



פברואר 2015

מעו"דכן ניירות ערך

<p>אי-תלות מעריך שווי</p> <p>•</p> <p>מהותיות מעריך שווי הנובעת ממספר הערכות שווי</p>	<p>לקוחות נכבדים,</p> <p>ביום 8 בפברואר 2015 פרסמה רשות ניירות ערך טיוטת עמדה משפטית להערות הציבור בנושא גילוי בדבר אי תלות מעריך שווי ומהותיות מעריך שווי הנובעת ממספר הערכות שווי. בעדכון זה נסקור את עיקרי טיוטת עמדת הרשות (קישור לנוסח המלא של טיוטת העמדה).</p> <p>רקע</p> <p>בשנים האחרונות, עם עליית השימוש בהערכות שווי הן בדיווח הכספי והן באישור עסקאות בעלי עניין ובהסדרי חוב, אנו עדים לעיסוק הולך וגובר בסוגיית אי-התלות של מעריך השווי.</p> <p>סוגיה זו רלוונטית בהיבטים שונים של גילוי ודיווח: ככלל, תקנות ניירות ערך אינן מחייבות ברוב המקרים קבלת הערכת שווי ממעריך שווי בלתי תלוי. עם זאת, קיימות דרישות בתקנות למתן גילוי אודות תלותו של מעריך השווי, ובמקרים מסוימים נדרש אף להתייחס במפורש לשאלה מדוע הועדף מעריך השווי בעל התלות על פני מעריכי שווי אחרים בלתי תלויים¹.</p> <p>מעבר להיבטי הגילוי, לשאלה האם נותן הערכת השווי הינו גורם בלתי-תלוי חשיבות רבה גם בפן המהותי, בכל הנוגע ליכולת ההסתמכות על הערכת השווי, למשל, לצורך אישור עסקה מהותית עם בעל השליטה, חוות דעת המוגשות לבית המשפט, הסדרי חוב ועוד. ברבים מהליכי הליטיגציה שהתנהלו כנגד עסקאות גדולות שבוצעו בשנים האחרונות, נטען לקיומה של תלות של מעריך השווי שהכין את הערכת שווי עליה הסתמכו לצורך אישור העסקה.</p> <p>בחלק מפסקי הדין שעסקו בסוגיית התלות נקבעו בעבר אמות מידה (חלקיות ובלתי ממצות) לקיומה של תלות. כך, בעניין ע.ל.א.ן מרחצאות נ' בזק (מאי 2012), נקבע, ביחס למומחה הנותן חוות דעת במסגרת בקשה לאישור הפחתת הון בבית המשפט, כי ראוי שלא תינתן התחייבות לשיפוי מעריך השווי, וכן כי על שכר הטרחה של מעריך השווי להיות קבוע מראש (לרבות הגבלה על מספר השעות במקרה של שכר טרחה לפי שעות).</p>
<p>מוזמנים לבקר אותנו:</p> <p>www.fbclawyers.com</p>	

¹ דרישות גילוי בעניין זה קיימות, למשל, ביחס להערכות שווי "מהותיות" ו"מהותיות מאוד" בדוחות התקופתיים, להערכות שווי ששימשו לקביעת שווי התמורה בעסקה עם בעל השליטה או בהצעה פרטית חריגה, להערכות שווי לצורך מיזוג או הסדר חוב, ועוד.

גם בעניין מ.ת.מ (יוני 2014)² נדונה סוגיית השפעת שכר המותנה חלקית בתוצאות על אי-התלות של נותן הערכת שווי במסגרת הליך משפטי שעניינו סעד הערכה בגין הצעת רכש.

טיוטת עמדת הרשות עוסקת אמנם בהגדרת "תלות" של מעריך שווי לעניין דרישות הגילוי מכוח דיני ניירות ערך, ולכאורה אינה חלה במישרין על השאלה האם נותן הערכת השווי ייחשב ככזה שאינו "בלתי תלוי" באופן שמעמיד בספק את יכולת ההסתמכות עליו. עם זאת, הניסיון מלמד, כי לעמדות רשות מסוג זה השלכות רחב מעבר להיבטי הגילוי שהן מסדירות במפורש, בין בשל המשקל הפרשני שניתן להן גם בתחומים אחרים שאינם נוגעים לגילוי, ובין לאור נטיית השחקנים בשוק לנהוג על פיהן גם בנושאים אחרים.

נדמה, אפוא, שיש לברך על עמדת סגל הרשות, אשר עתידה לקבוע כללים מנחים ברורים בסוגיה זו. הכללים אותם מציעה הרשות הם, בחלק מהמקרים, הולמים יותר מאלו שאומצו וולונטרית בידי חברות, שהיו לעתים מחמירים יתר על המידה.

אי תלות מעריכי שווי - עיקרי טיוטת העמדה

- **המבחן הכללי.** לגישת הרשות, המבחן הכללי לקיומה של אי תלות הוא מבחן אובייקטיבי, דהיינו - האם אין נסיבות אשר היו יכולות, בעיניו של אדם סביר, המודע לכל העובדות הרלוונטיות, לפגוע בשיקול הדעת של מעריך השווי לצורך הערכת השווי.

- **חזקות לקיומה של תלות של מעריך השווי בתאגיד המדווח.** הרשות מונה שורה של נסיבות אשר בהתקיים אחת מהן, חזקה כי מעריך השווי הינו תלוי. לעניין זה, הגדרת "מעריך השווי" כוללת, בין היתר, את מי שביצע את הערכת השווי, חברה בשליטתו או מי ששולט בהם. להלן, בתמצית, הנסיבות העיקריות אותן מציינת הרשות הן:

1. **יחסי שליטה, מרות או קשרים עסקיים או מקצועיים** - מעריך השווי או בן משפחתו היה או הינו - בעל השליטה בתאגיד המדווח; נושא משרה בו או בעל השליטה בו³ בשנתיים שקדמו למועד הערכת השווי; עובד של התאגיד המדווח או בעל השליטה בו במהלך השנה שקדמה למתן הערכת השווי; השתתף במהלך השנתיים שקדמו למתן הערכת השווי בקבלת החלטות ניהוליות בעבור התאגיד המדווח; או נתקיימו קשרים עסקיים או מקצועיים מהותיים בין מי מהם לבין התאגיד המדווח או בעל השליטה בו בשנתיים שקדמו למועד הערכת השווי (בכפוף לחריגים שנקבעו).

✓ **הערה:** התנאי בדבר היעדר קשרים עסקיים או מקצועיים מהותיים אינו מחריג במפורש קשרים הנובעים מביצוע הערכות שווי שבוצעו על ידי מעריך השווי, שאינן עוברות - במצטבר - את הרף הכמותי בדבר היקף ההכנסות מהתאגיד המתואר בסעיף 5 להלן. ראוי לדעתנו כי נושא זה יובהר מפורשות.

2. **התניות לגבי שכר הטרחה של מעריך השווי** - שכר הטרחה של מעריך השווי הותנה בתוצאותיה של הערכת השווי, או שהוא תלוי בביצועי התאגיד המדווח או בהצלחתה של פעולה עסקית הקשורה בהערכת השווי (למעט התנייה בתוצאות הנפקה ראשונה לציבור).

² ת"צ (ת"א) 20457-03-11 מיכאל ספרא נ' מ.ת.מ מבני תעשיה ומלאכה.

³ העמדה מתייחסת לתאגיד המדווח, בעל השליטה בו ותאגידיים בשליטת מי מהם. למען הנוחות, נקרא לכולם במסמך הזה "התאגיד המדווח ובעל השליטה בו".

3. **שיפוי** - מעריך השווי קיבל מהתאגיד המדווח או מבעל השליטה בו **שיפוי** בקשר עם הערכת השווי, אשר אינו מותיר בידי מעריך השווי חשיפה של לפחות פי שלוש מגובה שכר טרחתו. בעניין זה נקבעה גם חזקה הפוכה, לפיה יראו במתן שיפוי המותיר למעריך השווי חשיפה של פי שלוש לפחות מגובה שכר הטרחה כשיפוי שאינו פוגע באי-התלות.

✓ הערה: ההבהרה כי שיפוי מעבר לסכום "השתתפות עצמית" מוגבל של מעריך השווי, אינו פוגע בתלות מעריך השווי, היא חשובה. מתן שיפוי למעריכי שווי הוא פרקטיקה מקובלת בעולם, והספקות שהתעוררו באשר לאפשרות לתת שיפוי כאמור בישראל (בעיקר לאור פס"ד בזק שנזכר לעיל) הובילו, במקרים רבים, לקשיים של ממש בהתקשרות עם מעריכי שווי.

4. **החזקה בניירות ערך של התאגיד המדווח** - מעריך השווי או בן משפחתו החזיק ממועד ההתקשרות עמו ועד מועד פרסום חוות הדעת בכמות מהותית של ניירות ערך של התאגיד המדווח.

5. **היקף הכנסות מהתאגיד** - למעלה מ- 15% מהכנסותיו הכוללות והמצטברות של מעריך השווי בשלוש השנים הקודמות מקורן בתאגיד המדווח או בבעל השליטה בו (25% במהלך שלוש שנות פעילותו הראשונות של מעריך השווי).

6. **מתן חוות דעת קודמת ששימשה לרכישת הנכס** - הערכת השווי היא בנוגע לנכס שמעריך השווי העריך אותו בעבר לצורך קבלת החלטת התאגיד המדווח או בעל השליטה בו לרכוש אותו.

7. **קיום סכסוך משפטי** - בין מעריך השווי לבין התאגיד קיים או התקיים בשנתיים שקדמו למועד הערכת השווי סכסוך משפטי מהותי.

• **החזקות הן ניתנות לסתירה**. החזקות שפורטו לעיל ניתנות לסתירה, ותאגיד הסבור כי חרף קיומן לא קיימת תלות, יפרט בנוסף לגילוי כאמור את הנימוקים לדעתו.

✓ הערה: מנגד, לאור העובדה שמדובר בחזקות הניתנות לסתירה, ייתכנו מצבים שבהם יימצא כי קיימת זיקה אחרת, שאינה מנויה בטיטוט עמדת הסגל, אשר יוצרת תלות, ומשכך אין מדובר ברשימה ממצה, לצורך קביעה כי אין תלות, וגם ההיפך - כי קיימת תלות.

• **חובת בדיקת קיום תלות**. על התאגיד המדווח ומעריך השווי לנקוט באמצעים סבירים כדי לבחון את אי-התלות. במקרה של אי-ידיעה על קיום נסיבות הפוגעות באי-התלות, לא יהיה בכך כדי לפגוע באי-התלות, למעט מצב בו התאגיד או מעריך השווי חשדו בקיומן של נסיבות ונמנעו מלבררן.

מהותיות מעריך שווי הנובעת ממספר הערכות שווי

בטיטוט העמדה נקבעה חובת גילוי פרטים מסוימים אודות "מעריך שווי מהותי מאוד" שהינו מעריך שווי אשר ביצע עבור התאגיד המדווח הערכות שווי ששימשו בסיס לקביעת נתונים בדוח התקופתי, בסכום כולל (בערכים מוחלטים) העולה על 25% מסך נכסי התאגיד כפי שהוצגו בדוח הכספי המאוחד ליום האחרון של שנת הדיווח.

לגישת סגל הרשות, הצורך בגילוי נובע מכך שאף אם כל אחת מהערכות השווי שערך מעריך השווי המהותי מאוד אינה מהותית מאוד בפני עצמה, הדיווח הכספי של החברה נסמך במידה רבה על אותו מעריך שווי.

פרטי הגילוי הנדרשים אודות מעריך השווי המהותי מאוד הם: זהותו, הסכום הכולל של הפריטים שהוערכו של ידו ופרטי ההתקשרות עמו בהתאם לתקנה 2 לתוספת השלישית לתקנות דוחות תקופתיים ומידיים.

המועד האחרון להגשת תגובות לטיטת עמדת הרשות הינו: 15 במרץ 2015.

ב ב ר כ ה,

**המחלקה העסקית*
פישר בכר חן וול אוריון ושות'**

* כותבת עדכון זה: עו"ד ניצן סנדור

למידע נוסף ניתן לפנות אל אנשי הקשר שלכם במשרדנו, או אל:

03-6944131	awell@fbclawyers.com	אברמי וול
03-6944249	bnoiman@fbclawyers.com	בועז נוימן
03-6944131	nsandor@fbclawyers.com	ניצן סנדור

הכלול באגרת מידע זו הוא מידע כללי בלבד, הוא אינו חוות דעת משפטית או ייעוץ משפטי ואין להסתמך עליו. כל הזכויות שמורות לפישר בכר חן וול אוריון ושות'.

להירשם למייל זה או להסרה מרשימת התפוצה: <mailto:newsletter@fbclawyers.com>