

ממצאים בקשר עם הערכות שווי לחברות קנאביס אשר פורסמו כחלק מהליך הכנסת פעילות לחברות ציבוריות: ליקויים וכשלים שנמצאו במסגרת בדיקת סגל רשות ניירות ערך

מחלקה מקצועית - נובמבר 2019

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 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.

ביום 6 בנובמבר 2019, פרסם סגל הרשות מסמך הסוקר את הליקויים והכשלים המהותיים אשר זוהו במסגרת הבחינה (להלן - "המסמך"). מטרת המסמך היא לשקף לתאגידים המדווחים, למעריכי השווי ולציבור המשקיעים, את הממצאים העיקריים שעלו כאמור 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.

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

שנזקק 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 ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל - 1970 (להלן - "תקנות הדיווח").

כמו כן, ממצאי סגל הרשות, העלו פערי מידע מהותיים גם בסוגיות נוספות שנבדקו על ידי סגל הרשות כחלק מבחינת הערכות השווי של חברות הפועלות בתחום הקנאביס, כגון **היעדר עדכון** על פערים משמעותיים בין תחזיות שנלקחו במסגרת הערכת שווי לבין התממשותן בפועל, כנדרש בהתאם להוראות תקנות הדיווח ואי צירוף חוות דעת הוגנות באשר לנאותות העסקה, לדוח העסקה, כנדרש בהתאם לתקנות ניירות ערך (הצעה פרטית של ניירות ערך בחברה רשומה), התש"ס - 2000.

חוזר זה סוקר את עיקרי המסמך אשר פורסם על ידי סגל הרשות כאמור.

ממצאים הנוגעים להנחות שבבסיס הערכת שווי

א. שיעור היוון לפעילות בראשית דרכה

באחד המקרים שנבחנו על ידי סגל הרשות, חברה פרסמה הערכת שווי כלכלית לאומדן שווי פעילות גידול ומכירת תפרחות קנאביס רפואי של חברה פרטית. 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 - בהתאם לתרחיש הראשון הוערך כי צפויות מכירות רק בישראל ובהתאם לתרחיש השני הוערך כי צפויות מכירות הן בישראל והן בייצוא לחו"ל.

שיעור ההיוון חושב על פי נוסחת ה-WACC. כיוון 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. בהתאם, הריבית התבססה על ממוצע של ריביות ההיוון לענפי התרופות, החקלאות ומוצרי הבריאות לינואר 2018 אשר עמדה על 7.3%. בנוסף, מכיוון שמדובר היה בחברה פרטית שנמצאת בשלביה הראשוניים, נוספה פרמיה ספציפית בשיעור של כ-4%, כך ששיעור ההיוון עמד כאמור 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.

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

- הדרך שבה הסתמכה החברה על מאגר המידע הבינלאומי 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 חברה הפרטית אשר נמצא בראשיתו וטרם הוסדר במלואו מבחינה רגולטורית.
- 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 (להלן - "היק"ר") אלא רק קוד עיסוק אישור

ראשוני (להלן - "קוד עיסוק") בתחום הגידול והייצור, אשר אינו מאפשר כשלעצמו לפעול בתחום ללא קבלת רישיון פעילות. היבט זה מעלה סימן שאלה גדול באשר לערכו הכלכלי של אותו קוד; כמו כן, נכון למועד הערכת השווי התקיימה אי-וודאות ביחס להיקף הרישיונות אשר יינתנו בהתאם לאסדרה החדשה, וכפועל יוצא, גם ספק מסוים בנוגע ליכולתה של החברה הספציפית לפעול בתחום.

כמו כן, ההסכם המחייב עליו חתמה החברה היה מותנה 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 הסגל הרשות, בנסיבות שתוארו לעיל, שיעור היוון אשר עמד 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 שנמנתה על 8 החוות הוותיקות שהיו בעלות רישיון לפעול בתחום הקנאביס הרפואי בהתאם לאסדרה הישנה. 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 לפעילות הנ"ל.

מתוך הערכת השווי לכלל פעילות החברה הפרטית, אשר נקבה בשווי מוערך של כ-430 מיליון ש"ח, סך של כ-159 מיליון ש"ח יוחס לשווי הפעילות העתידית של החברה הפרטית ביוון. נכון למועד הערכת השווי, החברה הפרטית חתמה על מזכר הבנות להקמת חברה ייעודית 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. עוד יצוין כי באותה העת הושקעו בפעילות זאת כמה עשרות אלפי אירו בלבד מתוך תכנית השקעות בהיקף של כ-35 מיליון אירו.

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. 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, הוערכה הפעילות ביוון מחדש ונקבע לה שווי מעודכן הנמוך בכמה עשרות מיליוני ש"ח ביחס לשווי שנאמד קודם.

הנחת יצוא שתילים מישראל בניגוד למתכונת הליך חקיקה בנושא

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, במסגרת דוח עסקה לאישור הצעה פרטית חריגה, וזאת כחלק מהליך הכנסת הפעילות.

נכון למועד הערכת השווי, לחברה 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 ינתן לכך היתר. עם זאת, במסגרת מתאר הפעילות אשר צורף לדוח העסקה, ציינה החברה כי למועד המתאר, היא צופה שלא ניתן יהיה לייצא מישראל חומר צמחי חי ובכלל זה, שתילי קנאביס, תרבויות רקמה וכיוצא בזה.

בהקשר זה, יצוין כי הליך החקיקה לאישור ייצוא הקנאביס הרפואי מישראל, אשר אושר ביום 27 בינואר 2019, קבע 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 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.

היעדר ביסוס תחזית מכירות

במסגרת הערכת השווי לחברת פעילות הקנאביס אשר נזכרה לעיל, הוערך גם שוויה של פעילות נוספת של חברה זו - פעילות בתחום שירותי מיצוי שמן קנאביס וייצור מוצרי קנאביס בקליפורניה, ארה"ב, אשר שוויה נאמד 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 מהפעילות הקיימת והן כתוצאה ממכירת מוצרים חדשים של החברה. כמו כן, החברה ומעריך השווי הניחו כי היקף ההכנסות הצפוי של החברה הבת בקליפורניה בשנת 2021 יהא יותר מפי 10 מהיקף ההכנסות שנרשם בשנת 2018. בנוסף, במסגרת השנה הטרימינלית הונח גידול של פי 5 לערך בנתח השוק של החברה הבת בקליפורניה, וזאת ביחס לנתח השוק שהשיגה פעילות זו בקליפורניה בשנת 2018.

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"), אשר החל מחודש ינואר 2019, החברה חדלה מלספק שירותי ייצור ללקוח זה, לאחר שהחל 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, נסמכה, בין היתר, על עזיבת הלקוח העיקרי אשר סיים 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.

לאור האמור, החברה ומעריך השווי ביצעו בחינה מחודשת בנוגע לתחזית ההכנסות מפעילות זו אשר תוצאתה הייתה הפחתת שווי הפעילות.

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, החברה אמדה את שווי פעילות הקנאביס באמצעות שיטת ה-DCF, באופן שהשווי הכולל של הפעילות נאמד בכ-100 מיליון דולר ביום 31.12.2018. לצד זאת, בהערכת השווי חושב גם שווי פעילות הקנאביס, על פי העסקה האחרונה שבוצעה במניות החברה הפרטית בדצמבר 2018 אשר שיקפה לעמדת החברה ומעריך השווי, שווי פעילות של כ-50 מיליון דולר. 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. כפי שעולה מהוראות תקן דיווח כספי בינלאומי 13, מדידת שווי הוגן (IFRS 13), במקרים בהם נעשתה עסקה במניות החברה בהיקף שאינו זניח (למעט מקרים חריגים) נראה כי עסקה זו תשקף באופן המהימן והמדויק ביותר את שווי הפעילות. האמור נכון 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, דירקטוריון החברה החליט לבטל את הסתמכותו על הערכת השווי, כפי שנעשתה באמצעות ה-DCF, וחלף כך הוא בחר להסתמך לעניין קביעת שווי הפעילות, על המחיר המגולם בעסקה האחרונה שבוצעה במניות חברת פעילות הקנאביס, כפי שתואר לעיל.

ב. התאמות לשווי עסקה בגין פרמיית אי סחירות ופרמיית שליטה

במסגרת הערכת השווי המתוארת לעיל, 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 היו:

- התאמה בגין פרמיית אי-סחירות בשיעור של כ-12.2%, שכן, העסקה אותה ביצעה חברת פעילות הקנאביס עם המשקיעים נעשתה ללא וודאות שמניויה תהפוכנה סחירות, בעוד שהעסקה שבגינה מבוצעת הערכת השווי היא עם חברה ציבורית. סגל הרשות ציין בהקשר זה 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, לעמדת סגל הרשות, ספק אם בכלל היה מקום לכלול פרמיית אי-סחירות בנוגע לשווי הנכס המוצע לבעלי המניות;
- התאמה בגין פרמיית שליטה בשיעור של כ-22%, היות והעסקה של חברת פעילות הקנאביס עם המשקיעים הייתה כנגד הקצאה של כ-10% מהמניות בלבד, בעוד שעסקת המיזוג בין החברה הציבורית לבין חברת פעילות הקנאביס כרוכה בהעברת השליטה בחברת פעילות הקנאביס לידי חברה ציבורית (שיעור פרמיית השליטה התבסס על מחקר של סוארי ובראון משנת 2005). לעמדת סגל הרשות, מבלי לנקוט עמדה בנוגע לשיעורי 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, 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

תקנות ניירות ערך (הצעה פרטית של ניירות ערך בחברה רשומה), התש"ס - 2000 (להלן - "תקנות הצעה פרטית"), מחילות חובת צירוף הערכת שווי לדוח עסקה להכנסת פעילות וזאת במתכונת כמפורט בתקנות הדיווח (מתכונת כאמור כוללת דרישה למתן פרטים הנוגעים לשיטת ההערכה, העובדות, ההנחות, החישובים והתחזיות שעליהם הסתמך מעריך השווי וכן גורמי מפתח העשויים להשפיע על התחזיות 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 יצוא קנאביס רפואי מישראל, כאשר נכון למועד פרסומן של הערכות השווי הרלוונטיות (כמו גם נכון למועד פרסום המסמך נשוא חוזר מקצועי זה), טרם החל להתבצע יצוא 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:

- **יצוא 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;
- **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;
- **השפעת כניסת מתחרים לשוק** - במספר מקרים, הערכות השווי לא התייחסו להשפעה האפשרית של כניסת מתחרים חדשים לפעילות בתחום הקנאביס הרפואי תחת האסדרה החדשה.
- **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 כגון שיעור ההיוון ושיעור הצמיחה בשנה הטרמינלית. לפיכך, **סגל הרשות מבקש להדגיש כי נדרש להפעיל שיקול דעת, בהתאם לנסיבות 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 יצוא בפועל של קנאביס רפואי מישראל, כמו גם ניתוחי רגישות נוספים ככל שהם מהותיים מאד 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 "פורטו 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 היצוא), לבין התוצאות המדווחות בפועל. בנסיבות אלה, סגל הרשות מדגיש כי על החברות הציבוריות לכלול במסגרת דוח הדירקטוריון השנתי שלהן את הגילוי הנדרש, 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 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 אשר ניתן לגביו גילוי במסגרת הערכת שווי אשר צורפה לדוח העסקה. 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 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 אשר מסקנתה הייתה כי ההתקשרות בעסקה והקצאת מניות החברה לבעלי המניות של חברת הקנאביס הרפואי הפרטית (החברה הנרכשת), היא כדאית לבעלי המניות של החברה.

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 תכליתה הייתה לאשרר את יחס המיזוג שנקבע קודם לכן על ידי הדירקטוריון.

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.

לקישור למסמך בדבר ממצאים בקשר עם הערכות שווי לחברות קנאביס אשר פורסמו כחלק מהליך הכנסת פעילות לחברות ציבוריות כפי שפורסם על ידי הרשות [לחצו כאן](#).

יובהר כי האמור לעיל מהווה סקירה של המסמך האמור ולפיכך אינו מהווה תחליף לקריאת נוסחו המלא ולבחינת מכלול ההשלכות הנגזרות מכוחו.

בברכה,
המחלקה המקצועית