי תקינה של דירקטוריון החברה והנהלתה. הביקורת מצביעה גם על ליקויים משמעותיים בהתנהלות רשות החברות ואגף החשכ"ל ובשיתוף הפעולה ביניהם ובין החברה. מדובר בכשל שבא לידי ביטוי בכך שלא הושקעו די מאמצים לבחון חלופות שיאפשרו לחסוך מאות מיליוני שקלים. כדי למנוע את הישנות הליקויים בהנפקות עתידיות, משרד מבקר המדינה סבור כי מן הראוי שהיועץ המשפטי לממשלה יבחן את הצורך לקבוע הנחיות לחברי הדירקטוריון ולבעלי תפקידים בגופים האמורים ובחברות ממשלתיות אחרות שינהגו משנה זהירות בעתיד, שאם לא כן עלולים להטיל עליהם אחריות אישית.

2 שמו הקודם של המשרד הוא משרד התשתיות הלאומיות. בדצמבר 2011 שונה שמו למשרד האנרגיה והמים.



מבוא

חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן - החברה או ח"ח) היא חברה ממשלתית הנמצאת באחריותם של שר האוצר ושר האנרגיה והמים³ (להלן - השרים). להלן נתונים על ההכנסות ממכירות של החברה⁴ במהלך השנים האחרונות (במיליוני ש"ח, במחירי דצמבר 2010):

2008	2009	2010	
24,921	19,304	19,422	הכנסות

ח"ח עורכת את דוחותיה הכספיים לפי תקנות החברות הממשלתיות (כללים לעריכת דוחות כספיים של חברת החשמל לישראל בע"מ) (הוראת שעה) התשס"ה-2004, ולפי תקנות ניירות ערך (עריכת דוחות כספיים שנתיים), התש"ע-2010, בהיותה חברה ציבורית שאגרות החוב שלה נסחרות בבורסה. משנת 2008 החברה מיישמת את רוב הוראות ה-IFRS⁵.

מאזן החברה ליום 31.12.10 מסתכם בכ-79 מיליארד ש"ח, מתוכו ההתחייבויות מסתכמות בסך של כ-50 מיליארד ש"ח. הרווח הנקי לשנת 2010 הסתכם במיליון ש"ח. מהאמור בדוחותיה הכספיים של החברה עולה כי מצבה הפיננסי נמצא במגמת ירידה. לטווח הרחוק הדבר בא לידי ביטוי בהרעה ניכרת ביחס השוטף⁶ ובמנוף הפיננסי⁷ של החברה, בתזרים מזומנים נמוך מפעילותה השוטפת יחסית לסכום השקעותיה ברכוש קבוע ובפירעון הלוואותיה. בבדיקה שערך אגף הכספים בחברה בפברואר 2008⁸ נמצא כי המנוף הפיננסי של החברה גבוה באופן מהותי (פי 1.7 עד פי 10) מזה של עשר חברות חשמל הדומות לה בעולם, ובהן גם חברות חשמל בעלות דירוג אשראי יותר נמוך משלה. מגמות שליליות מתמשכות אלו מעוררות חשש לאיתנותה הפיננסית של החברה. מצב זה ידוע זה מכבר גם לרשות החברות הממשלתיות, לאגף החשב הכללי במשרד האוצר (להלן - אגף החשב"ל) ולמשרד האנרגיה והמים. בדוח שהכין לבקשת החברה והוגש גם למשרדי הממשלה ביולי 2010, העיר הבנק העולמי על כך שלח"ח יש רמת מינוף גבוהה שאינה תומכת בלקיחת הלוואות נוספות לצורך מימון מלוא תכנית ההשקעות.

יצוין כי מדינת ישראל ערכה למוסדות פיננסיים שונים בישראל ובחו"ל להחזרתן של חלק מהלוואות⁹ החברה שנלקחו בעבר. בין היתר, למימון פרויקטים תשתיתיים מסוימים. לדוגמה, בשנים 2005-2006 לוותה החברה כ-250 מיליון דולר מבנק ארה"ב, בערבות של מדינת ישראל ובביטוח OPIC¹⁰, לצורך הקמת חלק ממערכת ההולכה של הגז הטבעי בישראל. למרות בקשותיה

- 3 שמו הקודם של המשרד הוא משרד התשתיות הלאומיות. בדצמבר 2011 שונה שמו למשרד האנרגיה והמים.
- 4 הכנסות לאחר ניכוי השתתפות הצרכנים.
- 5 IFRS (INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARDS) הם תקני החשבונאות שפורסמו על ידי המוסד הבינלאומי לתקינה חשבונאית (IASB). תקן חשבונאות ישראלי מספר 29 החיל את IFRS בישראל על תאגידים הכפופים לחוק ניירות ערך ומחויבים לדווח לפי תקנות ניירות ערך החל מהדוחות הכספיים לשנת 2008.
- 6 יחס חשבונאי המתקבל על ידי חילוק הרכוש השוטף בהתחייבויות השוטפות.
- 7 יחס חשבונאי המתקבל על ידי חילוק התחייבויות החברה בהונה העצמי.
- 8 לבקשת דירקטוריון החברה מפברואר 2008.
- 9 כ-88% מההלוואות שניתנה להן ערבותה של מדינת ישראל הן הלוואות דולריות.
- 10 סוכנות של ממשלת ארה"ב.

של החברה בשנים שנבדקו, סירב אגף החשכ"ל לסייע לה באמצעות מתן ערבות מדינה להלוואותיה; יתרת ערבות המדינה הקיימת להלוואות החברה שנלקחו בעבר הולכת ומצטמצמת. ועומדת נכון ליום 31.12.10 על סכום של כ-1.3 מיליארד ש"ח (לעומת כ-7.9 מיליארד ב-31.12.05).

חח"י מגייסת הון בעיקר כדי לפתח את תשתית החשמל שלה ולהקמתם ולתפעולם של נכסים חדשים (תחנות כוח, טורבינות וכדומה) שייצרו את כמות החשמל הנדרשת למשק הישראלי. בשנים האחרונות שימש חלק מגיוס ההון לצורך החזר הלוואות שהחברה נטלה בעבר.

הקמת נכסים אלו, הנעשית במסגרת תכנית הפיתוח, ממומנת לרוב מהעלאת תעריף החשמל לתקופה מוגבלת ומגיוס כספים חיצוניים (להלן - גיוס הון). לדוגמה, במסגרת תכנית חירום¹¹ שאישרה הרשות לשירותים ציבוריים - חשמל (להלן - רשות החשמל), באוגוסט 2007, הועלה תעריף החשמל בשיעור של 5% למשך שנה. כמו כן, באוקטובר 2008, אישרה¹² רשות החשמל לחברה לגבות, באמצעות העלאת התעריף מינואר 2009 עד 1.1.11 או עד סיום הגבייה בפועל, לפי המוקדם מביניהם, שני מיליארד ש"ח לצורכי מימון הפיתוח.

סיבה נוספת לצורך לגייס הון, היא הפקדת סכומים גבוהים בקופה המרכזית לקצבה של עובדיה. לדוגמה, בשנים 2005-2008 הפקידה החברה בקופת הפנסיה סכום של 3.86 מיליארד ש"ח. בנוסף לכך הפקידה החברה בתקופה האמורה סכום של כ-723 מיליון ש"ח בחשבון נאמנות¹³ בגין המחויבות האקטוארית שלה עבור רכיבי שכר לא קצבתיים.

כד בכד עם ההרעה במצבה הפיננסי של חח"י קיים בשנים האחרונות צמצום מתמשך בהשקעותיה של החברה מרמה שנתית ממוצעת של כ-4.6 מיליארד ש"ח בשנים 2000-2005 לרמה שנתית ממוצעת של כ-3.1 מיליארד ש"ח בשנים 2006-2008. אי-ביצוע השקעות בהיקף הנדרש להמשך הפיתוח עלול לגרום נזק למשק החשמל, ובין היתר, לפגוע ברמת הרזרבה ובאמינות המערכת.

חח"י מגייסת הון בישראל ובחו"ל ממקורות שונים כמו הלוואות מבנקים, מלוות ייעודיות למימון רכישה ולהקמה של רכוש קבוע והנפקות אגרות חוב (להלן - אג"ח). עיקר גיוס ההון בשנים האחרונות נעשה באמצעות הנפקת אג"ח ולקיחת הלוואות לטווח ארוך. להלן מצבת ההתחייבויות של החברה ליום 31.3.12, בחלוקה לפי מקור גיוס ההון:

טבלה 1: מצבת התחייבויות חח"י ל-31.3.12 (במיליוני ש"ח)

תשלומי ריבית לאורך חיי ההלוואה	קרן החוב	
772	7,305	אג"ח שהונפקו לציבור
20,939	31,208	אג"ח שהונפקו לגופים מוסדיים ואשראי חוץ-בנקאי
295	1,978	אשראי בנקאי בישראל
239	3,476	אשראי בנקאי בחו"ל
22,245	43,967	סך הכול

יכולת גיוס ההון של החברה נקבעת על פי מספר פרמטרים. החשוב שבהם הוא הערכות שוק ההון הנוגעות למידת יכולתה של החברה לפרוע את ההלוואות שגייסה במועד שנקבע (הקרן והריבית).

11 החלטת רשות החשמל מאוגוסט 2007 (ישיבה מס' 192) בעניין "צעדים לשיפור מצבה הפיננסי של חברת החשמל".
 12 החלטת רשות החשמל מאוקטובר 2008 (ישיבה מס' 238) בעניין "תכנית פיתוח לחברת החשמל לישראל".
 13 יתרת חשבון הנאמנות ליום 31.10.2009 היא כ-1.72 מיליון ש"ח (כולל רווחים).

הערכות אלו מתבססות, בין היתר, על בחינת הסיכונים הפיננסיים¹⁴ והסיכונים העסקיים¹⁵ של החברה. הן באות לידי ביטוי גם בקביעת דירוג האשראי על ידי חברות מדרגות לאג"ח שמנפיקה החברה לציבור או לגופים מוסדיים. קיימים גם פרמטרים חיצוניים ליכולת גיוס ההון שהם: מצב מאקרו-כלכלי במשק, אירועים ביטחוניים והגבלות סטטוטוריות שונות הנוגעות לשיעורי ההחזקה באג"ח של חח"י.

בשנים 2010-2002 ירד דירוג האשראי של החברה בישראל ובחו"ל בעקביות, דבר שהוביל לעלייה חדה בעלויות גיוס ההון שלה. לדוגמה, בגיוס ההון שעשתה החברה בפברואר 2009 התשואה האפקטיבית¹⁶ של רוכשי האג"ח הייתה 7.1%, ואילו בגיוס הון דומה של חברת מקורות שדירוג האשראי שלה היה גבוה משל החברה (AAA של מקורות לעומת AA+ של החברה הכלול ברשימת מעקב עם השלכות שליליות), היא גייסה הון באותו חודש ואף לתקופה יותר ארוכה, התשואה האפקטיבית עמדה על 5%.

בחודשים אפריל 2009 - מאי 2012 בדק משרד מבקר המדינה, לסירוגין, היבטים שונים של תהליך גיוס ההון של חח"י. הבדיקה נעשתה בחברה, ברשות החברות הממשלתיות (להלן - רשות החברות), ברשות החשמל, באגף החשכ"ל ובאגף התקציבים במשרד האוצר וברשות ניירות ערך.

השפעת העיכובים ביישום השינוי במבנה משק החשמל על גיוסי ההון של חח"י

ממאי 2003, כשהתקבל בכנסת תיקון מס' 2 לחוק משק החשמל, התשנ"ו-1996¹⁷ (להלן - חוק משק החשמל), הגורמים הרלוונטיים בממשלה טרם הביאו לידי שינוי מבני במשק החשמל. העיכוב המתמשך בביצוע השינוי המבני המתוכנן במשק החשמל הוא גורם מרכזי העלול להשפיע לרעה על עלות גיוס ההון של החברה, משום שהוא יוצר בחברות דירוג האשראי ואצל המשקיעים תחושת אי-ודאות בקשר לעתידה של החברה¹⁸. במצב זה, המשקיעים דורשים ביטחונות יותר טובים וריבית יותר גבוהה משדרשו בעבר בגין הלוואותיהם לחברה. לדוגמה, בהודעה לציבור שפרסמה בשנת 2009 אחת מחברות דירוג האשראי (להלן - חברת הדירוג) היא מבססת את הורדת דירוג האשראי של החברה גם על החשש שאימוץ השינוי המבני במשק החשמל על ידי ממשלת ישראל עלול "להחליש את מיצובה העסקי של החברה... בנוסף, תכניתה של המדינה להוציא אל הפועל את השינוי המבני במשק החשמל עלולה להעניק בתנאים מסוימים אפשרות לפירעון מוקדם של חלק מהחוב. מצב זה עשוי ליצור לחץ מהותי על החברה לנוכח נזילותה והיקף החוב הקיים".

בטיטוט דוח של אגף חשבונאות ובקרה ברשות החשמל¹⁹ צוין כי "מצבה הפיננסי של החברה, לרבות ספקות המועלים לגבי יכולת שרות החוב שלה, יחד עם גורמים נוספים כמו אי ודאויות מתמשכות לגבי השינוי המבני הצפוי, ומשקלה הגבוה יחסית של חח"י בתיקי המשקיעים המוסדיים, הביאו לעליה מתמשכת בפרמיית הסיכון של החברה במהלך השנים האחרונות".

-
- | | |
|----|--|
| 14 | נזילות החברה, מבנה ההון, הרווחיות, החשיפה לשינויים בשערי מטבעות ועוד. |
| 15 | היקף התחרות, שינויים מבניים, שינויים ברגולציה ועוד. |
| 16 | שיעור התשואה בפועל למשקיע בהתחשב בעמלות הכרוכות בביצוע ההשקעה. |
| 17 | התיקון התקבל בכנסת במאי 2003 בחוק התכנית להבראת כלכלת ישראל (תיקוני חקיקה להשגת יעדי התקציב והמדיניות הכלכלית לשנת הכספים 2003 ו-2004), התשס"ג-2003, סעיף 7. |
| 18 | ראו מבקר המדינה, דוח שנתי 60ב (2010), עמ' 1095-1112. |
| 19 | טיוטה פנימית משנת 2008 של דו"ח "מפת-ח-מימון פיתוח תשתיות חשמל" בעניין פתרונות בעיות המימון לפיתוח משק החשמל. |

לדעת משרד מבקר המדינה, על הגורמים העוסקים בשינוי המבני במשק החשמל - משרד האוצר, משרד האנרגיה והמים, רשות החברות ורשות החשמל - לתת את הדעת על השפעתה של אי-הוודאות הנובעת מהעיכוב המתמשך בכיצוע השינוי, על עלויות גיוס ההון של החברה לאורך זמן.

התנהלות חח"י מול שוק ההון בישראל

בין המשקיעים באג"ח של חח"י נמצאים גם גופים מוסדיים ובתי השקעות שמחפשים באופן תדיר אפיקי השקעות. עד שנת 2003 גייסה החברה הון בשוקי ההון הישראלי והבין-לאומי. בשנים 2003-2007 התבססו גיוסי ההון של החברה על מקורות ישראליים ובשנים 2008-2009 הם התמקדו בעיקר בשווקים הבין-לאומיים.

במהלך השנים 2005-2009 הייתה עלות ההון שהחברה גייסה בישראל במגמת עלייה. בשנת 2005 נעשה גיוס הון בריבית הגבוהה ב-0.7% מהריבית על אג"ח ממשלתיות, ובמרס 2008 הייתה הריבית גבוהה ב-2.82%.

בד בבד התייקרו גם גיוסי ההון של חח"י בחו"ל. להלן פירוט הנפקות אג"ח של החברה בחו"ל בשנים 2008-2009:

טבלה 2: הנפקות של חח"י בחו"ל (במיליוני ש"ח)

תאריך הגיוס	הסכום שגויס	מועד הפירעון	שיעור הריבית
17.1.2008	936	17.1.2018	* libor+1.65%
7.5.2008	3,443	15.1.2019	קבועה דולרית 7.25%
28.1.2009	2,012.5	28.1.2020	קבועה דולרית 9.375%

* LIBOR (London Interbank Offered Rate) - ריבית בין-בנקאית המחושבת מדי יום על ידי איגוד הבנקאים הבריטי.

החברה הסבירה את שינוי המדיניות בעניין המקורות לגיוסי ההון, בין היתר בכך שלפי הערכותיה, המגבלות הסטטוטוריות²⁰ המוטלות על המשקיעים הפוטנציאליים (להלן - מגבלות רגולטוריות) ומדיניות גיוס ההון הפנימית של המשקיעים בישראל מקשות על המשך התבססותה העיקרית של החברה על השוק הישראלי לצורך גיוסי ההון. לכן החברה התוותה מדיניות שלפיה יש להשתמש במקורות המקומיים לגיוס הון בעיקר לפעילות השוטפת שלה או כחלופה בעת שהחברה עלולה להיתקל בקשיים אפשריים בגיוס הון בחו"ל. מדיניות זאת נשענה גם על העובדה שלא עלה בידי החברה בשנים 2005 ו-2007 לפרסם תשיקף לביצוע הנפקה ציבורית של אג"ח בישראל (ראו להלן),

20 מגבלות המוטלות על בנקים: הוראות ניהול בנקאי תקין של בנק ישראל קובעות כי לבנק בישראל אסור לתת הלוואות ל"לווה בודד" בשיעור העולה על 15% מהונו העצמי של הבנק. מגבלות המוטלות על קופת גמל: תקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), תשכ"ד-1964. המגבלות קובעות, בין היתר, את היקף אחזקתן של קופות הגמל באגרות חוב סחירות של מנפיק בהתאם לדירוג ההשקעה. מגבלות המוטלות על קרנות נאמנות: תקנה 6 לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המרביים), התשנ"ה-1994, הקובעת, בין היתר, כי שווי אגרת חוב המוחזקת בקרן, לא יעלה על 10% מהשווי הרשום למסחר של אותה אגרת. וכי שווי אגרת חוב המוחזקת בקרנות שבניהולו של מנהל קרן, לא יעלה על 25% מהשווי הרשום למסחר של אותה אגרת חוב.

וגם על הירידה בסכומים שהחברה הצליחה לגייס בהנפקותיה הפרטיות בשוק ההון הישראלי בשנים האחרונות. להלן פירוט של סך התמורה שהתקבלה בהנפקות הפרטיות שביצעה חח"י בישראל בשנים 2005-2008.

טבלה 3: הנפקות פרטיות של חח"י בישראל בשנים 2005-2008 (במיליוני ש"ח)

מספר גיוסי ההון	סכום גיוס ההון (במיליוני ש"ח)	
9	3,023	2005
6	2,011	2006
7	1,984	2007
1	180	2008

מהנתונים עולה כי היקף ההון שגייסה החברה בישראל באמצעות הנפקות פרטיות ירד מאז שנת 2005 באופן ניכר.

בתשובתה למשרד מבקר המדינה מיולי 2010 החברה מסתמכת על דוח מקיף שהכינו שני פרופסורים המשמשים יועצים חיצוניים שלה (להלן - דוח היועצים) והוגש לה בנובמבר 2011 לאחר ההנפקות, ומציינת כי "המומחים הכלכליים מטעם החברה שבחנו לעומק את שוק האג"ח הקונצרני בישראל... הגיעו למסקנה דומה וחד משמעית, לפיה, בתנאים ששררו בשוק האג"ח המוסדי במחצית השנייה של 2008 וברבעון הראשון של 2009, לא יכלה החברה לשווק בארץ אגרות חוב בהיקף הנדרש של 2 מיליארד ש"ח (ההדגשה במקור)".

משרד מבקר המדינה מציין כי דוח היועצים מציג פערים ניכרים בשיעור החזקותיהם של גופים מוסדיים באג"ח שהנפיקה החברה, ונראה כי בפועל המגבלות הרגולטוריות לא מנעו מרוב הגופים המוסדיים את רכישת האג"ח במועד הרלוונטי, וככל הנראה קיימות סיבות נוספות להימנעותם מרכישת אג"ח של החברה. לדוגמה, בדוח היועצים מצוינים סכומי אג"ח של החברה המוזקקות בחמש קרנות הפנסיה הגדולות בישראל²¹, ושיעורי ההחזקות שלהן ביחס לכלל האג"ח הקונצרניות שבידי הקרנות האמורות ליום 31.12.2008 הוא כדלקמן:

טבלה 4: אחזקות חמש קרנות הפנסיה בישראל באג"ח קונצרניות ובאג"ח של החברה ל-31.12.2008

שיעור אג"ח חח"י מכלל האג"ח של הקרן	סך החזקות באג"ח חח"י (במיליוני ש"ח)	סך החזקות האג"ח (במיליוני ש"ח)	
18.2%	768	4,219	קרן פנסיה א
7.0%	207	2,950	קרן פנסיה ב
4.3%	86	2,005	קרן פנסיה ג
6.9%	127	1,838	קרן פנסיה ד
2.9%	268	9,365	קרן פנסיה ה
7.1%	1,456	20,377	סך הכול

21 הנתונים מבוססים על נתוני קרנות הפנסיה ועל עיבודים של עורכי הדוח.

חברות המעוניינות לגייס הון בסביבה שמתקיימת בה תחרות מתמדת על מקורות מימון עשויות לפעול בכל מיני אמצעים כדי לשמור על קשר ישיר ושוטף עם גורמי מפתח בשוק ההון, כמו מפצים, חתמים ומשקיעים מוסדיים, גם כדי להבטיח קיום של ערוץ גיוס פתוח ומהיר בזמן שמתעורר צורך לגייס הון ולהפחית את העלויות שלו. קשר זה יכול להיעשות על ידי אנשי החברה המגייסת או באמצעות גורם חיצוני בעל מומחיות בתחום. הקשר מתבסס, בין היתר, על הצגה שוטפת של אסטרטגיית החברה, תכניותיה העסקיות ותוצאות הפעילות שלה לפני משקיעים קיימים ופוטנציאלים, ואמור לכלול מצגות, פגישות עדכון, כנסי משקיעים, עריכת סיורים במפעלי החברה, פרסום באמצעי התקשורת הפיננסית וכדומה.

1. הקשר של חח"י עם שוק ההון נבחן בדוחות שונים שהוזמנו על ידי החברה ורשות החברות. בפברואר 2010 הגישה חברת ייעוץ חיצונית לחברה מצגת קצרה בנושא "גיוסי חברת חשמל לישראל בע"מ" (להלן - מצגת), ובה נבחנו גיוסי ההון שעשתה החברה בינואר ובפברואר 2009. בפרק המסקנות ליישום מידי, חברת הייעוץ ממליצה, בין היתר, כי "חייב להיות קשר ישיר ככל האפשר עם המשקיעים. הקשר עם המשקיעים חייב לקרות בין הנפקות ולא רק במהלכן". המלצה בדבר הידוק הקשר עם שוק ההון צוינה גם בדוח²² שהוכן ביזמת רשות החברות בתחילת 2008 (ראו להלן בפרק - מעורבות רשות החברות בהנפקות החברה).

בתשובתה מיולי 2010 ציינה החברה כי העובדה שהיא גייסה לאורך השנים עשרות מיליארדי שקלים בשוק ההון בישראל, והאג"ח שלה מהווה 10% משוק האג"ח הקונצרני בישראל, מעידה על קשריה העמוקים, הרציפים והתקינים עם שוק ההון בישראל. לטענתה היא "החלה לגייס הון בחו"ל לאור ייבוש' של השוק הישראלי, וכיום היא 'מתמרנת' בין שני השווקים בהתאם לצרכיה ולפי הביקושים של כל אחד מהשווקים". החברה הסבירה את הירידה בהיקף גיוס ההון בישראל בכך ש"שוק ההון בישראל אינו נתון מענה מלא לצרכי הגיוס של החברה וזאת ללא קשר להתנהלותה של החברה אלא מטעמים אובייקטיביים הנוגעים, בין היתר, למגבלות רגולטוריות, לתנאי שוק ההון בישראל... משכך, החברה אינה יכולה להסתפק בביצוע גיוסים בארץ והיא נאלצת לפנות לשווקים הבינלאומיים על-מנת לגייס את ההון הדרוש לה". בתשובתה מיוני 2012 החברה הוסיפה כי היא "פועלת ותפעל על מנת לחזק הקשר עם שוק ההון המקומי ותיזום שיחות ועידה/ פגישות עם בתי השקעות מובילים בישראל".

בתשובתו של משרד האנרגיה והמים למשרד מבקר המדינה מאפריל 2010 צוין, כי לדעתם של כלכלני המשרד, שיעורי הריבית הגבוהים בגיוסי ההון של חח"י מקורם בחשש הקיים בשוק ההון בישראל "מרמת הסיכון הגלומה בפעילות החברה לאור המנוף הפיננסי הגבוה שהיא לקחה על עצמה, הנובע הן מרמת התחייבויות עצומה והן מאי-ודאות לגבי תנאי השינוי המבני".

2. משנת 2002 הסתמכה הנהלת חח"י בגיוסי ההון שלה בישראל ובחו"ל, לרבות גיוס ההון בחו"ל בינואר 2009, על חוות הדעת שמסרו לה חתמי ההנפקה אף על פי שיש להם עניין ביציאה לגיוס ההון. החברה לא הציגה בפני משרד מבקר המדינה נתונים שלפיהם נעזרה גם בייעוץ חיצוני אובייקטיבי משלה. עוד נמצא כי החברה לא התייעצה באופן ממשי עם בעלי תפקידים במשרד האוצר המתמחים בגיוסי הון וצברו ידע נרחב וניסיון בתחום.

לדעת משרד מבקר המדינה, מן הראוי היה שלקראת גיוסי ההון שבוצעו בשנים 2002-2009 תיעזר החברה בייעוץ חיצוני אובייקטיבי משלה. ייעוץ כזה ראוי שיינתן לחברה בעתיד בנוגע לכל גיוסי ההון שלה, לא רק לאלו הנעשים בחו"ל, ומסקנותיו יובאו לפני דירקטוריון החברה עוד לפני ההחלטה על ביצועם.

22 בדוח צוינו כמה סיבות שגורמות ל"סינטימנט שלילי" כלפי החברה: ספק בדבר יכולת שירות החוב שלה, השינוי המבני המתוכנן, משקלה היחסי של החברה בתקני המשקיעים ותדירות הגיוסים, הצהרות החברה וירידה בדירוג האשראי.

לדעת משרד מבקר המדינה, הקשר של החברה עם שוק ההון בישראל טעון שיפור, והוא אחד הגורמים העלולים להביא לידי ירידה של ממש בהיקף גיוס הון בישראל והסתמכות הולכת וגוברת על גיוסי הון בחו"ל. בשל גיוסי ההון הניכרים שח"י עשויה לבצע בשנים הבאות והיקף ההחזקות של חלק מהגופים המוסדיים באג"ח של החברה שעדיין רחוק מהמגבלות הרגולטוריות, מן הראוי שהיא תפעל באמצעות הנהלתה ובעלי תפקידים בכירים בה כדי לשמור על קשר מקצועי רציף שיגביר את אמון שוק ההון המקומי בחברה ויגדיל את מספר גיוסי ההון הנעשים בישראל.

3. נמצא כי החברה לא החזיקה בהסכמים עם מלווים ישראלים על הקצאת מסגרת אשראי²³ ולא עשתה כל מאמץ משמעותי לצורך כך. החברה התנהלה מול בנקים בישראל בעניין זה בשיחות בעל פה, ולא היו בידיה תחשיבים כלכליים לביסוס טענתה בדבר אי-קיום כדאיות כלכלית בהחזקת מסגרות אשראי לעומת גיוסי ההון. לקיומן של מסגרות אשראי קיימת חשיבות בשל ההשפעה האפשרית שלהן על ההיקף והעלות²⁴ של גיוסי ההון שהחברה מבצעת, שכן שמירה על זרבת מזומנים מספיקה לפעילות השוטפת של החברה יכולה לעיתים להתבצע גם באמצעות קיומה של מסגרת אשראי הניתנת לניצול לפי צורכי החברה.

משרד מבקר המדינה מעיר, כי החברה ניהלה מגעים עם הבנקים בישראל בעניין קבלת מסגרות אשראי בלי שתיעדה את פעולותיה בנדון; התנהגות כזאת אינה תקינה, ויכולות להיות לה השלכות כספיות.

מעורבות דירקטוריון ח"י בגיוסי ההון

1. על פי סעיף 92 בחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן - חוק החברות), על דירקטוריון חברה להתוות את מדיניות החברה ולפקח על פעולותיו של מנכ"ל החברה. תפקידו גם לבדוק את מצבה הכספי של החברה ובידו הסמכות להחליט על הנפקה של אג"ח. על כל אחד מחברי הדירקטוריון מוטלת חובת זהירות²⁵ שנועדה למנוע נזק לחברה²⁶, ובמסגרתה עליו לפעול ברמת מיומנות שהיא פועל בה נושא משרה סביר, באותה עמדה ובאותן נסיבות. בכלל זה יש לנקוט, בשים לב לנסיבות העניין, אמצעים סבירים לקבלת מידע הנוגע לכדאיות העסקית של פעולה המובאת לאישורו, או של פעולה הנעשית על ידו מתוקף תפקידו, ולקבלת כל מידע אחר שיש לו חשיבות לעניין פעולות כאמור. לפי סעיף 266(א) לחוק החברות, "לצורך ביצוע תפקידו זכאי דירקטור, במקרים מיוחדים, לקבל ייעוץ מקצועי על חשבון החברה".

23 הסכם בין המלווה, בדרך כלל בנק, ובין אדם או תאגיד הזקוק למקורות מימון. ההסכם מאפשר למקבל האשראי, בפרק זמן שנקבע, למשוך כסף או לחייב את חשבון המזומנים בדרך אחרת ביתרה שלילית, עד לתקרת מסגרת האשראי שנקבעה בהסכם.

24 בדוח שפרסמה חברת הדירוג במרס 2009, לאחר שהורידה את דירוג האג"ח של החברה, היא ציינה כי היא רואה את "צרכיה של החברה לביצוע מיחזור החוב ברבעון האחרון של שנת 2009 כאתגר", בין היתר, בשל "אי קיומן של מסגרות אשראי חתומות".

25 לפי סעיפים 252א-253 לחוק החברות, התשנ"ט-1999.

26 ע"א 610/94 גדליה בוכבינדר ואח' נגד כונס הנכסים הרשמי פ"ד נז(4) 289, 331-332.

הביקורת העלתה ליקויים בתפקוד הדירקטוריון בהליך קבלת ההחלטות בעניין גיוסי ההון של חח"י ובאופן השימוש בכספים שגויסו. בגיוסי ההון שנבדקו נמצא כי מספר חברי דירקטוריון לא היו בקיאים דים בחלק מפרטי ההנפקות, ואישרו את בקשות הנהלת החברה בעניין זה, בלי שבחנו באופן מעמיק את אסטרטגיית הגיוס ואת צורכי החברה, בלי שדרשו מהנהלת החברה להציג להם את מכלול הנתונים הרלוונטיים וכן חלופות אחרות. בדרך זו נמנע הדירקטוריון מלבחון חלופות שיאפשרו להקטין את עלות גיוס ההון של החברה. להלן דוגמאות:

א. ביוני 2008 החליט דירקטוריון החברה על פתיחת חשבון בנק מיוחד שיופקדו בו כספי גיוסי ההון שישימשו רק לצורך מימון פעולות הפיתוח של החברה. בישיבת הדירקטוריון מפברואר 2009 ביקשה הנהלת החברה אישור לשימוש חורג בחשבון זה גם לצורך פירעון של קרן וריבית של אג"ח שמועד פירעונן היה ארבעה ימים בלבד לאחר מועד הישיבה. הדירקטוריון אישר משיכה של כ-1.96 מיליארד ש"ח לצורך האמור מהחשבון המיוחד, בלי שבחן את ההשפעה של החלטתו על פעולות הפיתוח העתידיות של החברה בפרט ועל מצבה הכספי בכלל. רק לאחר שאושרה בקשת החברה נדרש יו"ר דירקטוריון החברה דאז, מר מרדכי פרידמן (להלן - יו"ר הדירקטוריון) לנושא: "לא יתכן שבאים אלינו ביום חמישי לקבל החלטה על חצי מיליארד דולר - ליום שני. עצם העובדה שיש אי הבנה ותחושה של שאלות נוספות שמקרקרות בבטן אצל חלק מהדירקטורים, בדיון הזה שהתבקשנו להקצות בשבילו רק 5 דקות - זה מצב לא תקין ברמת הדירקטוריון... כרגע ההחלטה היא מבחינתי כמו חותמת גומי, חד וחלק".

בתשובתה מיולי 2010 הסבירה החברה למשרד מבקר המדינה, כי החשבון הנפרד נפתח ביזמת הדירקטוריון כדי ליצור מנגנון פיקוח משלו על אופן השימוש בכספי גיוס ההון. בנוהל²⁷ שעניינו החשבון הנפרד נקבע כי "לקראת שנת 2009 יידרש דיון נוסף באשר להחזרי הקרן בשנה זו", ולפיכך תשלום הקרן והריבית מתוך החשבון נעשה בידיעת הדירקטוריון ואינו נחשב שימוש חורג בכספי החשבון הנפרד.

לדעת משרד מבקר המדינה, בדיונים שהתקיימו לקראת גיוסי ההון בשנת 2009 היה על הדירקטוריון לדון מלכתחילה ובהרחבה גם במטרות השימוש הצפוי להיעשות בכספי הגיוס לצורכי פיתוח או לשם מימון הוצאות שוטפות, וגם בדרכים למניעת הצורך לקבל החלטות חשובות מעין אלו באופן כפוז - שאינו אלא אישור אוטומטי להחלטות של הנהלת החברה. מתשובת החברה אף עולה כי היא לא פעלה מלכתחילה לפי הנוהל שאישרה ועדת הכספים של הדירקטוריון, משום שהביאה את ההחלטה לדיון בדירקטוריון רק ימים ספורים לפני יום פירעון האג"ח, 1.3.2009, ולא "לקראת שנת 2009" כפי שנקבע מפורשות בנוהל.

בתשובת החברה מינואר 2012 היא מסרה כי תפעל בעתיד "ככל שהנסיבות יאפשרו זאת, להביא נושאים לדיון בדירקטוריון תקופה ממושכת יותר קודם למועד הפעולה, גם אם מדובר באשרור בלבד של החלטות שכבר התקבלו בעבר". בתשובת החברה מיוני 2012 היא הוסיפה כי הדירקטוריון דן בתזרים ובשימושים השונים באופן שוטף, וכי הוא דן במסגרת הדיון האסטרטגי שקיים בדצמבר 2011 על צורכי המימון של החברה ושימושו.

ב. בתקופה שקדמה לגיוסי ההון של החברה בשנת 2009, הנהלת החברה לא הציגה בפני הדירקטוריון תכנית פיננסית ארוכת טווח. התכנית אמורה לכלול, בין היתר, את תכנית ההשקעות, את המקורות הכספיים העתידיים ומידע בדבר איתנותה הפיננסית של החברה שהיעדרם יש בו כדי

27 נוהל "שימוש בכספי גיוס ההון בחו"ל" אושר על ידי ועדת הכספים של דירקטוריון החברה במאי 2008.

לפגוע בהיקף המידע הדרוש לדירקטוריון כדי לאשר את גיוסי ההון. טענות בעניין האמור עלו כבר בישיבת הדירקטוריון מאוגוסט 2007 שדן, בין היתר, בנושא הנפקת אג"ח לפירעון בשנים 2012-2015, כאשר ציין הדירקטור יוסף ודנה כי "זו כבר פעם שניה שבאים לכאן ומנסים, בלי תכנית מסודרת, להנפיק הרבה מאד כסף. זה מגיע כל פעם טיפין טיפין. לא נתקלתי בתכנית ארוכת טווח או אסטרטגיה הקובעת מהי מדיניות הגיוס המסודרת שלנו". באוגוסט 2008 אמנם הכינה החברה תכנית פיננסית שכותרתה "תחזית תוצאות עסקיות לשנים 2009-2013", שכללה, בין היתר, ניתוח של הדוחות הכספיים של החברה ומקורות המימון שלה, אך הצגתה בפני הדירקטוריון נדחתה.

בתשובת החברה מינואר 2012 היא ציינה כי הוצגו ונדונו בדירקטוריון מפעם לפעם התחזיות הכספיות של החברה, וכי בסוף כל שנה קלנדרית היא הביאה לידיעת הדירקטוריון את תכנית החומש שלה. כן ציינה שפחות מחודשיים לפני ישיבת הדירקטוריון מאוגוסט 2007 הוצגה בפני הדירקטוריון תכנית עסקית אסטרטגית לשנים 2008-2020". בתשובת החברה מיוני 2012 היא הוסיפה כי "הדירקטוריון בחן את התזרים החזוי לשנים 2012-2013 ותחזית ירידת חוב ל-5 שנים".

בתשובתה מדצמבר 2011 של עו"ד שלומית ברנע פרגו, אשר כיהנה בתקופה הנדונה כדירקטורית בחברה וכיו"ר ועדת ביקורת היא ציינה, כי בקשותיה מפברואר 2009 לקבל את תזרים המזומנים לטווח ארוך, בעקבות תוצאות גיוסי ההון בתחילת 2009, נענו "רק לאחר בקשות רבות, דחיות והתעלמות".

מר מיכה לזר המשמש חבר דירקטוריון בחברה, השיב למשרד מבקר המדינה בינואר 2012 כי בגיוסי ההון של החברה הוא היה "בקיא בפרטי הגיוס הן מהישיבות של הוועדות והן מישיבות בלתי פורמליות והתייעצויות שהתקיימו", וכי הינו בקיא מקצועית ומיומן בשוק ההון.

בתשובה מדצמבר 2011 של גב' שולמית אשכול שכיהנה כדירקטורית בחברה בתקופה האמורה, נכתב כי היא בקיאה בפרטי הגיוס ופעלה בזהירות, בשיקול דעת, תוך הפעלת מיומנות והבנה מקצועית.

משרד מבקר המדינה סבור, כי היה על החברה להגביר את התדירות ואת היקף הנתונים שהביאה בפני חברי הדירקטוריון שלה כדי שיקבלו החלטה מושכלת. מכל מקום - יוצא שהדירקטוריון קיבל החלטות על גיוסי הון בשנת 2009 בלי שבחן ואישר את האסטרטגיה העסקית הכללית של החברה.

ג. הדירקטוריון לא דרש כי יוצגו בפניו הערכות מקצועיות אובייקטיביות שיבססו את עמדת הנהלת החברה, בתחילת 2009, כי קיים חשש ששוק ההון הבין-לאומי עלול להיסגר בפני החברה במהלך השנה, ובמצבה הפיננסי באותו מועד היה עליה לגייס הון ככל יכולתה ובעלות הגיוס הצפויה כל עוד היה הדבר אפשרי. הדירקטוריון, לעומת זאת, הסתמך על המלצות חתמי ההנפקה שהם, בדרך כלל, בעלי עניין בביצועה של ההנפקה, ועל דברי יו"ר הדירקטוריון דאז, מר מרדכי פרידמן, שבין יתר דבריו בישיבת ועדת הכספים טען: "אומרים לי חברי הטובים, שעלול להיות מצב שעוד חודשיים שלושה גם לא יהיה שוק".

בתשובת החברה למשרד מבקר המדינה מינואר 2012 היא ציינה שהדרישה להצטייד ב"הערכות אובייקטיביות" אינה מעוגנת בדין או בחיי המעשה, וכי בפני הדירקטוריון עמדו באותה תקופה שלל תחזיות קודרות על החרפת המשבר הכלכלי שמקורן, בין היתר, בעיתונות כלכלית ובהערכות הנהלת החברה. החברה הוסיפה, כי "לכל חברי הדירקטוריון היה ברור, כי ה'חברים' אליהם מתייחס מר פרידמן... הינם גורמים בכירים בעולם העסקי המעורים היטב בשוק ההון".

לדעת משרד מבקר המדינה ראוי היה שלפני גיוס הון של חברה ממשלתית בהיקפים כספיים ניכרים, ובייחוד בתחילת 2009 כאשר גופים עסקיים אחרים שנחשפו לאותם נתונים מאקרו כלכליים נמנעו מגיוס הון במחירים יקרים יחסית, יתבסס הדירקטוריון מלכתחילה גם על חוות דעת אובייקטיביות ובדוקות היטב.

ד. לאחר השלמת גיוס ההון בחו"ל בינואר 2009 הביעו דירקטורים בחברה תמיהה על כך שגיוס סכום של 500 מיליון דולר. הם ציפו לגיוס של סכום יותר נמוך, בעקבות הדברים שנאמרו להם במהלך ישיבות הדירקטוריון שעסקו בגיוס ההון המתוכנן לפברואר 2009. תמיהת הדירקטורים מבוססת, ככל הנראה, גם על ההפרשים שבין סכומי הגיוס שהוזכרו בדיוני הדירקטוריון ובין הסכומים שהחברה פרסמה בהודעות לעיתונות בקשר להנפקה הזאת לצורך יחסי ציבור.

החברה השיבה למשרד מבקר המדינה ביולי 2010 כי מלכתחילה דובר בישיבת הדירקטוריון שהתקיימה ב-27.11.08 על הנפקה של עד מיליארד דולר, אך הסכום שנקבע לבסוף בוועדת כספים והנפקות של הדירקטוריון בישיבתה מיום 1.1.09 עמד על 500 מיליון דולר, והדבר הובא לידיעת חברי הדירקטוריון באמצעות מזכיר הדירקטוריון ביום 11.1.09. בתשובת החברה מינואר 2012 היא הוסיפה כי לדירקטורים היה די זמן להסתייג מסכום הגיוס, בין היתר, במהלך ישיבת דירקטוריון שהתקיימה לאחר קבלת הדיווח האמור.

לדעת משרד מבקר המדינה, מן הראוי היה שהנהלה תביא לידיעת חברי הדירקטוריון פרט מרכזי כל כך - סכום הנפקה - זמן מספיק מראש, ולא במועד שיכולתם להשפיע על ההנפקה הייתה מוגבלת ביותר. מן הראוי היה שהנהלת החברה הייתה מכנסת את הדירקטוריון בעוד מועד כדי שידון בתנאי הנפקה ובהחלטת ועדת הכספים, ולא תסתפק במשלוח נוסח החלטת הוועדה לחברי הדירקטוריון, ללא פרוטוקול הדיון והנימוקים להחלטה. משלוח החלטה אינו מיתר דיון והבאת תנאי הנפקה והיקפה לאישור בדירקטוריון החברה. יתרה מזאת, לפי נוסח החלטה לא נראה כי ועדת הכספים אישרה את גיוס ההון האמור (ראו להלן).

ה. כאמור, על פי חוק החברות, הסמכות להחליט על הנפקת אג"ח היא בידי הדירקטוריון. שיקול חשוב של דירקטוריון החברה, בעת החלטתו על גיוס הון באמצעות הנפקת אג"ח, הוא שמירת רזרבת מזומנים בקופה בסכום של לפחות מיליארד ש"ח (להלן - רשת הביטחון), זאת - כדי להבטיח את יציבותה הפיננסית של החברה גם במקרים של קשיים כספיים הנובעים מהוצאות פתאומיות, מיידה חדה בהכנסות וכדומה. שיקול זה התבסס על טענה שהציגה הנהלת החברה בפני הדירקטוריון, ולפיה הוא קיבל בעבר החלטה בדבר שמירת רזרבה בסכום האמור.

נמצא כי למרות טענתה האמורה של הנהלת החברה, לא נמצאה החלטה של הדירקטוריון בעניין גובהה של רשת הביטחון, והדירקטוריון, סמך את ידיו בעניין זה על טענה בלתי מבוססת שהוא לא בדק.

החברה השיבה למשרד מבקר המדינה ביולי 2010 כי "מדיניות שימור רזרבת המזומנים בקופת החברה שזכתה לכינוי 'רשת הביטחון', גובשה על ידי דירקטוריון החברה ויושמה במרוצת השנים על - ידי הנהלתה. כך, למשל, ביום 22.9.2005 החליטה ועדת הכספים של הדירקטוריון להמליץ בפני הדירקטוריון לאשר את הגדלת הרזרבה השוטפת לכ-2 מיליארד ש"ח. ביום 29.9.2005 אישר הדירקטוריון המלצה זו... יוער, כי ההחלטה להפחית את רשת הביטחון למיליארד ש"ח לא אותרה עד כה". בתשובתה מינואר 2012 הוסיפה החברה כי דירקטוריון החברה והנהלתה היו מודעים היטב

לסכום רשת הביטחון, בין היתר, דרך אמירות שהושמעו בכמה ישיבות דירקטוריון, וכי לא ניתן לדרוש מדירקטורים לראות תיעוד של כל החלטה קודמת של דירקטוריון הנמסרת להם.

משרד מבקר המדינה העיר לחברה, כי היה על הדירקטוריון לדון ולהחליט אם יתרות המזומנים של החברה מתחילת 2006 ועד אפריל 2008, שהיו כביכול נמוכות באופן משמעותי מהחלטת הדירקטוריון מספטמבר 2005 בעניין סכום רשת הביטחון, מספיקות או שיש לשנות את המדיניות בנוגע לרשת הביטחון הדרושה לחברה.

בינואר 2012 הודיעה החברה למשרד מבקר המדינה, כי קיבלה ויישמה את המלצת הביקורת "באמצעות גיבוש ואישורו בדירקטוריון (ביום 24.2.2011) של נוהל בנושא גיוסי כספים...הכולל התייחסות, בין השאר, לנושא עדכונה של "רשת הביטחון" והתדירות שבה יתקיימו דיונים לגביה בדירקטוריון". בתשובת החברה מיוני 2012 היא הוסיפה כי במהלך דיוני התקציב לשנת 2012 והשלכותיו התזרימיות, קיימו חברי הדירקטוריון דיון מעמיק בנושא הגדלת רשת הביטחון, וכי דיון נוסף ומיוחד צפוי במהלך שנת 2012.

1. דירקטורים בחברה מודעים לכך שחוסר הבקאות שלהם בנושא גיוס ההון של החברה שהם מאשרים הוא בעייתי מאוד. בישיבת הדירקטוריון ממרץ 2009, שנדונו בה ענייני גיוס ההון של החברה, ציין דירקטור בחברה, מר יוסף ודנה: "בתור דירקטור אין לי את הכלים, הכישורים והידע לבחון את פני הדברים". בישיבת הדירקטוריון ממרץ 2009, שהתכנסה שבוע לאחר הורדת דירוג האשראי של אג"ח החברה, נדון נושא הנפקות החברה והשפעתן על תזרים המזומנים העתידי של החברה. בישיבה הזאת הביעו דירקטורים את חששם מעליית הריבית הצפויה בהנפקות העתידיות ומהקושי לגייס הון בעתיד. דירקטורים גם העלו לראשונה שאלות בעניין נחיצות גיוסי ההון מבחינת עיתוים, סוגם והיקפם, וציינו כי ייתכן שהיו טעויות בשיקול הדעת ובהחלטות שהתקבלו בעניין גיוסי ההון שהחברה עשתה בעבר. דירקטורית בחברה, גב' דורית ענבר ציינה כי "צריך יועץ שיסביר לנו מה אנחנו עושים בגיוס הבא כי הגיוס הבא תקף בא ושוב יציגו לנו ניירות ושוב הכל יהיה מהר מהר". בתום הדיון אושרה על ידי הדירקטוריון בקשת דירקטורים בחברה לבחור יועץ פיננסי חיצוני שיהיה כפוף לדירקטוריון ויבדוק, בין השאר, את תנאי הגיוס של ההלוואות שניתנו לחברה, את מצבת החובות ואת יכולתה של החברה לפרוע אותם. ביולי 2009 נחתם הסכם התקשרות בין החברה ובין חברת ייעוץ שנבחרה לצורך זה.

נמצא כי על אף החלטת הדירקטוריון האמורה, הנהלת החברה ניסתה את הסכם ההתקשרות האמור באופן שאינו תואם את החלטתה שקיבל הדירקטוריון בישיבתו מיולי 2009, ולפיה על היועץ לערוך עוד בדיקות, נוסף על הבדיקות בעניין גיוסי ההון של החברה.

החברה השיבה למשרד מבקר המדינה ביולי 2010 כי "הליך ההתקשרות עם חברת הייעוץ נהל בעבור הדירקטוריון על ידי החברה ונעשה בשיתוף פעולה מלא עם נציג הדירקטוריון לעניין זה, יו"ר ועדת הכספים, מר מיכה לזר, אשר מלווה באופן רציף את עבודת חברת הייעוץ" (ההדגשה במקור). עוד צוין כי הסכם ההתקשרות נוסח באופן כללי ורחב, בין היתר בשל רגישות הנושאים שהדירקטורים ביקשו לבדוק, והוא מאפשר לחברי הדירקטוריון לבצע כל בדיקה וייעוץ פיננסי שיידרשו. בתשובת החברה מאפריל 2012 הוסיפה החברה, כי בעקבות הביקורת הנפקותיה האחרונות לוו על ידי יועץ חיצוני.

רק בפברואר 2010, כעשרה חודשים לאחר בקשת הדירקטוריון, הציגה בפניו חברת הייעוץ מצגת ראשונית וקצרה בעניין גיוסי ההון של החברה. המצגת לא עסקה כמעט בנושאים שבדיקתם התבקשה על ידי הדירקטוריון, אלא בניתוח נתונים ובהסקת מסקנות בעקבות גיוסי ההון שהחברה עשתה בינואר ובפברואר 2009. יצוין כי במהלך ישיבת דירקטוריון שהתכנסה בינואר 2010 העלו כמה דירקטורים טענות בעניין זה. לדוגמה, גב' שלומית ברנע פרגו אמרה: "עד היום, קרוב לשנה

מאז שביקשתי יועץ כזה נעשה סיכול ממושך באופן שעד היום אין יועץ... התחושה שלי היא שנעשה איזה שהוא מהלך מכוון לסכל את ההחלטה הזאת - שכל כך הרבה התנגדו לה".

בתשובתה מדצמבר 2011 של עו"ד שלומית ברנע פרגו, אשר כיהנה בתקופה הנדונה כדירקטורית בחברה וכיו"ר ועדת ביקורת היא ציינה כי "החלטת הדירקטוריון שלפיה ועדת הכספים תשמע כוועדת איתור למינוי יועץ אסטרטגי בשוק ההון, סוכלה. במקום זאת נערך מכרז בהשתתפות יו"ר ועדת הכספים וסמנכ"ל הכספים של החברה - בניגוד לדרישתי כי החברה לא תהא מעורבת בבחירת היועץ - כאשר מאפייני המכרז שונים לחלוטין מאלו שקבע הדירקטוריון בהחלטתו. במצב זה, שבו מלכתחילה הייתה התנגדות עזה למנות יועץ, הרי משנכפה העניין בהחלטת הדירקטוריון, נעשתה פעולה שמטרתה לרוקן את החלטת הדירקטוריון מתוכן". (ההדגשה במקור).

לדעת משרד מבקר המדינה, פעולותיהם של הנהלת החברה ויו"ר ועדת הכספים להרחבת הסכם ההתקשרות אינם תקינות והביאו לידי שינוי בהגדרת תפקידו של היועץ הפיננסי בלי שהתקבל אישור הדירקטוריון לכך, במיוחד נוכח העובדה שהדירקטוריון לא קיבל את מלוא הייעוץ שהוא ביקש. על דירקטוריון החברה להדק את הפיקוח על יישום החלטותיו בידי הנהלת החברה ככתבן וכלשונו.

2. גיוס הון לצורך החזקת יתרת מזומנים שתשמש רשת ביטחון כרוך בהוצאות מימון שמקורן בהפרש שבין שיעור הריבית המשולמת לגיוס ההון ובין שיעור הריבית המתקבלת מפיקדונות שמוחזקים בהם הכספים. גופים עסקיים מנסים לפעול באופן זהיר, כדי שיתרות המזומנים שברשותם יוכלו להספיק בכל עת לצרכיהם, בלי להיחשף להוצאות מימון גבוהות.

נמצא כי ממאי 2008 גדלו יתרות המזומנים של החברה במיליארדי שקלים מעבר לרשת הביטחון שלה, בעיקר בעקבות ההנפקות בחו"ל. למרות זאת לא התקיים דיון עקרוני בדירקטוריון בנוגע לצורך בהחזקת יתרות מזומנים בסכומים הגדולים במידה ניכרת מסכום רשת הביטחון נוכח העלות הכרוכה בכך. להלן פירוט של יתרות המזומנים שבידי החברה בסוף כל חודש מתחילת שנת 2008 ועד תום שנת 2010, המראות עודף נזילות מעבר לרשת הביטחון:

טבלה 5: יתרות המזומנים בחח"י מינואר 2008 עד דצמבר 2010 (במיליוני ש"ח)

סוף חודש	2008	2009	2010
ינואר	1,200	5,432	3,851
פברואר	809	5,455	3,741
מרץ	970	3,912	3,967
אפריל	985	3,095	4,281
מאי	3,699	2,924	4,288
יוני	3,141	3,745	4,337
יולי	3,479	4,242	3,952
אוגוסט	3,017	4,383	3,803
ספטמבר	2,823	4,504	3,856
אוקטובר	3,071	2,777	4,046
נובמבר	3,385	2,881	3,994
דצמבר	3,506	3,867	3,725

החברה השיבה למשרד מבקר המדינה כי "אם מנטרלים את הסכומים העודפים בגין הדחייה בעדכון תעריף הדלקים [על ידי רשות החשמל], והן את הסכומים שנועדו לפירעון החובות, הרי שיתרת המזומנים מעל לרשת הביטחון עומדת על סכומים נמוכים לאין שיעור מכפי הנטען, אשר אינם יכולים להיחשב כשינוי מדיניות ביחס לרשת הביטחון הנדרשת לחברה". כמו כן ציינה החברה "שלאור המשבר הכלכלי שהחריף בשלהי 2008, סברו הגורמים המקצועיים בחברה, כי נכון יהיה לשמור על יתרת מזומנים גדולה יותר", וזאת בלי שיהיה מדובר בשינוי מדיניות או בקביעת אסטרטגיה כספית לחברה שהצדיקה דיון מחדש בדירקטוריון.

בתשובתו של מר ערן היימר, סגן מנהל רשות החברות דאז וסגן החשב הכללי במשרד האוצר כיום, למשרד מבקר המדינה ממאי 2010 הוא ציין, כי בתקופה של אי-ודאות ראוי שחברות המסוגלות לגייס הון יחזיקו יתרות מזומנים גבוהות מהרגיל, וכי בדוח של חברת דירוג אשראי בתקופה הרלוונטית צוינה החזקת מזומנים נמוכה ביחס לחברות מקבילות כאחת מנקודות החולשה של החברה.

לא נמצא כי החברה קיימה הידברות עם רשות החשמל בקשר ליתרות המזומנים שהיא נאלצה לטענתה להחזיק, בין היתר, בשל הדחייה בעדכון תעריף החשמל. לדעת משרד מבקר המדינה, היה על הנהלת החברה להביא את הנושא לדיון בדירקטוריון, כך שהחלטות הדירקטוריון בנוגע לניהול יתרות המזומנים של החברה ולגיוסי הון שלה יביאו בחשבון גם שיקול זה. עלויות המימון הכרוכות בגיוסי הון של מיליארדי שקלים הן גבוהות, ועל אחת כמה וכמה בתקופת משבר. לפיכך, החזקה של מזומנים בהיקף הגבוה במידה ניכרת מהמקובל בחברה, גם בתקופות שהחברה פרעה אג"ח שלה או בתקופות של משבר כלכלי, ראוי שתיעשה אחרי דיון מעמיק בדירקטוריון שבו תקבע מדיניותו בעניין, ולא על פי שיקול דעתה והחלטתה הבלעדית של הנהלת החברה.

3. נמצאו הבדלים של ממש בין הסטנוגרמה של ישיבת ועדת הכספים מיום 1.1.09 שעסקה, בין היתר, בהנפקה אג"ח של החברה בחו"ל ובין הפרוטוקול הרשמי של אותה ישיבה. לדוגמה, מהפרוטוקול הושמטו פירוט נרחב של דברי יו"ר הדירקטוריון בעקבות שיחה שקיים עם החשב הכללי דאז במשרד האוצר מר שוקי אורן (להלן - החשכ"ל), וכן רוב דבריו של סמנכ"ל הכספים בחברה מר הראל בלינדה שהביע התנגדות לסכום המתוכנן של גיוס ההון.

בתשובתה מיולי 2010 ציינה החברה כי הפרוטוקולים של ישיבות הדירקטוריון נערכים על ידי עורך דין חיצוני ומועברים טרם פרסומם לעיון של חברי הדירקטוריון או ועדת הכספים. לעתים מבוצעים בהם שינויים בעקבות תגובות של דירקטורים אל מול הסטנוגרמה וההקלטה. החברה הבהירה כי הפרוטוקול האמור "נערך אף הוא על - ידי עו"ד חיצוני, ונבדק ואושר על - ידי יו"ר ועדת הכספים, חברי ועדת הכספים ומזכיר הדירקטוריון, ולא התקבלו ביחס אליו כל הערות".

לדעת משרד מבקר המדינה, השמטת מידע חשוב מן הפרוטוקול של ועדת הכספים שהתקבלו בה החלטות בנוגע להנפקה אינה תקינה. על החברה להקפיד על כך שהפרוטוקולים ישקפו כראוי את הדיונים בוועדת הכספים ואת ההחלטות המתקבלות בה.

4. סעיף 112 בחוק החברות קובע, בין היתר, כי "דירקטוריון לא רשאי להאציל מסמכיותו לוועדת דירקטוריון בנושאים שלהלן: ... (5) הנפקה או הקצאה של מניות או של ניירות ערך המינים למניות או הניתנים למימוש למניות, או של סדרת איגרות חוב...". סמכות הוועדות המקבלות החלטות בנושאים האלו מוגבלת למתן המלצה בלבד לדירקטוריון.

א. במרס 2008 אישר הדירקטוריון תכנית לגיוס הון בחו"ל על ידי החברה במספר מנות בסכום כולל של שני מיליארד דולר. ואולם ממועד ההחלטה האמורה ועד ביצוע הנפקת אג"ח בינואר 2009 חלפו למעלה מעשרה חודשים, ובתקופה זו פרץ המשבר הכלכלי בעולם ובישראל.

לדעת משרד מבקר המדינה, עקב שינוי הנסיבות שכללו התייקרות צפויה בעלות גיוס ההון, היה על הדירקטוריון לשוב ולדון בהרחבה ביציאה להנפקה סמוך למועד ההנפקה המתוכנן, ולבחון אם יש לאשרה ובאילו תנאים. ואולם הדבר לא נעשה אלא הוכא בפני ועדת הכספים של הדירקטוריון שהייתה הגורם האחרון שדן בפרטים הנוגעים להנפקה הזאת בישיבתה ב-1.1.09.

בישיבה הזאת אמר יו"ר הדירקטוריון דאז, מר מרדכי פרידמן, בעקבות ההסתייגות שהעלה חבר הוועדה מר פיליפ מנדלקר מסכום ההנפקה המתוכננת: "אני גם לא חושב שכרגע אפשר להכריז על הנפקה, אני חושב שכדאי שהוועדה תגיד שהיא ממשיכה בהליך ההנפקה". בהחלטת הוועדה נקבע כי "הוועדה מאשרת להנהלת החברה להתקדם ביציאה להנפקה עד 500 מיליון דולר".

נמצא כי הוועדה לא קיבלה החלטה מפורשת על ביצוע ההנפקה ועל תנאיה, ורק אישרה לחברה "להתקדם ביציאה להנפקה", בין היתר בשל ספקות שהועלו בדיוני הוועדה. למרות זאת, יצאה החברה להנפקה האמורה בלי להעלות את ההנפקה ותנאיה לדיון נוסף ולאישור של הדירקטוריון.

בתשובתה מיולי 2010 ציינה החברה כי ההנפקה האמורה "מהווה יישום של החלטת דירקטוריון החברה מחודש מרץ 2008... לא נדרשה כל החלטה פורמאלית נוספת שמאשרת ההחלטה המקורית". זאת - בין היתר, משום שהדירקטוריון קיבל דיווחים רלוונטיים מהחברה לקראת גיוס ההון והחליט שוועדת הכספים תעקוב אחר הליך הגיוס, והוועדה החליטה לאשר את ההנפקה לאחר ששקלה את העניין. החברה אינה מסכימה לכך שההנפקה התקיימה ללא אישור, משום שלטענתה ניתן היה להבין מדבריהם של הדירקטורים ואנשי החברה בישיבת הוועדה האמורה כי הם אישרו בפועל לקיים את ההנפקה. החברה הדגישה כי מזכיר דירקטוריון החברה עדכן ביום 11.1.09 את כל חברי הדירקטוריון בהחלטת הוועדה, ואף על פי שהתבקשו, הם לא העבירו את הערותיהם להחלטה האמורה. החברה ציינה גם שבימים שקדמו להנפקה עדכנו יו"ר החברה והמנכ"ל שלה את חברי הדירקטוריון בנוגע להנפקה.

בתשובתה האמורה ציינה החברה כי ביום 16.1.09 הודיעו חתמי ההנפקה וחברות הדירוג בחו"ל לשוק המוסדי הבין-לאומי ולעיתונים בחו"ל על ההנפקה הצפויה, ונקבע לוח זמנים לפגישות עם המשקיעים הזרים. מכאן שבמועד עדכונם של הדירקטורים בהחלטת הוועדה ספק אם ניתן היה לשנות את ההחלטה ולמנוע את גיוס ההון.

לדעת משרד מבקר המדינה, הנהלת החברה פעלה שלא כראוי כשהחליטה על ביצוע ההנפקה בלי להביא את הסוגיה לדיון בדירקטוריון. זאת - על אף נוסח החלטת ועדת הכספים בישיבתה קודם ההנפקה וההסתייגויות מההנפקה שהביעו דירקטורים באותה ישיבה, וכן דברי יו"ר הדירקטוריון שאמר במפורש שלדעתו לא ניתן להכריז על ההנפקה אלא רק לקבל החלטה על המשך ההליך.

ב. בישיבה מיום 18.12.08 שדנה בהנפקת אג"ח פרטית בישראל בפברואר 2009 באמצעות חברת הפצה מסוימת (להלן - חברה א'), החליט דירקטוריון החברה כדלקמן: "2. לאשר ניהול מו"מ עם [חברה א'] על תנאי העסקה... 3. לאחר אישור הממשלה תובאנה תוצאות המו"מ לאישור צוות

מחברי הדירקטוריון בהרכב: יו"ר הדירקטוריון, יו"ר ועדת הכספים ו[הדירקטורית] הגב' אשכול ולדיווח לדירקטוריון (ראו להלן). ואכן, החברה הנפיקה אג"ח על סמך אישורם של שלושה דירקטורים המכהנים כחברים בוועדת הכספים בלי שהנפקה הובאה לדין נוסף ולאישור הדירקטוריון.

משרד מבקר המדינה העיר לדירקטוריון, כי מן הראוי שהדירקטוריון היה דן במליאתו באישור תנאי הנפקות האג"ח ולא יסתפק באישור ניהול משא ומתן על תנאיהן. כך היה מתאפשר לדירקטורים לבקש הבהרות ולקבל החלטה כשיש בידם מידע על תנאי הנפקה הצפויה ופרטיה.

בתשובתה מדצמבר 2011 של יו"ר ועדת הביקורת של החברה, עו"ד שלומית ברנע פרגו, נכתב: "התנהלות אגף הכספים בכל האמור בגיוסי הון, הן לעניין המצגים שהוצגו בדירקטוריון והן לעניין מחירי הגיוס, הביאו ליזום ביקורת חיצונית על אגף הכספים". עו"ד ברנע פרגו הוסיפה כי נושאי הביקורת שהתבקשו היו שכר ופנסיה, איחור בהגשת הדוחות הכספיים, בקרה שתכלול מידע בדבר תהליכים נוספים שניתן להטמיע בחברה במטרה לוודא את האפקטיביות של הבקרה הפנימית, גיוסי הון ובכללם בחינת כלל ההתקשרות עם חברה א', וכי "חלק מהדוחות בנושאים השונים כבר הושלמו וחלקם בהליכי סיום".

משרד מבקר המדינה מציין כי על פי החלטת דירקטוריון החברה מאוקטובר 2010, ובעקבות טיוטת דוח הביקורת של משרד מבקר המדינה שהועברה לחברה, הכינה החברה "נוהל הנפקות" שיסדיר את הפעולות והמידע שעל הנהלת החברה להעביר לדירקטוריון לפני קבלת החלטה על גיוס הון (להלן - נוהל ההנפקות). נוהל ההנפקות אושר על ידי דירקטוריון החברה בשיבתו מפברואר 2011, והוא כולל, בין היתר, הוראות בנוגע לבדיקת חלופות לגיוסי הון, להליכי התקשרויות עם מפיצים ויועצים ולקיום דיונים בפורום הדירקטוריון בנושא אסטרטגיית המימון של החברה. על החברה לוודא שהנוהל ייושם כנדרש.

אורך חיי ההלוואות

אורך חיי ההלוואות משפיע על מידת הסיכון של ההלוואה מצד המלווה, בנוסף לכך שככל שאורך החיים של ההלוואה יותר ארוך, כך הריבית שישלם הלווה תהיה, בדרך כלל, יותר גבוהה. בעבר בחנה החברה את תזרים המזומנים הצפוי שלה וניצלה, בעת הצורך, את קיומם של פרקי זמן הסמוכים יחסית למועד גיוס ההון, שסכומי התשלומים המוטלים עליה בגין ההלוואות שקיבלה בעבר די נמוכים, וגייסה הון לתקופה קצרה בשיעורי ריבית נמוכים.

לדוגמה: דירקטוריון החברה, בשיבתו מאוגוסט 2007, אישר לחברה להנפיק אג"ח בסכום מצטבר של מיליארד שקלים ערך נקוב, לפרעון בשנים 2012-2015, על פי צורכי המזומנים השוטפים של החברה לטווח הקצר בלבד. הבקשה התבססה, בין היתר, על דברי סמנכ"ל הכספים דאז מר אבנר יהודאי שהבהיר: "הערון, שבעיני לפחות, הוא המיידני ביותר, הזמין ביותר, ועם סיכוי יחסית טוב ביותר, הוא הנפקת אג"ח לזמן קצר... לכן המלצנו, נוכח המצב ונוכח התקופה בה אנו נמצאים כרגע, לבקש אישור מהדירקטוריון לבצע הנפקה לטווח קצר"; ועל דברי יו"ר הדירקטוריון שאמר: "גיוס הון לצרכי פיתוח, מן הראוי שיעשה בהלוואות לטווחים ארוכים יותר. אבל, על מנת לעבור

את התקופה הקרובה בשלום מהבחינה הפיננסית, אני ממליץ לאשר את הגיוס הזה". בגיוסי ההון שנעשו בעקבות ההחלטה הנפיקה החברה אג"ח²⁸ בישראל בסכום של כ-890 מיליון ש"ח לתקופה שבין חמש לשמונה שנים.

להלן נתונים על הפריסה הצפויה של תשלומי הקרן והריבית של כל הלוואות החברה, לפני גיוסי ההון שביצעה בתחילת 2009, המלמדים על הבדלים ניכרים בסכומי התשלומים השנתיים המוטלים על החברה מהלוואותיה (נכון ל-1.1.09, במיליוני ש"ח):

טבלה 6: תשלומי קרן וריבית על הלוואות חח"י לשנים 2009-2026

סה"כ	ריבית	קרן	
8,267	2,851	5,416	2009
3,967	2,507	1,460	2010
6,183	2,329	3,854	2011
5,642	2,155	3,487	2012
6,164	1,905	4,259	2013
5,036	1,652	3,384	2014
4,307	1,471	2,836	2015
3,366	1,320	2,046	2016
3,747	1,203	2,544	2017
3,868	1,012	2,856	2018
5,018	723	4,295	2019
1,285	536	749	2020
בממוצע - 750 לשנה	447	303	2026-2021

נמצא כי בשנים האחרונות החברה מעדיפה לגייס הון לטווחים ארוכים בלבד בהתחשב בתזרים המזומנים הצפוי שלה, ובשל מדיניותה ליצור התאמה מרבית בין אורך חיי הלוואות לאורך החיים של נכסי החברה שהפחת עליהם מוכר במסגרת תעריף החשמל, וההלוואה נלקחה, בין השאר, לצורך רכישתם והקמתם. לדוגמה, בשלושת גיוסי ההון שנעשו בחו"ל מינואר 2008 עד סוף ינואר 2009 גויס סכום של כ-6.4 מיליארד ש"ח, ולפי תנאי האג"ח מועד החזר הקרן על ידי החברה נקבע לעשר שנים לפחות אחרי מועד ההנפקה.

כפועל יוצא ממדיניות זו, החברה דחתה הצעות לגיוסי הון לטווחים יותר קצרים שהגיעו אליה מפעם לפעם ממלווים וממפיצים שונים, בלי שנערך דיון בהנהלה או בדירקטוריון. זאת - על אף שיעורי הריבית האטרקטיביים הכלולים בהצעות אלו שמימושן יכול היה לאפשר בחינה אם לייתר או לדחות חלק ניכר מהגיוסים שנעשו בחו"ל בשיעורי ריבית גבוהים. לדוגמה, באוקטובר 2008 ביצעה מחלקת מימון וניהול פיננסי בחטיבת הכספים והכלכלה בחברה בדיקה של היתכנות גיוסי הון בישראל עם 11 בתי השקעות בארץ. הם התבקשו לחוות את דעתם על נושאים שונים הקשורים לאפשרות של גיוס הון בישראל, ובהם עיתוי מומלץ לגיוס, גודל הגיוס, "טווח תשואה"²⁹

28 הנפקות סדרות אג"ח "חשמל צמוד 2012", "חשמל צמוד 2015".

29 טווח תשואה, המכונה גם פרמיית סיכון, הוא המרווח מעל אג"ח בעלות אורך חיים דומה שהמדינה מנפיקה.

וביטחונות למשקיעים (להלן - סקירת גיוסים בישראל). החברה הגיעה למסקנה כי שוק ההון בישראל לא היה יכול לתת מענה לצרכיה, בין היתר, בשל מדיניותה לגייס הון לטווח ארוך בלבד, ולפיכך לא ניהלה משא ומתן עם בתי ההשקעות האמורים כדי לנסות ולהגיע להסכמות על בסיס חוות דעתם הכתובה.

לגיוסי הון לטווחים יותר קצרים יכול להיות יתרון ממשי, בעיקר בתקופות של משבר כלכלי ואי-ודאות הגוררים עלויות גיוס הון חריגות, כפי שהיה בתחילת 2009. ממסמכי החברה ומניתוח הפריסה הצפויה של הלוואות החברה נכון לערב ההנפקה בחו"ל בתחילת 2009 עולה, כי בפני החברה עמדה אפשרות לגייס הון לטווח של חמש שנים (פירעון בשנת 2014 ומעלה), או אף לשנה אחת בלבד, בשל הלוואות שהחזרים עליהן צפויים להיות נמוכים במיליארדי שקלים לעומת שנים אחרות, ובייחוד בשנת 2010. מדברי יו"ר דירקטוריון החברה דאז, מר מרדכי פרידמן בישיבת ועדת הכספים מיום 1.1.2009 שדנה בגיוס הון בחו"ל עולה, כי החברה הייתה מודעת לאפשרות הזאת: "זה באמת לא נורמאלי לגייס בריביות גבוהות לטווחים ארוכים ולחייב את עם ישראל למעשה בריביות גבוהות שלמעשה אולי בעוד שלוש שנים תהיינה נמוכות יותר". למרות דבריו תמך היו"ר וגם שאר חברי ועדת הכספים של החברה בגיוס הון לטווח של עשר שנים.

הביקורת העלתה כי בישיבות הדירקטוריון שעסקו בגיוסי הון בשנים שנבדקו הוא לא דן בחלופת גיוס הון לטווח קצר עד בינוני ולא השווה בינה ובין הגיוס ארוך הטווח שהחברה דבקה בו. לדעת משרד מבקר המדינה, מן הראוי שהחברה תבחן לפני כל גיוס הון בכלל, ובתקופה של משבר כלכלי ואי-ודאות בפרט, את החלופות השונות של טווחי גיוס הון, ותביאן לדיון בדירקטוריון. ראוי שבדיקת החלופות תיעשה, בין היתר, בהתחשב במחזור החיים הממוצע של ההלוואה (מח"מ), בשיעורי הריבית המוצעים, בתזרים המזומנים הצפוי של החברה ובתנאי השוק, כדי לבחור את החלופה המיטבית.

בתשובתה מיולי 2010 ציינה החברה כי דיווחי המנכ"ל ואנשי הכספים של החברה בישיבות הדירקטוריון בשנת 2007 ובתחילת 2008 בעניין גיוסי הון מועד לטווח קצר, הן למעשה בדיקת אפשרויות לגיוס הון לטווח קצר והצגה שוטפת של חלופות לדיון בדירקטוריון. החברה הוסיפה כי בתחילת 2009 היה לה קושי לגייס הון לטווח קצר, בהתחשב בצורכי מימון הפיתוח שלה והחזרי ההלוואות בשנים הבאות, וגיוס כזה בתקופת משבר כלכלי "מטיל נטל רב על החברה לטווח זמן קצר, כאשר איש אינו יודע לצפות את השפעות המשבר לטווח הזמן הקצר. כלומר, ייתכן שהחברה מגייסת הון לטווח זמן קצר ולוקחת על עצמה התחייבויות עצומות בעיצומו של משבר כלכלי, שאותותיו עדיין ניכרים בכלכלה. כאשר תנאי השוק הכתיבו, מחוסר ברירה, הנפקות קצרות יותר, ביקשה הנהלת החברה מהדירקטוריון אישור לגיוס הון לטווחים קצרים" (ההדגשה במקור). החברה גם מסתמכת על דבריהם של מחברי דוח היועצים בישיבת הדירקטוריון מאפריל 2010, ומגיעה למסקנה כי עליה להיצמד לאסטרטגיה קבועה של טווח גיוס הון. בתשובת החברה מינואר 2012 היא הוסיפה, כי מחוות הדעת של יועציה עולה, בין היתר, כי שינוי מדיניות פתאומי בעניין טווחי גיוסי ההון מצד החברה בתחילת שנת 2009 היה חושף אותה לסיכונים, והחיסכון מריבית בהנפקה לטווח קצר באותו מועד לא היה גבוה מהחיסכון שניתן היה לקבל בכל מועד אחר. בתשובת החברה מינוי 2012 היא הוסיפה, כי בעתיד "במסגרת אישור גיוסי הון ובהתאם לנוהל גיוסי כספים, בדברי ההסבר להצעת ההחלטה יובא ניתוח חלופות גיוס הון ובין היתר חלופת גיוס לטווח קצר".

משרד מבקר המדינה מעיר כי ישיבות הדירקטוריון שהוזכרו בתשובת החברה לא התמקדו בטווח גיוסי ההון הרצויים לחברה, והאמירות שנאמרו בעניין גיוסי הון לטווח קצר בכמה משיבות אלו היו אמירות אגב, ולא דיון עקרוני ומקיף שהתקיים בעניין. יתרה מזאת, על אף חוות הדעת שהתקבלו מסקירת גיוסים בישראל מאוקטובר 2008, שלפיהן ניתן לגייס הון בישראל לטווח קצר, לא העלתה החברה נושא זה לדיון ולהחלטה של הדירקטוריון, וממילא לא העלתה לדיון את החלופה האמורה.

גיוס הון בינואר 2009

במחצית השנייה של שנת 2008 ובתחילת 2009 פגע המשבר הכלכלי בעולם ובארץ קשות בשווקים הפיננסיים, ובכלל זה בשוק הנפקות האג"ח הבין-לאומי. ממשלות וגופים עסקיים נטו בתקופה זאת להימנע מגיוסי הון לא הכרחיים, בשל שיעורי הריבית הגבוהים שהיו כרוכים בכך באותה תקופה. אי-הוודאות בקשר למצב השווקים הפיננסיים הביאה לידי צמצום היקף ההנפקות בשוק ההון העולמי בתחילת 2009, וגיוסי ההון נעשו בעיקר על ידי גופים שהיו זקוקים לכסף באופן מידי ולא יכלו להמתין להתייצבות השווקים. בעקבות המצב בשווקים הפיננסיים באותה תקופה, וההתפתחויות השליליות שהתרחשו בשוק ההון, החליטו מנהלי החוב הממשלתי של מדינת ישראל במשרד האוצר שלא לגייס הון בחו"ל באמצעות הנפקת אג"ח ממשלתיות בתחילת 2009, ודחו את ההנפקה לסוף מרס 2009.³⁰

ביום 28.1.09 גייסה חח"י, במסגרת תכנית "גיוס אג"ח לתקופה בינונית" (תכנית GLOBAL MEDIUM TERM NOTE) (להלן - תכנית GMTN) - סכום של 500 מיליון דולר באמצעות הנפקה פרטית של אג"ח למשקיעים מוסדיים בעולם שבוצעה בארה"ב. האג"ח שנרשמו למסחר בבורסה של סינגפור נשאו ריבית דולרית אפקטיבית למחזיקי האג"ח בשיעור של 9.5%³¹, ומועד הפירעון שלהם נקבע לינואר 2020:

1. במרס 2008 אישרה מליאת הדירקטוריון את ביצועה של תכנית GMTN. מטרת התכנית הייתה לממן חלק מתכניות הפיתוח של החברה באמצעות הנפקת אג"ח למשקיעים מוסדיים בארה"ב ולמשקיעים מכל העולם על ידי חברות הפצה בין-לאומיות שבחרה החברה. סכום ההון המרבי הכולל שתוכנן לגיוס בתכנית היה שני מיליארד דולר. הדירקטוריון אישר לחברה לבצע את תכנית GMTN במספר הנפקות של אג"ח במועדים שונים. כמו כן נקבעו מספר מורשי חתימה, ובהם לפחות חבר דירקטוריון³² אחד, המוסמכים להסכים בשם החברה לתנאי האג"ח, לרבות שיעורי הריבית ומועדי הפירעון שלהן ללא צורך בקבלת אישור נוסף של הדירקטוריון.

2. באפריל 2008 אישרה ממשלת ישראל את תכנית GMTN. אישור הממשלה נדרש משום שבתכנית הגיוס נכללו מגבלות שונות שהוטלו על הממשלה הנוגעות לשינוי המבני המתוכנן בחברה.

30 בגיוס ההון של ממשלת ישראל במרס 2009 הונפקו אג"ח לעשר שנים בסכום של 1.5 מיליארד דולר ובריבית של 5.19%.

31 הריבית הנקובה על האג"ח היא 9.375%, והתשואה לפדיון ללא עמלות היא 9.5%. למרות האמור, הריבית הדולרית האפקטיבית שהחברה משלמת היא 9.81%, עקב העלויות השונות הכרוכות בביצוע הנפקה (תשלומים למפיצים וכדומה).

32 החלטת הדירקטוריון משיבתו במרס 2008 קבעה כי לפחות אחד ממורשי החתימה יהיה יו"ר הדירקטוריון או יו"ר ועדת הכספים או חבר ועדת הכספים של הדירקטוריון.

3. במאי 2008 נערך גיוס ההון הראשון על פי התכנית בסכום של מיליארד דולר בריבית דולרית קבועה של 7.25%. החברה נעזרה בשתי חברות חיתום בין-לאומיות לצורך הפצת שטרי החוב בהנפקה זו.

4. בנובמבר 2008 הציגה חטיבת הכספים של החברה לוועדת הכספים של הדירקטוריון את תחזית תזרים המזומנים של החברה לשנת 2009, ולפיה ייתכן שבמרס 2009, לאחר פירעון התחייבויות לזמן ארוך בסכום של כ-2.3 מיליארד ש"ח, תיוותר לחברה יתרת מזומנים של כ-400 מיליון ש"ח בלבד. יתרה זאת נמוכה בכ-600 מיליון ש"ח מיתרת המזומנים המינימלית בסך מיליארד ש"ח - רשת הביטחון שלטענתה עליה להחזיק על פי החלטת הדירקטוריון. יו"ר הדירקטוריון טען לפני הוועדה כי עד מרס 2009 יש לפעול לגיוס הון הכרחי בסכום של שני מיליארד ש"ח.

הנהלת החברה הייתה מודעת לשיעורי הריבית הגבוהים שהיא צפויה לשלם אם תצא להנפקה במועד שנקבע. במצגת בנושא "בחינות חשיפות חברת החשמל" שהכין אגף הכספים של החברה בספטמבר 2008, הוא התריע כי המשבר בשווקים הפיננסיים בעולם באותו מועד חושף את החברה בטווח הקצר לשני סיכונים: האחד - קושי בגיוס הון בארץ ובחול, והשני - שיעורי הריבית שהחברה תצטרך לשלם יהיו גבוהים יותר ובמרווחים גבוהים יותר לעומת שיעורי הריבית על אגרות חוב ממשלתיות בעלות אורך חיים דומה.

מלבד מידע פנימי קיבלה הנהלת החברה גם מידע ממקורות חיצוניים בנוגע לשיעורי הריבית הגבוהים שהיא עתידה לשלם אם תצא להנפקה במועד המקורי המתוכנן. בנובמבר 2008 היה בידי החברה דוח של בנק השקעות זר, ובו העריך הבנק כי הנפקות אג"ח חדשות של החברה לתקופה של עשר שנים צפויות להיות בריבית דולרית של 11%. החברה קיבלה גם מחברות ההפצה של ההנפקה אינדיקציות המראות ריבית דולרית צפויה בשיעור של כ-10%.

5. בישיבת ועדת הכספים של הדירקטוריון מיום 1.1.09 הציג סמנכ"ל הכספים של החברה, מר הראל בלינדה, את תחזית תזרים המזומנים המעודכנת של החברה לשנת 2009, שהראתה שיפור ניכר לעומת התחזית הקודמת. לפי תחזית זו תהיה לחברה יתרת מזומנים גבוהה יותר מרשת הביטחון לפחות עד יוני 2009, ובהנחות מסוימות אף עד אוגוסט 2009.³³

להלן נתונים על תחזית יתרות המזומנים החודשיות הצפויות במהלך שנת 2009, על פי דוחות תזרים מזומנים חזויים³⁴ שערך אגף הכספים של החברה במועדים שונים שקדמו לגיוס ההון בינואר 2009 (במיליוני ש"ח. מספרים שליליים מסמנים תחזית למשיכת יתר):

33 הנחות הקשורות בעיקר לתחזית ההכנסות המושפעת מהביקושים הצפויים לחשמל בתקופת התחזית, ומסכומי הכספים שהחברה תצטרך להעביר לקרן הפנסיה כפ"י בגין זכויותיהם הפנסיוניות של עובדיה.

34 תזרימי המזומנים כוללים תשלומים של החברה בחודשים מרס ואוקטובר 2009, למחזיקי אג"ח הצפויות להיפרע באותם המועדים.

**טבלה 7: השוואת תחזיות יתרות המזומנים במועדים שקדמו להנפקה של ח"ח"י
בינואר 2009 (במיליוני ש"ח)**

תאריך עריכת תחזית התזרים			
18/01/2009	01/01/2009	20/11/2008	
3,583	3,259	2,663	ינואר
3,502	3,228	2,327	פברואר
1,819	1,638	392	מרס
1,600	1,502	116	אפריל
1,478	1,461	46	מאי
1,294	1,285	34	יוני
1,173	1,060	-89	יולי
1,112	853	-683	אוגוסט
669	321	-515	ספטמבר
-1,448	-1,822	-2,339	אוקטובר
-1,656	-2,039	-2,339	נובמבר
-3,786	-2,092	-2,117	דצמבר

הביקורת העלתה כי למרות השיפור המהותי בתחזית תזרים המזומנים לשנת 2009 שנערכה ביום 1.1.09 והראתה נזילות כספית טובה של החברה עד אוגוסט 2009, המאפשרת לדחות את ההנפקה במספר חודשים - בכל זאת בחרה החברה להמשיך בהליכי ההנפקה ולגייס הון בינואר 2009, כפי שהחליטה מראש, על אף עלותה הגבוהה. יצוין כי לפי הערכות החברה, עלויות המימון מהחזקה של סכום ההלוואה בפיקדונות דולריים בכנקים בלי שנעשה בו שימוש מידי (השקעות, החזר הלוואות וכדומה), נאמדות בכ-25 מיליון דולר³⁵ לחצי שנה.

עוד נמצא כי סמוך למועד ההנפקה, ב-18.1.09, היה בידי אגף הכספים של החברה דוח תזרים מזומנים מעודכן לשנת 2009 שגילה שיפור ניכר אף יותר בנזילותה הכספית, ולפיו החברה עתידה להחזיק ביתרת מזומנים מספיקה (לפי סכום רשת הביטחון שנקבע) עד תחילת ספטמבר 2009.

למרות ההשפעה הניכרת האפשרית של מידע זה על החלטת הדירקטוריון בנוגע ליציאה להנפקה, לא הביאה הנהלת החברה מידע זה לידיעתם של הדירקטוריון או ועדת הכספים, וחברי הוועדה והדירקטוריון אף לא דרשו לקבל לידיהם תחזית מעודכנת לפני היציאה להנפקה.

יתרה מזאת, מנכ"ל החברה לא מילא אחר החלטה מפורשת של הדירקטוריון בנוגע להעברת עדכונים טרם ההנפקה. בישיבת דירקטוריון בנובמבר 2008, בעקבות שאלות שהעלה דירקטור, שאינו חבר בוועדת הכספים, בעניין שיעור הריבית והיקף הגיוס הצפוי, הוחלט כי "עד לביצוע ההנפקה, המנכ"ל ידווח בכל ישיבת דירקטוריון על התקדמות ההנפקה והשינויים במרכיבים המרכזיים שלה (אם היו)". למרות זאת נמנע מנכ"ל החברה ממסירת דיווחים, אף על פי שהתקיימו

חמש ישיבות דירקטוריון ממועד קבלת ההחלטה עד יום ההנפקה. לדוגמה, בישיבת הדירקטוריון בדצמבר 2008 שעסקה, בין היתר, בסקירת תכנית העבודה השנתית של חטיבת הכספים, שאלה הדירקטורית גב' שולמית אשכול "מה קורה עם הגיוס המיועד לינואר", ומנכ"ל החברה דאז, מר עמוס לסקר השיב לה: "בודקים את העניין. נכנס ועדת כספים ונקבל החלטה".

בתשובתו מדצמבר 2011 למשרד מבקר המדינה של מנכ"ל החברה דאז, מר עמוס לסקר, הוא ציין כי "מעבר לדיונים ושיחות יומיות עם היו"ר וחברי דירקטוריון מתחום הכספים, התקיימו בפרק זמן קצר של פחות מחודש חמש ישיבות מועצת מנהלים שבמרביתן התייחסו המנכ"ל או סמנכ"ל הכספים לנושא הגיוס".

לדעת משרד מבקר המדינה - אין בשיחות שמנכ"ל החברה ערך עם דירקטורים או באמירות אגב שנאמרו במהלך ישיבות הדירקטוריון, כדי למלא אחר החלטת הדירקטוריון המפורשת ככתבה וכלשונו באופן שהיה יכול לכאורה להפחית את אי-הבהירות בנושא.

בתשובתה מיולי 2010 ציינה החברה כי "היא נטתה לגייס מקורות מימון מבעוד מועד, לא אחת כחצי שנה, או שלושת רבעי שנה קודם למועד הפירעון... גורמים מקצועיים ממליצים אף להקדים את מועד הגיוס לכ-12 חודשים קודם למועד בו נדרשים הכספים". בעניין השיפור שחל בתזרים המזומנים לשנת 2009 היא הוסיפה כי בתזרים האחרון לא חל שיפור ניכר ביחס לתזרים שקדם לו, ואף חלה ירידה של ממש ביתרת המזומנים הצפויה לדצמבר 2009. החברה מציינת כי "לא הייתה אפשרות מעשית לשנות את ההחלטה, שכן ביטול ההנפקה היה גורם לחברה נזק תדמיתי אדיר בקרב ציבור המשקיעים ומטיל צל כבד על יכולותיה של החברה לגייס הון לחברה בהמשך, לרבות פגיעה אפשרית במסחר אגרות החוב של החברה בשוק המשני" (ההדגשה במקור). לטענת החברה, חברי הדירקטוריון עודכנו בשיפור שחל בתחזית תזרים המזומנים בישיבות שנערכו בדצמבר 2008 וב-1.1.09. היא מציינת גם כי לא חל שינוי מהותי ממועד קבלת החלטת הדירקטוריון בנובמבר 2008 שחייב את עדכוננו, וממילא ממועד קבלת החלטת ועדת הכספים ביום 1.1.09 "ועד להשלמת הליך ההנפקה עדכן מנכ"ל החברה את יו"ר הדירקטוריון ובאמצעותו (וגם באופן ישיר) את כל שאר חברי הדירקטוריון בהתקדמות הליך ההנפקה" (ההדגשה במקור).

יצוין כי ישיבת הדירקטוריון בדצמבר 2008 עסקה בתקציב החברה ובתכנון העבודה שלה לשנת 2009 בלי שהתקיים במהלכה דיון³⁶ בנושא גיוס ההון הצפוי בינואר 2009. הישיבה ביום 1.1.09 התקיימה בוועדת הכספים של הדירקטוריון שבה חברים רק כמה מהדירקטורים בחברה. כאמור הנהלת החברה לא הביאה את דוח תזרים המזומנים המעודכן לשנת 2009, שגילה שיפור בסמוך למועד ההנפקה, ב-18.1.09, לידיעתם של הדירקטוריון או של ועדת הכספים, למרות ההשפעה הניכרת האפשרית של מידע זה על החלטת הדירקטוריון בעניין יציאה להנפקה.

משרד מבקר המדינה מעיר, כי תשובת החברה בעניין טווח הזמן שבו היא מגייסת הון טרם מועד פירעון הלוואותיה אינה עולה בקנה אחד עם אופן פעולתה של החברה בנוגע לגיוס ההון בינואר 2009. זאת משום שבהסתמך על תזרים המזומנים שהוצג לדירקטוריון בישיבות שקיים בנובמבר ובדצמבר 2008 לקראת גיוס ההון המתוכנן בינואר 2009, הבהירו בעלי תפקידים בחברה כי מטרת הגיוס היא לשמור על רשת הביטחון בחברה בהתחשב בתשלום של מיליארדי שקלים למחזיקי האג"ח של החברה במרס 2009.

36 בדיון בישיבה האמורה שעסק ב"סקירת מאקרו - מצבה הפיננסי של החברה ומסגרות תקציב", הציג סמנכ"ל הכספים של החברה מר הראל בלינדה נתונים הקשורים לגיוס ההון הצפויים בשנת 2009. באותה ישיבה לא נמצאו אמירות אחרות של דירקטורים הנוגעות לגיוס הון.

לדעת משרד מבקר המדינה, היערכות נכונה של החברה לקראת גיוסי הון בהיקפים כה רחבים חייבה את הנהלתה להציג בפני מליאת הדירקטוריון נתונים עדכניים הנוגעים לתזרים המזומנים הצפוי ולשמירת רשת הביטחון בישיבות שדנות בהנפקה בזמן שבו הדירקטורים יוכלו להחליט על דחיית מועד ההנפקה לאחר שבחנו את הנתונים הרלוונטיים. עוד יש להעיר כי הירידה שחלה ביתרת המזומנים הצפויה לדצמבר 2009 בין תזרים המזומנים מ-1.1.09 לתזרים מ-18.1.09 וצוינה בתשובת החברה, נובעת מהכללתו של תשלום צפוי לקופת הפנסיה של העובדים (להלן - כפ"י) בסך של 2.1 מיליארד ש"ח בתזרים המזומנים המאוחר יותר. זאת למרות הערכותיה של החברה בעת הכנת תזרימי המזומנים וגם בהמשך השנה, כי לא תעביר בפועל תשלומים לכפ"י במהלך השנה. במהלך ישיבת ועדת הכספים ביום 1.1.09 אמר סמנכ"ל הכספים מר הראל בלינדה: "אנחנו כרגע לא לוקחים בחשבון שהכסף הזה ישולם במהלך 2009 לכפ"י". בישיבת הדירקטוריון באפריל 2009 הבהיר מר בלינדה לדירקטורים: "אנו מעריכים שגם בדצמבר לא נידרש להעביר". יצוין כי בשנת 2009 אכן לא העבירה החברה כספים לכפ"י.

בתשובת החברה למשרד מבקר המדינה מינואר 2012 בעניין הכללת התשלום האמור לכפ"י בתזרים המזומנים של 18.1.09 נמסר, כי "לא ניתן היה לדעת בוודאות כי החברה לא תידרש לבסוף להעביר את הכספים לכפ"י. לפיכך, ניהול סיכונים תזרימי מושכל ואחראי חייב את החברה לשקף הפקדה צפויה זו... הדירקטוריון שקל את העובדות והנתונים שהובאו בפניו ובחר לנקוט בגישה שמרנית וזהירה".

משרד מבקר המדינה מעיר להנהלת החברה שאם אכן הייתה סבירות ממשית להעברת כספים לכפ"י במהלך שנת 2009 - היה עליה לכלול את ההפקדה גם בתזרים המזומנים שהוגש לוועדת הכספים ב-1.1.09.

עוד נמצא, כי במהלך סקירת גיוסים בישראל, שנערכה כאמור באוקטובר 2008, העבירו שבעה בתי השקעות את חוות דעתם הכתובה לחברה שבה נכללו גם הצעות ראשוניות של כמה בתי השקעות לגיוס הון בישראל בסכום של כמיליארד ש"ח, לתקופה של עד חמש שנים, ובשיעורי ריבית נמוכים יותר מהריבית ששולמה בסופו של דבר בהנפקה בחו"ל בינואר 2009. בעקבות סקירת גיוסים בישראל הסיקה החברה כי שוק ההון המקומי אינו יכול לתת מענה ראוי לצורכי גיוס הון שלה, בין היתר, משום שבטווח הקצר יתאפשר לה לגייס באמצעותה רק כמיליארד ש"ח. החברה בחרה להמשיך את הליך גיוס ההון בחו"ל מבלי שניהלה משא ומתן עם בתי השקעות האמורים כדי לנסות ולהגיע להסכמות על בסיס חוות דעתם הכתובה וצורכי החברה ולגייס הון בישראל. בשיחה שהתקיימה בינואר 2009 בין ראש אגף חשבונאות ובקרה ברשות החשמל, מר איתן פליס, ובין סמנכ"ל של חברת חיתום ישראלית הביע סמנכ"ל חברת החיתום את פליאתו על גיוס ההון בחו"ל ואמר, כי הוצע לחברה לגייס מאות מיליוני שקלים בישראל בעלות נמוכה יותר מצד החברה, ו"נדרש היה לגייס בחו"ל רק 200 מיליון דולר שהוא הסכום המקורי שתוכנן ואת היתרה לגייס בארץ".

בתשובתה מיולי 2010 ציינה החברה כי בתי השקעות העבירו אליה חוות דעת ש"הינן הערכה אישית של כל בית השקעות באשר ליכולתו לגייס הון לחברה בדרך של הפצה, ולפיכך אין כל וודאות בהערכות אלו ובוודאי שלא ניתן לכנותן 'הצעות'... ממילא חוות הדעת שהתקבלו מבתי השקעות לא היו, בשום אופן, הצעות קונקרטיות או אופרטיביות לגיוס הון, וכאמור לא תאמו את צרכי החברה ולכן לא היה על מה ועם מי לנהל משא ומתן" (ההדגשה במקור). החברה הוסיפה שעל פי ניסיון העבר שלה, אפשרויות הגיוס של בתי השקעות נמוכים בפועל מאלו שהם מצהירים עליהן.

לדעת משרד מבקר המדינה, תשובת החברה אינה מספקת משום שאין היא מסבירה את העובדה שחודשיים לפני שפנתה לגייס הון בחו"ל הסתפקה בהפניית בקשה לקבלת חוות דעת מבתי השקעות בישראל, ולא ניהלה עמם מו"מ ולא בדקה באופן יסודי חלופה זאת. יצוין, כי כל אחוז שיופחת מגובה הריבית משמעו הפחתה בהוצאות המימון בסכום של כ-20 מיליון ש"ח לשנה - כ-200 מיליון ש"ח לכל תקופת חיי האג"ח. יתרה מזאת, סקירת הגיוסים בישראל נעשתה עם חברות חיתום ישראליות ולא עם גופים מוסדיים שהם רוכשי האג"ח בפועל, וייתכן שהבדיקה הייתה מביאה את החברה לידי מסקנות אחרות. היה על החברה לנסות ולבדוק באופן מעמיק יותר את היכולת ואת הדרישות של שוק ההון בישראל בנוגע לרכישת אג"ח שלה באותו מועד, ולנסות להתאימן ככל הניתן לצורכי החברה, ולא לשלול אפשרות זאת מראש. מסקנה זאת מתחזקת בשל העובדה שגופים בשוק ההון בישראל רכשו באותה תקופה אג"ח במאות מיליוני שקלים שהנפיקה החברה בחו"ל ובישראל (בעניין זה - ראו בפרק העדפת משקיעים זרים).

יצוין כי בישיבת הדירקטוריון באוקטובר 2010 שעסקה בטיטת דוח מבקר המדינה בנושא גיוסי הון וב"הנפקת גישוש" שתכננה החברה לבצע בישראל באותה תקופה, ציין מנכ"ל החברה דאז, מר עמוס לסקר, כי "לאור הלקח הראשון שלמדנו ממבקר המדינה, אנחנו לא רצים ישר להנפקה בחו"ל, אלא אנחנו מבקשים לבדוק קודם כל את הנושא בארץ".

במהלך השנים שקדמו לגיוס ההון האמור פנתה החברה מספר פעמים למשרד האוצר לקבלת סיוע פיננסי, אך נענתה בשלילה. לדוגמה, בספטמבר 2008 שלח הממונה על התקציבים במשרד האוצר דאז, מר רם בלינקוב, ליו"ר דירקטוריון החברה מכתב, ובו הבהיר כי "אין בכוחות האוצר לפעול למימון הפעילות השוטפת או הפיתוח (לרבות תכנית החירום) של חברת החשמל באמצעות הזרמת הון בעלים או העמדת ערבות מדינה".

ביום 1.1.09 התקיימה ישיבה של ועדת הכספים, ובה הציג אגף הכספים של החברה את תחזית תזרים המזומנים המעודכנת לאותו מועד של החברה לשנת 2009 שהשתפרה באופן ממשי. במהלך הישיבה ציינו יו"ר הדירקטוריון ומנכ"ל הכספים של החברה כי בעקבות החששות של משרד האוצר משיעורי הריבית הגבוהים שהמשקיעים עתידים לדרוש בגיוס ההון בחו"ל, פנה אליהם החשכ"ל, וצפויה להיערך עמו פגישה בימים הקרובים. יו"ר הדירקטוריון דיווח בישיבה האמורה על שיחה שקיים עם החשכ"ל וציין: "אני לא יכול לנהל את החברה על סמך איזה הבטחה ערטילאית של מישהו שהוא ישקול בעתיד משהו... זה שיעלה עוד אחוז ריבית או אחוז ורבע ריבית זה חשוב, אבל החוק קבע שאני צריך לדאוג שיהיה כסף בחברה. זה שיעלה עוד כמה לירות יכול להיות... ובוא נראה מה החוק מנחה אותנו, אז יגידו שאולי ניהלנו תזרים מזומנים פחות טוב, אבל אם לא יהיה פה כסף, אנחנו נשב בבית סוהר, אז אני לא רוצה לשבת בבית סוהר".

ב-6.1.09 התקיימה במשרד האוצר פגישה בהשתתפות נציגי החברה, נציגי אגף החשכ"ל ונציגי רשות החברות. בפגישה הוצג תזרים המזומנים של החברה לשנת 2009 לאותו מועד, ונמסרה הערכתה של החברה בנוגע לשיעורי הריבית הגבוהים הצפויים להיקבע בהנפקה הקרובה בחו"ל. המטרה העיקרית של הישיבה הייתה לברר אם בעקבות החששות (שעלויות גיוס ההון הגבוהות של החברה יביאו לידי עלייה בפרמיית הסיכון וייקור גיוסי ההון בהנפקותיה של מדינת ישראל) - ישקול אגף החשכ"ל מתן ערבות לחברה כדי לצמצם את עלויות הגיוס שלה ולאפשר לה גישה נוחה לשוקים. יצוין כי לא הוצגו לנציגי משרד מבקר המדינה מסמכים כלשהם כגון - תרשומות או פרוטוקולים של הפגישות והשיחות שהתקיימו בין נציגי החברה ובין נציגי החשכ"ל.

משרד מבקר המדינה מעיר להנהלת החברה ולנציגי אגף החשכ"ל, כי מן הראוי היה לכתוב פרוטוקול או לפחות תרשומת לישיבה שהתקיימה ב-6.1.09, ובמיוחד בהתחשב בסכומים הגבוהים שבהם מדובר ובמהות העניין.

עובדי אגף החשכ"ל מסרו למשרד מבקר המדינה כי הם המליצו לחברה, בהתבסס על תחזית תזרים המזומנים שלה לשנת 2009, לדחות את גיוס ההון "למועד נוח יותר בשווקים". ממכתב ששלח החשכ"ל הקודם למשרד מבקר המדינה בפברואר 2010 עולה כי "קיימת מדיניות ברורה של הימנעות ממעורבות כאמור, למעט במקרים ספציפיים של כשל שוק. לפיכך, הממשלה אינה מעניקה ערבויות/הלוואות או כל סיוע פיננסי לחח"י מאז תחילת שנות ה-2000 (ההדגשה במקור)". נבחנו אפשרויות הסיוע לחברה, כולל הענקת הלוואה כ"מימון ביניים", שיתרונה הוא בהוזלת הריבית הפוטנציאלית אך "המסקנות של כלל הגורמים במשרד האוצר... היו כי לחברה תזרים מספק לתקופה הקרובה (לפחות עד המחצית השנייה של שנת 2009) ולכן אין לסייע לחברה בשלב זה". החשכ"ל גם הדגיש במכתבו כי החברה "בחרה במועד לבצע גיוס בחו"ל בתקופה בה ממשלת ישראל שקלה לבצע גיוס דומה בשווקי חו"ל אך בחרה לדחות זאת לאור מצב השווקים והמחירים בו, המשבר העולמי ומבצע "עופרת יצוקה" שזה עתה הסתיים", והוסיף: "אני הסתייגתי מהחלטה זו [של החברה להנפיק] אך הקפדתי שלא להציע תחליף מימון על ידי הממשלה, שכן... אין אנו רואים את עצמנו כגורם מממן של חברת החשמל".

בתשובתה מיולי 2010 ציינה החברה כי "בשום שלב של הליך הגיוס, לא המליץ החשב הכללי, או מי מטעמו, לנושא משרה כלשהו בחברה לדחות את ההנפקה", אלא שבשל שיעור הריבית הוא הביע הסתייגות כללית מהחלטת החברה להנפיק בינואר 2009, בלי שהוצע מימון תחליפי על ידי הממשלה. החברה גם ציינה כי מתן האישורים על ידי הממשלה, משרד האוצר, החשכ"ל, רשות החברות וגורמים נוספים להנפקה האמורה, יש בו משום הכשר בעיניה לשיקול הדעת המקצועי שהופעל על ידי החברה בעת ביצוע ההנפקה.

לדעת משרד מבקר המדינה, האחריות להביא לפני הדיקטוריון וועדת הכספים את התייחסותו של אגף החשכ"ל בעניין ההנפקה הייתה של המשתתפים בפגישה מטעם החברה ומטעם רשות החברות. זאת - בין אם מדובר בהסתייגות ובין אם מדובר בהמלצה, כדי שגופים אלה יוכלו לשקול אם בעקבותיה יש מקום לדחות את מועד ההנפקה. החברה התעלמה בעצם מהניתוח המקצועי ומהמסקנות של משרד האוצר בנוגע לעיתוי ההנפקה שהובאו לפני מנהליה.

יתר על כן, עולה כי הגורמים הרלוונטיים, ובהם דיקטוריון החברה ומנהליה, העריכו כי אם יתרחש מצב קיצוני שהחברה לא תצליח לגייס הון, היא תוכל לקבל סיוע מהמדינה.

1. בדוח הדיקטוריון על מצב ענייני החברה שצורף לדוחותיה הכספיים של החברה לשנת 2008 צוין, כי "החברה מעריכה כי תצליח, כאמור, לגייס את הסכומים הנוספים שיידרשו אולם אם תיתקל בקשיים היא תפנה למדינה בבקשת סיוע, או שתצמצם את השקעותיה. מניסיון העבר עולה כי גורמי הממשלה תמכו במציאת פתרונות לבעיות בהם נתקלה החברה נוכח היותה ספק שירות חיוני וחברה ממשלתית ולנוכח חשיבותה למשק הלאומי בישראל".

2. בישיבת ועדת הכספים במרץ 2009 ציין מנהל החשבונות הראשי של החברה מר אלכס זייד כי תזרים המזומנים מבוסס על הנחה בסיסית שאם החברה "תיקלע לקשיים ולא תוכל לגייס... היא תוכל לפנות לגורמי המדינה כפי שנעשה בעבר, ולקבל מהם את ההשלמה של מה שיחסר". יו"ר הדיקטוריון דאז, מר מרדכי פרידמן אמר בתגובה: "אני שמעתי את זה באוזני מ[נציגי] המדינה".

משרד מבקר המדינה מעיר כי לא נמצא שהחברה פנתה בכתב למדינה בתחילת 2009, בעקבות החלטת משרד האוצר שלא לסייע לה בשלב זה, בבקשה להבטחת סיוע ותמיכה בעתיד אם תדחה במספר חודשים את ההנפקה המתוכננת, אך לא תצליח לגייס הון לצרכיה בשל תנאי השוק.

בתשובת מנהל רשות החברות דאז, ד"ר אודי ניסן, מפברואר 2012 צוין כי "שאלה מרכזית היא האם על משרד האוצר היה לתת התחייבות לגיבוי עתידי לתזרים של חברת חשמל (צעד מתבקש אם היה פונה לדחיית הגיוס). התשובה לשאלה זו אינו חד משמעי. המצב בשווקים היה תוהו ובוהו, אי הודאות בשיא ולמדינת ישראל היה מספיק אי ודאות לגיוסים הנדרשים למדינה מאשר להתחיל לתת התחייבויות לחברות ממשלתיות או גופים אחרים. לדעתי מחיר הטעות של גיוס בריבית גבוהה לעומת מחיר טעות של בעיות תזרים קשות בחברה המספקת מוצר חיוני איפשר החלטה של גיוס".

בתשובתה של רשות החברות ממאי 2010 צוין כי מסגרת עסקת גיוס ההון האמורה אושרה בדירקטוריון ובשל מורכבותו של הגיוס הוסמך צוות שילווה את הנהלת החברה בכל הפרטים המסחריים והעסקיים שטרם נקבעו במסגרת העסקה. הרשות הוסיפה כי נציגיה "אינם משתתפים בשיבות מו"מ מסחרי ואינם מתערבים בפרטים המסחריים לאחר שאושרה מסגרת העסקה". בתשובתה מנובמבר 2011 היא הוסיפה כי "החברה פנתה לגורמי מדינה נוספים, מלבד לרשות החברות, בעניין סיוע בנושא יכולת המימון של החברה. כידוע, החשכ"ל הינו אגף במשרד האוצר, ובאחריותו לענות ישירות לחברה. נציגי הרשות אינם גורם מתאם ומקשר לעניין זה".

לדעת משרד מבקר המדינה, עקב מצבה הכספי הבעיתי של החברה, ובייחוד בתקופת אי-הודאות שבה גיוס ההון, היה על רשות החברות, כגוף מאסדר ומפקח, לוודא כי גיוס ההון יאושר במליאת הדירקטוריון ב"זמן אמת", ולא לסמוך את ידיה על אישור כללי שניתן זמן רב קודם לכן. זאת, בין היתר בהתחשב בעמדת החשכ"ל, שרוב חברי הדירקטוריון לא היו מודעים לה בתקופת גיוס ההון, בניגוד לרשות החברות שעמדתו הייתה ידועה לה.

בתשובת יו"ר דירקטוריון החברה דאז, מר מרדכי פרידמן, מינואר 2012 הוא ציין כי "גיוס החוב באותו מועד, בהיקף שהיה ואפילו בעלויות הגבוהות שליוו אותו, היה הכרחי באותו מועד בשל הצורך לפרוע אג"ח בארה"ב בתוך מספר שבועות בסכום של כחצי מיליארד דולר. לא היה לו כל תחליף והוא הציל אסטרטגית את חברת החשמל מהתמוטטות פיננסית וברוך זו גם את שוק ההון בארץ ואולי גם את כלכלת ישראל".

בתשובתה מיולי 2010 למשרד מבקר המדינה ציינה החברה כי "במועד בו התקבלו החלטות החברה, תמונת המצב שעמדה לנגד עיני מקבלי ההחלטות הייתה של צורך בגיוס משמעותי שיאפשר לחברה לעמוד בהתחייבויותיה, מחד, ומאידך, הערכות קודרות בדבר קיומו של סיכוי ממשי שנוכח המשבר החמור שפקד את שווקי ההון בעולם, תיחסם בפני החברה האפשרות לגייס מימון בהמשך שנת 2009. לרשות החברה לא עמדו חלופות מתאימות אחרות, לבטח חלופות טובות יותר, לגיוס מקורות מימון, והמדינה שיכולה הייתה להירתם לעזרת החברה, הבהירה כי אין בכוונתה לעשות כן. על רקע כל האמור, החברה לא יכולה הייתה ליטול סיכון, ולו הקל שבקלים, שמא לא תוכל לגייס את ההון הדרוש לה ולהסתכן באי עמידה בפרעון הלוואותיה על כל המשמעותיות החמורות הנובעות מכך, כולל כניסה למצב של חדלות פרעון כללית". עוד מציינת החברה כי "התנהלותם של גורמים המקבלים החלטות בהכרח שונה באופן קיצוני בתנאי יציבות ורוגע בהשוואה להתנהלותם בעיתות משבר ולחץ". החברה דוחה בתשובתה את ההשוואה לדחייתו של משרד האוצר את גיוס ההון של מדינת ישראל באותו מועד, משום שלטענתה המדינה יכולה להתגמש בבחירת העיתוי לגיוס ההון שלה בחו"ל. בתשובה מינואר 2012 למשרד מבקר המדינה הוסיפה החברה, כי "כל הגורמים המקצועיים האחראים על משק החשמל, כמו גם כלכלנים בכירים, שנדרשו ובחנו את שיקול דעתה של החברה, סמכו ידם על שיקול הדעת שהופעל על ידי החברה והאורגנים שלה לקבעו, כי החלטותיה לגייס הון בראשית 2009 היו סבירות ומתבקשות".

בעניין הפנייה בכתב החברה מציינת בתשובתה כי בעקבות סירוב החשכ"ל לסייע לחברה, על רקע החרפת המשבר בחודשים אוגוסט-ספטמבר 2008, היא לא ראתה כל טעם להגיש בקשה חדשה

בכתב, ואף על פי שהנחת העבודה שלה היא שהמדינה לא תניח לה לקרוס, הנהלת החברה והדירקטוריון שלה החליטו שלא ליטול סיכון אלא לגייס הון בתקופת המשבר הכלכלי. החברה מסתמכת גם על המסקנות ברוח היועצים החיצוניים מנובמבר 2009 ועל המצגת שלפיהן, בהתחשב בצורכי המזומנים של החברה, המצב ששרר בשוקי ההון בעולם בתחילת 2009 ואי-הוודאות בדבר הצפוי לבוא - ההחלטה לגייס הון בינואר 2009 הייתה סבירה מהבחינה הכלכלית, ולדברי אחד היועצים: "בנסיבות של פאניקה כזאת, מי שלא היה מקבל את ההחלטה, היה נוהג בחוסר אחריות". במסמך נוסף שהכינו יועצי החברה בדצמבר 2010 הם הבהירו כי "גם הנתונים העולים מתזרים המזומנים מחודש ינואר, המציגים דחיית מועד כניסת החברה ליתרה שלילית לחודשי הקיץ, אינם משנים את מסקנתנו, וזאת, לאור החשש לסגירת השווקים לאור המשבר".

בתשובת החברה מיוני 2012 היא הוסיפה כי "בחודשים האחרונים בוצעו פניות רבות למדינה. לאחרונה אישרה המדינה מתן ערבות מדינה בסך 4.5 מיליארד ש"ח. הוקם צוות על ידי שר האוצר לבחינת פתרונות למצב התזרימי של החברה".

משרד מבקר המדינה מעיר כי דווקא קיומו של המשבר הכלכלי העולמי בתחילת שנת 2009 חייב את דירקטוריון החברה והנהלתה לנהוג באופן קפדני יותר בטרם יגייסו הון בריבית גבוהה, ולבחון באופן מקיף את צורכי החברה, מצבה הכספי החזוי ואת החלופות לגיוס הון, כולל בחינה מעמיקה ופורמאלית של האפשרות להיעזר במדינה.

משרד מבקר המדינה מעיר כי מבדיקה שערך עם כותבי דוח היועצים נמצא כי בעת שהכינו את הדוח שלהם מספטמבר 2009 לא הובאו לפנייהם מסמכים חשובים שעמדו בבסיס הביקורת של משרד מבקר המדינה. למשל: תזרים המזומנים המעודכן של החברה לשנת 2009 מ-1.1.09, וכך חוות הדעת שקיבלה החברה מחברות חיתום בישראל בנובמבר 2008, שבכמה מהן הועלו הצעות אופרטיביות לגיוסי הון. עוד יש לציין שהחברה קיבלה חוות דעת בעניין ההנפקה רק כעשרה חודשים לאחר גיוס ההון ולא לפניו.

בתשובת החשכ"ל למשרד מבקר המדינה מאפריל 2010 צוין כי הוא נעדר סמכות חוקית, פורמלית או משתמעת, לאשר או לעצור הנפקת חוב של חברה ממשלתית כלשהי. "ציינתי בפני החברה בשיחותיי עם יו"ר הדירקטוריון שלה כי לדעתי המקצועית עיתוי ביצוע ההנפקה הוא שגוי והסתייגתי מכוונתם לעשות כן וזאת בעיקר לאור ידיעתנו שתזרים המזומנים של החברה לא חייב גיוס חירום". הוא מדגיש כי לאחר שהתקיימו שיחות עם מנהל רשות החברות דאז, ד"ר אודי ניסן, הם הגיעו לידי מסקנה שהנפקת החברה לא תשפיע על יכולת המדינה לגייס הון. הוא מוסיף כי אין זה באחריותו להפנות את תשומת לבם של השרים ושל מנהל הרשות לעיתוי הבעייתי של ההנפקה, בשל מספר רב של דיונים פנימיים אצל שר האוצר באותה תקופה שגם נושא המימון לחברה עלה בהם, ומדגיש כי "כל הגורמים הרלוונטיים במשרד האוצר היו מתואמים בעניין זה לאורך כל התקופה וכי כולם עמדו בקשר כזה או אחר עם אנשי החברה" (ההדגשה במקור). החשכ"ל מציין כי הוא אינו "פוסל את שיקול הדעת של החברה אל מול אי הוודאות הגדולה ששררה בשוק האשראי כאשר החברה ביקשה לקנות ביטחון".

בתשובתו ציין החשכ"ל ציין כי "לא קיימת מדיניות של אגף החשב הכללי או של משרד האוצר לגבי סיוע לחברות ממשלתיות בתקופות של משבר כלכלי או משבר בשוק ההון... כל מקרה צריך להיבחן לגופו בהתחשב בנסיבות הספציפיות, ותוך התחשבות בחסרונות המובנים של מעורבות כזאת, הטומנת בחובה פוטנציאל להשלכות רוחב ול"החבאה" של קשיים פיננסיים שעלולים לצוף בהמשך ביתר שאת, אם ייעשה שימוש באמצעים כאלה. לכן, כאמור, קיימת מדיניות ברורה של הימנעות ממעורבות כאמור, למעט במקרים ספציפיים של כשל שוק... חברת החשמל כמונופול ממשלתי החולש על כלל מקטעי משק החשמל מהווה גורם רב עוצמה ובעל חוסן פיננסי גבוה ביחס לסקטורים ולחברות אחרים במשק. יש לזכור כי הכלים למעורבות ממשלתית, הן באמצעות תקציב

הון באמצעות ערבויות מדינה, הינם כלים מוגבלים, ושימוש בהם לטובת חברת החשמל בהכרח יבוא על חשבון סקטורים אחרים, בייחוד על רקע היקפי האשראי העצומים שצורכת הח"י ביחס למשק הישראלי (ההדגשה במקור). החשכ"ל הסביר כי משרד האוצר היה מוגבל במתן ערבויות בתקופת המשבר הכלכלי, עקב אי-הוודאות בנוגע להתרחשות סיכונים נוספים באותה עת, וגם הוכח שהחברה מסוגלת לגייס הון ללא סיוע ממשלתי ישיר "ובתקופה של חוסר ודאות בנוגע לעומק המשבר ולאורכו, היה חשוב לפעול ולסייע ראשית למגזרים אחרים באופן נקודתי, ולא לגרום להשלכות רוחביות ארוכות טווח בשעה שאלו לא הוכחו כהכרחיות (ההדגשה במקור)". החשכ"ל הוסיף כי העמדת ערבות לגיוס ההון של החברה כמוה כמתן סבסוד, ובדומה להוצאות אחרות של החברה "ראוי שהמשק יראה את מחיר החשמל האמיתי המגלם את כל העלויות הכרוכות בהפקת החשמל ובכלל זה עלויות גיוס ההון של החברה". בתשובת החשכ"ל למשרד מבקר המדינה מדצמבר 2011 צוין כי לא ניתן לצפות כי החשכ"ל "יבחן כל עסקה בחברה ואם חשב שהמחיר בה היה יכול להיות יותר טוב אם היו מחכים חודש חודשיים חייב הוא להודיע לשרים ולעצור את העסקה".

יצוין כי בדצמבר 2010, לאחר שכבר העביר החשכ"ל את תשובתו האמורה, שלחו שר האוצר, מר יובל שטייניץ, ושר האנרגיה והמים, מר עוזי לנדאו, מכתב לחברה בעניין ערבות המדינה לגיוס ההון שלה, ובו הובהר לחברה, בין היתר, כי אם הדבר יהיה חיוני, יפעלו השרים האמורים למתן "חבילת ערבות ממשלתית" לאג"ח שהחברה תנפיק בשנים 2011 ו-2012.

בתשובת החשכ"ל למשרד מבקר המדינה מדצמבר 2011 הוא הסביר כי מכתב השרים "נועד להביע את תמיכת המדינה בחברה על מנת למנוע הורדת דירוג של החברה. חשוב לציין כי חברת הדירוג הורידה את דירוג החברה לאחר המכתב וציינה כי הדירוג הקיים מניח תמיכה שכזאת גם ללא המכתב והבעיה של החברה אינה תמיכת המדינה בערבות אלא מחסור בהון ורמת נזילות נמוכה מדי דבר שערבות לא יכולה לפתור".

לדעת משרד מבקר המדינה, מן הראוי היה שגם בגיוסים שנערכו בינואר ובפברואר 2009 (ראו להלן) היה החשכ"ל מפעיל שיקול דעת רחב שהיה עשוי לאפשר לחברה לדחות את ההנפקות או להוֹזִילן. המכתב שהשרים שלחו לחברה בדצמבר 2010 מצביע על כך שהדבר אפשרי. לפיכך, תמוה הדבר שדווקא בעיצומו של המשבר הכלכלי הגלובלי נדחתה הבקשה למתן ערבות ממשלתית או לסיוע כספי, וגם לא נמסרה לחברה "הצהרת כוונות" דומה שהייתה עשויה לכאורה להשפיע על שיקוליהם של דירקטוריון החברה והנהלתה בהחלטה על גיוס ההון האמור, ואולי אף להביא לדחיית ההנפקה. יצוין, כי הצהרה רשמית כזאת יכולה הייתה להביא גם לידי הקטנת עלויות הגיוס, שכן היא מכוונת במידה רבה לרוכשי האג"ח הפוטנציאלים המחפשים מלכתחילה השקעות ברמת ודאות גבוהה יותר להחזר חובות.

תהליך קבלת ההחלטות שהוביל לגיוס ההון בעיצומו של המשבר הכלכלי ובשיעור ריבית חריגה מצביע על כשל מערכתי של כל הנוגעים בדבר. נראה כי בהתנהגות נכונה ועקבית של החברה ושל החשכ"ל, לרבות קיום כל הדיונים הנדרשים ושקילת החלופות למיניהן, אולי ניתן היה לצמצם באופן ממשי את העלויות ולחסוך כספי ציבור.

משרד מבקר המדינה סבור כי מן הראוי שהיועץ המשפטי לממשלה יבחן את הצורך לקבוע הנחיות לחברי הדירקטוריון ולבעלי תפקידים בגופים האמורים ובחברות ממשלתיות אחרות שינהגו משנה זהירות בעתיד, שאם לא כן עלולים להטיל עליהם אחריות אישית.

גיוס פברואר 2009

ביום 12.2.09 הנפיקה החברה בהנפקה פרטית לגופים מוסדיים בישראל אג"ח צמודות למדד המחירים לצרכן בסכום של כ-500 מיליון ש"ח בריבית אפקטיבית של 7.1%. מועד הפירעון של האג"ח נקבע לפברואר 2020. לראשונה בהנפקה שעשתה החברה בישראל, האג"ח כללו ביטחונות למחזיקים בהן ולפיהן, בעת שינוי מבני במשק החשמל, הם רשאים להסב את התחייבות החברה כלפיהם לחברת ההולכה החדשה לכשתוקם. ההנפקה בוצעה באמצעות חברה א' ששימשה מפיץ בלעדי של האג"ח, והיא זו שביקשה מרשות החברות את הגדלת הביטחונות למשקיעים. חברה א' הגישה לחח"י, שלא במסגרת מכרו, הצעה מובנית³⁷ לגיוס הון מגופים מוסדיים בשוק ההון הישראלי, ומהסכום שגייסה ניכחה עמלת הפצה בסכום של כ-3.75 מיליון ש"ח³⁸.

1. ספק אם גיוס ההון במועד האמור, בעיצומו של משבר כלכלי ולאחר גיוס ההון בחו"ל בינואר 2009, היה נחוץ לחברה באופן מידי, וזאת לא על פי תזרים המזומנים החוזי במועד הגיוס ולא על פי המדיניות, שלטענת ההנהלה, התווה הדירקטוריון שלה בעניין רשת הביטחון בסכום של מיליארד ש"ח. לאחר שבוצע הגיוס בינואר 2009 גדלו באותה עת יתרות המזומנים שבקופת החברה לסכום של יותר מחמישה מיליארד ש"ח. למרות זאת המשיך אגף הכספים בהליכי המשא ומתן עם חברה א', ואת תנאי ההנפקה ב-3.2.09 לא אישר כראוי דירקטוריון החברה, אלא צוות ובו שלושה מחברי ועדת הכספים שהוסמכו לכך על ידו: יו"ר הדירקטוריון דאז, מר מרדכי פרידמן, יו"ר ועדת הכספים מר מיכה לזר והדירקטורית דאז, גברת שולמית אשכול. בישיבת הדירקטוריון בדצמבר 2008 הציגה החברה פרטים מהותיים הנוגעים לגיוס ההון הצפוי בפברואר 2009, והדירקטוריון אישר לה לנהל משא ומתן עם חברה א' על תנאי העסקה. בנוגע לנסיבות גיוס ההון הודיע יו"ר הדירקטוריון בישיבה: "גם אם אין צורך בכסף מידי, אני תמיד אתמוך בגיוס, כי העלות שלו היא עלות של פתיחת ערוץ, לא של גיוס". יצוין כי למרות דברים אלו לא ביקשו חברי הדירקטוריון לבצע תחשיב של "עלות פתיחת ערוץ" הגיוס כדי לבדוק את הכדאיות הכלכלית שלו, ואף לא קיבלו נתונים מבוססים הנוגעים להשפעת גיוס ההון המתוכנן בפברואר 2009 על סכום ההנפקה בינואר 2009. גיוס ההון של החברה בפברואר 2009 גם מלמד על כך שניתן היה לגייס הון בארץ בריבית יותר נמוכה במידה ניכרת. כאמור, החזקת מזומנים בפיקדונות לאורך זמן, ושלא לצורך פעילותה השוטפת של החברה, מביאה לידי הפסדים כספיים לחברה בגלל ההפרש בין שיעור הריבית המשולמת למחזיקי האג"ח לזאת המתקבלת מפיקדונותיה של החברה.

בתשובתה מיולי 2010 הסבירה החברה כי "ההצעה של חברה א' הקנתה לחברה יתרונות, וזאת בשל ההיקף הכספי הגבוה של הגיוס (על אף מצב שוק ההון המקומי), מחזור החיים הממוצע הארוך של ההלוואה התואם את צרכי החברה, היותה של ההצעה תוספת למקורות הכספיים לתזרים המזומנים של החברה, האפשרות לגייס מהיר ללא תשקיף והעלויות הכרוכות בתשקיף, וההסכמה התקדימית של רשות החברות להסבת החוב לחברת ההולכה, אם תקום". החברה מוסיפה כי כוונת הדירקטוריון בישיבתו מדצמבר 2008 הייתה לאשר את גיוס ההון האמור, ולטענתה היא פעלה כנדרש, בין היתר, בכך שפנתה לממשלה באמצעות רשות החברות רק לאחר אישור הדירקטוריון האמור. החלטת הדירקטוריון בדבר הסמכת שלושה מחברי ועדת הכספים לאישור שיעור הריבית הסופי נעשתה לצורך נקיטת משנה זהירות, משום שגובה הריבית בהנפקה סוכם רק בסמוך למועד הגיוס בפועל, [ו]לא היה זה רצוי להתנות את אישור הריבית הסופית בהחלטה של דירקטוריון החברה". בתשובתה מינואר 2012 הוסיפה החברה כי התקיים הליך של משא ומתן עם חברה א' שהביא להפחתת הריבית הכוללת שבהצעה המובנית. עוד הוסיפה החברה כי שלושת "הדירקטורים האמורים היו בקיאים בפרטיו של הגיוס, הכירו את הסכמתה של רשות החברות ולקחו אותה

37 הצעה המועברת מגורם שגיבש ממשקיעים ידועים מראש הצעות לרכישת אג"ח לגוף המנפיק אותן.
38 חברה א' גבתה עמלה מהמשקיעים המוסדיים שרכשו ממנה את האג"ח בהפרש של כ-75 אגורות בין הסכום שקיבלה עבור כל אגרת חוב (בערך של 100 ע.ג.) ובין הסכום שהעבירה לחברה.

בחשבון, כמו כל שאר חברי הדירקטוריון, שאישרו את ההנפקה. בתשובתה מיוני 2012 הוסיפה החברה כי הדירקטוריון קבע ועדה מיוחדת לאישור גובה הריבית בהנפקות שהחברה מבצעת כיום בישראל ובחו"ל.

בתשובתו של משרד האנרגיה והמים מאפריל 2010 צוין כי הגיוס האמור "נועד, בין היתר, ליצירת וודאות במקורות המימון הנדרשים להמשך פיתוח משק החשמל".

לדעת משרד מבקר המדינה, גיוס ההון בפברואר 2009, לא היה נחוץ לחברה באופן מידי באותו מועד, וזאת על פי תזרים המזומנים החזוי במועד הגיוס ורשת הביטחון של החברה. גיוס הון בתקופה של משבר כלכלי מחייב זהירות יתרה לרבות עבודת מטה מסודרת, דיון מקיף בדירקטוריון, הצגת חלופות שונות ובכללה יתרונותיהן וחסרונותיהן, בדיקת יתרונות המזומנים והסתייעות בגורמים שונים. כמו כן מעיר משרד מבקר המדינה, כי שיעור הריבית הנקובה באג"ח הוא פרט מהותי ביותר בגיוס ההון, וראוי היה שהדיון בעניין גיוס ההון על כל תנאיו ואישורו ייעשו סמוך למועד ההנפקה על ידי הדירקטוריון כולו, ולא על ידי שלושה דירקטורים בלבד.

2. עוד נמצא כי הנהלת החברה לא בדקה את סכומי העמלות שגבתה חברה א' מרוכשי האג"ח, והם נודעו לה מפרסום בעיתונות. העמלה הכוללת בסך 3.75 מיליון ש"ח, שחברה א' ניכתה מההון ששילמו לה המשקיעים בהנפקה, גבוהה באופן ניכר (יותר מפי 200) מהסכום ששולם, בדרך כלל, למפיץ אג"ח של החברה עד אז. לדוגמה, עבור הנפקות אג"ח של החברה בסדרות חשמל צמוד 2012 ו-2015 בשנים 2007-2008, היא שילמה לחברת ההפצה עמלה בסך 15,000 ש"ח עבור כל הנפקה ללא קשר לסכומי ההנפקות.

יתרה מזה, בדברי ההסבר שצורפו לבקשת הפטור ממכרז³⁹ להנפקה באמצעות חברה א', שהובאה לפני ועדת המכרזים של חטיבת כספים וכלכלה בחברה בדצמבר 2008 צוין כי "עמלת המפיצים איננה צפויה לעלות על 0.1% מסך תמורת ההנפקה", ובעקבותיהם החליטה הוועדה "לאשר ניהול מו"מ עם [חברה א'] על תנאי העסקה". תנאי ההנפקה הנוגעים לעמלת המפיץ השתנו בפועל באופן מהותי, משום שהעמלה שחברה א' ניכתה לבסוף מהתשלומים של רוכשי האג"ח הייתה גבוהה לפחות פי שבע מזאת שהובאה לאישור ועדת המכרזים והייתה מגולמת במחיר ההנפקה המובנית.

בתשובתה מיולי 2010 ציינה החברה כי אופן ההתקשרות עם חברה א' הוא לגיטימי, "והחברה סברה, כי הריבית הכוללת עליה הוחלט בסופו של דבר, היא הריבית אשר שיקפה עסקה מתאימה לחברה, נכון למועד הגיוס"; לטענתה היא יכלה לדעת על שיעור הריבית רק לאחר השלמת ההנפקה, בלי שהיה באפשרותה לבצע הליך תחרותי לגבי שיעור העמלה, ולפיכך הנתון בדבר שיעור העמלה הצפויה, שהוצג לוועדת המכרזים, היה פרי הערכה בלבד. החברה הוסיפה כי לא ניתן להשוות את סבירות העמלה בהנפקה האמורה לעומת גיוסי הון קודמים, משום שמדובר במועדים ובמתכונות גיוס הון שונים לחלוטין.

לדעת משרד מבקר המדינה, קיום מכרז על ידי החברה בין המשקיעים ותשלום עמלה בסכום סביר לחברת הפצה היו צפויים להזויל את עלות ההנפקה, לנוכח סכום העמלה ששולמה לחברה א' לעומת הסכומים שנקבעו בעבר בעקבות קיום מכרז. משרד מבקר המדינה מעיר כי במסגרת נוהל ההנפקות שקבע הדירקטוריון כאמור בעקבות טיוטת הדוח, צוין בעניין האמור כי "הנפקת אג"ח תבוצע באמצעות הליך תחרותי המופנה לכלל השוק". כמו כן, הדירקטוריון קבע בנוהל האמור כי גיוס הון בדרך של קבלת פניות יוזמות כפי שנעשה בפברואר 2009 יחייב, בין היתר, את הנהלת החברה להציג בפני הדירקטוריון את ניתוח ההזדמנות העסקית או המצב המשברי של השווקים הפיננסיים, ניתוח של הצעת הגוף היוזם והמלצת החברה לדרך פעולה.

במרס 2009 השיב סגן מנהל רשות החברות דאז, מר ערן היימר, לשאלותיה של דירקטורית בחברה, עו"ד שלומית פרגו-ברנע, בנוגע להנפקה האמורה באומרו כי רשות החברות היא הגורם שקישר בין חברה א' לחח"י, בלי שתהיה מעורבת במשא ומתן בין הצדדים. מר היימר ציין כי "החברה לא הציעה חלופות לגיוס זה למרות שאני שומע מגורמים בשוק ההון שהוצגו לחברה גם אופציות אחרות. מעולם לא הוצגה בפנינו עלות החיתום האסטרונומית ששולמה לחתם ואני בספק אם החברה ידעה מה היא משלמת כעמלת חיתום". למרות הסתייגותיו אלו, לא נמצא כי מר היימר, או כל גורם אחר ברשות, פנה לחח"י לאחר גיוס הון זה לשם ביורר נסיבות הגיוס, האופן שבו נוהל וסכומי העמלות החריגות שקיבלה חברה א'. בתשובתו של סגן מנהל רשות החברות דאז וסגן החשכ"ל כיום, מר ערן היימר, ממאי 2010 למשרד מבקר המדינה הוא מציין כי ביקש מעו"ד פרגו-ברנע לבדוק את התהליך האמור ולקבל "החלטה להנפיק אג"ח סחיר ע"י חתמים שיבחרו בהליך תחרותי כיאה לחברה ממשלתית", ולמיטב זכרונו התקיים דיון בדירקטוריון בנושא.

בתשובת החברה מיולי 2010 היא ציינה כי לא הוצגו לה אופציות אחרות לגיוס ההון האמור, וכי "רשות החברות ומר היימר לא העבירו לחברה כל פנייה מגורמים בשוק ההון כחלופה להצעת חברה א'".

בתשובתה ממאי 2010 ציינה רשות החברות כי בעקבות בקשתו של מר היימר ושל דירקטורים בחברה "נערך דיון בדירקטוריון בנושא גיוסי ההון והוחלט על שכירת יועץ חיצוני שיבדוק את גיוסי ההון שביצעה החברה", ונציג רשות החברות בדירקטוריון דאז, מר אהרון גולדמן, תמך בכך.

משרד מבקר המדינה רואה בחומרה את העובדה שהנהלת החברה לא בדקה את סכומי העמלות הגבוהים שניכח המפיץ מתמורת ההנפקה, אף על פי שעמלות אלו כלולות במחיר ההנפקה. בעמלות אלה יש כדי להביא לידי ייקור העלות של גיוס ההון, והן אף עלולות להשפיע על סכום עמלות הפצה שתשלם החברה בעבור גיוסי ההון בעתיד. גם מקרה זה מלמד על התנהלות בלתי תקינה של דירקטוריון החברה והנהלתה ושל רשות החברות.

לדעת משרד מבקר המדינה, המידע שהגיע לסגן מנהל רשות החברות דאז בנוגע לאי-בדיקת החלופות לגיוס ההון על ידי החברה ולתשלום של עמלות חיתום "אסטרונומיות", חייב את הרשות ליזום מצדה בדיקה של הנושא, ולא להתנהל בצורה סבילה ולהסתפק בגילוי תמיכה בהצעתם של דירקטורים לבדוק את כל גיוסי ההון של החברה.

מעורבות רשות החברות בהנפקותיה של חח"י

1. הועלה כי על אף האחריות הסטטוטורית המוטלת על רשות החברות כלפי החברה וההיקף של חובות החברה הגדול בעקביות, היא לא פיקחה כראוי על גיוסי ההון של חח"י. לדוגמה: הרשות לא דרשה להעלות לבחינת הדירקטוריון את האפשרות לדחות את ההנפקה בינואר 2009 שבעבורה נאלצה החברה לשלם ריבית גבוהה, תוך התעלמות מהמלצת החשכ"ל; הרשות לא בחנה אפשרות שהחשכ"ל יפעל למצוא דרך להעביר לחברה מסך כי אם היא תדחה את ההנפקות ובעתיד היא תתקשה לגייס כסף, משרד האוצר יפעל לסייע לה. הועלה כי הרשות רואה את עצמה, בכל הנוגע לגיוסי הון של החברה, בין הגופים שמתפקידם להמליץ בפני הממשלה אם לאשר לחברה לגייס הון. זאת - כאשר לדעתה אין בכך כדי להגביל בפועל את מדיניותה ופעולותיה של הממשלה. הרשות אינה מעורבת בקביעת פרטים מהותיים הנוגעים לגיוס ההון, כמו סכום הגיוס, שיעור הריבית ומועד ההנפקה. לדוגמה - בדיון שהתקיים בדירקטוריון ביום 18.12.08 שעסק בגיוס ההון שתוכנן לפברואר 2009, אמר נציג הרשות בדירקטוריון חח"י דאז, מר אהרון גולדמן: "אני לא מתייחס לגובה הריבית כי זה מסחרי והנהלת החברה מנהלת את המו"מ".

בתשובתה ממאי 2010 ציינה רשות החברות כי חברות ממשלתיות חייבות⁴⁰ להתנהל באופן עצמאי בכל הקשור לניהול עסקיהן, לרבות גיוסי הון הנעשים לצורך מימון פעילותן השוטפת שהנהלותיהן והדירקטוריונים שלהם אחראים להיבטים המסחריים והעסקיים שלהם. הרשות צריכה לפקח, לבחון את היבטי הגיוס מכוחם של החוק והסמכויות שניתנו לה ולהבטיח את תקינות תהליך גיוס ההון. בעניין התיאום בין הרגולטורים למיניהם ציינה הרשות כי, בניגוד לנושאים אחרים, מימון פעילותה של חברה ממשלתית הוא באחריותה שלה, והוא אינו נתון לפיקוח שוטף של הגורמים הממשלתיים השונים. הרשות הסבירה כי היא בוחנת באופן פרטני את מסמכי גיוס ההון לצורך מילוי תפקידה האמור, אך עצם אישור הממשלה לחח"י לגייס הון, אין בו אישור של ההיבטים המסחריים שבעסקה, והדבר אף מודגש באישור שניתן.

הביקורת העלתה כי גם במקרה שבדקה רשות החברות באופן מקיף, באמצעות חברה למתן ייעוץ כלכלי (להלן - חברה חיצונית), את מדיניות גיוסי ההון של החברה בישראל, לא נעשה שימוש בממצאי הבדיקה ומסקנותיה לא יושמו. במהלך שנת 2007 בדקה הרשות באמצעות חברה חיצונית את הפוטנציאל לגיוס הון בישראל על ידי חח"י. הבדיקה התבססה על איסוף נתונים מבנקים, מגופים ממשלתיים ומגורמים נוספים בשוק ההון (גופים מוסדיים, חתמים וכדומה). בינואר 2008 הגישה החברה החיצונית לרשות דוח (להלן - דוח הבדיקה) שכלל, בין היתר, המלצות מעשיות לאיתור מקורות מימון חדשים ולהגדלת הביקושים הקיימים בשוק המקומי לאג"ח של חח"י.

במסמך מדצמבר 2007 שהכינה הרשות לאחר שקיבלה את טיוטת דוח הבדיקה ולקראת הגשת הבקשות של חח"י לקבלת אישור הממשלה לגיוסי הון שלה, היא הביעה את דעתה ש"ניתן יהיה להרחיב את יכולת הגיוס של חברת החשמל מסך של כ-2.5-3 מיליארד ש"ח לסך של 4.5-5.5 מיליארד ש"ח בשנים 2008-2009". כמו כן, צוין במסמך כי "מומלץ לבחון שנית במחצית השנייה של שנת 2008 את מצבה התזרימי של חברת החשמל".

משרד מבקר המדינה מעיר כי לא הוצגו לו נתונים שלפיהם הרשות יישמה את המלצתה שלה שהופיעה במסמך האמור, ולפיה יש לבחון את מצבה התזרימי של החברה, אף שמסקנות בדיקה כזאת היו יכולות להשפיע לכאורה על מידת מעורבותה של הרשות בגיוסי הון שקיימה החברה בתחילת 2009.

40 בתשובתה הרשות מזכירה את הנחיות ארגון OECD שלפיהן על ממשלה לשמור על עצמאותם של גופים המוחזקים על ידה ולא להתערב בניהול השוטף שלהם.

הועלה כי הרשות לא העבירה עותק של דוח הבדיקה הסופי לכל חברי הדירקטוריון ולא יזמה דיונים מקצועיים יסודיים על המלצותיו. היא לא נקטה צעדים ליישומן של מסקנות הדוח על אף האפשרות שתהיה להן השפעה מהותית על פעילות אגף הכספים של חח"י, ובמיוחד של המלצות האופרטיביות הכלולות בו, שיכלו לכאורה להשפיע גם על מקורות גיוסי ההון והיקפיהם בתקופה הרלוונטית. רק ביום שהרשות קיימה ישיבה חד-פעמית במשרדה בעניין ממצאי הדוח, היא העבירה בדואר אלקטרוני עותק שלו לגורמים הרלוונטיים, ובהם יו"ר הדירקטוריון, היועץ המשפטי והמזכיר של החברה, עו"ד דוד יהב. לטענת אגף הכספים בחברה, טיוטת הדוח הועברה למנהל הכספים דאז, מר ירון מגל, יממה אחת בלבד בטרם קיימה הרשות ישיבה⁴¹, ובה הוצגה לראשונה טיוטת הדוח על ידי מחברו. לאחר אותה ישיבה לא נערכו כל דיונים נוספים בין הרשות ובין החברה על ממצאי הדוח ומסקנותיו אחרי שהושלם. במכתב מאוגוסט 2009 החברה הבהירה למשרד מבקר המדינה, כי למיטב ידיעתה "טיוטת הדוח לא הושלמה לדו"ח מלא".

בתשובתה ממאי 2010 ציינה רשות החברות כי דוח הבדיקה המקיף הוכן לצרכיה, וכישיבה שנערכה במשרדה בינואר 2008 הוא הוצג בפני נציגים בכירים בהנהלת חח"י ובפני נציגי הגורמים הרלוונטיים - רשות החשמל, החשב"ל, משרד האנרגיה והמים ואגף התקציבים - "בישיבה הוצגו בפני נציגי הנהלת החברה ויו"ר הדירקטוריון ממצאי הדוח וכן נמסר לנציגי החברה והודגש בפניהם כי רשות החברות מצדדת בקידום הנפקה בשוק ההון הישראלי". בתשובתה מנובמבר 2011 הוסיפה הרשות, כי קיימה שיחות וישיבות עבודה רבות עם המנהלים ואנשי הכספים בחברה וכן ישיבות פנימיות ברשות החברות ובמשרד האוצר בנוגע לחלופות לגיוסי ההון של החברה בשנים 2008-2009, תוך שימוש, בין היתר, בממצאי דוח הבדיקה.

לדעת משרד מבקר המדינה, מן הראוי היה כי הרשות תקבע אילו המלצות היא מאשרת וכיצד תפעל ליישומן. כמו כן, ראוי היה שרשות החברות תחליט אילו הנחיות והוראות היא נותנת לחברה כפועל יוצא של יישום המלצות הדוח שאומצו על ידה. מן הראוי היה כי הרשות תדרוש מהחברה לקיים דיון מקיף בדירקטוריון על ממצאי הדוח הסופי ומסקנותיו, ותוודא כי בטרם תפעל החברה לגייס הון, ייבחנו עד תום ממצאי הדוח וההמלצות שצוינו בו.

2. סעיף 11(א)(9) לחוק החברות הממשלתיות, התשל"ה-1975, קובע כי נדרש אישור הממשלה במקרה שבכוננת חברה ממשלתית להעניק זכות או ליטול על עצמה התחייבות, שיכול שיהיה בה כדי להגביל, במישרין או בעקיפין, את הממשלה. לפי סעיף 11(ב) יתקבל אישור הממשלה על פי הצעת שר האוצר ושר האנרגיה והמים שהוגשה לממשלה בצירוף חוות דעת של רשות החברות. כפועל, החברה פונה לרשות החברות, לפני ביצוע גיוס הון או קבלת הלוואה הכוללים הגבלות על מדיניות הממשלה שמטרתן להבטיח את החזרת החוב למלווים (להלן - ביטחונות), כדי שאלה יובאו לאישור הממשלה, ובידי הרשות נתונה ההחלטה אם להמליץ בפני הממשלה לקבל את בקשת החברה.

בינואר 2009 המליצה הרשות לממשלה לאשר את גיוס ההון של החברה שנעשה בפברואר 2009 באמצעות חברה א'. המלווים הישראלים דרשו כי אם במועד כלשהו במשך חיי האג"ח תחדל החברה להחזיק ברישיון הולכה, הם יהיו זכאים לבחור בכך שהתחייבות החברה כלפיהם תועבר לחברת ההולכה. החברה טענה כי מאז שנת 2002 עמדה הרשות בסירובה לתת ביטחונות למשקיעים ישראלים בהנפקותיה הפרטיות של החברה בישראל, כמו אלה הניתנים למשקיעים בהנפקות החברה בחו"ל.

41 בפגישה נכחו, בין היתר, מנכ"ל החברה דאז, מר עמוס לסקר, וסמנכ"ל הכספים דאז, מר ירון מגל, מטעם חח"י והנציג דאז מטעם רשות החברות בדירקטוריון החברה, מר אהרון גולדמן.

מדיניות הרשות בשנים שנבדקו הייתה שלא לתת ביטחונות למשקיעים ישראלים בהנפקות החברה, וגם בנסיונות לגייס הון מהציבור בישראל בשנים 2008-2009 דחתה הרשות את בקשות החברה לכלול ביטחונות לרוכשי אג"ח שלה בתשקיפים שרצתה לפרסם לצורך גיוס ההון. בתשובה מספטמבר 2008 ששלח סגן מנהל הרשות דאז, מר ערן היימר, למנהל אגף הכספים בחברה דאז, מר ירון מגל, לקראת פרסום תשקיף, הוא ציין כי "אין צורך בסעיף הסבה. תנאים צריכים להיות כמו בתשקיף הקודם". בסיכום דיון שהתקיים במאי 2009 לקראת פרסום תשקיף ונשלח על ידי הרשות ביוני 2009 לחברה הובהר, כי התשקיף יהיה ללא ביטחונות ונושא הביטחונות ייבחן בעתיד, אם יידרש הדבר. יצוין כי לביטחונות הניתנים למלווים עשויה להיות השפעה ניכרת על שיעור הריבית שמשלמת חח"י לרוכשי האג"ח שלה.

בתשובת מנהל רשות החברות דאז, ד"ר אודי ניסן, מפברואר 2012 צוין כי "במסגרת תפקידי כמנהל רשות החברות עלו עשרות מקרים של דילמות על רמת התערבות בפעילות החברות בכדי לכוון את החברה לכיוון שלי נראה נכון יותר, ראוי יותר וכדומה. צריך לזכור שמנהל רשות החברות אינו מנכ"ל על של החברות הממשלתיות ואינו מחליף את מנהלי החברות ומועצות המנהלים. למנהל הרשות יש חובות וסמכויות בחוק".

בעניין מתן הביטחונות הרשות מציינת בתשובתה למשרד מבקר המדינה ממאי 2010, כי "לפני עסקאות [שתי חברות השקעה פרטיות], אשר בהן אושר לראשונה להעביר חוב לחברת המסירה [חברת ההולכה שאמורה לקום במסגרת השינוי המבני], מעולם לא הגיעה לבדיקת הרשות הצעה לבדיקת גיוס הון בין אם בארץ ובין אם בחו"ל המבקשת לאשר מתכונת זו". בתשובתה מנובמבר 2011 ציינה הרשות כי מדיניותה "אינה שלא לתת ביטחונות למשקיעים ישראלים בהנפקות החברה", והיא המליצה לאשר ביטחונות בכמה הנפקות. הרשות הבהירה כי המשקיעים בישראל אינם דורשים ביטחונות והתניות כפי שדורשים משקיעים בחו"ל, ואין מקום כי חברה תגביל את עצמה יותר מהנדרש.

בהתחשב בהשפעה האפשרית על העלויות של גיוסי ההון, על הרשות לבחון את מדיניותה בעניין הביטחונות הניתנים לרוכשי אג"ח של החברה, ולקבוע עמדה ברורה בנוגע לתנאים ולהגבלות בגיוסי ההון של החברה שראוי להביא לאישור הממשלה.

לדעת משרד מבקר המדינה, הרשות התנהלה בנושא גיוסי ההון של החברה כגוף טכני המתאם בין החברה לממשלה, במקום שתמלא את תפקידה כזרוע ממשלתית המפקחת באופן ממשי ואפקטיבי על פעילותה של חברה ממשלתית בעלת חוב עצום המעוניינת להגדיל את חובה. בשל מצבה הכספי של החברה והיקפם הגדול של גיוסי ההון שלה המטילים עליה נטל כספי ניכר במשך שנים רבות, על הרשות לגלות מעורבות גדולה יותר בגיוסי ההון ולוודא כי החלטות על גיוסים יתקבלו רק לאחר בדיקת צורכי החברה וכל החלופות האפשריות.

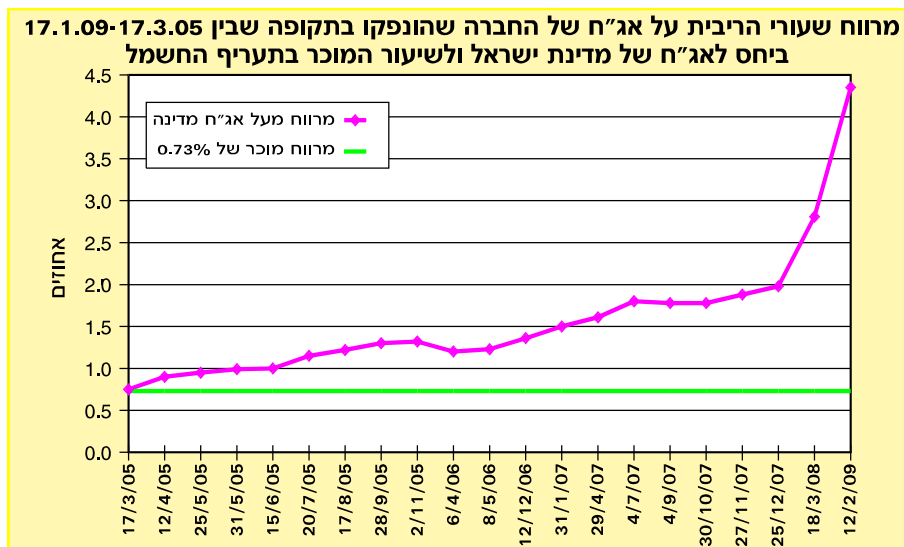
מעורבות רשות החשמל בהנפקותיה של חח"י

הרשות לשירותים ציבוריים - חשמל, הוקמה בשנת 1996 על פי חוק משק החשמל. סעיף 21 לחוק משק החשמל קובע כי על רשות החשמל לפעול "בהתאם למטרותיו של חוק זה ובהתאם למדיניות

הממשלה, למדיניות השר או למדיניות השרים⁴² בהתאם לסמכויותיהם לפי כל דין, בתחום משק החשמל, וכן תפקח על מילוי ההוראות לפי חוק זה ולפי הרישיונות ותמלא את התפקידים שנקבעו לה בחוק זה ושהוטלו עליה לפי כל דין אחר". חוק משק החשמל קובע בסעיף 31(ב) כי "לצורך קביעת התעריפים, תבצע הרשות פעולות של בקרת העלויות של בעל רשיון ספק שירות חיוני⁴³; הרשות רשאית שלא להביא בחשבון, לענין קביעת תעריפים, הוצאות, כולן או חלקן, אשר לדעתה אינן דרושות למילוי חובותיו של בעל רשיון ספק שירות חיוני". מרכיב חשוב⁴⁴ במכלול ההוצאות של החברה הוא הוצאות המימון על הלוואותיה, ורשות החשמל אמורה לבדוק הוצאות אלו.

סעיף 32(א) לחוק משק החשמל קובע: "הרשות תקבע את התעריפים מעת לעת והם יעודכנו לפי נוסחת עדכון שתקבע הרשות". בהתאם לסעיף זה הרשות קובעת בסיס תעריפים ונוסחת עדכון לפי עלות סל התשומות המוכרות בבסיס התעריפים.

במהלך השנים האחרונות התייקרו גיוסי ההון של חח"י באופן ניכר, והם נעשו בשיעורי ריבית גבוהים בהרבה מבעבר. להלן תרשים המראה את המרווח הקיים בשנים 2005-2009 בשערי הריבית של החברה בהנפקות הפרטיות של אג"ח, לעומת אג"ח דומות של מדינת ישראל ושיעור מרווח הריבית שמוכר לחברה באמצעות תעריף החשמל (הנתונים נמסרו על ידי החברה):



בתשובת רשות החשמל למשרד מבקר המדינה מפברואר 2012 צוין כי נתונים אלו משקפים מרווח בגין הנפקות לא סחירות, כאשר הפרמיה המשולמת על אי-סחירות זו מוערכת בכ-0.4%-0.5%. רשות החשמל הוסיפה כי הפערים בין המרווח על הלוואות אלו ובין המרווח המוכר לצורכי תעריף מסתכמים לפי חישוביה בכ-120 מיליון ש"ח, שהם בחישוב שנתי כ-0.125% ממחזוריה.

42 חוק משק החשמל, התשנ"ו-1996, מגדיר בסעיף 2 כ"שר" את שר האנרגיה והתשתית, וכ"השרים" את שר האנרגיה והתשתית ואת שר האוצר.
 43 "רישיון ספק חיוני" מוגדר בחוק משק החשמל כרישיון לניהול המערכת להולכה או לחלוקה של חשמל.
 44 בתשובת רשות החשמל למשרד מבקר המדינה מפברואר 2012 עולה, כי "בשנים האחרונות נעו הוצאות המימון בין 9% ל-13% מההכנסות".

לאחר שהחברה השלימה פעולות של גיוס הון ושיעורי הריבית שהייתה צפויה לשלם לא הוכרו במלואם על ידי רשות החשמל בבסיס התעריף הקיים, היא פנתה לרשות החשמל בבקשה לעדכנו כחלק מסל התשומות לייצור חשמל. לדוגמה, סמנכ"ל הכספים בחברה, מר הראל בלינדה, כתב ליו"ר רשות החשמל במכתב מפברואר 2009, כי הריבית השולית שתהיה מוכרת בגיוס ההון שנעשה בינואר 2009 נמוכה ביותר מ-2% מהתשואה שהונפקו בה האג"ח, וביקש הכרה במלוא עלויות הגיוס באמצעות תעריף החשמל.

בתשובת רשות החשמל למשרד מבקר המדינה מפברואר 2012 צוין כי ניסיון העבר מלמד שהחלטתה על בסיס תעריפים חדש המתפרסמת לשימוע היא "רצפה", ולאחר הצגת טענות החברה בהליך השימוע נקבע תעריף סופי גבוה יותר.

בדוח שהכינה חברת ייעוץ אסטרטגי עבור החברה בדצמבר 2008 שכותרתו: "בחינת השפעת המשבר הפיננסי על פעילות חברות חשמל בעולם", היא המליצה שהחברה תנהל משא ומתן עם הגורם המפקח עליה כדי להיערך לגידול הצפוי בעלויות המימון שלה.

1. נמצא כי בעניין גיוס ההון של החברה לא מתקיים קשר מקצועי רציף בינה ובין רשות החשמל, משום שהן חלוקות בדעותיהן, בין היתר, בעניין האחריות למימון הפיתוח של משק החשמל. דירקטוריון החברה ורשות החברות אינם פונים לרשות החשמל כדי לדעת מהי עמדתה לפני שהם מקבלים החלטה בנוגע לאישור גיוס הון. למעשה, רשות החשמל אינה מעורבת ב"זמן אמת" בגיוס ההון של החברה, אלא מקבלת, בדרך כלל, עדכונים הנוגעים לנתוני הגיוס רק לאחר שהסתיים, או בשלב שתנאיו הגיעו לשלבי סיכום סופיים בין החברה ובין המפיצים והמשקיעים. כתוצאה מכך רשות החשמל מבצעת פעולות בקרה על עלויות המימון של החברה רק בדיעבד.

על אף החלטת הדירקטוריון בישיבתו מנובמבר 2008, כי "החברה תודיע מראש לרשות החשמל ולרשות החברות על שיערי הריבית", כדי שהרשות תחשב בהוצאות הריבית המשולמות בפועל במסגרת עדכון תעריף החשמל, נמנעה החברה מלעשות זאת. בישיבת דירקטוריון החברה מיום 21.10.10 שעסקה בטיוטת דוח מבקר המדינה, ציין יו"ר ועדת הכספים של החברה, מר מיכה לזר: "ביקשתי שיעבירו את הנתונים האלה לרשות החשמל על מנת שיהיו מודעים לכך שאנחנו מגייסים ב-10% מחוסר ברירה. החברה לא פעלה לפי בקשתי".

בתשובתה של רשות החשמל ממאי 2010, צוין כי מאז הקמתה "המדיניות הרגולטיבית של עלות גיוס ההון מתבססת על גישה נורמטיבית. נכון אמנם שהרשות בוחנת בתחילת כל תקופת בוחן את עלויות גיוס ההון תוך בקרת עלויות וניהלה מעקב אחר עלויות גיוס ההון במהלך תקופת הבוחן, אך המדיניות ארוכת הטווח של הרשות היא לחזק את נדבך המדיניות הנורמטיבית של העלות המוכרת של גיוס ההון (כמו בשאר העלויות), תוך יצירת הידברות עם רגולטורים אחרים לצורך גיבוש מדיניות אכיפת סטנדרטים של ניהול עסקי ופיננסי שיאפשרו לחברה לנהוג באופן מושכל לאור עלויות גיוס הנורמטיביות הנקבעות ע"י הרשות במסגרת ספרי התעריפים" (ההדגשות במקור).

בתשובת רשות החשמל למשרד מבקר המדינה מפברואר 2012 צוין שהחברה כגוף עסקי צריכה לממן בעצמה את הרכוש הקבוע ו"עלותו מתומחרת, לאחר הפעלתו, במחיר המוצר בדרך של פחת ותשואה", וכי "מימון מראש של תוכנית הפיתוח באמצעות התעריף הוא חריג, ונעשה רק למימון תוכניות החירום". רשות החשמל הוסיפה, כי הפערים הקיימים בין עלויות הגיוס של החברה לאלו המוכרות באמצעות התעריף "לא פגעו ברווחיותה ויציבותה של החברה, אלא בראש ובראשונה אי עמידתה במתווה ההתייעלות וההפקדות לקופת הפנסיה".

יצוין כי נושא מעורבותה של רשות החשמל בגיוס ההון של החברה עלה גם במסמך פנימי שהכין, בספטמבר 2008, צוות מקצועי ברשות החשמל על פי בקשת חברי מליאת הרשות, בנושא: "צעדים

רגולטורים תומכים למימון פרויקטים בהקמה על רקע משבר משק החשמל". במסמך, שהוכן כמצע לדיון בעקבות בקשת החברה למימון השקעותיה בכלל ולמימון פרויקטי חירום במקטע הייצור בפרט, הוצעו מספר חלופות אפשריות שיישעו לחברה כשהיא מגייסת הון זר. אחת מהחלופות הייתה "תכנית למיצוב מחדש של משק החשמל בקרב שווקי ההון - צעדים רגולטוריים בנוי ארון מול שווקי ההון בארץ ובחו"ל", ולפיה היה על רשות החשמל להודיע מראש כי ככוונתה להכיר בעלויות הריבית הנקובה בהנפקת אג"ח של החברה בשווקים בחו"ל, וזאת בכפוף לבדיקה פרטנית של ההלוואה ולאישור מליאת רשות החשמל.

בתשובת רשות החשמל למשרד מבקר המדינה מפברואר 2012 צוין כי המסמך האמור הוכן כמצע לדיון לקראת החלטה על מימון תכנית החירום, בשלב שבו טרם אושרה ההחלטה על בסיס התעריף. אם אכן הייתה נדרשת החברה לממן את תוכנית החירום בהלוואות, היה מקום לשקול להודיע לחברה על שיעור התשואה המוכר על הלוואות למימון התוכנית. אולם סופו של דבר חלופה זו נדחתה על ידי הרשות ומימון תוכנית החירום בוצע באמצעות תוספת תעריפית".

לדעת משרד מבקר המדינה, בעקבות גיוסי ההון של החברה בשנים האחרונות לצורכי השקעות החברה ולהחזר חובותיה, וכחלק מהתנהלות תקינה שוטפת בין רשות החשמל כגוף מאסדר ובין החברה, נראה כי היה על רשות החשמל לשקול ליידע מראש את החברה בהכרה הצפויה בעלויות של גיוסי ההון באמצעות תעריף החשמל.

2. רשות החשמל מודיעה על בסיס תעריפי החשמל ועל אופן חישובן של העלויות המוכרות לחברה לשם ייצור החשמל באמצעות פרסום ספר תעריפים. ביולי 2002 פרסמה הרשות ספר תעריפים⁴⁵ שתוקפו עד סוף 2005. סעיף 18 בספר קבע כי "ההחלטות לעיל [בעניין גובה תעריף החשמל] יהיו בתוקף החל מתאריך 5.7.2002 (להלן 'נקודת המוצא') ועד 31.12.05 (להלן 'סוף תקופת הבוחן')... והיה ב'סוף תקופת הבוחן' לא ייקבעו תעריפים חדשים, תהינה החלטות אלה בתוקפן עד למועד קביעת התעריפים החדשים על ידי מליאת הרשות". בפברואר 2010 פרסמה⁴⁶ רשות החשמל את החלטותיה בדבר בסיס תעריפי החשמל המעודכנים שהתבססו על בדיקות שכבר השלימה בעניין העלויות המוכרות לחברה.

נמצא כי דרך קביעתו של תעריף החשמל על ידי רשות החשמל, והעובדה שהיא לא קבעה את בסיס תעריף החשמל כפי שהייתה צפויה לעשות כבר בשנת 2006, השפיעה על קביעת דירוג האשראי של החברה, והיה בה כדי להביא את החברה לשלם שיעורי ריבית גבוהים בגיוסי ההון שלה בישראל ובחו"ל. לדוגמה, בהודעה לציבור שפרסמה חברת דירוג בשנת 2006 היא הודיעה על הורדת דירוג החברה מ-AAA ל-AA+/NEGATIVE. בין היתר, מפאת "אי-ודאות בקשר למבנה התעריפים החדש שצפוי להיכנס לתוקף בשנת 2007 והשלכותיו על תוצאותיה של החברה". (דוגמאות נוספות לכך בשנים 2008-2009).

בתשובתה ממאי 2010 למשרד מבקר המדינה ציינה רשות החשמל כי "לאורך כל התקופה מ-31.12.2005 ועד לקביעת בסיס התעריף החדש למקטע הייצור בפברואר 2010 ביצעה הרשות עדכונים שוטפים ועדכונים שנתיים של תעריפי החשמל". רשות החשמל הסבירה כי מלבד הסיבות המוזכרות בהודעת חברת הדירוג לעיתונות המשפיעות לרעה על דירוג האשראי של החברה, "ראוי לציין גם את הבעיות הקשות בהתנהלות דירקטוריון החברה והנהלת החברה בכל הקשור לניהול המערך הפיננסי של החברה בגיוסי ההון שהודגמה באופן ברור וחד על ידי טיוטת מבקר המדינה לאורך חלקים נבחרים בדוח", ולדעתה הן כמה "מהסיבות העיקריות לעלויות גיוסי ההון הגבוהות

45 "תעריפי חשמל ואמות מידה לשנים 2002-2005 ודרך עדכונם", הרשות לשירותים ציבוריים חשמל, יולי 2002.

46 יצוין כי ביולי 2008 פרסמה רשות החשמל לשימוע טיוטה של בסיס התעריפים החדש.

של החברה". בתשובת רשות החשמל למשרד מבקר המדינה מפברואר 2012 היא הוסיפה, כי "דירוג החברה ירד בפעם הראשונה עוד בסמוך לתום תקופת הבוחן הקודמת, והמשיך לרדת לאחר פרסום ההחלטה לשימוע ביולי 2008, אשר כאמור מהווה 'רצפה' לתעריף החדש, ולכן עם פרסומה הוסרה מרבית 'אי הוודאות'".

בתשובתה מיולי 2010 ציינה החברה כי "צרכי המימון והנזילות של החברה אינם ניתנים לדחייה בשל אי ההכרה בהוצאות המימון במסגרת התעריף", ולמרות ניסיונותיה לדעת מראש את שיעור ההכרה הצפוי בעלויות הגיוס, רשות החשמל מסרבת ליידע אותה בשל מדיניותה לעשות בקרת עלויות רק בדיעבד. עוד הוסיפה החברה "כי גם בדיעבד מסרבת רשות החשמל להכיר במלוא עלויות גיוס ההון של החברה", ופניותיה אליה ולמשרדי הממשלה בעניין זה הושבו ריקם.

לדעת משרד מבקר המדינה, איחור של למעלה מארבע שנים בקבלת החלטתה של רשות החשמל בעניין בסיס התעריף, מקשה על חח"י לכלכל את צעדיה גם בתחום גיוסי ההון. בהתחשב במשקל שניתן לאי-הוודאות הנוגעת לעדכון בסיס תעריף החשמל בקביעת דירוג האשראי של החברה, מן הראוי היה שרשות החשמל תדון ותחליט בעניין במועד שנקבע לכך. מן הראוי שגם דירקטוריון החברה יהיה מודע לעמדתה של רשות החשמל לפני החלטתו בעניין גיוסי הון ותנאייהם, כדי להביא בחשבון בעת קבלת ההחלטות.

העדת משקיעים זרים

1. גיוסי ההון של ממשלת ישראל ושל חברות ישראליות, לרבות אלה של חח"י, נעשות גם באמצעות הנפקות אג"ח שלהן בחו"ל. חלק ניכר מהאג"ח המונפק בחו"ל נרכש על ידי תושבי ישראל שהערכת הסיכון שלהם בנוגע לאג"ח של החברה נמוכה יותר מזו של משקיעים שאינם ישראלים (להלן - המשקיעים הזרים). מנתוני המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ בבנק ישראל עולה, שכבר בסוף 2004 החזיקו משקיעים ישראלים בכ-30% מהאג"ח של ממשלת ישראל ובכ-20% מהאג"ח של חברות ישראליות, רובן של חח"י, שהונפקו בחו"ל.

בתכנית ההפצה של אג"ח החברה המונפקות בחו"ל ניתנה הוראה למפיצי הנפקה שלא למכור או להעביר את האג"ח למוסדות פיננסיים ישראלים, לרבות סניפים של מוסדות פיננסיים ישראלים בחו"ל. יתרה מזאת, בתכנית ההפצה קיימת הוראה שלפיה אין להעביר אג"ח של חח"י למוסדות פיננסיים ישראלים גם במהלך המסחר באג"ח הנערך בשוק המשני, וכי יש לראות החזקה כזאת כמבוטלת.

הועלה כי למרות ההגבלות האמורות והעלויות הנוספות הקיימות, בדרך כלל, ברכישת האג"ח מגורם אחר שרכש אותן בעת הנפקה מהחברה, משקיעים ישראלים רוכשים אג"ח של החברה בהיקפים ניכרים, מיד לאחר הנפקה, במסגרת המסחר בשוק המשני ובאמצעות משקיעים זרים הפועלים כסוכנים של המשקיעים הישראלים. כך נוצר מצב שמשקיעים זרים הפיקו רווח על חשבונם של משקיעים ישראלים בפרק זמן קצר, הנובע מההפרש בין מחיר האג"ח בהנפקה הראשונית בחו"ל ובין מחירן בעת מכירתן למשקיעים הישראלים בשוק המשני. להלן נתונים על סכום החזקותיהם המינימלי של תושבי ישראל⁴⁷ באג"ח של החברה שהונפקו בחו"ל מינואר 2008

47 הנתונים התקבלו מהחטיבה למידע וסטטיסטיקה בבנק ישראל המקבלת דיווחים חודשיים שוטפים מבנקים ומברוקרים ישראלים על החזקותיהם של תושבי ישראל בנכסים בחו"ל.

ועד ינואר 2009, המלמדים על רכישות של האג"ח בהיקפים ניכרים למרות ההוראות המגבילות לעיל (נתוני יולי 2009 במיליוני דולרים):

טבלה 8: סכום החזקות המינימאלי של תושבי ישראל באג"ח של חח"י שהונפקו בחו"ל

מועד ההנפקה	סכום הגיוס	החזקות בחודש ההנפקה	החזקות ביוני 2009	החזקות בדצמבר 2010
ינואר 2008	250	אין החזקות	55	51
מאי 2008	1,000	25	19	25
ינואר 2009	500	59	42	42
סך הכול	1,750	84	116	118

יצוין כי נתונים אלו אינם כוללים החזקות של ישראלים באג"ח של החברה באמצעות בנקים וברוקרים בחו"ל, או מקרים שבהם מחזיק האג"ח רושם בישראל את החזקתו באמצעות דרכון זר ומציין כתובת מגורים בחו"ל. לפיכך שיעור ההחזקה בפועל של ישראלים באג"ח של החברה שהונפקו בחו"ל עשוי להיות גבוה יותר, והוא מוערך על ידי בכירים בשוק ההון הישראלי ולפי פרסומים בתקשורת⁴⁸, ביותר מ-50%.

יצוין כי החברה קיבלה בגיוסי ההון שלה בחו"ל פטור מניכוי מס במקור בגין תשלומי ריבית על ההלוואות שהחברה מגייסת מתושבי חוץ, בהסתמך על נתונים שמסרה לרשות המסים שלפיהם האג"ח יופצו למשקיעים תושבי חוץ. החזקתם של ישראלים באג"ח של החברה שהונפקו בחו"ל מיד לאחר ההנפקה, עלולה לעורר חשש כי מלכתחילה לא היה מקום לכך שרשות המסים תיתן פטור גורף מניכוי מס במקור להנפקות האג"ח בחו"ל.

בתשובת רשות המסים למשרד מבקר המדינה מדצמבר 2011 צוין כי המידע האמור "יכול ויידבק במסגרת ביקורת תיק הניכויים של החברה הנדונה, אשר יבדוק בין היתר את אמיתות העובדות וכנגזרת מכך את תחולת האישור... ובכל מקרה היה ותושב ישראל (שאינו פטור כאמור) מחזיק באג"ח המדובר ומקבל ריבית בגינה הרי שריבית זו אינה פטורה בידי, לא לפי האישור ולא לפי הסעיף המסמיך".

2. נראה שההוראות המגבילות ישראלים ברכישת האג"ח של החברה שהונפקו בחו"ל מביאות גם לידי פגיעה בגיוסי ההון של מדינת ישראל בחו"ל. בדוח שפרסם בנק ישראל⁴⁹ נקבע כי עלויות הגיוס של מדינת ישראל בהנפקותיה בחו"ל פוחתות עקב החזקתם של תושבי ישראל באג"ח של חברות ישראליות הנסחרות בחו"ל, כיוון שגובה החזקות אלו הוא אחד הגורמים המשפיעים על תפיסת הסיכון בהשקעות בישראל, הקיימת אצל משקיעים זרים כשהם שוקלים רכישה של אג"ח שהנפיקה ממשלת ישראל.

יצוין כי הפגיעה בהיקף הביקושים להנפקות אג"ח של המדינה בחו"ל, וכתוצאה מכך - גידול אפשרי בריבית על האג"ח הממשלתיות, היו בין הסיבות שכבר בשנת 2004 ביטל אגף החשב"ל הגבלה שהייתה קיימת בגיוסי ההון של המדינה בחו"ל, ולפיה עד אותה מועד לא הורשו משקיעים ישראלים לרכוש בשוק הראשוני אג"ח ממשלתיות שהונפקו בחו"ל.

48 אבי בר-אלי, "600 מיליון דולר יזרמו השבוע לשוק האג"ח", THE MARKER, (15.10.09), עמ' 61.
49 דוח בנק ישראל מיוני 2005 בעניין "גורמים המשפיעים על מרווח התשואות של אג"ח".

3. נמצא כי האג"ח שהחברה מנפיקה בחו"ל כוללים ביטחונות טובים יותר מאלו הכלולים באג"ח של החברה המונפקות בישראל. הביטחונות הניתנים לאג"ח המונפקות בחו"ל כוללים, בין היתר, שיעבוד צף על כל נכסיה של החברה לטובת רוכשי האג"ח. לטענת החברה, רשות החברות היא המונעת את העמדת הביטחונות הניתנים בגיוסי ההון בישראל בקו אחד עם אלו הניתנים בחו"ל.

בתשובתה מיולי 2010 ציינה החברה כי היא "רואה חשיבות גדולה במתן בטחונות זהים למשקיעים ישראלים ופועלת רבות להשגתם... מניעת משקיעים ישראלים מלרכוש אג"ח של החברה שהונפקו בחו"ל... מקורה במדיניות רשות החברות ולא, בשום פנים ואופן, במדיניות החברה". בתשובת החברה מיוני 2012 היא הוסיפה כי רשות החברות אישרה שסעיף "האפליה" לא יופיע בהנפקות אג"ח של החברה, אך "לבסוף לאור בעיות ניכוי מס במקור סעיף זה נשאר בתשקיף בחו"ל".

בתשובת הרשות מנובמבר 2011 למשרד מבקר המדינה צוין כי היא "לא מנעה ממשקיעים ישראלים את האפשרות לרכוש אג"ח של החברה שהונפקו בחו"ל".

משרד מבקר המדינה מעיר, כי בהמלצות להרחבת כושר הגיוס של חח"י בישראל שהיו כלולות בדוח הבדיקה שקיבלה רשות החברות בינואר 2008 צוין: "יותר ויותר גורמים מציבים כתנאי הכרחי להשקעתם באגרות החוב של החברה את הדרישה להסדרים שיבטיחו אותם או יתנו להם אפשרות לפירעון מוקדם של החוב בעת ביצוע השינוי".

לדעת משרד מבקר המדינה, על רשות החברות לבחון שוב את סוגיית האפליה לרעה של משקיעים ישראלים שנמנעת מהם האפשרות לרכוש אג"ח של החברה המונפקות בחו"ל. מן הראוי שהיא תבחן גם את האפשרות לתת ביטחונות דומים למשקיעים באג"ח הן בהנפקות בישראל הן בהנפקות בחו"ל, העשויה להביא לידי הפחתת שיעור הריבית שהחברה משלמת בגיוסי הון בישראל. בהתחשב בשיעורי ההחזקה הגבוהים של ישראלים באג"ח של החברה הנסחרות בחו"ל, מן הראוי שהדירקטוריון יבדוק את האפשרות לגייס חלק מהון זה בישראל בעלויות נמוכות יותר.

גיוס הון בישראל באמצעות הנפקת אג"ח

חברה המעוניינת להנפיק לציבור⁵⁰ את האג"ח שלה (להלן - הנפקה ציבורית) חייבת לפרסם תשקיף. הוראת סעיף 15(א) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן - החוק), קובעת כי "לא יעשה אדם הצעה לציבור אלא על פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו...". החברה מביאה בתשקיף מידע לציבור שיאפשר לו לבחון באופן מקיף, בין היתר, את מצבה ואת היעדים שימומנו מהסכום שיגויס, ולהחליט אם להשקיע בה ולרכוש את האג"ח שלה. החוק והתקנות שהותקנו על פיו מפרטים איזה מידע יש לכלול בתשקיף ולצרף אליו.

בתנאים מסוימים שפורטו בחוק ובתקנות שהותקנו על פיו, חברה ציבורית רשאית לבצע מספר הנפקות של אג"ח באמצעות שימוש בתשקיף מדף. חברות ציבוריות יכולות לגייס הון באמצעות

50 הבורסה הישראלית לניירות ערך מתירה לחברה ישראלית להנפיק אג"ח לציבור אם היא עומדת באחד מהתנאים האלה: א. הון עצמי שאינו פוחת מסכום של 16 מיליון ש"ח. ב. שווי מניות של לפחות 200 מיליון ש"ח. ג. סדרת האג"ח המונפקת היא בשווי של לפחות 200 מיליון ש"ח. ד. חברת דירוג ישראלית קבעה דירוג אשראי של לפחות (A-) לחברה המנפיקה או שחברת דירוג זרה קבעה לה דירוג אשראי של לפחות (BBB-).

תשקיף המדף במשך שנתיים מיום פרסומו, וזאת בכפוף לעמידתם בתנאים המופיעים בתקנות ניירות ערך (תנאים להצעה על פי תשקיף מדף), התשס"ו-2005, הדורשים בין היתר, עמידה בחובות הדיווח החלות עליהן. חברה שיש לה תשקיף מדף בתוקף יכולה לגייס הון ללא צורך בקבלת היתר נוסף מהרשות לניירות ערך, ולהסתפק בפרסום דוח קצר המפנה את המשקיעים לתשקיף המדף שהנפקה מתבססת עליו. השימוש בתשקיף המדף הפך כלי חשוב לגיוסי הון של חברות ישראליות, אך בשל העובדה שהחברה לא קיימה דרישות הנוגעות לחובות הדיווח החלות עליה והגישה את דוחותיה הכספיים באיחור, לא ניתנה לה האפשרות לגייס הון בדרך זאת גם בתחילת 2009⁵¹.

הביקורת העלתה כי מאז ההנפקות הציבוריות האחרונות של החברה בשנים 2002-2005 שהתבססו על תשקיף החברה שפורסם בשנת 2002, ובמסגרתן גויס סכום של כשישה מיליארד ש"ח, חדלה החברה לגייס הון בישראל באמצעות הנפקה לציבור. נמצא כי בשנת 2005 עשתה החברה מספר ניסיונות להנפיק אג"ח לציבור, והיא הכינה כמה טיוטות של תשקיפים שהוגשו לרשות לניירות ערך, אך הדבר לא יצא לפועל. זאת, בין היתר, בשל מחלוקות בין החברה ובין הגורמים השונים המאשרים את התשקיף - משרד האנרגיה והמים, רשות החברות ועוד. החברה והגורמים האלו לא הצליחו להגיע להסכמות, בין היתר, בנוגע לניסוח התשקיף בעיקר בעניין השינוי המבני המתוכנן והביטחונות שיינתנו לרוכשי האג"ח. לפיכך נאלצה החברה לגייס הון באמצעות הנפקות פרטיות של אג"ח למשקיעים מוסדיים, ולא באמצעות הנפקות ציבוריות על פי תשקיף שמחירן לחברה המגייסת הוא, בדרך כלל, נמוך יותר.

החברה ציינה בתשובתה מיולי 2010 למשרד מבקר המדינה כי כישלון הוצאת התשקיף בשנת 2005 נבע, בין היתר, מכך שלטיוטת התשקיף שהיא הכינה התקבלו "רשימות ארוכות של הערות במספר סבבים, ממספר גורמים במדינה... כאשר הערות גורם אחד סתרו לעיתים הערות גורם אחר (ההדגשה במקור)". ואולם, למרות מאמציה להיענות לדרישות ולהערות הגורמים השונים בכפוף ללוח הזמנים, היא לא הצליחה לנסח תשקיף שיקבל את כל האישורים המתחייבים.

בשנת 2007 הכינה החברה תשקיף והגישה אותו לרשות החברות ולרשות לניירות ערך, אבל ההנפקה הציבורית לא יצאה לפועל עקב חילוקי דעות פנימיים בחברה בנוגע לניסוח סעיפים מסוימים בתשקיף ובדוח הכספי שההנפקה הזאת הייתה אמורה להתבסס עליו. בעקבות זאת החליטה החברה באוגוסט 2007 על ביטולו של התשקיף.

בתשובתה של החברה מיולי 2010 נאמר שהיא "סבורה, כי יש ערך רב לפרסום תשקיף והיא עשתה מספר ניסיונות וממשיכה לפעול לשם פרסום תשקיף... בין היתר, לצורך הגדלת בסיס הביקוש הפוטנציאלי בשוק הישראלי... אך מרגע שהדבר לא צלח, אין לה ברירה אלא להמשיך לגייס הון בדרכים האלטרנטיביות שעומדות לרשותה, למימון פעילותה השוטפת ולפיתוח משק החשמל במדינה". החברה הבהירה בתשובתה כי "מאחר שפרסום התשקיף הינו כה מורכב והתעכב משך זמן רב, נאלצה החברה להתמקד בערוצי הגיוס האחרים ולהשהות את הטיפול בתשקיף עד להשלמת הגיוסים בערוצים האחרים".

בתשובתה ממאי 2010 הדגישה רשות החברות כי הנפקת האג"ח המתוכננת לציבור בשנת 2007 נבחנה על ידי הרשות והגורמים הרלוונטיים, אך נעצרה על ידי החברה "משיקוליה העסקיים והמסחריים ולא בשל מחלוקות עם רשות החברות".

בתשובתו מאפריל 2010 השיב משרד האנרגיה והמים כי מחלוקות רבות, מורכבות ומהותיות, בין החברה לגופים אחרים בנוגע לפעילות ולמצב הפיננסי של החברה מנעו אותה מלהגיע לנוסח מוסכם של תשקיף לצורך ביצוע הנפקה ציבורית.

51 יצוין, כי רשות ני"ע הטילה בדצמבר 2008 על החברה עיצום כספי בסך 259,000 ש"ח, בגין איחור בפרסום הדוחות הכספיים של הרבעון השני לשנת 2008.

לדעת משרד מבקר המדינה, הנפקה ציבורית היא כלי בעל חשיבות רבה לגיוס הון. מן הראוי שהחברה והגופים הנוגעים בדבר יפתרו את המחלוקת ביניהם, כדי לאפשר לחברה גיוסי הון גם בעזרת תשקיף.

בתשובת החברה מאפריל 2012 היא מסרה כי "בימים אלה שוקדת החברה על פרסום תשקיף, בין היתר, בעקבות המלצות משרד המבקר".

סיכום

הביקורת העלתה ליקויים חמורים רבים בדרכי פעולתם של דירקטוריון ח"י והנהלתה, רשות החברות, רשות החשמל ואגף החשכ"ל בנוגע לגיוסי ההון של החברה. החברה גייסה הון בעלויות גבוהות מאוד, בלי שהדירקטוריון בדק באופן יסודי חלופות אחרות, ביניהן החלופה של גיוס הון לטווח קצר או בינוני בריבית נמוכה יותר, שהייתה יכולה אולי לחסוך לחברה מאות מיליוני ש"ח. כמו כן לא בחן הדירקטוריון את המידע שהציגה לו הנהלת החברה בנוגע לגובה סכום רשת הביטחון. הנהלת החברה מצדה לא הביאה לדירקטוריון את המידע הנדרש לצורך קבלת החלטות בעניין גיוסי ההון. גם אי-הוודאות הנובעת מעיכובים בקבלת החלטות בנוגע לשינוי המבני במשק החשמל ולעדכון בסיס תעריף החשמל תורמת לייקור עלויות גיוסי ההון של החברה.

תזרימי המזומנים של החברה בעת ביצוע גיוסי ההון בינואר ובפברואר 2009 הלכו והשתפרו. עם זאת החברה העדיפה לגייס הון בריבית גבוהה באופן מדי. החשכ"ל הביע הסתייגות בפני נציגי הנהלה ממועד ההנפקה בינואר 2009, אך הנהלה לא הביאה את הסתייגותו לדיון בפני הדירקטוריון. רשות החברות לא הפנתה את תשומת לב השוים האחראים - שר האנרגיה והמים ושר האוצר - לעמדת החשכ"ל. הדירקטוריון מצדו לא ערך דיון בסמוך להנפקה בחו"ל, בין היתר, כדי לבחון באופן מקיף, אם לנוכח תנאי השוק עיתוי ההנפקה ותנאיה הם כדאיים, והסתפק באישור כללי לביצוע ההנפקה שנתן כעשרה חודשים לפני ביצועה. בהנפקת האג"ח בפברואר 2009 מסר הדירקטוריון את ההחלטה על תנאי ההנפקה לשלושה מחברי ועדת הכספים, אף שהיה זה תפקידו שלו להחליט על כך.

לדעת משרד מבקר המדינה, הליקויים בדוח זה מגלים כשל חמור בהתנהגות של דירקטוריון החברה והנהלתה, וכן ליקויים של ממש בהתנהגות של רשות החברות ואגף החשכ"ל ובשיתוף הפעולה שביניהם ובין החברה. התנהגות קפדנית יותר, תהליך קבלת החלטות יסודי יותר ושיתוף פעולה רציף בין הגופים האחרים הנוגעים בדבר - יכלו להביא לידי חיסכון של ממש בכספי ח"י. כדי למנוע את הישנות הליקויים בהנפקות עתידיות, משרד מבקר המדינה סבור כי מן הראוי שהיועץ המשפטי לממשלה יבחן את הצורך לקבוע הנחיות לחברי הדירקטוריון ולבעלי תפקידים בגופים האמורים ובחברות ממשלתיות אחרות שינהגו משנה זהירות בעתיד, שאם לא כן עלולים להטיל עליהם אחריות אישית.

על הגופים האמורים בכלל ועל דירקטוריון החברה בפרט להפיק את מלוא הלקחים ולנקוט את הצעדים הנדרשים, תוך תיאום ושיתוף פעולה ביניהם, כדי לתקן את הליקויים שמשרד מבקר המדינה הצביע עליהם בדוח זה.