



אגף כלכלה ותשתיות

י"ב תשרי תשפ"ז
23 ספטמבר 2026

חוות דעת בנושא בקשת צים שירותי ספנות משולבים בע"מ להסכמת מחזיקי מניית המדינה המיוחדת לשינוי השליטה בחברה

מבוא

בפברואר 2026 התקשרה חברת הספנות הישראלית צים שירותי ספנות משולבים בע"מ (להלן – **צים**) בהסכם מיזוג עם חברת הספנות הגרמנית Hapag-Lloyd AG ועם חברה ייעודית בבעלותה המלאה (להלן יחד – **האפאג-לוייד**). במסגרת המתווה תרכוש האפאג-לוייד את כלל מניות צים, ובמקביל תוקם חברת "צים ישראל" (להלן – **צים ישראל**) על ידי קרן ההשקעות הישראלית הפרטית פימי (להלן – **קרן פימי**) ויוקצו לה נכסים ופעילויות מסוימים של צים וכן מניית המדינה המיוחדת (מכלול ההסכמים והפעולות האמורים להלן – **העסקה**).

מניית המדינה המיוחדת שמחזיקה המדינה (להלן גם – **מניית הזהב**) בחברת צים מקנה לה זכויות וטו על עסקאות מסוג זה, כאשר תכליתה היא להבטיח את שמירתם של אינטרסים חיוניים של מדינת ישראל בתחום הספנות, ובהם קיומו של צי ישראלי ויכולת לשמר רציפות תפעולית ימית אל חופי ישראל ומהם. בהתאם לכך, במרץ 2026 פנתה צים לגורמים המוסמכים בממשלת ישראל בבקשה לאישור העסקה.

חוות דעת זו מתבססת על המסמכים שהועברו לרשות החברות הממשלתיות (להלן – **רשות החברות**) על ידי צים, האפאג-לוייד וקרן פימי (להלן, יחד או מי מהם לפי העניין – **הצדדים לעסקה**), לרבות ההסכמים המסחריים, הדוחות הפיננסיים, התוכנית העסקית והמענים לבקשות המדינה להשלמת מידע, וכן על מקורות פומביים.

לא נערכה בדיקת נאותות עצמאית, ולא אומתו באופן עצמאי הנתונים והתחזיות שמסרו הצדדים. ככל שיימסר מידע נוסף שיש בו כדי לשנות את התשתית העובדתית או הכלכלית שעליה מבוססת חוות הדעת, או ככל שיתברר כי מידע שנמסר אינו מלא או מדויק, יהיה מקום לעדכן את חוות הדעת בהתאם. יוער כי הצדדים לעסקה הגישו לרשות החברות הממשלתיות שני דוחות של יועצים חיצוניים: דוח בחינת סבירות התוכנית העסקית של צים ישראל, שהוכן על ידי EY-Parthenon ביום 7 ביולי 2026 (להלן – **דוח EY**), וחוות דעת בלתי תלויה בדבר ההיתכנות האסטרטגית של צים ישראל, שהוכנה על ידי The Boston Consulting Group GmbH (להלן – **דוח BCG**). שני הדוחות הוזמנו על ידי האפאג-לוייד ונערכו עבורה, ושניהם כוללים הגבלת הסתמכות מפורשת. דוח EY מסומן Reliance Restricted וקובע כי אינו יוצר אחריות כלפי מי שאינו הלקוח. מכתב הגילוי הנלווה לדוח BCG קובע כי אף צד שלישי אינו רשאי להסתמך על הדוח לכל מטרה, כי BCG אינה חבה חובת זהירות כלפי צד שלישי, וכי היא לא תשתתף בדיונים, בפגישות או בכל תקשורת אחרת עם הרשות או עם גורם ממשלתי אחר בקשר לדוח.



אגף כלכלה ותשתיות

חלק א': מסגרת הסמכות והשיקולים להכרעה

המסגרת הנורמטיבית והגורמים המוסמכים

מניית המדינה המיוחדת ומכתב השרים

תקנון חברת צים קובע כי הון המניות של החברה כולל מניית מדינה מיוחדת, המקנה למדינה זכויות שנועדו להבטיח את ענייניה החיוניים בחברה (סעיף 6.1.2). מחזיקי מניית המדינה המיוחדת הם שר האוצר ושר התחבורה (סעיף 7.2.6), והסכמתם נדרשת בשורה של עניינים המנויים בתקנון, ובכללם שינויים מסוימים בשליטה ובבעלות בחברה.

לצד הוראות התקנון, מכתב השרים מיום 28 באוקטובר 2003 (להלן – **מכתב השרים**), המהווה חלק מהחלטת ועדת השרים לענייני הפרטה וצורך להסכם מכירת מניות צים, הסדיר מראש גם אפשרות לפיצול צים ל"צים בינלאומית" ו"צים ישראל". במקרה של פיצול כאמור, שבו תנאי מניית המדינה המיוחדת יחולו על צים ישראל בלבד, נדרשת גם הסכמתו המוקדמת של שר הביטחון, הרשאי להתנות את הסכמתו בתנאים לשם שמירת האינטרסים הביטחוניים החיוניים של המדינה.

הגורמים המוסמכים וגיבוש עמדת המדינה

ההכרעה המיניסטריאלית בהפעלת הזכויות מכוח מניית המדינה המיוחדת מתקבלת על בסיס עבודת מטה ממשלתית, שבמסגרתה נבחנים ההיבטים המשפטיים, הכלכליים, התפעוליים והביטחוניים הנוגעים לעסקה.

רשות החברות היא הגורם המקצועי המרכז את הטיפול במניות המדינה ואת עבודת המטה הממשלתית לצורך גיבוש עמדת המדינה לקראת הכרעת השרים. בהחלטת ממשלה מספר 460 מיום 19 באפריל 2023 הועבר שטח הפעולה של רשות החברות ממשרד האוצר למשרד לשיתוף פעולה אזורי. עוד נקבע כי סמכויות השר לשיתוף פעולה אזורי ביחס לחברות שהופרטו, לרבות סמכויות מכוח מניות מדינה מיוחדות, יופעלו בהתייעצות עם שר האוצר, ואילו מתן היתרי שליטה ייעשה בהסכמתו.

הבקשה שבפני המדינה

ביום 19 במרץ 2026 פנה יו"ר דירקטוריון צים לרשות החברות בבקשה לאשר את העברת השליטה בצים ואת העברת מניית המדינה המיוחדת, לאחר שחברת הספנות הגרמנית האפאג-לויד זכתה בהליך מכירה תחרותי לרכישת 100% ממניות צים. שווי העסקה הכולל מוערך בכ-4.2 מיליארד דולר.

העסקה אינה מתמצה בהעברת השליטה בצים להאפאג-לויד, אלא כוללת גם פיצול של פעילות החברה. הפעילות הגלובלית של צים צפויה להירכש בידי האפאג-לויד, בעוד שהפעילות המוגדרת כאסטרטגית עבור ישראל תועבר לחברה חדשה בשליטת קרן פימי, "צים ישראל". במסגרת זו תוקצה לצים ישראל מניית מדינה מיוחדת בתנאים מעודכנים, והחברה תפעל כחברה ישראלית. מבנה העסקה, הנכסים שיועברו לצים ישראל וההסדרים התפעוליים והפיננסיים בין הצדדים מפורטים בחלק ב' להלן.



אגף כלכלה ותשתיות

לפיכך, הבקשה שבפני המדינה מחייבת בחינה של שני מהלכים הקשורים זה בזה: העברת השליטה בצים להאפאג-לויד, ופיצול הפעילות והקמת צים ישראל כישות נפרדת שעליה יחולו מנגנוני ההגנה שנועדו לשמר את האינטרסים החיוניים של המדינה.

מניית המדינה המיוחדת: אינטרסים והגנות

צי מינימלי וזהות ישראלית

מניית המדינה המיוחדת מעגנת שורה של דרישות שנועדו לשמר יכולת ספנות ישראלית וזיקה מהותית של החברה לישראל. בין היתר, החברה מחויבת להחזיק בכל עת צי מינימלי של לפחות 11 אוניות כשירות לשיט, בבעלות ישירה או עקיפה, כאשר לפחות שלוש מהן מתאימות לנשיאת מטען כללי.

לצד הדרישות הנוגעות לצי, המניה מעגנת דרישות הנוגעות לזהותה הישראלית של החברה ולניהולה מישראל. צים נדרשת להיות רשומה כחברה ישראלית, ומטה החברה נדרש להיות ממוקם בישראל. נוסף על כך, רוב חברי הדירקטוריון חייבים להיות אזרחים ישראלים, ויו"ר הדירקטוריון ומנכ"ל החברה נדרשים להיות אזרחי ישראל.

פיקוח על שינויים בשליטה ובעלות

מניית המדינה המיוחדת מקנה למדינה סמכויות פיקוח ואישור ביחס לשינויים מהותיים בשליטה בחברה ובמבנה הבעלות בה. כל רכישה, העברה או הנפקה של מניות המקנה לבעל מניות החזקה של 35% או יותר בחברה, או המקנה לו שליטה בחברה, טעונה הסכמה מראש של המדינה.

לצד זאת, החזקה או העברה של מניות בשיעור שבין 24% ל-35% מחייבת מתן הודעה מוקדמת למדינה. המדינה רשאית להתנגד למהלך בתוך 30 ימים אם לדעתה הוא עלול לפגוע באינטרסים הביטחוניים או החיוניים של ישראל. במקרה של התנגדות, עומדת למבקש ההעברה האפשרות לפנות לבית המשפט.

זכויות מידע ושמירת זכויות המדינה

מניית המדינה המיוחדת מקנה למדינה זכויות לקבלת מידע, שנועדו לאפשר לה לפקח על עמידת החברה בתנאים שנקבעו להגנת האינטרסים החיוניים שלה. המדינה זכאית לקבל כל מידע ניהולי, תפעולי ופיננסי המועבר לכלל בעלי המניות של צים, וכן לדרוש מידע נוסף הנוגע לעמידת החברה בהוראות המניה המיוחדת.

נוסף על כך, כל שינוי, ביטול או בחינה מחדש של הזכויות המוקנות למדינה מכוח מניית המדינה המיוחדת טעונים את אישורה. המניה עצמה אינה ניתנת להעברה לגורם אחר. לצד סמכויות הפיקוח והאישור שהיא מקנה למדינה, המניה אינה מקנה זכויות הצבעה רגילות באסיפה הכללית ואינה מקנה זכויות כלכליות, לרבות זכות לדיבידנד או לחלוקת נכסי החברה במקרה של פירוק.

תנאי הפיצול לפי מכתב השרים

כאמור, מכתב השרים הכיר מראש באפשרות לפצל את צים ל"צים בינלאומית" ו"צים ישראלית". במקרה של פיצול נקבע כי התנאים המעוגנים במניית המדינה המיוחדת יחולו על צים ישראל בלבד, בכפוף לשורה של תנאים שנועדו להבטיח את האינטרסים הביטחוניים והחיוניים של המדינה.



אגף כלכלה ותשתיות

בין היתר, נקבע כי הפיצול יותנה בכך שכל מניות צים שהחזיקה המדינה יימכרו ותוקצה מניית מדינה מיוחדת, וכן בקבלת אישור מראש ובכתב של שר הביטחון כי אין בפיצול כדי לפגוע באינטרסים הביטחוניים החיוניים של המדינה המפורטים במניית הזהב. לצורך שמירת האינטרסים רשאי שר הביטחון להתנות את האישור בתנאים שימצא לנכון.

בנוסף, נקבע כי פעילותה הספנותית של צים ישראל, לרבות הכשרה וקיום ימאות ישראלית והפעלת החברה כ"עסק חיי" לאחר הפיצול, תובטח לשביעות רצונם של שרי האוצר והתחבורה ובתנאים שייקבעו. בכלל זה ניתן לדרוש התחייבות מצים ישראל ומבעל המניות שישלוט בה במועד הפיצול, שלפיה החברה תמשיך לפעול כעסק חיי. עוד נקבע כי במועד הפיצול יהיו בבעלות צים ישראל 18 אוניות כשירות לשיט, וכי היא תהיה רשאית למכור אוניות בהדרגה במשך מספר שנים, ובלבד שמספר האוניות שבבעלותה לא יפחת בכל עת ממספר האוניות הנדרש בצי המינימלי, העומד על 11 אוניות. לפחות שש מהאוניות יהיו רשומות אצל רשם כלי השיט, יחויבו לשאת דגל ישראלי ונפחן יהיה לפחות 2,500-1,700 TEU¹. כמו כן נקבע כי ככל שיתבקש פיצולה של צים, אישור הפיצול יותנה בתיקון מניית המדינה המיוחדת בצים ישראל בהתאם לנדרש בעקבות הפיצול.

האינטרס הלאומי בעת הנוכחית

חשיבות ההובלה הימית לסחר החוץ הישראלי

על פי נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה², כשני שלישים מערך יבוא הסחורות לישראל הגיעו בשנתיים האחרונות בהובלה ימית - 66.7% בשנת 2025 ו-67.1% בשנת 2024. חלקה של ההובלה הימית ביצוא הסחורות נמוך יותר, אך משמעותי, ובשנת 2025 עמד על 37.8% מערך היצוא.

היבוא הימי התרכז בעיקר בכלי רכב וחלקיהם (12.9%), דלקים ושמןנים מינרליים (12.3%) ומכונות ומכשירים מכניים וציוד מחשבים (9.5%), ואילו היצוא הימי התרכז בעיקר במכונות ומכשירים מכניים וציוד מחשבים (15.4%), פלסטיק ומוצרי (10.5%) ומוצרים כימיים (8.8%).

מבחינה גיאוגרפית, בשנת 2025 היווה היבוא הימי מסין כ-24.1% מערך כלל היבוא בהובלה ימית לישראל, השיעור הגבוה ביותר מבין מדינות המקור. אחריה, בפער ניכר, ניצבו גרמניה (6.3%), ארצות הברית (5.4%), איטליה (4.9%) ורוסיה (3.7%). מנגד, ארצות הברית הייתה יעד היצוא הימי המוביל של ישראל, עם 20.5% מערך כלל היצוא בהובלה ימית. אחריה ניצבו הולנד (8.2%), גרמניה (6.9%), ברזיל (4.7%) וסין (4.2%)³.

חשיפה גיאופוליטית ורציפות תפעולית

בשנים האחרונות, וביתר שאת במהלך מלחמת חרבות ברזל, התחדדו הסיכונים הנובעים מהסתמכות על שירותי ספנות בין-לאומיים בעת משבר. מדינות שונות הטילו מגבלות על כניסת כלי שיט ישראליים לנמליהן ועל העברת מטענים המיועדים לישראל. כך, בין היתר, נאסרה כניסת אוניות ישראליות לנמלים במלזיה ובטורקיה, וספרד הודיעה כי לא תאפשר עגינה של אוניות הנושאות נשק המיועד לישראל. ביוון חסמו עובדי נמל טעינת מטען תחמושת

¹ TEU – Twenty Feet Equivalent Unit, יחידת מידה שוות ערך למכולה שאורכה 20 רגל.
² הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, יצוא ויבוא סחורות לפי סוג הובלה 2025, הודעה לתקשורת, 28 ביוני 2026. הנתונים אינם כוללים יבוא ויצוא ביטחוני וסחר בסחורות עם הרשות הפלסטינית.
³ שם.



אגף כלכלה ותשתיות

שיועד לישראל. החשיפה אינה מוגבלת למטען צבאי: באוגוסט 2026 עיכבו הרשויות במלזיה שלוש מכולות שיועדו לנמל אשדוד, אשר לפי מסמכי המטען הכילו חלקים לאופניים חשמליים. נוסף על כך, ביולי 2025 נמנעה ירידתם לחוף של כ-1,600 נוסעי אוניית התיירים הישראלית Crown Iris באי סירוס שביוון בעקבות מחאה בנמל ושיקולי בטיחות, והאונייה המשיכה ליעד חלופי. אירועים אלה ממחישים כי שיבושים בפעילות ימית הקשורה לישראל עשויים לנבוע לא רק ממגבלות על מטען צבאי, אלא גם מהגבלות מסחריות, בדיקות ועיכובים בנמלים ומחאות מקומיות.⁴

עדות ישירה לחשיפה זו מצויה גם במסמכים שהגישו הצדדים לעסקה. שניים מארבעת הסכמי החכירה של האוניות המיועדות לצים ישראל כללו את ישראל ברשימת אזורי הסחר המוחרגים לפי סעיף 67 להסכם. בשני המקרים הוסרה ההחרגה רק בחודש יולי 2026: באונייה Green Bay בתוספת מספר 4 מיום 6 ביולי 2026, ובאונייה Nordseraphina בתוספת מספר 1 מיום 9 ביולי 2026. השינויים נעשו כחמישה חודשים לאחר חתימת הסכם המיזוג ובעיצומו של הליך הבדיקה הממשלתי.

חלק מן הפרמטרים הכמותיים שנקבעו במניית המדינה המיוחדת ובמכתב השרים משקפים את מבנה ענף הספנות ואת סדרי הגודל שאפיינו אותו בראשית שנות האלפיים, ובכללם הדרישות שנקבעו ביחס לקיבולת האוניות. מנגד, האינטרסים העומדים בבסיס ההסדרים - שמירת צי מינימלי בבעלות, יכולת פעולה בעת חירום, רישום ישראלי וניהול מישראל - מוסיפים לעמוד בליבת הבחינה הנדרשת כיום.

⁴ Bernama, "Govt bans Israeli-owned ships from docking in Malaysia – PM Anwar", 20 December 2023; Reuters, "Spain will not authorise calling of ships carrying weapons for Israel", 17 May 2024; Reuters, "Greek Piraeus port dockers block ammunition cargo destined for Israel", 18 October 2024; The Guardian, "Israeli cruise ship turned away from Greek island by Gaza war protest", 22 July 2025; Reuters, "Turkey says it bars Israeli ships from its ports, restricting airspace", 29 August 2025; Bloomberg, "Malaysia Seizes Another Three Containers Bound for Israel", 15 September 2026.



אגף כלכלה ותשתיות

חלק ב': רקע, מתווה העסקה והליך בחינתה

צים כיום

פרופיל הפעילות

נכון לסוף שנת 2025, חברת צים העסיקה כ-6,700 עובדים במשרה מלאה ברחבי העולם, לרבות עובדי קבלן. מתוך עובדי החוף של החברה, 821 עובדים היו ממוקמים בישראל. צי האוניות שהפעילה צים מנה 128 אוניות, מהן 16 בבעלות החברה ו-112 בחכירה מצדדים שלישיים. מודל זה מקנה לחברה גמישות בהתאמת צי האוניות לתנאי השוק. לצד זאת, 85.7% מהאוניות החכורות היו בחוזה חכירה שיתרת תקופתם עלתה על שנה. נכון לסוף שנת 2025, הפעילה צים רשת גלובלית של 56 קווים שבועיים, הפוקדים למעלה מ-300 נמלים ביותר מ-90 מדינות. פעילותה מחולקת לחמישה אזורים שחר עיקריים: האוקיינוס השקט, חוצה סואץ, האטלנטי ואירופה, פנים-אסיה ואמריקה הלטינית.⁵

ביצועים פיננסיים

ברבעון השני של 2026 חזרה החברה לרווח נקי של 64 מיליון דולר, לעומת 24 מיליון דולר ברבעון המקביל אשתקד, לאחר שברבעון הראשון רשמה הפסד נקי של 86 מיליון דולר וירידה של 30% בהכנסות. החברה ייחסה את החולשה ברבעון הראשון בעיקר לסביבת מחירי הובלה נמוכה יותר ולביקוש חלש.⁶

ברבעון השני עלו הכנסות החברה ב-9% לכ-1.78 מיליארד דולר. למרות השיפור, המחצית הראשונה של 2026 הסתכמה בהפסד נקי של 22 מיליון דולר, לעומת רווח נקי של 320 מיליון דולר במחצית המקבילה בשנת 2025; בנטרול התאמות מסוימות הציגה החברה רווח נקי מתואם של 4 מיליון דולר. צים פרסמה תחזית לשנת 2026 שלפיה ה-EBITDA המתואם צפוי להסתכם ב-2.0-2.4 מיליארד דולר.⁷

מגמות עולמיות בענף הספנות

ביקוש והיקף הסחר העולמי

בשנת 2025 נרשמה האטה בצמיחת היצוא העולמי של שירותי תחבורה במונחי ערך. לפי ארגון הסחר העולמי (WTO), לאחר גידול של 8% בשנת 2024, ערך היצוא של שירותי תחבורה גדל ב-2% בלבד בשנת 2025. מייחס את ההתמתנות להתפתחויות בתחום התחבורה הימית ולתעריפי הובלה נמוכים יותר בהשוואה לשנת 2024.⁸

במקביל, לפי תחזית UNCTAD שפורסמה בספטמבר 2025, נפח הסחר הימי העולמי צפוי היה לגדול בכ-0.5% בלבד בשנת 2025, לאחר גידול של 2.2% בשנת 2024. UNCTAD ייחסה את התחזית המתונה, בין היתר, לאי-ודאות מאקרו-כלכלית מתמשכת, לביקוש עולמי חלש ולשיבושים מתמשכים בנתיבי שיט מרכזיים.⁹ מכאן שההתמתנות

⁵ ZIM Integrated Shipping Services Ltd., *Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2025*, filed with the U.S. Securities and Exchange Commission on March 9, 2026, Items 4.B, 6.D.

⁶ ZIM Integrated Shipping Services Ltd., ZIM Reports Financial Results for the First Quarter of 2026, May 20, 2026; ZIM Integrated Shipping Services Ltd., ZIM Reports Strong Results for the Second Quarter of 2026, August 19, 2026.

⁷ שם.

⁸ World Trade Organization (WTO), *Global Trade Outlook and Statistics*, March 2026.

⁹ United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), *Review of Maritime Transport 2025: Staying the Course in Turbulent Waters*, 24 September 2025, Chapter I.



אגף כלכלה ותשתיות

בפעילות הספנות זוהתה כבר במהלך שנת 2025, ולא ניתן לייחסה רק לשיבושים המאוחרים יותר במצר הורמוז, שהשפעתם צפויה להתבטא בעיקר בנתוני שנת 2026.¹⁰

אינדיקציה עדכנית יותר מתקבלת מ-Goods Trade Barometer של ה-WTO. בין יוני לספטמבר 2026 ירד רכיב ספנות המכולות מ-102.4 ל-99.6, בעוד המדד הכולל נותר מעל ערך הבסיס של 100.¹¹ התפתחות זו מצביעה על היחלשות יחסית במומנטום של תנועת המכולות, אך המדד אינו מודד מחירי הובלה או רווחיות ולכן אין להסיק ממנו לבדו על מגמת הרווחיות בענף.

התחזית לטווח הבינוני ומרחקי ההובלה

בטווח הבינוני, UNCTAD צופה כי בשנים 2026-2030 יגדל נפח הסחר הימי העולמי בשיעור ממוצע של כ-2% לשנה, בעוד הסחר במכולות צפוי לגדול בשיעור ממוצע של כ-2.3% לשנה.¹² לצד הגידול בנפח המטען, הביקוש לשירותי ספנות מושפע גם ממרחקי ההובלה. השפעה זו נמדדת, בין היתר, באמצעות "טון-מיילים", המבטאים את כמות המטען כשהיא משוקללת במרחק ההובלה. בשנת 2024 גדל נפח הסחר הימי ב-2.2%, בעוד היקף הפעילות במונחי טון-מיילים גדל בכ-5.9%, בין היתר בשל הסטת אוניות לנתיבים ארוכים יותר סביב דרום אפריקה.¹³

מבחינה כלכלית, משמעות הדבר היא ששינויים במסלולי הסחר עשויים להגדיל את הביקוש לקיבולת אוניות גם ללא גידול מקביל באותה מידה בכמות הסחורות המובלות. עם זאת, אין בתחזית UNCTAD עד שנת 2030 קביעה שלפיה הגידול בטון-מיילים יהיה המנוע המרכזי של צמיחת הענף בשנים אלו.

קיבולת הצי וצד ההיצע

בצד ההיצע, קיבולת צי הסוחר העולמי, הנמדדת במונחי משקל נשיאה, גדלה ב-3.4% במהלך שנת 2024 והגיעה לכ-2.44 מיליארד טון משקל נשיאה בתחילת 2025. לפי UNCTAD, קצב זה היה גבוה מקצב הגידול בנפח הסחר הימי. באוניות מכולה לבדן גדלה קיבולת הצי במונחי משקל נשיאה ב-9.7% במהלך שנת 2024.¹⁴

התפתחויות אלה ממחישות את חשיבותו של צד ההיצע בקביעת תנאי השוק: ככל שקיבולת ההובלה גדלה מהר יותר מהביקוש, היא עשויה להפעיל לחץ כלפי מטה על שיעורי הניצולת ועל תעריפי ההובלה, בעוד ששיבושים בנתיבי השיט והארכת מרחקי ההפלגה עשויים לפעול בכיוון ההפוך. לפיכך, תחזית לצמיחה בנפח הסחר אינה מספיקה כשלעצמה לצורך הערכת כיוון הרווחיות בענף.

¹⁰ WTO, Goods barometer points to resilient trade growth despite headwinds, 9 September 2026.

¹¹ WTO, Goods trade holding up despite Middle East conflict and high energy prices, 5 June 2026; WTO, Goods barometer points to resilient trade growth despite headwinds, 9 September 2026.

¹² United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), *Review of Maritime Transport 2025: Staying the Course in Turbulent Waters*, 24 September 2025, Chapter I.

¹³ שם.

¹⁴ UNCTAD, *Review of Maritime Transport 2025*, Chapter II: World Shipping Fleet and Services.



אגף כלכלה ותשתיות

עלויות דלק וסביבת תעריפי ההובלה

עלות הדלק היא מרכיב מהותי בהוצאות חברות הספנות. בשנת 2025 היוו הוצאות הדלק והאנרגיה 25.7% מהוצאות התפעול ועלות השירותים של צים. מחירי הדלק קשורים למחירי הנפט הגולמי וחשופים לתנודתיות, ואין ודאות כי החברה תוכל לגלגל עלויות במחירים ללקוחות במלואן או במהירות מספקת כדי לקזז את השפעתן על עלויותיה.¹⁵

בה בעת, תעריפי ההובלה נותרו תנודתיים. התעריף הממוצע למכולה שהובילה צים ירד מ-1,888 דולר ל-TEU בשנת 2024 ל-1,551 דולר בשנת 2025.¹⁶ במחצית הראשונה של 2026 עמד התעריף הממוצע על 1,455 דולר ל-TEU, לעומת 1,632 דולר בתקופה המקבילה בשנת 2025. עם זאת, ברבעון השני של 2026 נרשמה עלייה בתעריף הממוצע ל-1,590 דולר ל-TEU, לעומת 1,479 דולר ברבעון המקביל, עלייה של 8%.¹⁷ תעריפי ההובלה מושפעים מתנאי ההיצע והביקוש בשוק ומגורמים נוספים, ואין ודאות כי עלייה בעלויות הדלק תגולגל במלואה ובמועד לתעריפים הנגבים מהלקוחות. עלייה בעלויות הדלק עלולה לפגוע ברווחיות כאשר אינה מלווה בעלייה מקבילה בהכנסות מהובלה.

יתרונות לגודל, היקף ורשת

ענף ספנות המכולות הקווית מתאפיין ביתרונות לגודל, לצד יתרונות היקף ורשת, ולכן חברות הספנות הגדולות נהנות ממספר יתרונות מבניים בהתמודדות עם תנודות בשוק. יתרונות אלה נובעים, בין היתר, מהיקף הפעילות, מפריסת הרשת ומגודל ומגוון הצי העומד לרשותן. הפעלת קווים בין-יבשתיים רבים מאפשרת לפזר סיכונים בין אזורי סחר שונים, לאזן בין מחזורי שוק ולהסיט קיבולת בין קווים בהתאם לשינויים בביקוש. במקביל, פעילות במסגרת בריתות ספנות והסכמי שיתוף תפעוליים מאפשרת לחברות לשתף מקום על גבי אוניות, להציע ללקוחות פריסה גלובלית רחבה ולשפר את ניצולת הצי. מאגר גדול ומגוון של כלי שיט מוסיף גמישות, שכן הוא מאפשר להקצות אוניות בגדלים שונים בין קווים בהתאם לביקוש ולמאפייני השירות.

יתרונות אלה, לצד משברי עודף היצע חוזרים בענף, היו בין הגורמים שתרמו מאז אמצע העשור הקודם למגמת קונסולידציה משמעותית בענף. האפאג-לויד היא דוגמה לכך: היא הגיעה למעמדה כאחת מחברות ספנות המכולות הגדולות בעולם באמצעות שורת רכישות ומיזוגים, ובהם CP Ships בשנת 2005, פעילות המכולות של CSAV בשנת 2014 ו-UASC בשנת 2017. מגמת הקונסולידציה משקפת, בין היתר, את החשיבות הכלכלית של פריסת רשת רחבה, ניצול יעיל של קיבולת, גמישות בהקצאת צי ופיזור פעילות בין שווקים שונים.

עם זאת, עצם קיומם של יתרונות לגודל, היקף ורשת אינו מלמד כשלעצמו כי חברה קטנה יותר אינה יכולה לפעול באופן רווחי. רווחיותה תלויה גם במבנה העלויות שלה, בתמהיל הקווים שהיא מפעילה, בשיעורי הניצולת, בתנאי החכירה והרכש, בהסדרי שיתוף פעולה עם חברות אחרות ובתנאי השוק שבהם היא פועלת. לפיכך, גודל החברה הוא גורם מבני חשוב, אך אינו משתנה יחיד או מכריע בבחינת יכולתה לפעול לאורך זמן באופן כלכלי.

¹⁵ ZIM Integrated Shipping Services Ltd., Annual Report on Form 20-F for the year ended December 31, 2025.

¹⁶ שם.

¹⁷ ZIM Integrated Shipping Services Ltd., Financial and Operating Results for the Second Quarter and First Half of 2026, 19 August 2026.



אגף כלכלה ותשתיות

תיאור העסקה

מבנה העסקה והנכסים המועברים

ההסכם קובע כי האפאג-לויד תרכוש את צים במחיר של 35 דולר למניה, כאשר שווי העסקה הכולל מוערך בכ-4.2 מיליארד דולר. הרכישה תמומן משילוב של מזומן קיים של האפאג-לויד והלוואת גישור מ-Bank of America. במקביל לרכישת צים הגלובלית, קרן פימי תקים חברה בשם "צים ישראל", שאליה תועבר הפעילות הישראלית ואשר תיטול על עצמה את החובות הנובעים ממניית הזהב, בהתאם למזכר ההבנות בין האפאג-לויד לבין קרן פימי שנחתם ביום 15 בפברואר 2026 (להלן – **מזכר ההבנות**).

לצים ישראל יועברו 12 כלי שיט בבעלות, ארבעה הסכמי חכירה, שלושה קווי שירות - שניים בין ישראל לאירופה, לרבות הים השחור, ואחד בין ישראל לחוף המזרחי של ארצות הברית - וכן סימן המסחר "צים", נכסים תפעוליים, הסכמים, לקוחות ועובדים חיוניים. התמורה שתשולם בעבור האוניות היא דולר אחד, ובעבור הפעילות דולר אחד נוסף. לפי סעיפים 3.4 ו-4.2 למזכר ההבנות, התמורה בשני המקרים מורכבת משלושה רכיבים: התמורה המיידית, התמורה הנדחית ונטילת החובות הנובעים ממניית הזהב.

הון ראשוני ומימון צים ישראל

לפי המסמכים שהעבירו הצדדים לעסקה במענה לבקשות להשלמת מידע, ההון העצמי הראשוני של צים ישראל עומד על 584 מיליון דולר. סכום זה מבוסס על שווי הנכסים והרכוש המועברים לחברה החדשה, בסך של 583 מיליון דולר, ובנוסף מיליון דולר המגלמים את שווי הנכסים הבלתי מוחשיים המועברים אליה. עם זאת, בעוד שבדוחות הפרופורמה שהוגשו לרשות החברות מופיע הון ראשוני בסך 584 מיליון דולר, בפנייה אחרת של הצדדים לרשות החברות הוצג נתון של כ-700 מיליון דולר, שאינו מתיישב עם הנתונים שבנספחים הפיננסיים.

בנוסף, קרן פימי צפויה להזרים לצים ישראל מימון בסך של כ-80 מיליון דולר. במצגת שהוצגה למשרד האוצר ביום 14 בספטמבר 2026 הובהר לראשונה כי מדובר בהזרמת הון מניות (equity) לאחר השלמת העסקה, וכי ההתחייבות עצמאית ואינה תלויה בתקרת התשלומים של האפאג-לויד לפי מזכר ההבנות. הצדדים מציינים כי ההזרמה לא נכללת בתוכנית העסקית ואינה נדרשת לפיה, והיא לא עוגנה כהתחייבות ישירה כלפי המדינה. קרן פימי תהיה זכאית לקבל מצים ישראל דמי ניהול שנתיים בסך של עד 300 אלף אירו בגין ניהול ההשקעה וליווי החברה.

התמורה הנדחית להאפאג-לויד

לצד העברת הנכסים ללא תמורה מיידית מהותית, האפאג-לויד שומרת לעצמה זכות לתמורה נדחית. המנגנון אינו מחושב על בסיס רווחיה של צים ישראל, אלא על בסיס תקבולי המזומן שתקבל קרן פימי בגין השקעתה בחברה, ובהם דיבידנדים, חלוקות רווח, החזרי הון, תמורה ממכירת מניות או מהנפקה וכן תשלומים בעסקאות בעלי עניין שאינן בתנאי שוק.

עד לרף המורכב מסכום ההון שהשקיעה קרן פימי בתוספת 200 מיליון דולר, כל התקבולים מוקצים לקרן פימי. מעל רף זה, 50% מהתקבולים מוקצים להאפאג-לויד, עד לתקרה מצטברת של 600 מיליון דולר. תקבולים העולים על 1.2 מיליארד דולר בתוספת הרף האמור מוקצים במלואם לקרן פימי. מדובר בתקרה נומינלית על תקבולים עתידיים



אגף כלכלה ותשתיות

ומותנים. דמי הניהול השנתיים שתקבל קרן פימי אינם מוגדרים כתקבולי מימוש, ולכן אינם נכללים בסכומים שעליהם חל מנגנון חלוקת התקבולים בין קרן פימי לבין האפאג-לוידי.

מניית הזהב

מניית הזהב בציס ישראל צפויה לכלול תנאים מחמירים יותר ממניית הזהב הקיימת בציס כיום. המדינה תקבל זכות וטו על העברה של 10% או יותר ממניות החברה, לעומת סף של 35% במניית הזהב הנוכחית. כמו כן, ככל שציס ישראל תונפק בעתיד, ההנפקה תתבצע בבורסה בתל אביב בלבד, ולא בבורסת ניו יורק שבה נסחרת ציס כיום.

צי המכולות והיקף הסכם החכירה

לפי הסכם חכירת המכולות (CLA), שנחתם בין האפאג-לוידי לבין קרן פימי ביום 19 באוגוסט 2026 (להלן – **הסכם המכולות**), ואשר ציס ישראל תיכנס בו בנעליה של קרן פימי במועד ההשלמה, יועברו לבעלות ציס ישראל, ללא תמורה נוספת, TEU 4,000 בלבד - הכוללים 454 מכולות של 20 רגל ו-1,773 מכולות של 40 רגל. לפי המענה שנמסר לרשות החברות, מדובר בכ-0.9% מיחידות המכולות שבבעלות ציס כיום. יתרת צורכי המכולות של ציס ישראל תסופק באמצעות חכירה ממאגר המכולות הגלובלי של האפאג-לוידי.

ההסכם נכרת לתקופה קצובה של עשר שנים, עם אפשרות להארכה בחמש שנים נוספות בהסכמה הדדית. תחולתו הגאוגרפית מוגבלת למדינות חופי הים התיכון, ארצות הברית, קנדה, מרכז אמריקה והאיים הקריביים, רומניה ומדינות חופי הים השחור שאינן נכללות ברשימות ההגבלה של ארצות הברית או של האיחוד האירופי. יעדים באסיה שמחוץ לאגן הים התיכון, ובכללם המזרח הרחוק, לא נכללים בתחולת ההסכם.

שימוש במכולות, איסופן או השבתן מחוץ לתחום הגאוגרפי האמור טעונים אישור מראש ובכתב של האפאג-לוידי, אשר לא יסורב מטעמים בלתי סבירים, למעט שימוש בהיקף הנמוך מ-20% מהמספר הממוצע השנתי של המכולות המוחכרות בפועל. לפיכך, פעילות ציס ישראל מחוץ לתחום ההסכם, מעבר למכסה השנתית האמורה, כפופה לאישור האפאג-לוידי. נוסף על כך, תחולת ההסכם כפופה למשטרי הסנקציות של ארצות הברית ושל האיחוד האירופי.

כוח אדם וניהול האוניות

ציס ישראל צפויה להעסיק את 64 הימאים הישראליים הפעילים כיום בציס, רובם קצינים. לפי התוכניות המקוריות, בין 80 ל-120 עובדי יבשה המוגדרים כחיוניים לפעילות הישראלית היו צפויים אף הם לעבור לציס ישראל. עם זאת, במענה האחרון של הצדדים למדינה נמסר כי היקף העובדים שיועברו עדיין מצוי בבחינה. יתר העובדים בישראל שלא יועברו לציס ישראל אמורים לעבור להאפאג-לוידי, אם כי במסמכים שהועברו לא הובהר במפורש אם כלל העובדים יועסקו על ידי האפאג-לוידי או אם חלקם יפוטרו. בתוכנית האסטרטגית של ציס ישראל צוין כי כוח האדם של ציס בישראל הצטמצם בשנים האחרונות כתוצאה מתהליכי דיגיטציה והתייעלות, ללא קשר לעסקה.

מזכר ההבנות כולל שורה של הוראות הנוגעות לתנאי העסקתם של העובדים שימשיכו בפעילות. באשר לניהול האוניות, בתשובות שהעבירו הצדדים למדינה נמסר בתחילה כי ציס ישראל תמנה מנהל אוניות חיצוני לצי שלה, כך שניהול האוניות יבוצע במיקור חוץ. ואולם, במצגת שהוצגה למשרד האוצר ביום 14 בספטמבר 2026 הציגו הצדדים "עדכון קונספט", שלפיו ניהול האוניות ייעשה בתוך ציס ישראל באמצעות עובדים שייקלטו מציס. עדכון זה סומן במצגת כמצוי עדיין בפיתוח וכבלתי סופי, ולא עוגן בהסכם או בהתחייבות כלפי המדינה.



אגף כלכלה ותשתיות

הרשות לחינוך והכשרה ימיים

צים מחזיקה ב-12% מהזכויות ברשות לחינוך והכשרה ימיים. במסמכים שהוגשו לרשות החברות באוגוסט 2026 נמסר כי החזקה זו תועבר לצים ישראל, כי צים ישראל תיטול על עצמה את התחייבויות צים כלפי הרשות וכי היא תתמוך במימון הרשות ובהרחבת פעילותה. התחייבויות אלה הוצגו במצגת ובמענה לשאלות המדינה, אך לא עוגנו כהתחייבות חוזית ישירה כלפי המדינה. האפאג-לויד הצהירה כי בכוונתה להמשיך להיות לקוחה של הרשות ולעשות שימוש בשירותיה לצורך הכשרת קציני ים וצוותים עבור הצי הגלובלי שלה. נוסף על כך, הצהירה כי היא מוכנה לתמוך במוסד ככל שיידרש באופן סביר.

הסדרים תפעוליים ופיננסיים בין האפאג-לויד לצים ישראל

כיסוי ניצולת והשלמת רווח

מזכר ההבנות מסדיר מערכת יחסים תפעולית ופיננסית מתמשכת בין האפאג-לויד לבין צים ישראל. בשלוש שנות הפעילות הראשונות מתחייבת האפאג-לויד לכסות את עלות המקומות הריקים בקווי השייט המרכזיים של צים ישראל ולשלם בגין קיבולת שלא נוצלה בפועל. בנוסף, בשנים 2027-2028 מתחייבת האפאג-לויד להשלים את רווחי צים ישראל לרמה של לפחות 10 מיליון דולר לשנה, בממוצע על פני שתי השנים. ככל שהרווח המצטבר יהיה נמוך מההרף האמור, האפאג-לויד תשלם לצים ישראל את ההפרש.

בשנים 2029-2036 ימשיך לחול מנגנון השלמת הרווח לרמה של 10 מיליון דולר לשנה, אך התשלומים מכוחו מוגבלים לתקרה מצטברת של 100 מיליון דולר לכל התקופה. לפי סעיף 16.1 למזכר ההבנות, ההתחשבות בגין השנים 2028-2027 תבוצע רק בתוך 30 ימי עסקים ממסירת הדוחות המבוקרים לשנת 2028. לפיכך, התשלום מכוח מנגנון זה צפוי להתבצע רק לאחר סיום שתי שנות הפעילות הראשונות ואינו מהווה מקור נזילות שוטף במהלכן.

התחייבות לרכישת סלוטים

לצד ההתחייבויות שפורטו, האפאג-לויד מתחייבת לרכוש מצים ישראל שטחי הובלה (סלוטים) במתכונת Take or Pay, כלומר לשלם עבור הסלוטים שהתחייבה לרכוש גם אם לא נעשה בהם שימוש בפועל. תמחור הסלוטים מבוסס על מודל Cost Plus: בקו לצפון אמריקה תשלם האפאג-לויד מחיר המשקף את העלות בתוספת 15%, ובקווים לאירופה את העלות בתוספת 20%. במקרה שבו מדינת ישראל תדרוש סלוטים מנימוקים ביטחוניים, צים ישראל תהיה רשאית לבטל סלוטים שהוקצו להאפאג-לויד בהתראה של שלושה ימי עסקים.

שיעור הסלוטים שהאפאג-לויד מתחייבת לרכוש פוחת בהדרגה לאורך תקופת ההסדר. בשנת 2027 הוא עומד על 85% מהסלוטים בקו לצפון אמריקה ועל 50% בקווים לאירופה, והוא יורד מדי שנה עד שבשנת 2036 הוא עומד על 40% בקו לצפון אמריקה ועל 25% בקווים לאירופה. צים ישראל רשאית, בהודעה מוקדמת של ארבעה חודשים, להפחית את הקצאת הסלוטים להאפאג-לויד בעד 10 נקודות אחוז בכל פעם, ולא ביותר מ-20 נקודות אחוז בתקופה של שנה. לאחר הפחתה לא ניתן להשיב את שיעור ההקצאה לקדמותו ללא הסכמת האפאג-לויד. כמו כן, סעיף 16.6 למזכר ההבנות קובע כי הפחתת ההקצאה גוררת הפחתה יחסית ברף הרווח המינימלי שאותו מתחייבת האפאג-לויד לספק לצים ישראל; כך, הפחתה של 10% בהקצאת הסלוטים מפחיתה את הרף ל-9 מיליון דולר בשנה.



אגף כלכלה ותשתיות

תנאים לפקיעת מנגנוני ההגנה

ההתחייבויות האמורות כפופות לעילות פקיעה שונות. התחייבות רכישת הסלוטים ומנגנון כיסוי הניצולת יפקעו במקרה של העברת 20% או יותר ממניות צים ישראל למתחרה ישירה של האפאג-לויד או לחברה קשורה שלה.

מנגנון השלמת הרווח כפוף לעילות פקיעה רחבות יותר. הוא יפקע במקרה של העברה כאמור למתחרה, אובדן השליטה האפקטיבית של קרן פימי בצים ישראל, מיזוג של צים ישראל עם ישות אחרת או הרחבה מהותית של פעילות החברה מעבר לתוכנית העסקית. לעניין זה, הרחבה מהותית כוללת רכישה או חכירה של יותר מארבע אוניות חדשות שאינן מחליפות אוניות קיימות, או כניסה לתחום עסקי חדש.

גישה לרשת Gemini

סעיף 11.6 למזכר ההבנות קובע כי כל עוד האפאג-לויד צד להסכם שיתוף הפעולה Gemini, או להסכם שיתוף פעולה דומה, היא תעמיד לצים ישראל גישה לרשת זו. Gemini הוא שיתוף פעולה תפעולי בין חברת Maersk לבין האפאג-לויד, שהחל לפעול בפברואר 2025 ומבוסס על מספר מצומצם יחסית של קווי אם, רשת מרכזי שטעון וקווי הזנה. הצדדים מציגים את הגישה לרשת Gemini כאחד מיתרונות המתווה עבור צים ישראל.

שירותי מעבר

הסכם שירותי המעבר (TSA), שנחתם בין האפאג-לויד לבין קרן פימי ביום 5 באוגוסט 2026, מבחין בין שני סוגי שירותים. שירותי המשכיות תפעולית (Ramp-up) הם שירותים שצים ישראל אינה מסוגלת לבצע בעצמה במועד השלמת העסקה, שהאפאג-לויד תספק לה בתקופה שבה החברה בונה את היכולות הנדרשות לביצועם באופן עצמאי. תקופתם הראשונית היא, ככלל, כשלושה עד שישה חודשים ממועד ההשלמה, אלא אם נקבע אחרת לגבי שירות מסוים בנספח השירותים.

שירותי כוננות (Standby) הם שירותי ייעוץ וגיבוי המסופקים לפי דרישה וביוזמת צים ישראל, בנושאים ניטרליים מבחינה מסחרית, לתקופה ראשונית של עד כ-12 חודשים. צים ישראל רשאית להביא כל שירות לסיומו בנפרד בהודעה מוקדמת בכתב של 90 יום, ולגבי שירותים מסוימים נקבעו תקופות הודעה קצרות יותר.

חכירת המכולות : זמינות, תמחור ותרופות

הסכם המכולות אינו כולל התחייבות של האפאג-לויד להעמיד לצים ישראל כמות מינימלית של מכולות. ההסכם קובע כי האפאג-לויד אינה מציגה מצג בדבר מספר המכולות שיהיו זמינות בנקודות האיסוף, וכי התחייבותה לעניין העיתוי והכמות מוגבלת למאמצים סבירים מבחינה מסחרית. לצד זאת, ההסכם מחייב העמדת מכולות על בסיס הוגן ובלתי מפלה, וקובע כי כאשר הביקוש באזור משנה עולה על הזמינות, המכולות יוקצו בין האפאג-לויד לבין צים ישראל באופן יחסי לחלקן בתחזית השבועית המשותפת. משמעות הדבר היא כי צים ישראל מוגנת מפני הפליה בהקצאה, אך אינה מוגנת מפני מחסור, ובתרחיש של עודף ביקוש היא זכאית להקצאה יחסית בלבד על בסיס תחזיות שאינן מחייבות. חשיפה זו משמעותית במיוחד לנוכח היקפו המצומצם של צי המכולות שבבעלותה.

אשר לתמחור, ההסכם מבחין בין שני מנגנוני עדכון. דמי ההיצע והביקוש ניתנים לעדכון על ידי האפאג-לויד אחת לשלושה חודשים, בהודעה מוקדמת של 30 יום, בהתאם למנגנון הקצאת העלויות הפנימי שהיא מתחזקת. האישור השנתי של מנהל הכספים והביקורת של רואה חשבון עצמאי בוחנים את התאמת החיוב למנגנון הפנימי, אך אינם



אגף כלכלה ותשתיות

בוחנים את סבירות רמת המחיר שנקבעה במסגרתו. לעומת זאת, שינוי בדמי הפר-דיים ובדמי הטיפול במחסנים נבחן אחת לשנים עשר חודשים, וחייב לשקף את עלויות המחירה בלבד ולהיערך בהתאם למתודולוגיה שנקבעה בתוכנית העסקית שצורפה למזכר ההבנות, וכן טעון אישור בכתב של צים ישראל, שלא יסורב מטעמים בלתי סבירים. בתקופת ההארכה יחולו על דמי הפר-דיים, דמי ההיצע והביקוש ודמי הטיפול במחסנים תוספת של 10%.

לצד החשיפות האמורות, הסכם המכולות כולל גם הגנות על צים ישראל במקרה של הפרה. ההסכם מגביל את תרופות האפאג-לויד לסעד כספי בלבד ושולל ממנה את הזכות לבטל את ההסכם או לדרוש השבה מוקדמת של המכולות גם במקרה של הפרה מצד צים ישראל. נוסף על כך, אי-תשלום בסכום שאינו עולה על 500 אלף דולר אינו מהווה הפרה. הוראות אלה מצמצמות את הסיכון להפסקת הגישה למכולות בשל הפרה חוזית, אך אינן מקנות לצים ישראל התחייבות לכמות מינימלית או לזמינות מסוימת.

דין חל ויישוב סכסוכים

עד להשלמת העסקה יחול הדין הישראלי על מזכר ההבנות, הסכם המיזוג והסכם שירותי המעבר. לאחר השלמת העסקה יחול על הסכמים אלה דין מדינת דלאוור שבארצות הברית. סכסוכים בין הצדדים יידונו בבוררות בינלאומית לפי כללי לשכת המסחר הבינלאומית (ICC), בפני שלושה בוררים ובשפה האנגלית. עד להשלמת העסקה מקום הבוררות יהיה תל אביב, ולאחר ההשלמה ניו יורק. הסכם חכירת המכולות כפוף להסדר נפרד: הדין החל עליו הוא דין אנגליה, וסכסוכים מכוחו יידונו בבוררות LMAA בלונדון.

הליכי אישור ובחינת העסקה

האישורים התאגידיים והפנייה למדינה

ביום 15 בפברואר 2026 נחתם מזכר ההבנות, ולמחרת, ביום 16 בפברואר 2026, נחתם הסכם המיזוג בין צים לבין האפאג-לויד. דירקטוריון צים אישר את העסקה פה אחד, קבע כי היא לטובת החברה ובעלי מניותיה והמליץ לבעלי המניות להצביע בעדה. ביום 19 במרץ 2026 פנתה צים לרשות החברות בבקשה לקבל את אישור מחזיקי מניות הזהב לביצוע העסקה. הבקשה הוגשה בשם צים, האפאג-לויד וקרן פימי. ביום 30 באפריל 2026 אישרו בעלי מניות צים את עסקת המיזוג ברוב של 97.36%.

הליך הבדיקה מול גורמי המדינה

בחודשים החולפים מתנהל דין ודברים בין הצדדים לבין גורמי המדינה, הכולל תחלופת מכתבים ענפה. במספר הזדמנויות התקבלו ברשות החברות מענים חלקיים לבקשות מידע ולהשלמות מידע מהצדדים לעסקה. החומרים שהועברו עד כה כוללים, בין היתר, הסכמים והתקשרויות בין הצדדים במסגרת העסקה, פירוט של המבנה התאגידי הרלוונטי לפני העסקה ולאחריה, מידע על האפאג-לויד ומבנה השליטה בה, דוחות חיצוניים העוסקים בהיתכנות האסטרטגית והעסקית של צים ישראל וחומרים הנוגעים לביקורת חשבונאית.

המדינה, מצדה, העבירה לצדדים שאלות באמצעות רשות החברות. רבות מהשאלות נענו, אך אחרות טרם זכו למענה מלא. בשבועות האחרונים התקיימו גם מספר פגישות בין הצדדים לבין נציגים ממשרדי הממשלה השונים.



אגף כלכלה ותשתיות

חלק ג': ניתוח העסקה

עצמאות ניהולית ותלות בהאפאג-לויד

עצמאות תאגידית ומרחב ההחלטה

מבחינה תאגידית, צים ישראל תהיה בבעלות ובשליטה של קרן פימי. להאפאג-לויד לא יהיו מניות בחברה, נציגים בדירקטוריון או זכויות הסכמה ביחס להחלטותיה. הוראות מניית הזהב יחולו על צים ישראל ויעוגנו בתקנונה, לרבות הדרישות בדבר ישראליות החברה, מקום ניהולה והרכב הדירקטוריון וההנהלה, וכן החובות הנוגעות להעמדת הצי לרשות המדינה בעת חירום. החובה להעמיד את הצי לרשות המדינה בעת חירום אינה תלויה בהסכמים המסחריים עם האפאג-לויד.

גם במישור העסקי יישמר לצים ישראל מרחב החלטה פורמלי. הנהלת החברה תהיה רשאית לפתח קווים, להיכנס לשווקים, לבחור ספקים ולהתקשר עם שותפים עסקיים ללא צורך באישור האפאג-לויד. לצים ישראל גם זכות חוזית להפחית בהדרגה את נתח הקיבולת שהיא מקצה להאפאג-לויד, ובתום תקופת המעבר היא אמורה להפעיל מערכות עצמאיות ולנהל את אוניותיה בעצמה או באמצעות גורם שתבחר.

תלות מסחרית ותפעולית

לצד העצמאות התאגידית, בשנות הפעילות הראשונות צפוי צים ישראל להישען במידה משמעותית על האפאג-לויד. בשנת 2027 צפויות ההכנסות מהאפאג-לויד להוות כ-52% מהכנסות צים ישראל, בעיקר מכוח התחייבות ה-Take or Pay לרכישת סלוטים. שיעורי הקיבולת המוקצים להאפאג-לויד פוחתים בהדרגה לאורך השנים, ובמקביל מנגנוני כיסוי הניצולת והשלמת הרווח מוגבלים בזמן ובהיקף. כתוצאה מכך, המודל העסקי מניח מעבר הדרגתי מהסתמכות על האפאג-לויד כלקוח עוגן לפעילות מסחרית עצמאית.

התלות אינה מתמצה בצד ההכנסות. לפי הסכם המכולות, לצים ישראל יועברו לבעלות TEU 4,000 בלבד, ויתרת צורכי המכולות שלה תסופק באמצעות חכירה ממאגר המכולות הגלובלי של האפאג-לויד. ההסכם אינו מבטיח כמות מינימלית של מכולות ואף מגביל את השימוש בהן מחוץ לתחום הגאוגרפי שנקבע. בתחום מערכות המידע, הסכם שירותי המעבר קובע כי מערכות ה-IT וה-ERP הקיימות של צים לא יועברו לצים ישראל, ובמקומן תוקם מערכת חדשה של CyberLogitec. לפי ההסכם, בתקופת ההקמה מוגבלת יכולתה של צים ישראל להתקשר עם ספק חלופי. בתקופת המעבר תספק האפאג-לויד גם שורה של שירותים תפעוליים, ובהם שירותי ניהול אוניות, רכש דלק, סוכנות, מסמכי מטען, ניהול טכני ושירותי כספים ומינהל.

גם פריסתה הבין-לאומית של צים ישראל תישען במידה רבה על מערכות שאינן בשליטתה. שלושת הקווים שיופעלו ישירות בידי החברה יחוברו לרשתות סחר עולמיות באמצעות נמלי שטעון, והגישה לרשת Gemini אמורה להרחיב את הקישוריות מעבר לקווים אלה. עם זאת, ההתחייבות לגישה ל-Gemini פוקעת אם האפאג-לויד תחדל להיות צד להסכם, ואינה מגדירה במלואה את היקף הגישה או את תנאיה המסחריים.



אגף כלכלה ותשתיות

מגבלות על התפתחות אסטרטגית

מערכת ההסכמים אינה מקנה להאפאג-לויד זכות וטו על החלטותיה של צים ישראל, אך היא יוצרת מחיר כלכלי לחלק מן המהלכים שעשויים לצמצם את תלותה בה. חלק ממנגנוני ההגנה הפיננסיים כפופים לעילות פקיעה הקשורות לשינוי במבנה החברה ובפעילותה. לפי ההסכמים שהוצגו, עילות אלה כוללות בין היתר אובדן שליטה, שינוי במבנה הבעלות, מיזוג, הרחבת הצי מעבר להיקף שנקבע וכניסה לתחום עסקי חדש – כאשר אלו יגררו ביטול של מנגנון השלמת הרווח. לצד זאת עומדות מגבלות שאינן תלויות במנגנון זה, ובהן המגבלה הגאוגרפית על השימוש במכולות וההתניה של הגישה ל-Gemini בהמשך השתתפותה של האפאג-לויד ברשת.

לפיכך, אין מדובר בשליטה של האפאג-לויד בצים ישראל במובן התאגידי, אלא במבנה היוצר תלות חוזית ותפעולית משמעותית ומצמצם את מרחב הפעולה הכלכלי של החברה. צים ישראל תהיה רשאית מבחינה משפטית לשנות את מודל פעילותה, להתרחב או להפחית את תלותה בהאפאג-לויד, אך חלק מן המהלכים הללו כרוכים באובדן הגנות חוזיות או בהעמקת הצורך בפתרונות תפעוליים עצמאיים.

יש גם הצדקה מסחרית לחלק מן ההגבלות. גורם המתחייב לרכוש קיבולת ולהשלים רווחים של חברה שאינה בשליטתו צפוי לבקש להגביל שינוי מהותי בפרופיל הסיכון שעל בסיסו ניתנו ההתחייבויות. לכן עצם קיומן של עילות הפקיעה אינו חריג. השאלה לצורך בחינת העסקה היא תוצאתם המצטברת של כלל ההסדרים, ובפרט האם לצד העצמאות התאגידית נשמר לצים ישראל מרחב מספק לבנות לאורך זמן פעילות מסחרית ותפעולית עצמאית.

איתנות פיננסית וקיימות התוכנית העסקית

הון פתיחה ונזילות

צים ישראל צפויה להתחיל את פעילותה ללא חוב פיננסי ועם הון עצמי משמעותי. בדוחות הכספיים שהוגשו לרשות החברות מופיע הון פתיחה של 584 מיליון דולר, המבוסס בעיקרו על שווי הנכסים שיועברו לחברה. מנגד, בפניות אחרות של הצדדים הוצג הון ראשוני של כ-700 מיליון דולר, מבלי שהוצג גישור חשבונאי מלא בין הנתונים. ניתן לזהות רכיבים שעשויים להסביר חלק מהפער, אך לא הובהר אילו מהם נכללים בנתון של 700 מיליון דולר ומה סיווגם כהון, חוב או נכסים מועברים.

לצד זאת, קרן פימי צפויה להזרים לצים ישראל כ-80 מיליון דולר כהון מניות לאחר השלמת העסקה. פימי מסרה כי אינה צופה צורך בהשקעות נוספות, אך כי ביכולתה להעמיד הון נוסף במקרה הצורך, בכפוף למגבלות הסכמי הקרן. מדובר במקור אפשרי למימון נוסף ולא בהתחייבות להזרמה עתידית.

בסיס ההכנסות והמעבר לפעילות עצמאית

בשנות הפעילות הראשונות נשענת התוכנית העסקית במידה רבה על האפאג-לויד כלקוח עוגן. בשנת 2027 צפויות ההכנסות ממנה להוות כ-52% מהכנסות צים ישראל, אך חלק זה צפוי לרדת בהדרגה לכ-11% בשנת 2036. במקביל, התוכנית מניחה גידול משמעותי בפעילות העצמאית, עד שכ-82% מהכנסות החברה בשנת 2036 ינבעו מהובלת מטענים ללקוחותיה שלה. המעבר לפעילות עצמאית הוא גם מקור מרכזי לשיפור הרווחיות, שכן ההכנסה מהובלת מטען מלאה גבוהה מהתמורה שמקבלת צים ישראל עבור מכירת סלוט בלבד, במסגרת ההסכם עם האפאג-לויד.



אגף כלכלה ותשתיות

עם זאת, התמורה מהאפאג-לויד אינה משקפת בהכרח מרווח על מלוא עלות השירות. בקו AL7, לדוגמה, האפאג-לויד תשלם 321 דולר ל-TEU לכל כיוון, כלומר 642 דולר לסבב מלא, בעוד דוח BCG מעריך את עלות היחידה המלאה של צים ישראל בקו בכ-643 דולר ל-TEU. מכאן שתוספת ה-15% הקבועה בהסכם מחושבת על בסיס עלות מצומצמת יותר, ולא על מלוא העלות הכלכלית שמציג הדוח.

מדיניות חלוקה וכרית ההון

התוכנית העסקית מניחה חלוקה שנתית של מלוא הרווח הנקי, ובמצטבר חלוקות של כ-623 מיליון דולר עד שנת 2036. אף שהתוכנית צופה יתרות מזומנים חיוביות ואף גדלות בחלק מן התקופה, מדיניות חלוקה זו מצמצמת את הרווחים השמורים ואת כרית הביטחון העומדת לרשות החברה בשנות שפל או לצורך השקעות בלתי צפויות.

דוח EY מבהיר כי מדיניות החלוקה היא הנחת תכנון בלבד ואינה מחייבת את קרן פימי בפועל. מנגד, אין בהסכמים מגבלה חוזית המחייבת שמירת רמת מזומנים מסוימת בחברה. קיים גם מתח כלכלי אפשרי בין שימור ההון בצים ישראל לבין מימוש תשואה לבעלת המניות, במיוחד לנוכח מנגנון התמורה הנדחית להאפאג-לויד, המשנה את שיעור התקבולים שנותר בידי פימי לאחר חציית הרף שנקבע בהסכם.

סיכון הביצוע והנחות הצמיחה

ככל שההגנות החוזיות נשחקות, התוכנית נשענת במידה גוברת על יכולתה של צים ישראל לבנות פעילות מסחרית עצמאית. נפח המטען העצמי צפוי לגדול מכ-205 אלף TEU בשנת 2027 לכ-541 אלף TEU בשנת 2036, קצב גידול שנתי ממוצע של כ-11%. במקביל, התעריף העצמי הממוצע צפוי לעלות מכ-1,067 דולר ל-TEU לכ-1,732 דולר, קצב שנתי ממוצע של כ-5.5%.

הנחות אלה מתקיימות בשעה ששיעור הקיבולת המובטח להאפאג-לויד פוחת, מנגנוני כיסוי הניצולת מסתיימים והחברה נעשית חשופה יותר לתנאי השוק. הקיבולת התפעולית עצמה נותרת, לפי התוכנית, כמעט קבועה לאורך התקופה. לפיכך, עיקר השיפור בתוצאות נשען על גידול בניצולת העצמאית, בבסיס הלקוחות ובתעריפים, ולא על הרחבה מקבילה של כושר הייצור. זהו סיכון ביצוע מהותי, במיוחד משום שבמועד כתיבת חוות הדעת טרם הוצגו במלואם המבנה הארגוני הסופי, תקני כוח האדם ורשימת הלקוחות שיועברו לצים ישראל.

כשירות לאומית ורציפות תפקודית

הצי המינימלי וחידוש

צים ישראל צפויה להפעיל 16 אוניות, מהן 12 בבעלות וארבע בחכירה. מאחר שדרישת הצי המינימלי במניית המדינה המיוחדת חלה על אוניות בבעלות, החברה תחל את פעילותה עם אונייה אחת בלבד מעל הרף של 11 אוניות. לפיכך, היכולת לשמר לאורך זמן את מספר האוניות הנדרש תלויה גם בחידוש הצי במועדים שנקבעו בתוכנית העסקית.

התוכנית מניחה כי בשנת 2035 יוחלפו חמש אוניות בעלות כוללת של כ-317 מיליון דולר. אוניות התחליף צפויות להיות בנות כ-15 שנה במועד רכישתן, ולהן מיוחסות עשר שנות חיים שימושיים נוספות. ההשקעה אמורה להיות ממומנת מיתרות המזומנים של החברה, ללא חוב פיננסי. נוסף על כך, שבע אוניות בנפח 11,200 TEU צפויות להגיע למועד החלפה בשנים 2039-2040, לאחר תום אופק התוכנית העסקית. עלות החלפתן, כ-525 מיליון דולר לפי הנחות



אגף כלכלה ותשתיות

התמחור של התוכנית, לא נכללת בתחזית ואין לה מקור מימון מוגדר. לפיכך, התוכנית כוללת מימון להחלפת חמש האוניות בשנת 2035, אך מסתיימת לפני אירוע החלפתן של שבע האוניות הנוספות בשנים 2039-2040, ולכן אינה מאפשרת להסיק על יכולת החברה לממן את חידוש הצי מעבר לשנת 2036.

רישום ישראלי ודגל ישראל

כל 12 האוניות המיועדות לעבור לבעלות צים ישראל נושאות כיום דגל ליבריה. 11 מהן מצויות בבעלות האפאג-לויד או חברות בנות שלה, ואחת, GSL Africa, בבעלות צים. מנגד, מכתב השרים מחייב כי לפחות שש מהאוניות שבבעלות צים ישראל יהיו רשומות אצל רשם כלי השיט ויישאו דגל ישראלי. נכון למועד כתיבת חוות הדעת, הצדדים טרם הציגו תוכנית מפורטת לרישום מחדש של האוניות, ורשות החברות ביקשה מידע נוסף בנושא.

רציפות אספקה, מכולות ופריסת הקווים

יכולת הפעולה של צים ישראל בעת חירום תלויה לא רק בזמינות האוניות אלא גם במכולות, בנמלי שטעון ובקישוריות להמשך שרשרת ההובלה. החברה צפויה להחזיק בבעלותה TEU 4,000 בלבד ולהסתמך על חכירת יתרת המכולות ממאגר האפאג-לויד, ללא התחייבות לכמות מינימלית. מחסור במכולות עלול אפוא להגביל את האפשרות לנצל את קיבולת האוניות גם כאשר האוניות עצמן זמינות.

שלושת הקווים שיופעלו ישירות בידי צים ישראל יחברו את ישראל לאירופה ולצפון אמריקה, אך לא לאסיה ולמזרח הרחוק. במצגת הצדדים מיום 14 בספטמבר 2026 צוין כי נשקלת פתיחת קו עצמאי למזרח הרחוק, אולם אפשרות זו אינה מעוגנת בהתחייבות חוזית. במתווה הקיים, החיבור ליעדים באסיה נשען על שטעון ועל מובילים אחרים, כאשר נמל דמייטה במצרים צפוי לשמש נקודת שטעון מרכזית. בעת שגרה, הסתמכות על שטעון ומובילים משלימים היא מודל מקובל בענף. הסיכון הלאומי מתחדד בתרחיש שבו כמה מגבלות מתקיימות במקביל, כגון סירוב לשרת מטען ישראלי, מגבלות ביטוח, אי-זמינות של נמל ביניים או מחסור בצידוד. בתרחיש כזה, עצם הבעלות על צי אוניות אינה מבטיחה לבדה רציפות מלאה של שרשרת ההובלה.

הון אנושי וידע ארגוני

כ-64 ימאים ישראליים צפויים לעבור לצים ישראל. לפי המתווה שהוצג בתחילה למדינה, ניהול האוניות היה אמור להתבצע באמצעות מנהל אוניות חיצוני. במצגת מיום 14 בספטמבר 2026 הציגו הצדדים "עדכון קונספט", שלפיו ניהול האוניות אמור להתבצע בתוך צים ישראל באמצעות עובדים שייקלטו מצים. עם זאת, העדכון הוגדר כמצוי בפיתוח וטרם עוגן בהתחייבות חוזית. לפיכך, החשש מפגיעה בידע הימי הישראלי מצטמצם ככל שהמודל הפנימי אכן ימומש, אך נכון למועד זה טרם הוצג הסדר מחייב המבטיח זאת.

סיכון דומה קיים בתחום הידע המסחרי והמערכות. מערכות ה-IT וה-ERP הקיימות של צים לא יועברו לצים ישראל, והמידע המסחרי שיוזן למערכת החדשה במועד ההשלמה מוגבל, לפי המסמכים שהוצגו, לחוזי המטען הממשלתיים ולהסכם הסלוטים. מצב זה עלול להקשות על שימור ידע ארגוני ועל בניית בסיס הלקוחות העצמאי שעליו נשענת התוכנית העסקית.



אגף כלכלה ותשתיות

תרחיש החירום שהציגו הצדדים

במסמכים שהוגשו לרשות החברות הציגו הצדדים תרחיש קיצון שבו כלל המובילים הבין-לאומיים מפסיקים לפקוד את ישראל, וצי צים ישראל מוסב למערך הובלה בין ישראל לבין נמל שטעון ים-תיכוני. לפי התרחיש, ניתן להגיע לקיבולת שנתית של כ-2.6 מיליון TEU, לעומת יבוא שנתי של כ-1.4 מיליון TEU.

עם זאת, קיימת אי-בהירות בבסיס החישוב. הנתון של 2.6 מיליון TEU מתיישב בקירוב עם שימוש בקיבולת הנומינלית של הצי, לאחר הותרת שתי אוניות כרזרבה, ולא עם הקיבולת התפעולית של כ-95.8 אלף TEU המוצגת בדוח EY. נוסף על כך, התרחיש לא מביא בחשבון מגבלות מהותיות ובהן זמינות המכולות, ביטוח סיכוני מלחמה, זמינות חלונות עגינה בנמל השטעון והצורך במוביל אחר שימשיך את הובלת המטען מנמל הביניים ליעדו. לפיכך, התרחיש מדגים את פוטנציאל קיבולת האוניות, אך אינו מוכיח כשלעצמו יכולת לקיים שרשרת אספקה מלאה בתרחיש חירום.

אפקטיביות מנגנוני ההגנה והאכיפה

המתווה המוצע מחזק בחלק מן ההיבטים את יכולת הפיקוח של המדינה. צים ישראל תהיה חברה פרטית ישראלית בעלת בעל שליטה, ומניית המדינה המיוחדת תחול עליה במישרין. בנוסף, לפי המתווה, סף ההחזקה המחייב הסכמה מראש של המדינה צפוי לרדת מ-35% ל-10%, ובכך להרחיב את יכולתה לפקח על שינויים עתידיים במבנה הבעלות.

עם זאת, קיימת הבחנה בין יכולת המדינה לשלוט בזהות בעל השליטה לבין יכולתה לשמר את מכלול ההגנות שעליהן נשענת צים ישראל. מניית הזהב תחייב את צים ישראל ואת בעלת השליטה בה, אך לא את האפאג-לוידי, שעליה נשענים חלק מן ההסדרים הפיננסיים, המסחריים והתפעוליים. כך, למשל, מנגנון השלמת הרווח פוקע במקרה של אובדן השליטה האפקטיבית של קרן פימי, גם אם העברת השליטה אושרה על ידי המדינה. באופן דומה, יכולתה של המדינה להשפיע על המשך אספקת שירותים, מכולות, קישוריות והסדרים מסחריים מצד האפאג-לוידי תהיה מוגבלת לתנאים שנקבעו בהסכמים בין הצדדים. לפיכך, מניית הזהב עשויה להקנות למדינה שליטה משמעותית במבנה הבעלות ובמאפיינים מסוימים של פעילות צים ישראל, אך אינה מבטיחה כשלעצמה את המשך קיומם של ההסדרים התלויים בהאפאג-לוידי.

הבחנה זו מוכרת גם מהסדרי הגנה שנקבעו בשנים האחרונות בחברות המספקות שירותים חיוניים, שבהם ביקשה המדינה לפקח לא רק על זהות בעל השליטה אלא גם על מוקדי השפעה ותלות בגורמים זרים. אין בכך כדי לקבוע כי המתווה הנוכחי אינו מספק, אך הדבר מחייב לבחון את אפקטיביות מניית הזהב לא רק לפי היקף סמכויותיה הפורמליות, אלא גם לפי מידת התאמתן למבנה התפעולי והחוזי שבו תפעל צים ישראל.

תמריצי הצדדים

לצדדים לעסקה תמריצים כלכליים שונים. האפאג-לוידי צפויה לרכוש את פעילותה הגלובלית של צים, ובכלל זה את הצי הבין-לאומי, רשת הסוכנויות והפעילות המסחרית העולמית. בעלי המניות של צים צפויים לקבל את התמורה שנקבעה בעסקה, ואילו קרן פימי תרכוש את השליטה בצים ישראל, חברה שתוקם ללא חוב פיננסי ותינהג בשנותיה



אגף כלכלה ותשתיות

הראשונות ממגנוני הגנה מסחריים ופיננסיים מצד האפאג-לוידי. נוסף על התשואה האפשרית מההשקעה, פימי זכאית לפי ההסכמים לדמי ניהול שנתיים של עד 300 אלף אירו.

החשיפה ההונית המחויבת של קרן פימי על פי מתווה העסקה שהוצג למדינה היא כ-80 מיליון דולר, ולא הוצגה התחייבות להזרמות הון נוספות. מנגד, צים ישראל תחל את פעילותה עם בסיס הון ונכסים הגדול פי כמה מהשקעת קרן פימי, ללא חוב פיננסי, עם מגנוני הגנה משמעותיים בשנותיה הראשונות ועם פוטנציאל ליהנות מעליית הערך של צים ישראל. לכן, קיים חוסר סימטריה מהותי בין פוטנציאל התשואה של בעלת השליטה לבין היקף הסיכון ההוני שהיא מחויבת לשאת בו. חוסר סימטריה זה מחליש את המשקל שניתן לייחס לעצם נכונותה של קרן פימי לבצע את ההשקעה כאינדיקציה לאיתנותה העצמאית של צים ישראל או ליכולתה למלא לאורך זמן את התפקיד הלאומי המוטל עליה.

המדינה אינה צד כלכלי לעסקה, ומטרתה היא להבטיח כי לאחר השלמתה יישמרו האינטרסים שעליהם נועדה להגן מניית המדינה המיוחדת, ובהם צי זמין, יכולת פעולה בעת חירום, ימאות ישראלית וזיקה ניהולית ותפעולית לישראל. לצד זאת, בבחינת העסקה יש להביא בחשבון גם את האינטרס הכלכלי בעידוד השקעות זרות ואת השפעת ההחלטה על האופן שבו משקיעים עתידיים יעריכו עסקאות דומות בישראל.

לפיכך, עצם העובדה שהמתווה משרת את האינטרסים המסחריים של הצדדים אינה מלמדת כי הוא משרת במידה מספקת את האינטרסים שעליהם מופקדת המדינה. הבחינה הנדרשת היא אם נקודת האיזון שנקבעה בעסקה משמרת את האינטרסים הלאומיים החיוניים, גם במקרה שבו האינטרסים הכלכליים של הצדדים ישתנו, כפי שעשוי לקרות לאורך זמן.

השלכות רוחב

לעסקה עשויות להיות גם השלכות החורגות מצים ישראל עצמה. במישור התחרותי, צים ישראל והאפאג-לוידי יוכלו להתחרות זו בזו ללא הסכם אי-תחרות, דבר שעשוי לתרום לתחרות בשוק ההובלה הימית לישראל. מנגד, השימוש בנמל דמייטה כנקודת שטעון מרכזית עשוי להעביר חלק מפעילות השטעון והערך הנלווה לה מנמלי ישראל לנמל זר.

במישור הרגולטורי, העסקה מעלה שאלת רוחב בדבר אפקטיביות מניות מדינה מיוחדות במקרים שבהם פעילות אסטרטגית מופרדת מפעילות גלובלית רחבה ומועברת לישות חדשה, בעוד שחלק מן התשתיות, השירותים והקישוריות שעליהם היא נשענת נותרים בידי גורם זר. האופן שבו המדינה תעצב את תנאי העסקה עשוי אפוא לשמש תקדים לבחינת עסקאות עתידיות בחברות שבהן קיימים אינטרסים חיוניים המוגנים באמצעות מניית מדינה מיוחדת או מנגנון רגולטורי דומה.



אגף כלכלה ותשתיות

חלק ד': חלופות והמלצה

תנאים מקדמיים לאישור הפיצול

מכתב השרים מתנה את הפיצול בקיומם של מספר תנאים מצטברים. שניים מהם טרם הושלמו במועד כתיבת חוות הדעת. ראשית, נדרש אישור מראש ובכתב של שר הביטחון כי אין בפיצול כדי לפגוע באינטרסים הביטחוניים החיוניים המפורטים במניית המדינה המיוחדת. אישור כאמור טרם ניתן. משרד הביטחון גיבש חוות דעת מסווגת המתנגדת לאישור העסקה במתכונתה הנוכחית, ושר הביטחון אישר עמדה זו.

שנית, מכתב השרים מחייב כי לפחות שש מהאוניות שבבעלות צים ישראל יהיו רשומות אצל רשם כלי השיט וישראל דגל ישראלי. כל 12 האוניות המיועדות לעבור לבעלות צים ישראל נושאות כיום דגל ליבריה, ואף אחת מהן אינה רשומה בישראל. רשות החברות ביקשה מהצדדים מידע בדבר אופן הרישום של האוניות, וטרם התקבל מענה. לפיכך, ככל שתיבחן אפשרות לאשר את הפיצול, יהיה צורך להבטיח את השלמת דרישת הרישום והדגל כתנאי להשלמתו.

החלופות העומדות בפני המדינה

לפי הסכם המיזוג, אי-השלמת העסקה בשל אי-קבלת אישור מכוח מניית המדינה המיוחדת או בשל דין רגולטורי ישראלי, למעט חוק התחרות הכלכלית, אינה מפעילה את חובת תשלום דמי הביטול בסך 160 מיליון דולר. על רקע זה עומדות בפני המדינה שלוש חלופות:

1. **אישור:** אישור הבקשה במתכונתה הנוכחית, על בסיס ההתחייבויות וההסדרים שנכללו במסמכי העסקה.
2. **אישור בתנאים:** אישור העסקה בכפוף להתחייבויות נוספות של הצדדים שנועדו לתת מענה לחששות שזוהו בחוות הדעת.
3. **סירוב:** אי-מתן ההסכמות הנדרשות מכוח מניית המדינה המיוחדת ומכתב השרים, באופן שלא יאפשר את השלמת העסקה במתכונתה הנוכחית.

תרחיש הייחוס: המשך פעילות צים במתכונתה הנוכחית

בחינת החלופות מחייבת להגדיר את תרחיש הייחוס. סירוב לעסקה יותיר את צים כחברה ציבורית הנסחרת בניו יורק, ללא בעל שליטה, עם חוב נטו של כ-2.77 מיליארד דולר נכון ליוני 2026, ותחת מניית המדינה המיוחדת במתכונתה הנוכחית.

הצדדים מצביעים על מספר חולשות במצב הקיים. לטענתם, מבנה החזקות המפוזר מאפשר לגורם יחיד לרכוש עד 24% ממניות החברה ללא אישור המדינה, ואף מאפשר למספר גורמים לרכוש החזקות משמעותיות במקביל; רוב הצי מוחזק בחכירה ואינו עומד בהכרח לרשות המדינה בעת חירום; וכן נטען כי התקנון מאפשר לחברה לרדת מתחת לרף של 11 אוניות בבעלות בתנאים מסוימים. לפי מצגת הצדדים מיום 18 באוגוסט 2026, מספר האוניות שבבעלות צים עמד במוצא על ארבע בשנים 2016-2020 ועל תשע בשנים 2021-2025, מתחת לרף של 11 אוניות לאורך התקופה.

טענות אלה טעונות אימות מול נוסח התקנון ומול נתוני הצי ההיסטוריים. עם זאת, הן מחדדות כי גם המשך המצב הקיים אינו נטול סיכונים, ולכן אין לבחון את העסקה מול תרחיש ייחוס של צים יציבה ונטולת מגבלות.

רח' קפלן 3, הקריה, ירושלים 91007, טל: 02-6705656, פקס: 02-5619018

3 Kaplan St. Jerusalem 91007, Tel: +972 (2) 6705656, Fax: +972 (2) 5619018

شارع كبلان 3, هكريا اورشليم القدس 91007, هاتف: 02-6705656, فاكس: 02-5619018

www.pmo.gov.il



אגף כלכלה ותשתיות

על אף שחלק מהשאלות שהופנו לצדדים טרם נענו במלואן, המסמכים שנמסרו לנציגי המדינה, ובהם ההסכמים המסחריים, הדוחות הכספיים, התוכנית העסקית והמענים שהתקבלו, מספקים תשתית עובדתית וכלכלית לגיבוש עמדה ביחס למתווה. פערי המידע שנותרו עשויים לחדד את התמונה, אך אינם מונעים הכרעה על בסיס התשתית הקיימת.

הערכת החלופות

אישור ללא תנאים

אישור העסקה במתכונתה הנוכחית יאפשר את השלמת הפיצול ואת הקמת צים ישראל בהתאם להסכמים שהוצגו. לחלופה זו יתרונות הנובעים מהקמת חברה ישראלית בעלת שליטה מזוהה, צי בבעלות והון עצמי משמעותי, וכן ממנגנוני ההגנה המסחריים והפיננסיים שהאפאג-לוייד תעמיד בשנות הפעילות הראשונות.

מנגד, אישור ללא שינוי במתווה מותיר בעינם את החששות המבניים שפורטו בחוות הדעת, ובהם התלות בהאפאג-לוייד בשירותים ובאמצעי ייצור מרכזיים, היעדר קישור עצמאי לאסיה, סיכון הביצוע הגלום בתוכנית העסקית והפער בין היקף סמכויות המדינה מכוח מניית הזהב לבין הגורמים שבהם תלויה בפועל פעילותה של צים ישראל.

אישור בתנאים

לכאורה, ניתן לבקש מהצדדים לספק מענה לחששות שפורטו בחוות הדעת באמצעות התניית האישור בהתחייבויות נוספות. עם זאת, לעמדתנו חלופה זו אינה מספקת מענה אפקטיבי לחששות המרכזיים העולים מן העסקה.

מניית הזהב אינה מנגנון לפיקוח תפעולי שוטף על קיום התחייבויות מסחריות. נקודת ההכרעה האפקטיבית של המדינה היא לפני השלמת העסקה, כאשר הסכמתה נדרשת לביצועה. לאחר ההשלמה, יכולתה של המדינה להשפיע על קיום התחייבויות שאינן מעוגנות במישרין בזכויות מניית הזהב מצטמצמת במידה ניכרת. קושי זה משמעותי במיוחד במקום שבו ביצוע התנאי תלוי לאורך זמן בהאפאג-לוייד, שאינה כפופה בעצמה למניית הזהב.

יש להבחין בהקשר זה בין תנאי שניתן להשלים ולאמת לפני השלמת העסקה לבין התחייבות להתנהגות עתידית. תנאים מן הסוג הראשון עשויים להבטיח עובדה מוגדרת במועד ההשלמה, כגון רישום אוניות. לעומת זאת, החששות המרכזיים שזוהו בחוות הדעת נוגעים לעצמאות התפעולית והמסחרית של צים ישראל, זמינות מכולות, קישוריות, פיתוח הפעילות העצמאית, חידוש הצי ושימור הכשירות הלאומית לאורך שנים. מטבעם, נושאים אלה אינם ניתנים לאימות מלא במועד ההשלמה.

לפיכך, אישור העסקה על בסיס התחייבויות עתידיות יעביר את המדינה ממצב שבו הסכמתה נדרשת כתנאי להשלמת העסקה למצב שבו היא נדרשת לפקח בדיעבד על קיום התחייבויות לאורך זמן, ללא מנגנון אכיפה ישיר ומספק ביחס לכל הגורמים שעליהם תלוי ביצוען. לעמדתנו, אין בכך מענה מספק לחששות המבניים שזוהו, ולכן חלופת האישור בתנאים אינה חלופה מתאימה לעסקה במתכונתה הנוכחית.

סירוב

סירוב ימנע את השלמת העסקה במתכונתה הנוכחית וישמר את מניית המדינה המיוחדת בצים הקיימת. הוא גם יאפשר למדינה להימנע מקבלת מבנה שלגביו זוהו חששות שלא קיבלו מענה מספק.



אגף כלכלה ותשתיות

עם זאת, הסירוב אינו פותר את החולשות הקיימות במצב הנוכחי של צים, ובהן מבנה הבעלות המבוזר, הפער בין דרישת הצי המינימלי לבין היקף האוניות שבעלות החברה והסתמכות נרחבת על אוניות חכורות. לפיכך, בחירה בחלופה זו מחייבת להבחין בין ההחלטה ביחס לעסקה הנוכחית לבין הצורך לטפל בנפרד בחולשותיה של מניית המדינה במתכונתה הקיימת.

בבחינת הפעלת הזכויות מכוח מניית המדינה המיוחדת, נקודת המוצא היא צמצום ההתערבות בעסקה מסחרית למקרים שבהם הדבר נדרש לשם הגנת האינטרסים החיוניים שעליהם נועדה המניה להגן. ככל שניתן לאפשר לצדדים לממש עסקה מסחרית מבלי לפגוע באינטרסים אלה, זו האפשרות העדיפה. ההמלצה שלהלן ניתנת לאחר בחינת המתווה על בסיס אמת מידה זו.

להשלמת התמונה יצוין כי גורמים מוסמכים ובעלי מומחיות בתחום הביעו התנגדות לעסקה במתכונתה הנוכחית. שרת התחבורה והבטיחות בדרכים הביעה את התנגדותה בכתב בכתבה מיום 16 בפברואר 2026. כאמור, משרד הביטחון מתנגד לעסקה, ושר הביטחון אישר עמדה זו. גם רשות הספנות והנמלים מתנגדת לעסקה, ועמדה זו הוצגה על ידי מנהל הרשות. בהקשר זה יצוין כי סעיף 4(א)(9) לחוק רשות הספנות והנמלים, התשס"ד-2004, מטיל על הרשות את התפקיד ליעץ לשר ולממשלה בכל עניין בתחום הספנות והנמלים, וסעיף 4(ב)(4) מונה בין מטרותיה שמירה על תשתית הספנות הישראלית באמצעות כלי שיט ואנשי צוות ישראליים.

עמדות אלה אינן משמשות בסיס עצמאי למסקנות חוות דעת זו. המלצתנו מבוססת על הניתוח הכלכלי והמקצועי המפורט לעיל; הן מובאות בשל מעמדם ותפקידם של הגורמים ובשל זיקתם הישירה לאינטרסים הנבחנו.

המלצה

על בסיס הניתוח שפורט בחוות הדעת, המלצתנו היא שלא לאשר את הבקשה במתכונתה הנוכחית. אין מדובר בפער נקודתי או בסיכון שניתן לייחס להנחת עבודה מסוימת בתוכנית העסקית, אלא במכלול של חולשות מבניות הנובעות מעצם מבנה העסקה. המתווה המוצע מצמצם באופן מהותי את הפעילות הישראלית, ובה בעת מותיר רכיבים מרכזיים הנדרשים לפעילותה התקינה תלויים בהאפאג-לוידי ובגורמים זרים אחרים.

השיקולים הכלכליים והלאומיים

צים ישראל צפויה אמנם להתחיל את פעילותה ללא חוב פיננסי, עם הון עצמי משמעותי ועם מנגנוני הגנה בשנותיה הראשונות. ואולם, איתנות זו נשענת במידה ניכרת על הסדרים עם האפאג-לוידי, ובהם התחייבות לרכישת קיבולת, זמינות מכולות, שירותים תפעוליים וקישוריות לרשת הגלובלית. במקביל, התוכנית העסקית מניחה כי בתוך שנים ספורות תחליף צים ישראל חלק ניכר מפעילות זו בפעילות מסחרית עצמאית, ובהתאם יפחתו בהדרגה מנגנוני ההגנה החוזיים. לפיכך, הסיכון המרכזי אינו בעצם הפחתת ההגנות, אלא בתלות בהנחה שקצב בניית הפעילות העצמאית יהיה מהיר דיו כדי לפצות על צמצומן. פער בין קצב צבירת הלקוחות העצמאיים לבין קצב הפחתת התמיכה מצד האפאג-לוידי עלול לחשוף את החברה לפגיעה בהכנסות וברווחיות דווקא במהלך שנות ההתבססות.

גם מן הבחינה הלאומית, המתווה אינו נותן מענה מספק לאינטרסים שעליהם נועדה מניית המדינה המיוחדת להגן. החברה תישען על גורמים שאינם כפופים למניית המדינה לצורך מכולות, קישוריות ושירותים תפעוליים; לא יהיה



אגף כלכלה ותשתיות

לה במועד ההקמה קו עצמאי לאסיה ולמזרח הרחוק; יכולתה לשמר את הצי לאורך זמן תלויה בהשקעות הוניות משמעותיות; וחלק מן הידע והיכולות הנדרשים להפעלתה העצמאית טרם עוגנו במתווה מחייב. עדכון הצדדים מיום 14 בספטמבר 2026 בנוגע לניהול האוניות בתוך צים ישראל ולבחינת פתיחתו של קו למזרח הרחוק מצביע על אפשרות לצמצום חלק מן הפערים, אך שני הנושאים טרם עוגנו בהתחייבות חוזית מחייבת ואינם נותנים מענה ליתר התלויות שנמצאו.

הבעיה המרכזית במתווה אינה עצם קיומו של סיכון עסקי, אלא הפער בין המבנה התאגידי לבין המציאות התפעולית והאסטרטגית. צים ישראל תהיה חברה ישראלית בבעלות ובשליטה של קרן פימי, אך **השליטה התאגידית הישראלית אינה מבטיחה עצמאות תפעולית ואסטרטגית**. חלק מהותי מיכולותיה התפעוליות והמסחריות יוסיף להיות תלוי בהאפאג-לויד, חברה זרה שאינה כפופה למניית המדינה המיוחדת. לאחר השלמת העסקה, המדינה תיוותר אפוא עם מניית מדינה מיוחדת בחברה ישראלית, בעוד שחלק מהותי מן התנאים הנדרשים ליכולתה לפעול לאורך זמן ולמלא את תפקידה הלאומי יהיה תלוי בגורם שאין למדינה דין ודברים איתו.

לעמדתנו, פער זה הוא פער מהותי בליבת האינטרסים שעליהם נועדה מניית המדינה המיוחדת להגן, ואינו מצדיק את אישור העסקה במתכונתה הנוכחית. אין מקום להסתמך על התחייבויות עתידיות שקיומן ואפקטיביות האכיפה שלהן יתבררו רק לאחר השלמת העסקה, כשיכולת המדינה להשפיע על מבנה העסקה תהיה מצומצמת משמעותית.

צעדים משלימים

ללא תלות בהחלטה בעסקה הנוכחית, מוצע לבחון מחדש את ההסדרים המגנים על האינטרסים החיוניים של המדינה בתחום הספנות. בכלל זה יש לבחון את עדכניות הפרמטרים הכמותיים שנקבעו במניית המדינה המיוחדת ובמכתב השרים ואת התאמתם להיקפי הסחר ולמבנה ענף הספנות כיום, וכן אם נדרש לעגן חלק מהאינטרסים באמצעות מנגנון רגולטורי נוסף או חלופי. בחינה זו נדרשת גם לנוכח החולשות הקיימות במתכונת הנוכחית של מניית המדינה, ואינה תלויה בשאלה אם העסקה הנוכחית תאושר.