



## רשות ניירות ערך

ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

מחלקת תאגידים [www.isa.gov.il](http://www.isa.gov.il)

### ממצאים בקשר עם הערכות שווי לחברות קנאביס אשר פורסמו כחלק מהליך

#### הכנסת פעילותן לחברות ציבוריות:

#### ליקויים וכשלים שנמצאו במסגרת בדיקת סגל רשות ניירות ערך

נובמבר 2019

במסמך זה - תקנות ניירות ערך הרלוונטיות:

- תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970 (להלן - "תקנות הדיווח");
- תקנות ניירות ערך (הצעה פרטית של ניירות ערך בחברה רשומה), התש"ס-2000 (להלן - "תקנות הצעה פרטית");
- תקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיוטת תשקיף - מבנה וצורה), התשכ"ט-1969 (להלן - "תקנות פרטי תשקיף");
- תקנות ניירות ערך (עסקה בין חברה לבין בעל שליטה בה), התשס"א-2001 (להלן - "תקנות עסקה עם בעל שליטה").

#### רקע

במהלך השנתיים האחרונות, השלימו מספר חברות ציבוריות הליך להכנסת פעילות של חברות פרטיות אשר פועלות בתחום הקנאביס בכללותו (להלן - "הליך הכנסת הפעילות"), בין אם פעילות בתחום הקנאביס הרפואי בישראל ו/או בחו"ל (להלן - "חברות הקנאביס הרפואי"), בין אם בתחום המוצרים מבוססי CBD ו/או מוצרי קנאביס לצרכי פנאי (להלן - "חברות הקנאביס הלא רפואי"), ובין אם שילוב של שני התחומים הללו.

סגל רשות ניירות ערך (להלן - "סגל הרשות") בחן מספר הערכות שווי אשר עמדו בבסיס קביעת יחס החלפת המניות בין הצדדים (להלן - "הערכות השווי"), ואשר פורסמו על ידי החברות הציבוריות הרלוונטיות כחלק מהמידע שהובא על ידן במסגרת דוח העסקה להכנסת הפעילות (להלן - "דוח העסקה").

בחינת סגל הרשות הצביעה בחלק מהמקרים על קיומם של ליקויים וכשלים מהותיים ביחס לאומדנים ולהנחות אשר עמדו בבסיס הערכות השווי, כפי שיפורט להלן.

מטרת מסמך זה היא לשקף לתאגידים המדווחים, למעריכי השווי ולציבור המשקיעים, את הממצאים העיקריים שעלו בבדיקות השוטפות של סגל הרשות, כמו גם את עמדת סגל הרשות בקשר אליהם, וזאת לשם שיפור וטיוב הנתונים המדווחים במסגרת הערכות השווי בכלל, ובפרט ביחס לפעילויות בתחום הקנאביס (הן קנאביס רפואי והן קנאביס לצורכי פנאי).

סגל הרשות מצפה כי הנהלות התאגידים המדווחים ומעריכי השווי יבחנו בקפידה את ההנחות העומדות בבסיס הערכות השווי לפעילויות קנאביס המוכנסות לחברות ציבוריות (ובכלל), וכי הערכות השווי של פעילויות בתחום הקנאביס תושתתנה על ראיות משכנעות התומכות בשווי שנוקף ובהתממשות ההנחות שהובאו בחשבון; תהיינה ברמת הסבירות הנדרשת בנסיבות העניין; וכן, תכלולנה את כל העניינים שיש להתייחס אליהם בהערכת שווי שצורפה, בהתאם לתוספת השלישית לתקנות הדיווח.

כמו כן, ממצאי סגל הרשות שיפורטו להלן, **העלו פערי מידע מהותיים גם בסוגיות נוספות שנבדקו על ידי סגל הרשות כחלק מבחינת הערכות השווי של חברות הפועלות בתחום הקנאביס, כגון:**

א. היעדר עדכון על פערים משמעותיים בין תחזיות שנלקחו במסגרת הערכת שווי לבין התממשות בפועל, כנדרש בהתאם להוראות תקנות הדיווח;

ב. אי-צירוף חוות דעת הוגנות באשר לנאותות העסקה, לדוח העסקה, כנדרש בהתאם לתקנות הצעה פרטית.

## **ממצאים הנוגעים להנחות שבבסיס הערכת השווי**

### **א. שיעור היוון לפעילות בראשית דרכה**

באחד המקרים שנבחנו על ידי סגל הרשות, חברה פרסמה הערכת שווי כלכלית לאומדן שווי פעילות גידול ומכירת תפוחות קנאביס רפואי של חברה פרטית (להלן בסעיף זה - "**הערכת השווי**" ו- "**החברה הפרטית**", בהתאמה) במסגרת דוח עסקה להכנסת פעילות. שווי הפעילות הנכנסת הוערך באמצעות שיטת היוון תזרימי המזומנים העתידיים (להלן - "**שיטת ה-DCF**") תוך שימוש בשיעור היוון אחיד של 11.3%, הן לאורך שנות התחזית והן בשנה המייצגת. כמו כן, בשל אי-הוודאות באשר לקבלת היתר לייצוא קנאביס רפואי מישראל נכון למועד פרסום הערכת השווי, התחזית העסקית שהונחה בבסיס הערכת השווי כללה שני תרחישים שונים: תרחיש א' - צפויות מכירות רק בישראל; תרחיש ב' - צפויות מכירות הן בישראל והן ייצוא לחו"ל (וזאת, תחת ההנחה שיאושר בפועל ייצוא קנאביס רפואי מישראל).

שיעור ההיוון חושב על פי נוסחת ה-WACC. מכיוון שנכון למועד הכנת הערכת השווי החברה הפרטית הייתה בראשית דרכה, הסתמכה הערכת השווי לעניין קביעת שיעור ההיוון ומחיר ההון העצמי (Ke) על ריביות ממאגרי מידע בינלאומיים, ובמקרה הרלוונטי, על מאגר מחירי ההון של אוניברסיטת Stern NYU (פרופסור דמודרן). על פי מאגר זה, הריבית התבססה על ממוצע של ריביות ההיוון לענפי התרופות, החקלאות ומוצרי הבריאות לינואר 2018 שעמדה על 7.3% בנוסף,

מכיוון שמדובר היה בחברה פרטית שנמצאת בשלביה הראשוניים, נוספה פרמיה ספציפית בשיעור של כ-4%, כך ששיעור ההיוון עמד על 11.3%.

לטענת החברה ומעריך השווי, רכיב הסיכון של החברה הפרטית נמוך יותר מזה של חברות אחרות אשר נמצאות בשלב פעילות דומה, וזאת, עקב חתימה על שני הסכמים למכירת קנאביס רפואי ללקוח בהיקפים מהותיים, כאשר באחד ההסכמים היקף העסקה אף הובטח מראש. בנוסף, החברה ומעריך השווי השתמשו במקדמי הפחתה עבור שני התרחישים שתוארו לעיל, ועל כן לגישתם שיעור ההיוון שיקף בצורה מהימנה את הסיכון הגלום בפעילות החברה הפרטית.

### **בהקשר זה, סגל הרשות מדגיש כי אופן חישוב שיעור ההיוון, כמתואר לעיל, אינו מבוסס דיו, וזאת בשל מספר נימוקים:**

1. הדרך שבה הסתמכה החברה על מאגר דמודרן העלתה קושי משמעותי, וזאת בהתחשב בכך שמרבית החברות אשר ביחס אליהן בוצעה ההשוואה הן חברות בעלות פעילות קיימת אשר מניבה הכנסות, לעומת תחום הפעילות של החברה הפרטית אשר נמצא בראשיתו וטרם הוסדר במלואו מבחינה רגולטורית. כך למשל, נכון למועד הכנת הערכת השווי הייתה אי-וודאות משמעותית בנוגע לאסדרה הרגולטורית בתחום הקנאביס הרפואי בישראל, ואף טרם אושר בכנסת בקריאה שנייה ושלישית, התיקון לפקודת הסמים המסוכנים [נוסח חדש], התשל"ג-1973, במסגרתו הוסדר מבחינה חוקית הליך ייצוא הקנאביס הרפואי מישראל. יתרה מכך, נכון למועד הכנת הערכת השווי, לא התקבלה עדיין ההחלטה על אישור הייצוא במסגרת "הצעת מחליטים"<sup>1</sup> של הממשלה (להלן – "הצעת המחליטים") כנדרש על פי דין, וכפועל יוצא גם לא בוצע ייצוא קנאביס רפואי בפועל<sup>2</sup>.

2. נכון למועד הכנת הערכת השווי, לחברה הפרטית לא היה רישיון לפעול בתחום הקנאביס הרפואי בהתאם לאסדרה החדשה, כפי שזו פורסמה במפת הדרכים של היחידה לקנאביס רפואי במשרד הבריאות<sup>3</sup> (להלן - "היק"ר"), אלא רק קוד עיסוק (אישור ראשוני; להלן – "קוד עיסוק") בתחום הגידול והייצור. יודגש כי קוד העיסוק אינו מאפשר כשלעצמו לפעול בתחום ללא קבלת רישיון פעילות, כאשר מכיוון שקוד העיסוק היה באותו מועד מנת חלקם של כמה מאות גופים, זה אף מעלה סימן שאלה גדול באשר לערכו הכלכלי של אותו קוד; כמו כן, נכון למועד הערכת השווי הייתה קיימת אי-וודאות ביחס להיקף הרישיונות אשר יינתנו בהתאם לאסדרה החדשה, וכפועל יוצא, גם ספק מסוים בנוגע ליכולתה של החברה הספציפית לפעול בתחום.

במילים אחרות, לא זו בלבד שהתחום טרם הוסדר במלואו מבחינה רגולטורית<sup>4</sup>, אלא שהחברה הפרטית נעדרה רישיון פעילות בתחום זה, כאשר גם הליך הקמת חממות הגידול על ידה היה מצוי בשלב ראשוני והתחלתי. עוד יוער כי ההסכם המחייב עליו חתמה החברה היה מותנה

<sup>1</sup> לפרטים אודות פרסום היק"ר על אישור הצעת המחליטים:

[https://www.health.gov.il/NewsAndEvents/SpokemanMessegas/Pages/27012019\\_1.aspx](https://www.health.gov.il/NewsAndEvents/SpokemanMessegas/Pages/27012019_1.aspx)

<sup>2</sup> יובהר כי גם נכון למועד מסמך זה טרם ניתן לייצא קנאביס רפואי מישראל.

<sup>3</sup> כמפורט במפת הדרכים באתר היק"ר: <https://www.health.gov.il/UnitsOffice/HD/cannabis/Pages/default.aspx>

<sup>4</sup> כאשר חלק הארי של השווי המגולם בהערכת השווי הסתמך על ההנחה שיאושר ייצוא קנאביס רפואי מישראל.

בקבלת הרישיון לפעול בתחום, ועל כן, הוא היה עשוי להפחית רק במידה מסוימת את הסיכון הרלוונטי של החברה וכתוצאה מכך את שיעור ההיוון הנאות שלה.

**לעמדת סגל הרשות, בנסיבות שתוארו לעיל, שיעור היוון העומד על כ-11.3% הוא מחוץ למתחם הסבירות ואינו משקף כנדרש את אי-הוודאות שקיימת ביחס לפעילות החברה.**

נוכח האמור, החברה ומעריך השווי התבקשו לבחון מחדש את נאותות שיעור ההיוון שנלקח בחשבון, ולאחר בחינה זו הם החליטו כי יש מקום להעלות בצורה משמעותית את שיעור ההיוון.

## **ב. היעדר ביסוס מספק של התחזיות**

### **• ביסוס אומדנים לפעילות אשר טרם החלה לפעול**

באחד המקרים שנבחנו על ידי סגל הרשות, חברה פרסמה הערכת שווי כלכלית לאומדן שווי פעילות חברת קנאביס רפואי פרטית (להלן בסעיף זה - "החברה הפרטית") הנמנית על אחת מבין 8 החוות הוותיקות שהיו בעלות רישיון לפעול בתחום הקנאביס הרפואי בהתאם לאסדרה הישנה<sup>5</sup> (להלן בסעיף זה - "הערכת השווי"), וזאת במסגרת דוח העסקה וכחלק מהליך הכנסת הפעילות של החברה הפרטית לתוך החברה הציבורית. שווי החברה הפרטית הוערך באמצעות שיטת ה-DCF תוך שימוש בשיעור היוון שונה בין הפעילות בישראל ובחו"ל, וזאת, בשל סיכונים שונים הכרוכים בפעילות בתחום הקנאביס. בנוסף, נעשה גם שימוש במקדמי הפחתה שונים ביחס לפעילויות הנ"ל.

מתוך הערכת השווי לכלל פעילות החברה הפרטית, אשר נקבה בשווי מוערך של כ-430 מיליון ₪, סך של כ-159 מיליון ₪ יוחס לשווי הפעילות העתידית של החברה הפרטית ביוון<sup>6</sup>. נכון למועד הערכת השווי, החברה הפרטית חתמה על מזכר הבנות להקמת חברה ייעודית ביוון (להלן - "החברה הייעודית") יחד עם שותפים ישראלים ויוונים, כאשר החברה הפרטית הייתה צפויה להחזיק כ-40% מהון המניות של החברה הייעודית אשר תפעל לקבלת הרישיונות הנדרשים לגידול, ייצור, שיווק ומכירה של קנאביס רפואי ביוון.

**לעמדת סגל הרשות, כאשר מבוצעת הערכת שווי באמצעות שיטת ה-DCF לפעילות עתידית המצויה בראשית דרכה, ואשר טרם הוקמה בפועל, כאשר נכון למועד הכנת הערכת השווי מדובר בהתקשרות במזכר הבנות לא מחייב להקמת החברה הייעודית, בלבד, הרי שיש לשקול בכובד ראש את סבירות האומדנים ביחס לפעילות זו ואת רכיבי הסיכון הגלומים בה.**

במקרה הנדון, אחד הסממנים המובהקים לשלב המקדמי שבו נמצאת פעילות החברה הפרטית ביוון היה שנכון לאותו מועד, החברה הפרטית השקיעה בפעילות העתידית ביוון סכום של כמה עשרות אלפי יורו בלבד, מתוך תכנית השקעות כוללת לפעילות זו בהיקף של כ-35 מיליון יורו.

<sup>5</sup> ואשר נמנית גם על החברות אשר קיבלו רישיון לריבוי ולגידול קנאביס רפואי בהתאם לאסדרה החדשה.  
<sup>6</sup> סך שווי הפעילות ביוון נאמד על כ-1.6 מיליארד ₪, כאשר חלק החברה הצפוי בעתיד הוא 40%, ולאחר מקדם הפחתה של 75% אזי שווי הפעילות לפי חלקה של החברה עמד על כ-159 מיליון ₪.

נוכח האמור, החברה ומעריך השווי התבקשו לבחון מחדש את סבירות האומדנים וכן לבחון האם שוקללו כל רכיבי הסיכון הגלומים באומדנים אלו. לאחר בחינה מחודשת של הנושא, החברה ומעריך השווי החליטו כי יש מקום לשקלל הסתברויות נוספות בנוגע לאומדן התחזיות הרלוונטיות של החברה הפרטית באשר לפעילות ביוון, כאשר בהתאם לאמור, הוערכה הפעילות ביוון מחדש ונקבע לה שווי מעודכן הנמוך בכמה עשרות מיליוני ₪ ביחס לשווי שנאמד קודם לכן.

• הנחת יצוא שתילים מישראל בניגוד להצעת המחליטים

חברה פרסמה הערכת שווי (להלן בסעיף זה - "הערכת השווי") לאומדן שווי של חברה פרטית אשר יש לה פעילות ריבוי בישראל, וכן פעילות בתחום המוצרים הלא-רפואיים בארה"ב (להלן בסעיף זה - "חברת פעילות הקנאביס"), במסגרת דוח עסקה לאישור הצעה פרטית חריגה, וזאת כחלק מהליך הכנסת הפעילות.

נכון למועד הערכת השווי, היה לחברת פעילות הקנאביס תקן IMC-GAP ביחס למתקן הריבוי, אולם לא היה בידה רישיון לפעול בתחום זה במסגרת האסדרה החדשה. במסגרת הערכת השווי, אשר נעשתה לפי שיטת ה-DCF, נאמד שווי פעילות ייצוא השתילים מישראל לחו"ל של חברת פעילות הקנאביס, על סך של כ-6.8 מיליון דולר, וזאת לאחר שקלול מקדם הפחתה בסך של 40%. הערכת השווי אף אמדה כי בשנת 2020 יתחיל ייצוא השתילים מישראל, וזאת, אם יינתן לכך היתר. עם זאת, במסגרת מתאר הפעילות אשר צורף לדוח העסקה, ציינה חברת פעילות הקנאביס כי למועד המתאר, היא צופה שלא ניתן יהיה לייצא מישראל חומר צמחי חי ובכלל זה, שתילי קנאביס, תרבות רקמה וכיוצא בזה.

בהקשר זה, הצעת המחליטים לאישור ייצוא הקנאביס הרפואי מישראל, אשר אושרה ביום 27 בינואר 2019 קבעה כי: "לא יאושר ייצוא של חומר צמחי הניתן לריבוי (כגון: צמחים, זרעים, ייחורים, תרבויות רקמה וחלקי צמח וכיוצ"ב)".

לעמדת סגל הרשות, החברה ומעריך השווי לא ביססו את עמדתם לפיה ניתן להניח ייצוא של שתילי קנאביס במסגרת היוון תזרים המזומנים הצפויים של חברת פעילות הקנאביס, וזאת על אף האיסור המפורש שנקבע בהצעת המחליטים באשר לייצוא שתילי קנאביס.

לאור האמור, החברה ומעריך השווי החליטו לבטל את שקלול האפשרות לייצוא שתילי קנאביס מחוץ לישראל, אשר תוצאתה הייתה הפחתת שווי הפעילות המוערכת, וכתוצאה מכך שווי הפעילות הופחת משמעותית<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> לפרטים אודות חזרת דירקטוריון החברה מהסתמכות על הערכת השווי בשיטת ה-DCF, ר' פירוט להלן.

• היעדר ביסוס תחזית מכירות

במסגרת הערכת השווי לחברת פעילות הקנאביס המפורטת בסעיף הקודם, הוערך גם שווי של פעילות נוספת של חברה זו - פעילות בתחום שירותי מיצוי שמן קנאביס וייצור מוצרי קנאביס<sup>8</sup> בקליפורניה, ארה"ב, אשר שוויה נאמדה בכ-42 מיליון דולר.

במסגרת ההנחות אודות תזרים המזומנים הצפוי מפעילות זו, הערכת השווי הניחה כי היקף המכירות של פעילות הקנאביס בקליפורניה בשנת 2019, יגדל בשיעור של מאות אחוזים ביחס להיקף המכירות בשנת 2018, וזאת, הן כתוצאה מגידול בהכנסות מפעילות לפי מודל OEM והן כתוצאה ממכירת מוצרים חדשים של החברה. כמו כן, החברה ומעריך השווי הניחו כי היקף ההכנסות הצפוי של החברה הבת בקליפורניה בשנת 2021 יהיו **יותר מפי 10** מהיקף ההכנסות שנרשם בשנת 2018. בנוסף, במסגרת השנה הטרמינלית הונח **גידול של פי 5 לערך** בנתח השוק של החברה הבת בקליפורניה, וזאת ביחס לנתח השוק שהשיגה פעילות זו בקליפורניה בשנת 2018.

לטענת החברה ומעריך השווי, הגידול האמור הוא אפשרי בהינתן ששנת 2018 הייתה שנת הפעילות המלאה הראשונה של חברת פעילות הקנאביס, בקליפורניה, כאשר הערכת השווי כללה גם מקדם הפחתה של 20% ביחס לפעילות זו.

עם זאת, במסגרת המתאר אשר צורף לדוח העסקה, ציינה החברה כי במהלך שנת 2018, עיקר מכירות חברת פעילות הקנאביס (כ-90%) היו ללקוח מרכזי אחד (להלן - "הלקוח העיקרי"), כאשר החל מחודש ינואר 2019, חברת פעילות הקנאביס אינה מספקת עוד שירותי ייצור ללקוח העיקרי, לאחר שהוא החל לייצר באופן עצמאי.

לעמדת סגל הרשות, אומדני החברה ומעריך השווי לפיהם מכירות חברת פעילות הקנאביס בקליפורניה יגדלו בשיעור כה משמעותי בין השנים 2018 ו-2019, כמו גם האומדנים בנוגע להיקף ההכנסות הצפוי בקליפורניה בשנים העוקבות, **לא היו מבוססים דיים**, והם מותירים ספק משמעותי ביחס לאפשרות של חברת פעילות הקנאביס לעמוד באומדנים אלו.

**עמדה זו של סגל הרשות, נסמכה, בין היתר, על עזיבת הלקוח העיקרי אשר הפסיק את ההתקשרות עם חברת פעילות הקנאביס; על כך שהתוצאות (בפועל) של החברה החל מתחילת שנת 2019 ועזיבת הלקוח המהותי ועד למועד ביצוע הערכת השווי בסוף מארס 2019 לא תמכו באומדנים הנ"ל; וכן על תחזית הגידול המשמעותית ביותר ביחס לנתח השוק של החברה. בנוסף, להבדיל מהמידע לעיל אשר ניתן במסגרת המתאר שנכלל בדוח העסקה, הערכת השווי לא התייחסה להשפעת אובדנו של הלקוח העיקרי, במסגרת ניתוח האומדנים בנוגע להיקף המכירות של פעילות הקנאביס בקליפורניה במהלך השנים העוקבות.**

**לאור האמור, החברה ומעריך השווי ביצעו בחינה מחודשת בנוגע לתחזית ההכנסות מפעילות זו אשר תוצאתה הייתה הפחתתה שווי הפעילות<sup>9</sup>.**

<sup>8</sup> באמצעות שימוש במודל OEM.

<sup>9</sup> לפרטים אודות חזרת דירקטוריון החברה מהסתמכות על הערכת השווי בשיטת ה-DCF, ר' פירוט להלן.

## ממצאים הנוגעים למתודולוגיית הערכת השווי

### א. הסתמכות על שיטת היוון תזרימי המזומנים חלף שווי עסקה

במסגרת הערכת שווי של פעילות חברת הקנאביס כמתואר בסעיף הקודם, חברה אמדה את שווי פעילות הקנאביס באמצעות שיטת ה-DCF, באופן שהשווי הכולל של הפעילות נאמד בכ-100 מיליון דולר ליום 31.12.2018. לצד זאת, בהערכת השווי חושב גם שווי פעילות הקנאביס, על פי העסקה האחרונה שבוצעה במניות החברה הפרטית בדצמבר 2018<sup>10</sup> (שווי של כ-35 מיליון דולר, אחרי הכסף) בתוספת התאמות בגין סחירות ושליטה אשר שיקפו לעמדת החברה ומעריך השווי<sup>11</sup>, שווי פעילות של כ-50 מיליון דולר (להלן - "השווי המגולם במחיר העסקה המתואם").

בהקשר זה, סגל הרשות מדגיש כי לעמדתו שווי פעילות שנגזר מעסקה כלכלית מהותית שבוצעה בפועל, בין קונה מרצון למוכר מרצון, בסמיכות זמנים למועד הכנת הערכת השווי, **מהווה ככלל את המדד המהימן ביותר לקביעת שווי הפעילות של אותה החברה**<sup>12</sup>.

תימוכין לעמדה זו שזורים בהרחבה בתקן דיווח כספי בינלאומי 13 (IFRS 13; להלן - "תקן 13") אשר מגדיר "שווי הוגן" כך: "המחיר שהיה מתקבל ממכירת נכס או שהיה משולם להעברת התחייבות בעסקה רגילה בין משתתפים בשוק במועד המדידה". הנה כי כן, וכפי שעולה מהוראות תקן 13, במקרים בהם נעשתה עסקה במניות החברה בהיקף שאינו זניח - ולמעט מקרים חריגים שבהם לא ניתן להסתמך בצורה מהימנה על שווי הפעילות המגולם בעסקה זו כמפורט בהוראות תקן 13 - נראה כי זו תשקף באופן המהימן והמדויק ביותר את שווי הפעילות של חברת פעילות הקנאביס. עמדה זו נכונה, ביתר שאת, לנוכח הקושי המשמעותי בביסוס האומדנים וההנחות אשר עומדים בבסיס הערכות השווי אשר נעשות לפי שיטת ה-DCF בתחום פעילות שנמצא בראשית דרכו ואשר טרם הוסדר רגולטורית באופן מלא.

לאור האמור, ונוכח קשיים משמעותיים שעלו בנוגע לביסוס ההנחות שנלקחו בבסיס הערכת השווי אשר נעשתה לפי שיטת ה-DCF<sup>13</sup>, דירקטוריון החברה החליט לבטל את הסתמכותו על הערכת השווי, כפי שנעשתה באמצעות שיטת ה-DCF, וחלף כך הוא בחר להסתמך לעניין קביעת שווי הפעילות, על המחיר המגולם בעסקה האחרונה שבוצעה במניות חברת פעילות הקנאביס, כפי שתואר לעיל<sup>14</sup>.

### ב. התאמות לשווי עסקה בגין פרמיית אי-סחירות ופרמיית שליטה

במסגרת הערכת השווי המתוארת לעיל, החברה אמדה כאמור את שווי פעילות הקנאביס באמצעות שיטת ה-DCF, לצד חישוב השווי המגולם במחיר העסקה המתואם. ההתאמות שבוצעו למחיר העסקה המקורי (כ-35 מיליון דולר, אחרי הכסף) ואשר הביאו את השווי המגולם במחיר העסקה המתואם לסך של כ-50 מיליון דולר הן:

<sup>10</sup> התקשרות עם משקיעים לקבלת הלוואות המירות למניות חברת פעילות הקנאביס.

<sup>11</sup> ר' פירוט בתת-סעיף ב' להלן.

<sup>12</sup> ר' בהקשר זה "הערכות שווי של חברות הזנק (Startup): ממצאים מתוך סקירות שנערכו על ידי סגל רשות ניירות ערך".

<sup>13</sup> כמפורט בהרחבה לעיל תחת הכותרות: "שקלול ייצוא שתילים מישראל" וכן, "היעדר ביסוס תחזית מכירות".

<sup>14</sup> לעניין הקושי בביצוע ההתאמות לשווי המחיר הגולם בעסקה, ר' להלן.

1. התאמה בגין פרמיית אי-סחירות בשיעור של כ-12.2% (העסקה אותה ביצעה חברת פעילות הקנאביס עם המשקיעים נעשתה ללא וודאות שהמניות שלה תהפוכנה סחירות, בעוד שהעסקה שבגינה מבוצעת הערכת השווי היא עם חברה ציבורית). מעריכי השווי קבעו את שיעור ההתאמה בהתאם לפרמיית אי-סחירות שנקבעה במחקרם של סטאוט ריסיוס ורוס<sup>15</sup>;
2. התאמה בגין פרמיית שליטה בשיעור של כ-22% (העסקה של חברת פעילות הקנאביס עם המשקיעים הייתה כנגד הקצאה של כ-10% מהמניות שלה והיא לא הקנתה להם שליטה, בעוד שעסקת המיזוג בין החברה הציבורית לבין חברת פעילות הקנאביס כרוכה בהעברת השליטה בחברת פעילות הקנאביס לידי חברה הציבורית). מעריכי השווי קבעו את שיעור ההתאמה בהתאם לרף הגבוה במחקרם של סוארי ובראון משנת 2005<sup>16</sup>.

**לעמדת סגל הרשות, היה על החברה ומעריך השווי לבחון בזהירות המתבקשת את היקף ההתאמות הנדרשות לשווי החברה נושא הערכת שווי בגין פרמיית אי-סחירות ופרמיית שליטה, וזאת בהתבסס על הנימוקים המפורטים להלן:**

- א. לעניין התאמת פרמיית אי-סחירות, יש להבהיר כי הערכת השווי אשר צורפה לדוח העסקה, הופנתה לבעלי המניות של החברה הציבורית, אשר דווקא הם אלה שהעניקו במסגרת העסקה את הפלטפורמה הציבורית של הנכס הסחיר, בעוד שהם קיבלו נכס לא סחיר אשר רק לאחר המיזוג הפך לנכס סחיר. לפיכך, ספק אם בכלל היה מקום לכלול פרמיית אי-סחירות בנוגע לשווי הנכס המוצע לבעלי המניות;
- ב. לעניין התאמת פרמיית שליטה, הרי שמבלי לנקוט עמדה בנוגע לשיעור השקלול הנאות של רכיב זה, נראה כי בהתבסס על מחקרים שבוצעו בשנים האחרונות, חלה ירידה משמעותית בהיקף הפרמיה הנזקפת לבעלי השליטה בחברות, וזאת גם ביחס לתחום פעילות דוגמת זה של חברת פעילות הקנאביס.

נוכח הספקות המשמעותיים שעלו בנוגע לשיעור ההתאמות בגין פרמיית אי-סחירות ופרמיית שליטה, כמתואר לעיל, ולאחר שדירקטוריון החברה בחר לחזור בו מהסתמכות על שיטת ה-DCF, כמפורט בהרחבה, דירקטוריון החברה הציבורית בחר להסתמך על השווי המגולם בעסקה האחרונה, מבלי לבצע כל התאמה לשווי זה (קרי, הדירקטוריון בחר להסתמך על שווי של 36.5 מיליון דולר).

### **ממצאים הנוגעים לנאותות הגילוי לגבי השווי שנקבע**

- א. היעדר גילוי מספק לביסוס הנחות מהותיות שנלקחו במסגרת הערכות שווי תקנה 15(א) לתקנות הצעה פרטית מחילה את חובת הצירוף של הערכת שווי לדוח עסקה לאישור הכנסת פעילות. תקנה 15(ב) לתקנות הצעה פרטית קובעת כי חוות הדעת המנויה בתקנה 15(א) לתקנות אלה, ואשר מצורפת לדוח העסקה, תכלול בין השאר גם את הפרטים לפי תקנות 8(ב) ו-8(ד) לתקנות הדיווח. תקנה 8(ד) לתקנות הדיווח קובעת כי הערכת שווי שצורפה לדיווח, תכלול

<sup>15</sup> המחקר אמד את הפרמיה השלילית בגין אי-סחירות על 10.9%, ומכאן הפרמיה החיובית בגין הסחירות היא 12.2% (100/89.1).  
<sup>16</sup> ר' מצגת "פרמיית שליטה – היבטי שווי", רוי"ח מיקי בלומנטל, 2011.



את כל העניינים שפורטו בתוספת השלישית לתקנות הדיווח, וכן כל פרט אחר החשוב למשקיע סביר. התוספת השלישית לתקנות הדיווח קובעת לאילו עניינים יש להתייחס במסגרת הערכת שווי שצורפה לדיווח<sup>17</sup>. סעיף 4 לתוספת השלישית לתקנות הדיווח קובע כי הערכת שווי המצורפת לדיווח, תכלול פרטים הנוגעים לשיטת ההערכה, לרבות: העובדות, ההנחות, החישובים והתחזיות שעליהם הסתמך מעריך השווי; גורמי המפתח שעשויים להשפיע על התחזית; ועוד.

סגל הרשות ער לקושי המשמעותי אשר קיים בעת ביצוע הערכת שווי לפי שיטת ה-DCF, בתחום פעילות אשר טרם הוסדר מבחינה רגולטורית, באופן מלא, ואשר מסתמך באופן משמעותי על אפשרות של ייצוא קנאביס רפואי מישראל, כאשר נכון למועד פרסומן של הערכות השווי הרלוונטיות, כמו גם נכון למועד פרסום מסמך זה, טרם החל להתבצע ייצוא בפועל.

עם זאת, לעמדת סגל הרשות, כאשר מדובר בהערכות שווי של פעילות בתחום הכולל רכיבים משמעותיים המצויים בסביבה של אי וודאות מהותית, לצד השפעתם האפשרית של גורמים אלו על תוצאת הערכת השווי (השפעה על שיעור ההיוון, השפעה על היקפי תזרימי המזומנים הצפויים), הרי שהחשיבות של מתן גילוי מספק אודות הפרמטרים העיקריים אשר משפיעים על תוצאת הערכת השווי, הופכת משמעותית עוד יותר.

כך, במסגרת הבדיקה שערך סגל הרשות, ביחס למספר הערכות שווי שצורפו לדוחות עסקה, התגלו פערי גילוי בהערכות השווי, הנוגעים בין היתר לנושאים הבאים:

1. **ייצוא לחו"ל** - היעדר גילוי על מדינות היעד העיקריות והספציפיות אליהן מתכוונת החברה נושא הערכת השווי לייצא קנאביס רפואי, לרבות התייחסות לרגולציה שחלה בכל אחת מהמדינות הרלוונטיות בנוגע לייבוא קנאביס רפואי לשטחן;
2. **גודל השוק ונתח השוק** - הערכות השווי אשר כללו אומדנים בנוגע לכמויות המכירה של החברות נושא הערכות השווי בתחום הקנאביס הרפואי, וזאת מבלי להתייחס במסגרת הגילוי לגודל השוק הרלוונטי ו/או לנתח השוק הצפוי, כפועל יוצא מהנחות אלו;
3. **השפעת כניסת מתחרים לשוק** - במספר מקרים, הערכות השווי לא התייחסו להשפעה האפשרית של כניסת מתחרים חדשים לפעילות בתחום הקנאביס הרפואי תחת האסדרה החדשה<sup>18</sup>.
4. **היקף ההשקעות בפעילות חברת הקנאביס** - לא ניתן גילוי מפורט אודות סך ההשקעות בפעילות הקנאביס של החברה הנרכשת החל ממועד הקמתה ועד למועד הכנת הערכת השווי.

## **ב. מבחני רגישות**

סעיף 3(ג) לתוספת השלישית לתקנות הדיווח קובע כי הערכת שווי שצורפה תכלול ניתוח רגישות ביחס לשווי שנקבע בה, וזאת בהתאם להנחות המהותיות מאוד שבבסיס ההערכה. בהקשר זה, בדרך כלל, ניתוחי הרגישות מתייחסים לפרמטרים דוגמת שיעור ההיוון ושיעור הצמיחה בשנה הטרמינלית. לפיכך, סגל הרשות מבקש להדגיש כי נדרש להפעיל **שיקול דעת**, בהתאם לנסיבות

<sup>17</sup> וזאת, בנוסף לכל פרט אחר החשוב למשקיע הסביר אשר נדרש כאמור בהתאם לתקנה 8(ד) לתקנות הדיווח.  
<sup>18</sup> וזאת בשונה מהאסדרה הישנה לפיה היו 8 חוות גידול בלבד בעלות רישיון לפעול בתחום הקנאביס הרפואי בישראל.

הספציפיות, על מנת לקבוע ביחס לאלו גורמים נוספים נדרש לבצע ניתוח רגישות. כך למשל, במסגרת הערכות שווי בתחום הקנאביס, ראוי לכלול ניתוח רגישות אודות אומדן נתח השוק של החברה בישראל ובשווקי היעד הרלוונטיים, וכן אומדן אודות סבירות ייצוא בפועל של קנאביס רפואי מישראל, כמו גם ניתוחי רגישות נוספים ככל שהם מהותיים מאוד לביסוס ההערכה, וזאת בהתאם לנסיבות השונות של כל מקרה ומקרה.

### **ג. עדכון על פערים משמעותיים בין תחזיות שהובאו בהערכת שווי לבין התממשותן בפועל**

#### **• עדכון במסגרת דוח הדירקטוריון השנתי:**

תקנה 10(ב)(8) לתקנות הדיווח קובעת כי: "יפורטו פערים משמעותיים, אם קיימים כאלה, בין ההנחות, האומדנים, והתחזיות המהותיים שהונחו בבסיס הערכת שווי, לרבות חוות דעת מקצועית, שצורפה לדיווח בשלוש השנים שקדמו לתאריך הדוח, ובין התממשותם של אלה בפועל, תוך פירוט הסיבות להיווצרות פערים אלה והשפעתם על השווי שנקבע". בהתאם להוראות תקנה זו, היא חלה גם בעת צירוף חוות דעת מקצועית לפי הוראות תקנה 15 לתקנות הצעה פרטית.

מבדיקה שבוצעה על ידי סגל הרשות עולה, כי במקרים רבים יש סטיות משמעותיות בין האומדנים שנכללו בהערכות שווי שפורסמו על ידי חברות הקנאביס הרפואי הציבוריות (למשל, אומדן מחיר מכירה או לחלופין, דחיית מועד תחילת הייצוא), לבין התוצאות המדווחות בפועל. בנסיבות אלה, סגל הרשות מדגיש כי על החברות הציבוריות לכלול במסגרת דוח הדירקטוריון השנתי שלהן את הגילוי הנדרש בהתאם להוראות תקנה 10(ב)(8) לתקנות הדיווח, בדגש על הפערים, הסיבות להיווצרות פערים אלו, ובמקרים הרלוונטיים – השפעתם על השווי שנקבע.

#### **• עדכון על פערים מהותיים בין אומדן מחיר מכירה לבין המחיר בהסכם מכירה מחייב:**

לעיתים, חברה ציבורית מדווחת על הסכם מחייב עם לקוח מהותי למכירה של מוצרי קנאביס רפואי (להלן בסעיף זה - "ההסכם") וזאת בשל דרישת תקנה 36 לתקנות הדיווח. בחלק מהמקרים, פרטים עיקריים בהסכם מהווים סטייה משמעותית מאומדן אשר יש לו השפעה מהותית על תוצאת הערכת שווי אשר צורפה לדיווח קודם של החברה.

כך למשל, מקרים שבהם מחיר המכירה אשר נקבע בהסכם מהווה סטייה מהותית מאומדן מחירי המכירה של מוצרי החברה (בין אם חברה שעוסקת בשלב הגידול ובין אם חברה שעוסקת בשלב אחר בשרשרת הערך), **אשר ניתן לגביו גילוי במסגרת הערכת שווי אשר צורפה** לדוח העסקה שפורסם לשם אישור הכנסת הפעילות בתחום הקנאביס הרפואי. במקרים כגון אלו, במסגרת הגילוי על היקפו הכספי של ההסכם שניתן בדיווח המיידית לפי תקנה 36 לתקנות הדיווח, יש לכלול גם גילוי בהיר ומפורט על כך שהמחיר שנקבע בהסכם מהווה סטייה מהותית (למשל, סטייה בטווח של עשרות אחוזים), מאומדן המחיר אשר פורט במסגרת הערכת השווי.

## ממצאים הנוגעים לחובת צירוף הערכת שווי

### חובת צירוף חוות דעת מקצועית לדוח עסקה להכנסת פעילות

תקנה 15(א) לתקנות הצעה פרטית קובעת כי: "אם נקבע שווי התמורה בהצעה פרטית חריגה בהסתמך גם על חוות דעת מקצועית, תיכלל חוות הדעת בדוח".

באחד המקרים שנבחנו על ידי סגל הרשות, חברה ציבורית פרסמה דוח עסקה לאישור הכנסת פעילות, וזאת מבלי לצרף לדוח העסקה חוות דעת הוגנות (להלן - "חוות דעת ההוגנות") שנערכה ביחס לעסקה. מסקנת חוות דעת ההוגנות הייתה כי ההתקשרות בעסקה והקצאת מניות החברה לבעלי המניות של חברת הקנאביס הרפואי הפרטית (החברה הנרכשת), בשים לב ליחס החלפת המניות בעסקה (להלן - "יחס המיזוג"), היא כדאית לבעלי המניות של החברה, וזאת ביחס לכל אחד מהתרחישים אשר נבדקו על ידי עורך חוות דעת ההוגנות.

לעמדת החברה, על אף הוראות תקנה 15 לתקנות הצעה פרטית, היא לא נדרשה לצרף את חוות דעת ההוגנות לדוח העסקה, מכיוון שבמועד החתימה על ההסכם המחייב ובעת קביעת יחס המיזוג, לא עמדה בפני דירקטוריון החברה הציבורית, אותה חוות דעת הוגנות. כך, לטענת אותה חברה ציבורית, חוות דעת ההוגנות נעשתה זמן מה לאחר מכן, כאשר כל תכליתה הייתה לאשרר את יחס המיזוג שנקבע קודם לכן על ידי הדירקטוריון, ולהניח את דעתו בנוגע להוגנות העסקה. בנוסף, החברה הציבורית טענה כי נכון למועד הכנת חוות דעת ההוגנות, לא עמדה בפניה הזכות לשנות את יחס המיזוג.

**לעמדת סגל הרשות, תקנה 15 לתקנות הצעה פרטית חלה מקום שבו במועד אישור ההצעה הפרטית, התבססה קביעת שווי התמורה - בין אם ביחס לקביעת יחס המיזוג ובין אם לשם אשרור יחס המיזוג שנקבע קודם לכן במסגרת מו"מ - גם על חוות דעת מקצועית.**

עמדה זו מבוססת על כך שתקנה 15 לתקנות הצעה פרטית מתייחסת למועד שבו אושרה ההצעה הפרטית בדירקטוריון החברה הציבורית, קרי, למועד האישור הסופי של ההצעה הפרטית ושל המיזוג, ולא למועד שבו נחתם ההסכם המחייב. יתרה מכך, לעמדת סגל הרשות אשרור יחס מיזוג שנקבע קודם לכן, נכנס אף הוא לגדר המונח "נקבע שווי התמורה". לפיכך, החברה הציבורית נדרשה לצרף לדוח העסקה את חוות דעת ההוגנות האמורה.

אנשי קשר: עו"ד אלי דניאל, רו"ח אביחי אביעד  
טלפון: 02-6556444, פקס: 02-6513160