



רשות ניירות ערך
ISRAEL SECURITIES AUTHORITY
מחלקת תאגידיים www.isa.gov.il

החלטת אכיפה חשבונאית 11-3

מאי 2011

נושא ההחלטה:

אומדן שווי הוגן נדל"ן להשקעה.

תאריך ההחלטה:

אוגוסט 2010.

סוג ותאריך הדיווח:

דוח עסקה בהתאם לתקנות ניירות ערך (עסקה בין חברה ובין בעל שליטה בה), התשס"א-2001 ודוחות כספיים לשלושה חודשים שנסתיימו ביום 31 במרץ 2010.

תיאור הטיפול שיושם:

חברה א' הינה חברה ציבורית העוסקת בתחום הנדל"ן בחו"ל (להלן: "החברה"). במהלך שנת 2010 התקשרה החברה בהסכם עם בעלת השליטה בה, שהינה אף היא חברה ציבורית (להלן: "החברה האם"), לפיו תרכוש החברה מצד ג', שהוא חברה ציבורית שאינה קשורה לחברה או לחברה האם (להלן: "המוכר") את החזקותיה בחברת נכס (להלן: "חברת הנכס") המסתכמות ל-95% מהון המניות של חברת הנכס. למועד ההסכם, בחברת הנכס מספר חטיבות קרקע חקלאיות סמוכות בחו"ל (להלן: "הקרקע"). במסגרת ההסכם נקבע כי בתמורה לרכישת החזקות המוכר בחברת הנכס, תשלם החברה למוכר סכום במזומן ובנוסף תקצה לו מניות של החברה. במקביל, התקשרה החברה האם בהסכם עם המוכר, לפיו היא תקצה למוכר מניות תמורת מזומן. שתי ההתקשרויות המתוארות לעיל מותנות זו בהתקיימותה של זו.

לצורך אישור העסקה כאמור לעיל, פרסמה החברה דיווח מיידי בדבר זימון אסיפת בעלי מניות לאישור עסקה חריגה שלבעל השליטה יש בה עניין אישי בהתאם לסעיפים 270(4) ו-275 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: "דוח העסקה").

בהתאם לנדרש על פי הוראות הדין, צרפה החברה לדוח העסקה דוחות כספיים של חברת הנכס לרבעון ראשון לשנת 2010 (להלן: "הדוחות הכספיים") וכן צרפה הערכת שווי לאמידת שוויה ההוגן של הקרקע למועד ההסכם, אשר נערכה על ידי שמאי מקרקעין בחו"ל (להלן: "הערכת

השווי ו-**"מעריך השווי"** בהתאמה). הערכת השווי, מבוססת על הערכת שווי אשר שימשה בסיס לקביעת שוויה ההוגן של הקרקע לצורך מדידתה בדוחות הכספיים של חברת הנכס, ושתיהן נוקבות באותו השווי. כפי שעולה מדוח העסקה, הדוחות הכספיים והערכת השווי היוו בסיס בקביעת תנאי העסקה.

במהלך התקופה בה החזיק המוכר בחברת הנכס ובעקיפין בקרקע, הוצגה הקרקע בדוחות הכספיים שקדמו להסכם, כנדל"ן להשקעה במודל השווי ההוגן בהתאם לתקן חשבונאות בינלאומי 40. לצורך אומדן השווי ההוגן של הקרקע בדוחות הכספיים האמורים, נמדדה הקרקע בהתאם להערכות שווי של אותו מעריך השווי, ובכולן נעשה שימוש במתודולוגית מדידה דומה.

בחירת תנאי העסקה כמכלול, קרי, בין המוכר לבין החברה והחברה האם, למכירת הקרקע בתמורה למזומן ולהקצאת מניות סחירות בבורסה, מעלה כי שווי הקרקע, כפי שנגזר משווי המניות ליום העסקה ומהמזומן שהוחלפו בעסקה, נמוך במידה ניכרת משווי הקרקע על פי הערכת השווי, לאור זאת התעוררו ספקות בדבר נאותות יישום כללי המדידה והגילוי בנוגע לשווי ההוגן של הקרקע ובוצעו בדיקות שונות בעניין זה כמפורט להלן.

בהתאם לאמור בהערכת השווי, שווי הקרקע נקבע על ידי מעריך השווי בהתבסס על הצעות מחיר (Asking Prices) של נכסים דומים (להלן: **"נכסי השוואה"**) עובר למועד ביצוע ההערכה. לטענת החברה ומעריך השווי גישה זו יושמה, חלף השוואה לנתוני עסקאות בפועל הואיל ולא היה בידיהם מידע זמין על עסקאות שבוצעו בפועל באזור הרלוונטי.

כחלק מבדיקת דוח העסקה, ביצע הסגל בדיקות שונות לבחינת נאותות המדידה והגילוי בקשר עם הקרקע בדיווחי החברה. בכלל זה בחן הסגל את נאותות אומדן השווי ההוגן של הקרקע במסגרת הערכת השווי השמאית וההנחות ששימשו את החברה ומעריך השווי לצורך זה. במסגרת בדיקות אלה, בין היתר, נערך ביקור בקרקע, נבחנו המאפיינים השונים של החלקות השונות, נבחנו הזכויות בה, נבחן מצבה התכנוני ונסקר מצב שוק הנדל"ן באזור הרלוונטי.

בדיקת סגל הרשות העלתה מספר ליקויים מהותיים בקשר עם ההנחות בבסיס קביעת אומדן השווי ההוגן של הקרקע על ידי מעריך השווי, ובהתאמה גם באופן מדידת הקרקע בדוחות הכספיים של חברת הנכס אשר צורפו לדוח העסקה, כמפורט להלן:

1. בבדיקת סגל הרשות, אשר כללה, כאמור, סקירת מצב שוק הנדל"ן באזור הרלוונטי, נמצאו נתונים בדבר עסקאות מכירה **בפועל** של נכסי נדל"ן הסמוכים לחלק מחטיבות הקרקע נשוא הערכת השווי ובעלי מאפיינים דומים להם. עסקאות אלה משקפות לחטיבות מסוימות בקרקע¹ שווי נמוך משמעותית מהשווי שנקבע בהערכת השווי;

¹ במסגרת הבדיקה נמצא כי ישנם הבדלים במאפייני הקרקע (מיקום, קרבה לתשתיות וכו') בקשר עם חטיבות הקרקע השונות בינם לבין עצמם.

2. מהערכת השווי עולה לכאורה כי הקרקע מורכבת ממספר חלקות בעלות רציפות ביניהן, דהיינו - חטיבה אחת רציפה. עם זאת, בבדיקה נמצא כי המדובר במספר חטיבות קרקע, סמוכות אומנם, אך ללא רציפות ביניהן. ברי, כי נתון זה הינו נתון חשוב אשר יש בו כדי להשפיע משמעותית על השימוש הפוטנציאלי בקרקע, ובכלל זה אפשרויות הפיתוח שלה, ובהתאמה גם על שווייה ההוגן ;
3. הבדיקה העלתה כי מעריך השווי ביצע שמאות כללית בלבד (desktop review) דבר אשר השפיע על מידת היכרותו עם הנכס וסביבתו הכלכלית. כך לדוגמה, במסגרת הדיונים בין מעריך השווי לסגל הרשות, לא ידע מעריך השווי את מיקומם המדויק של נכסי ההשוואה (הנכסים נושא הצעות המחיר) שבנתונייהם נעשה שימוש במסגרת הערכת השווי. כמו-כן, לא הכיר מעריך השווי את מאפייני נכסי ההשוואה במידה מספקת לצורך התבססות עליהם בהערכת השווי. דהיינו, מעריך השווי לא ידע מהם המאפיינים הדומים בין נכסי ההשוואה לבין הקרקע, אשר מאפשרים את ההתבססות על אותם נכסים ומהם ההבדלים בינם לבין מאפייני הקרקע אשר בגינם נדרש המעריך לבצע התאמות ;
4. הערכת השווי לא כללה גילוי על שיעור ההתאמה שהובא בחשבון על ידי מעריך השווי לצורך התאמת הסכום הנקוב בהצעות המחיר של נכסי ההשוואה לשווי המוערך אשר היה מתקבל בעסקה בין מוכר מרצון וקונה מרצון שאינם קשורים, והבסיס לקביעת שיעור זה (הפחתה זו ידועה גם בשם "הפחתה בגין משא ומתן") ;
5. הערכת השווי כללה התייחסות של מעריך השווי לשינויים שחלו בשוק הנדל"ן הרלוונטי בשנה האחרונה. לעניין זה, ציין מעריך השווי כי מחירי ההיצע השתנו כך שבעלי הקרקעות הסכמו להפחתה אשר יכולה להגיע עד לכ- 40%-50% מהמחיר בו הקרקע מוצעת למכירה. עם זאת, מבירורים שבוצעו עם מעריך השווי עלה כי עשה שימוש בשיעור נמוך משמעותית לצורך התאמת המחירים המוצעים של נכסי ההשוואה למחיר השוק של הקרקע. דבר זה אינו עולה בקנה אחד עם האמור בהערכת השווי ;
6. הערכת השווי לא כללה גילוי על התאמות שביצע מעריך השווי בגין הבדלים בין מאפייני נכסי ההשוואה למאפייני הקרקע נושא הערכת השווי, בין היתר, בגין מיקום, קרבה לכביש ראשי, קרבה לתשתיות וכד' ;
7. במסגרת הערכת השווי, מעריך השווי הביא בחשבון מחיר ממוצע של הצעות לנכסים ברי השוואה (במשקלות שונים לנכסי ההשוואה השונים). סגל הרשות סבור כי במקרה זה, הואיל והצעות המחיר השונות הינן לקרקעות סמוכות, אשר דומות זו לזו במאפייניהן, ברי כי הרוכש הפוטנציאלי צפוי לבחור לרכוש את הקרקע במחיר הממוצע הנמוך ביותר מבין הצעות המחיר, ומשכך, על מעריך השווי היה להביא בחשבון את המחיר הנמוך כאמור.

בעקבות הערות סגל הרשות, ביצע מעריך השווי בחינה מחודשת של ההנחות בבסיס הערכת השווי ובהתאם החליט לבצע הערכת שווי חדשה (להלן: "הערכת השווי החדשה"). הערכת השווי החדשה בוצעה, אף היא, בהתבסס על הצעות מחיר (Asking Prices) של נכסים דומים. במסגרת הערכת השווי החדשה תוקנו חלק מליקויי הערכת השווי הקודמת, ובפרט בהיבט הרחבת הגילוי בקשר עם הפרמטרים וההנחות ששימשו לצורך קביעת השווי ההוגן. עם זאת, גם

בהערכת השווי החדשה לא תוקנו מספר ליקויים בקשר עם אומדן השווי ההוגן של הקרקע, ובכלל זה:

- א. מעריך השווי לא שינה את מקדם ההתאמה בין הצעות המחיר לשווי שוק, וזאת למרות שבהערכת השווי צוין כאמור בסעיף 5 לעיל שיעור התאמה נדרש הגבוה במידה ניכרת;
- ב. מעריך השווי לא הביא בחשבון את עסקאות ההשוואה בפועל המוזכרות בסעיף 1 לעיל;
- ג. מעריך השווי המשיך להתבסס על ממוצע הצעות מחיר של נכסי ההשוואה דומים וסמוכים כמתואר בסעיף 7 לעיל, חלף התבססות על המחיר המוצע הנמוך מבין אותן הצעות מחיר.

החלטת סגל הרשות:

לעמדת סגל הרשות, לאור הליקויים המפורטים לעיל, הערכות השווי של הקרקע (הן הערכת השווי והן הערכת השווי החדשה) וכן הדוחות הכספיים של חברת הנכס, אשר צורפו לדוח העסקה, אינם עומדים בהוראות הדין. לאור האמור, פנה סגל הרשות לדירקטוריון החברה בדרישה להתייחס לכשלים האמורים ולהסביר כיצד להערכתו הערכת השווי והדוחות הכספיים של חברת הנכס עומדים בהוראות הדין.

תיאור התיקון:

בהמשך לפניית סגל הרשות לדירקטוריון החברה כאמור לעיל, החליטה החברה כי לא תפעל להארכת המועד האחרון להתקיימות התנאים המתלים לעסקה (ובכללם אישור אסיפת בעלי המניות של החברה). כתוצאה מכך העסקה בוטלה, ודירקטוריון החברה לא נדרש עוד לענות על שאלות סגל הרשות.

לדרישת סגל הרשות, פרסמה החברה דיווח מיידי המפרט את השתלשלות העניינים, לרבות עיקרי הליקויים שנמצאו בהערכת השווי ובדוחות הכספיים של חברת הנכס אשר צורפו לדוח העסקה. עוד יצויין, כי בהמשך להשתלשלות האירועים המפורטת לעיל, לשם הערכת שווי הקרקע בדוחות הכספיים של המוכר ליום 30 ביוני 2010, התקשר המוכר עם מעריך שווי נוסף לקבלת הערכת שווי עדכנית. בהתבסס על הערכת השווי העדכנית הכיר המוכר בירידה בשווי ההוגן של הקרקע בשיעור של כ-35%.