

תאריך: 8 בדצמבר, 2010  
מספרנו: 212/101/12  
נשלח בדוא"ל

עו"ד מוטי ימין  
משנה למנהלת מחלקת התאגידים  
רשות ניירות ערך  
כנפי נשרים 22  
ירושלים 95464

לכבוד:  
עו"ד שיראל גוטמן-עמירה  
מנהלת מחלקת התאגידים  
רשות ניירות ערך  
כנפי נשרים 22  
ירושלים 95464

ג.א.נ.

**הנדון: פניה מקדמית - עסקת מבטח שמיר ובנק לאומי - צרוף הערכת שווי של מנגנון התאמת תמורה**

פניה זו עניינה יישום הוראות תקנה 8 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידים), התש"ל-1970 ("התקנות"), ככל שהן נוגעות לקביעת הסף ממנו והלאה תחשב הערכת שווי בקשר עם העסקה המתוארת להלן כ- "הערכת שווי מהותית" או כ- "הערכת שווי מהותית מאד" ולפרטים שיפורסמו מתוך הערכת השווי. זאת, בהמשך לשיחות ולפגישות שקיימנו עמכם בקשר עם הצגת השווי ההוגן של קבוצת תנובה בספרי מבטח שמיר אחזקות בע"מ ("החברה").

**רקע**

1. בדוח המידי שפרסמה החברה ביום 19.10.2010 (אסמכתא 2010-01-651747) הודיעה החברה כי חתמה (היא ותאגיד בשליטתה) על מסמך הבנות עם בנק לאומי לישראל בע"מ ("הרוכש") בקשר למכירת החזקות החברה בקבוצת תנובה ("מסמך ההבנות").
2. על פי מסמך ההבנות, עסקת מכירת החזקות החברה בקבוצת תנובה (באמצעות תאגיד ייעודי המחזיק בעקיפין בקבוצת תנובה) לקונסורציום משקיעים בהובלת הרוכש, כוללת בחובה מנגנון התאמה של התמורה ("מנגנון ההתאמה").
3. בהתאם להוראות מזכר ההבנות, מנגנון ההתאמה, יכול בנסיבות מסוימות להקנות לחברה תוספת לתמורה של סכום עם "תקרה" של עד 278 מיליוני ₪, או בנסיבות מסוימות לחייב את החברה בתשלום לרוכש בסך של סכום עם "רצפה" של עד 430 מיליוני ₪ ("הסכום להתחשבות"). מנגנון ההתאמה יהיה בתוקף לתקופה של 4 שנים ממועד ההשלמה והוא יופעל במקרה בו יתרחש "אירוע מכירה" (הנפקה ראשונה לציבור של קבוצת תנובה או כעסקה שבמסגרתה תמכר ותועבר השליטה

איל גוטליב  
תומר אלפונטה  
ליאת מור  
אריאל דיסנצ'יק

הגר גורי  
מיכל פורמן  
זהבית נתנאל-יאמין  
נועם מחלב

תומר סגל  
איתמר פורת  
פנינית כהן  
יונתן אלישר

ערן אורבך  
יניב סטל  
אסף גביש  
מיכל מיכלסון

ניר מילשטיין  
ניר סברוב  
אורי גוטליב  
דודו בן יעיש

יואב שניצר  
דוד גוטליב  
חיים סאמט\*  
דפנה זוסמן שניצר\*  
דפנה זינגר מיכוביץ

בקבוצת תנובה לצד שלישי). בנוסף, בהתאם להוראות מזכר ההבנות, הסכום להתחשבנות בין הצדדים על פי מנגנון ההתאמה ייקבע, בין היתר, על פי שווי התאגיד הייעודי המשותף של הרוכש (לאחר השלמת העסקה) וקרנות אייפקס לצורך החזקתן (העקיפה) בקבוצת תנובה ("SPV") במועד בו יתרחש "אירוע מכירה".

4. בכוונת החברה להסדיר במסגרת ההסכם המפורט שייחתם עם הרוכש, הוראות לפיהם השווי ההוגן של מנגנון ההתאמה יבחן מידי תקופה על ידי מעריך שווי ויועבר לחברה.

#### הסוגיה

5. בהתאם לתקני ה-IFRS, תמדוד החברה את השווי ההוגן של מנגנון ההתאמה מדי תקופה.
6. בהתאם לתקנה 8.ב. לתקנות, נדרשת החברה לצרף פרטים בנוגע להערכת השווי של מנגנון ההתאמה, במידה והערכת השווי הנה "הערכת שווי מהותית" או "הערכת שווי מהותית מאוד". בנוסף נדרשת החברה לקבוע האם הערכת השווי הינה "הערכת שווי מהותית מאוד" ובמידה ותקבע כן, לצרף את הערכת השווי עצמה.
7. לפיכך, מבקשים אנו לקבל מראש את התייחסותכם לעמדת החברה כפי שתפורט להלן.

#### עמדת החברה

8. בכוונת החברה לקבוע כי מנגנון ההתאמה ייחשב כנכס מהותי של החברה במידה ששווי יעמוד על 5% ומעלה מסך מאזן החברה ליום הבדיקה וכי מנגנון ההתאמה ייחשב כנכס מהותי מאוד של החברה במידה ששווי יעמוד על 10% ומעלה מסך מאזן החברה ליום הבדיקה.
9. בכוונת החברה לקבוע כי לצורך הדיווח בדוחות התקופתיים ודוחות הביניים של החברה, אם וכאשר השווי ההוגן של מנגנון ההתאמה יהיה בין 5% ועד 10% מסך המאזן של החברה לאותו מועד, הערכת השווי תיחשב כהערכת שווי מהותית ולפיכך יינתן בגינה גילוי לפי תקנה 8.ב. (ט) לתקנות כדלקמן:
- 9.1. המתודולוגיה אשר שימשה בקביעת השווי ההוגן של מנגנון ההתאמה.
- 9.2. הפרמטרים ששימשו בקביעת השווי ההוגן של מנגנון ההתאמה, קרי:
- 9.3. השווי ההוגן של נכס הבסיס של מנגנון ההתאמה, קרי ה-SPV.
- 9.4. סטיית התקן של ה-SPV.
- 9.5. תשואת הדיבידנד.
- 9.6. שיעור ההיוון (ערך הזמן של מנגנון ההתאמה).

כאמור, הנחת היסוד של החברה היא שלצורך קביעת השווי ההוגן של מנגנון ההתאמה בדוחות הכספיים של החברה יש להתייחס ל- SPV כנכס הבסיס של הנגזר.

## נימוקי החברה

10. עמדת החברה מתבססת על השיקולים הבאים:
- 10.1. הואיל והחברה הינה חברת השקעות והחזקות, אנו בדעה כי הנתון הרלוונטי למשתמשים בדוחות הכספיים ולבחינת מהותיות הוא סך המאזן הכולל שלה ולא נתוני רווח והפסד בתקופת דיווח נתונה המושפעים מרווחים חד פעמיים הנובעים ממימוש חברות או תאגידים שבבעלותה.
- 10.2. חיזוק לכך ניתן למצוא בבחינת מתודולוגית הדירוג של חברת הדירוג "מעלות" ממנה עולה כי בבחינת חברות השקעה מסוגה של החברה, תתמקד חברת הדירוג בבחינת המינוף ונזילות החברה תוך בדיקת יכולת החברה לממש נכסים המוחזקים על ידה כאשר תזרים החברה משמש כפרמטר משני.
- 10.3. בדומה, בדרוג חברת דן אנד ברדסטריט לחברות מסוגה של החברה, משמש סך המאזן כפרמטר עיקרי לדירוג.
- 10.4. לאור זאת, אנו בדעה כי ראוי ונכון לקבוע את מידת המהותיות של הערכת השווי ההוגן של מנגנון ההתאמה אך ורק כפרמטר של אחוזים מתוך סך המאזן של החברה, וללא התחשבות בנתוני רווח והפסד.
- 10.5. כמפורט בטבלה המצורפת לפניה זו, בחנו את האופן בו קבעו חברות שונות את הפרמטרים לפיהם תחשב הערכת שווי כמהותית או כהערכת שווי מהותית מאד. כפי שניתן להיווכח מהנתונים המפורטים בטבלה, חברות נוספות קבעו, כפרמטר בלעדי, לקביעת מידת המהותיות של הערכת השווי את שיעור שווי הנכס מתוך סך המאזן. כאמור לעיל, אנו מבקשים לקבוע כי לצורך הדיווח בדוחות הכספיים של החברה, אם וכאשר השווי ההוגן של מנגנון ההתאמה יהיה בין 5% ועד 10% מסך המאזן של החברה לאותו מועד, הערכת השווי תיחשב כהערכת שווי מהותית ולפיכך יינתן בגינה גילוי כנדרש לפי תקנה 8.ב. (ט) לתקנות כאמור בסעיף 9 לעיל.
- 10.6. ברור הוא, כי אם וכאשר השווי ההוגן של מנגנון ההתאמה יהיה גבוה מ- 10% מסך המאזן של החברה לאותו מועד, הערכת השווי תחשב מהותית מאוד.

**סיכום**

11. לאור האמור לעיל, נודה לקבלת אישורכם העקרוני לקריטריונים שבכוונת החברה לקבוע לצורך סיווג הערכת השווי בקשר עם מנגנון ההתאמה כהערכת שווי מהותית או מהותית מאוד, וכן לגילוי שינתן בקשר עם תקנה 8.ב. (ט) לתקנות.
12. מאחר והחלטתכם בעניין זו הינה בעלת השפעה מהותית על קיום עסקת המכירה, נבקשכם שלא לפרסם פניה זו. ככל שבקשתנו שלא לפרסם פניה זו תדחה, נבקשכם לעכב את פרסום הפניה עד לאחר השלמת העסקה בין הצדדים, וכי בכל מקרה שהפנייה והתשובה יפורסמו ללא ציון שמות הצדדים המעורבים וכן ללא פירוט של נסיבות מהן ניתן ללמוד על זהות הצדדים וכן ימחקו הערכים הכספיים המפורטים בפניה.
13. אנו מתחייבים להודיעכם במידה והחברה תחליט לאמץ עמדה שונה מזו שתבוא לידי ביטוי בתשובתכם לפניה זו.
14. אבקשכם לדון בבקשתנו בהקדם, הואיל והמועד לביצועו של ההסכם שבין החברה לרוכש קרב ובא.
15. למען הזהירות, יש לציין כי החברה טרם קיבלה את הסכמת הרוכש, קרנות אייפקס ו/או קבוצת תנובה לאמור במסמך זה. בכוונת החברה לפנות לגורמים הנ"ל, לאחר ובהתאם לאמור בתשובתכם.
16. נשמח לעמוד לרשותכם בכל הבהרה נוספת שתידרש.

**בכבוד רב,**

**דוד גוטליב, עו"ד**

**שניצר, גוטליב, סאמט ושות'**

**העתק: מבטח שמיר אחזקות בע"מ  
בריטמן, אלמגור זוהר ושות'**

**פרמטרים לקביעת "שווי מהותי מאד" כפי שבאו לידי ביטוי בדיווחי חברות ציבוריות**

חברה	תאריך פרסום דו"ח	הערכת שווי מהותית מאד
ליברטי פרופרטיס בע"מ	24.3.2010	שווי של 25% ויותר מסך המאזן המאוחד, או שינוי המהווה 15% ויותר מהונה העצמי המאוחד של החברה.
אפריקה ישראל להשקעות בע"מ	30.3.2009	מעל 10% מסך הנכסים במאזן המאוחד, ובמידה ושווי הנכסים נזקף לדוחות רווח והפסד, הבחינה היא ביחס לרווח או הפסד החברה במהלך השנה.
אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ	17.3.2010	מעל 10% מסך הנכסים במאזן המאוחד.
וילאר אינטרנשיונל בע"מ	27.3.2010	מעל 10% מסך הנכסים במאזן המאוחד.
גרנית הכרמל השקעות בע"מ	17.3.2010	מעל 10% מסך הנכסים במאזן המאוחד.
חבס ח.צ השקעות (1960) בע"מ	22.3.2010	מעל 10% מסך הנכסים במאזן המאוחד.



רשות ניירות ערך  
ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

מחלקת תאגידים  
רחוב כנפי נשרים 22, ירושלים 95464  
טל: 02-6556444 פקס: 02-6513160

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

טו בטבת תשע"א  
22 דצמבר 2010

לכבוד  
מבטח שמיר אחזקות בע"מ ("החברה")

באמצעות פקסימיליה  
מספר: 03-6442099

א.ג.נ.,

**הנדון: בקשה לפניה מקדמית בנושא צירוף הערכת שווי של מנגנון התאמת התמורה – עסקת  
מבטח שמיר ובנק לאומי**

סימוכין: מכתבכם מיום 8 בדצמבר 2010, שיחתנו הטלפונית מיום 20 בדצמבר 2010

במענה לפנייתכם שבנדון, מובאת להלן עמדת סגל הרשות בהתייחס לנושא שבנדון, כפי שנמסרה לכם בשיחתנו הטלפונית מיום 20 בדצמבר 2010. עמדה זו מבוססת על המסכת העובדתית שנפרשה במכתבכם ובשיחתנו הטלפונית, ועליה בלבד, ובהנחה כי היא משקפת את כל הנתונים הרלוונטיים לעניינים האמורים בפנייתכם.

פניה זו עניינה יישום הוראות תקנה 8 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידים), התש"ל – 1970 (להלן "התקנות") ככל שהיא נוגעת להגדרת מבחני המהותיות לפיהם יקבע האם הערכת השווי לקביעת שווי הסכומים שעשויה החברה לקבל או לשלם לפי מנגנון התאמת התמורה (להלן "שווי מנגנון ההתאמה") בעסקת מבטח שמיר ובנק לאומי לישראל בע"מ (להלן "הרוכש") למהותית ("מבחן המהותיות").

בפנייתה ציינה החברה כי תמדוד את שווי מנגנון ההתאמה, המהווה מכשיר פיננסי נגזר, מדי תקופה בהתאם לתקני ה-IFRS. בהתאם לתקנה 8 לתקנות, תצרף החברה פרטים בנוגע להערכת שווי מנגנון ההתאמה ככל שהערכת השווי תהיה "מהותית" ותצרף את הערכת השווי עצמה במידה ומדובר יהיה בהערכת שווי "מהותית מאוד".

החברה סבורה כי מבחן "מאזני" לבדו הינו ראוי לעניין זה. לפי המבחן המוצע על ידי החברה, הערכת שווי מנגנון ההתאמה תחשב "מהותית" במידה ושווי מנגנון ההתאמה יעמוד על 5% ומעלה מסך המאזן ואילו תחשב "מהותית מאוד" במידה ושווי יעמוד על 10% ומעלה מסך המאזן ליום המאזן.

בנוסף, פירטה החברה את הגילוי שיינתן מקום בו הערכת השווי תמצא כמהותית בדוחות החברה.

סגל הרשות סבור, כי מבחן המהותיות בקשר עם הערכת שווי צריך לכלול בנוסף למבחן המאזני הנזכר לעיל, גם את בחינת השפעת השינוי בשווי ההוגן על הרווח ו/או ההפסד של החברה ("מבחן הרווח").

סגל הרשות סבור כי העובדה שהחברה הינה חברת השקעות והחזקות, אשר נתוני רווח והפסד שלה מושפעים מרווחים חד פעמיים הנובעים ממימוש חברות או תאגידיים שבעלותה, אינה מצדיקה, כשלעצמה, התעלמות ממבחן הרווח. לעמדת סגל הרשות, הצורך במתן גילוי אודות הערכת שווי מהותית או צירוף הערכת שווי מהותית מאוד של פריט אשר שינוי בשווי משפיע על הרווח ו/או ההפסד של החברה, צריך להיבחן גם ביחס לרווחי החברה. מתן גילוי אודות הערכת שווי מהותית או צירופה של הערכת שווי מהותית מאוד של פריט אשר השינוי בשווי הנזקף לרווח ו/או הפסד הינו מהותי או מהותי מאוד, בהתאמה, מהווים פרט חשוב למשקיע סביר.

עמדת סגל זאת, אף קיבלה ביטוי במסגרת עמדה משפטית מספר 105-23: "פרמטרים לבחינת מהותיות הערכות שווי" שפורסמה היום, לפיה מהותיות תבחן, בין השאר, גם ביחס להשפעת השינוי בשווי ההוגן כתוצאה מהערכת השווי על רווח החברה.

בקשר עם הגילוי שניתן מקום בו הערכת שווי מנגנון ההתאמה תהיה "מהותית", סבור סגל הרשות כי בנוסף לפריטי הגילוי שצוינו במכתבה של החברה, נדרש גילוי נוסף בדבר נכס הבסיס (אשר שווי משפיע על הערכת השווי של מנגנון התמורה). הגילוי הנוסף הנדרש הינו –

1. מודל ההערכה ששימש בהערכת נכס הבסיס ;

2. אם מודל ההערכה הנו הוון תזרים מזומנים, יש לציין גם :

א. שיעור הצמיחה שנלקח בחשבון לצורך הערכת שווי נכס הבסיס ;

ב. שיעור ההיוון שנלקח בחשבון לצורך הערכת שווי נכס הבסיס ;

ככל שמודל ההערכה שונה, יש לציין פרמטרים רלוונטים (לדוגמא, אם מודל ההערכה הנו לפי שיטת המכפיל – יצוין סוג המכפיל והמכפיל עצמו)

בנוסף, הגילוי המוצע במכתבכם לגבי יתר ההנחות ששימשו להערכת השווי של האופציות בתמחור האופציה, יספק ככל שיעשה שימוש במודל B&S. באם החברה תשתמש במודל אחר, על אופן הגילוי להבחן מחדש.

עמדת הסגל האמורה מבוססת על ההנחה כי מכתבכם מתאר באופן מלא את כל העובדות הנוגעות לנושא, ומשקף באופן נאות ומדויק את מזכר ההבנות שנחתם עם הרוכש. מובהר, כי עמדת סגל הרשות עוסקת רק בשאלת מבחן המהותיות שעל החברה ליישם ובגילוי הנדרש מקום בו הערכת השווי הינה מהותית, ואינה עוסקת בסוגיות חשבונאיות אחרות הנוגעות לעסקת הרכישה ואופן מדידת הסכומים שיוכרו בדוחות הכספיים בעקבות העסקה, או בשאלת הגילוי שיש לכלול במסגרת הערכת שווי מנגנון ההתאמה, במידה והערכה זו תהיה בגדר "הערכת שווי מהותית מאוד".

בהתאם לנוהל פנייה מקדמית, פניית החברה ותשובת סגל הרשות תפורסמנה במלואן באתר הרשות.

בברכה,

זיו כהן, רו"ח, עו"ד      עדי טל, רו"ח, עו"ד

מחלקת תאגידיים

**הערת:** עו"ד דוד גוטליב, משרד עוה"ד שניצר גוטליב סאמט, באמצעות פקס מספר: 03-6113001

רו"ח ברייטמן, אלמגור, זוהר ושות' באמצעות פקס: 03-6094022.