

**בקשה לאישור תובענה ייצוגית נגד קבוצת חג'ג' בגין מחיר הרכישה של מניות
חברת ריג'נסי שהוצע במסגרת הצעת רכש לכל מניות ריג'נסי בפברואר 2014
תגובה לחוות הדעת הנגדית שהוגשה מטעם הנתבעים**

בחדש פברואר 2014, במסגרת בקשה לאישור תובענה ייצוגית נגד קבוצת חג'ג' (להלן חג'ג') בגין המחיר למניה שאותו הציעה חג'ג' לבעלי מניות המיעוט בחברת ריג'נסי, (להלן ריג'נסי או החברה) במסגרת הצעת רכישה מלאה של כל מניות החברה שבידי הציבור, הגשתי חוות דעת מומחה כלכלי לבית המשפט.

טענתי שפורטה בחוות דעתי היתה כי המחיר שהציעה חג'ג' עבור מניות ריג'נסי, 20 אג' למניה המשקף שווי של כ- 76 מיליון ₪ לריג'נסי, הוא מחיר נמוך מאד, שאינו משקף את שוויה האמיתי, הכלכלי, של ריג'נסי והוא מקפח את בעלי מניות המיעוט בחברה, המשקיעים מקרב הציבור.

המחיר הנכון של מניית ריג'נסי במועד הצעת הרכש בפברואר 2014, כך טענתי, על בסיס הדוח הכספי של ריג'נסי לסוף הרביע השלישי של שנת 2013 ומידע נוסף שהעבירה החברה למשקיעים לאחר פרסום הדוח הכספי, צריך היה להיות 56.2 אג' למניה, מה שמשקף שווי של כ- 214 מיליון ₪ לחברה ומכאן התביעה לפצות את המשקיעים, שלא נענו להצעת הרכש, בסכום של כ- 6 מיליון ₪, המהווה מכפלה של מספר המניות שהחזיקו משקיעים אלו בסכום הפער של 36.2 אג' למניה, הפער בין המחיר שהוצע למחיר הראוי לפי חישובנו.

בחדש יולי 2014 במסגרת מסמך התשובה של המשיבה הוגשה לבית המשפט חוות דעת נגדית לחוות דעתי שנכתבה על ידי רואה החשבון אלכס שכטר (להלן שכטר) מחברת הייעוץ גיזה. על פי חוות דעתו של שכטר, שוויה של ריג'נסי במועד הצעת הרכש עמד על כ- 76 מיליון ₪ שממנו נגזר מחיר מניה הזהה, באופן מפתיע, למחיר הרכישה שאותו הציעה חג'ג', 20 אג'. כדי להגיע למספר המבוקש הזה פסל שכטר את כל הנחות העבודה והמתודולוגיה שלי, כפי שהוצגו בחוות דעתי, תוך שהוא קובע שהן בלתי מקצועיות. במקום זאת הציע את הערכת השווי שלו שקלעה כאמור למספר המבוקש.

לאחר שלמדתי את חוות דעת שכטר, אני קובע כי את חוות דעת שכטר יש לדחות שכן אין היא משקפת כלל את שוויה של חברת ריג'נסי ביום הצעת הרכש. מסמך זה, אם כן, מהווה מסמך תשובה לחוות דעת שכטר. כל הטענות הכלכליות שיש לי לגבי חוות דעת שכטר תוצגנה בקצרה, אך כמובן שאשתדל שלא להשאיר אף לא טענה אחת של שכטר ללא תשובה הולמת. אני נותן חוות דעתי זו במקום עדות בבית המשפט ואני מצהיר בזאת כי ידוע לי היטב שלעניין

הוראות החוק הפלילי בדבר עדות שקר בשבועה בבית המשפט, דין חוות דעתי זו כשהיא חתומה על ידי כדין עדות בשבועה שנתתי בבית המשפט.

פרק א – מספר הערות מקדמיות

1. קריאת חוות דעת שכטר מעוררת תמיהה גדולה. התמונה שהוא מצייר לגבי הפוטנציאל העסקי של חברת ריג'נסי והשווי הכלכלי שלה הנגזר מכך, עומדת בסתירה גמורה למצטייר מניתוח הדוחות הכספיים של החברה, מאז נרכשה השליטה בה על ידי חגי' בראשית 2012, בסתירה למצגת שהציגה החברה למשקיעים בדצמבר 2013¹, לקראת גיוס הון בהנפקת אג"ח של החברה.
2. דומה כי מדובר בשתי חברות שונות לחלוטין: ריג'נסי של יום, על פי תוצאותיה העסקיות עד למועד הצעת הרכש, דיווחי מנהליה ומצגותיהם למשקיעים, וריג'נסי של לילה, העולה מחוות דעת שכטר. מעין גרסה מודרנית של שוק ההון הישראלי למקרה המוזר של ד"ר ג'קיל ומר הייד.
3. ריג'נסי של יום היא חברה בעלת מוניטין מן השורה הראשונה המגולם ברקורד המרשים של קבוצת חגי' שביצעה למעלה מ-50 פרויקטים בתקופה של 12 השנים האחרונות, בהצלחה עסקית מדהימה, אולי הקבוצה הראשונה בתחום ארגון קבוצות רכישה בארץ; ריג'נסי של לילה היא חברה חסרת מוניטין לחלוטין.
4. ריג'נסי של יום השכילה להרוויח כ-150 מיליון ₪ בתוך תקופה קצרה של שבעה רבעונים ממועד העברת השליטה בה לחגי' והיא תמשיך להרוויח מארגון קבוצות רכישה נוספות, באותה מתכונת פעולה גם בעתיד; ריג'נסי של לילה לא תמשיך להרוויח בעתיד מארגון קבוצות רכישה.
5. ריג'נסי של יום מתהדרת בשלושה פרויקטי דגל: פרויקט שד"ל - רוטשילד, פרויקט רסיטל ופרויקט אינשטיין. שלושה פרויקטים אלו הם המבחר שבמבחר, הפרויקטים של החברה שאותם היא משביחה ולא ממהרת לממש מתוך ציפיה לרווחים של עשרות מיליוני ₪, אם לא למעלה מזה; בריג'נסי של לילה שלושת פרויקטים אלו הם נעדרי פוטנציאל עסקי שכן הם מוערכים, שלושתם יחד, בפחות מ-5 מיליון ₪.
6. לריג'נסי של יום יש הפסדים לצורך מס של כ-220 מיליון ₪ שהיא מעריכה כי יוכרו על ידי שלטונות המס, רובם אם לא כולם, וכל התנהלותה מכוונת לכך; בריג'נסי של לילה הפסדים אלו כמעט בוודאות לא יוכרו. נהפוך הוא, יש חשש ששלטונות המס בכלל יראו את עסקת רכישת השליטה בריג'נסי על ידי חגי', כעסקה מלאכותית שאינה מאפשרת ניצול הפסדים צבורים.

¹ המצגת מצורפת כנספח לכתב התשובה

7. וכן הלאה, סעיף אחר סעיף, כפי שיפורט ויוצג בהמשך, בונה חוות דעת שכטר מערך הנחות מופרך שכל תכליתו להקטין את שווי החברה, ללא כל הצדקה כלכלית ובניגוד למידע שעמד לרשות המשקיעים ערב הצעת הרכש: הוצאות ההנהלה של החברה מנופחות ולא סבירות, הוצאות השיווק גדלות במאות אחוזים לעומת מה שהציגה החברה בעבר, ריבית ההיוון שבה משתמש שכטר אינה מייצגת את רמת הוודאות שבקבלת תקבולי החברה וכן הלאה, לאורך חוות הדעת. וכך חברה, שבהערכת שווי שמרנית הוערכה על ידנו בשווי של 214 מיליון ₪, שווה בדיוק 76 מיליון ₪, המשקף את מחיר הצעת הרכש של חגי'.

8. נעבור להלן לסקירה מפורטת של כל נקודות המחלוקת שבינינו לבין שכטר ונראה כיצד שכטר, לאורך כל הדרך, מאלץ את נתוני התחשיב שלו, בניגוד לכל היגיון ופרקטיקה כלכלית מקובלת, טכניקה של הצגת תסריטים שליליים שאין להם כל אחיזה במציאות, worst case scenarios, במטרה להצדיק הערכת שווי נטולת בסיס.

פרק ב – על שלושה פרויקטי הדגל של החברה ושוויים הכלכלי

9. כפי שהצגתי בחוות דעתי הקודמת (עמוד 9) למועד הצעת הרכש היו לחברה 7 פרויקטים של קבוצות רכישה שעד לסוף שנת 2014 החברה היתה אמורה להשלים סופית את מכירתם, מימושם, ולרשום הכנסה של 126 מיליון ₪ מדמי סיחור בגינם ועוד 25 מיליון ₪ ממימוש נכסים שיש לה בשלושה מתוך שבעה פרויקטים אלו ובסך הכל הכנסה מובטחת, על פי החברה, של כ- 150 מיליון ₪, רובה תוכר בפרק זמן של שנה.

10. מעבר לסעיף הכנסה זה, שדווח על ידי החברה ואין עוררין עליו, צפויים לחברה רווחים נוספים משלושת פרויקטי דגל שהחברה ממשיכה לקדם ולהשביח לקראת מימוש מאוחר יותר: שדי"ל, רסיטל ואינשטיין, שהחברה כאמור מעדיפה לדחות את מימושם כדי לאפשר לה להשביחם ולהשיא את רווחיה בעתיד, מתוך מחשבה שלחברה יש ידע, ניסיון ורקורד בהשבחת פרויקטים אורבנים מורכבים באזורי ביקוש עילי ולכן הדחייה תביא בסופו של יום, לרווח נוסף משמעותי, פועל יוצא של דחיית המימוש בשלוש שנים לערך.

כפי שכותבת החברה בדוחות הכספיים:

" החברה לעיתים מצטרפת בעצמה כחברת קבוצה וזאת במקרים הבאים:

א. כאשר היא צופה שרכיבים מסוימים במקרקעין ימכרו עם התקדמות הפרויקט בתמורות גבוהות משמעותית (ביחוד שטחים מסחריים, חניות ויחידות מיוחדות בפרויקטים כגון קומות דופלקס ופנטהאוזים) מאלו שניתן לקבל בשלב גיבוש הקבוצה;

ב. מקרה בו החברה מצטרפת כחברת קבוצה לחלק המקרקעין במועד רכישת המקרקעין לצורך השלמת הקבוצה.

החברה פועלת לשיווק הנכסים שנרכשו בניסבות המקרה הראשון בהתאם למצב השוק

והיכולת להשיא את התמורה מנכסים אלו (בהתאם להערכת החברה). מאידך, שיווק המקרקעין. הנכסים שנרכשו במקרה השני נעשה בסמוך למועד השלמת גיבוש הקבוצה ורכישה. (מתוך תשקיף מדף של חברת ריג'נסי פורסם ביום 27.11.13 עמוד ו' 16 (203) לתשקיף 6.7.8 מדיניות רכישת נכסים ומימוש נכסים)

11. ומכאן אנו מגיעים לנקודת המחלוקת הראשונה שלנו עם שכטר: כיצד יש להעריך את הערך הנוכחי הנקי של הרווחים הצפויים משלושת פרויקטי דגל אלו. או במלים אחרות: כיצד יש לקבוע את שווים.

הערה על הערכת שווי בשיטת תזרים מזומנים מהוון - DCF

12. כל העוסק בהערכות שווי של חברות, ובעיקר אמורים הדברים בחברות ציבוריות, יודע כי דרך המלך היא לבצע הערכת שווי של חברות על פי חישוב התזרים העתידי המהוון שלהם, השיטה הקרויה DCF-Discounted Cash Flow. שווי חברה, כך גורסת שיטה זו, מבטא את כושרה לייצר תזרים מזומנים נקי עתידי, אותו יש להוון ולהחסיר ממנו את ההתחייבויות הפיננסיות נטו של החברה. בעשור האחרון פורסמו פסקי דין רבים, ביניהם פסקי דין של בית המשפט העליון, שבהם נקבע כי שיטת DCF היא שיטת ההערכה המועדפת מבחינה מקצועית, הוגנת מבחינת שמירת זכויותיהם של מחזיקי מניות המיעוט ושקופה ומובנת בעיקרון לכל משקיע קטן. בשיטה זו על מעריך השווי להציג את כל הפרטים הרלבנטיים על החברה, שלא תמיד ידועים למשקיעים, לחשוף את הפוטנציאל העסקי שלה ואת מערכת ההנחות והמתודולוגיה של הערכת השווי. רק כך ניתן לשמור על זכויותיהם של משקיעי המיעוט ולמנוע מניפולציה מצד בעלי השליטה שיכולה להסתיר מידע רלבנטי ולהציג הערכות שווי שתואמות את האינטרס של בעלי השליטה בלבד.

13. שיטה זו עדיפה, כך חזר וקבע בית המשפט, על ביצוע הערכות שווי על פי הערכות שמאי, שמטבען הן שמרניות ואינן חושפות את מלוא הפוטנציאל העסקי של הפרויקטים, שהרי איתור הפוטנציאל העסקי של החברה, הוא הטריטוריה הלגיטימית של הכלכלן ולא של השמאי, שיש לו כלים מקצועיים לכמת אי וודאויות ויש לו את המעוף, להציג דברים נכוחה, במידת השמרנות והזהירות הנדרשים.

14. שיטה זו, שוב על פי קביעת בית המשפט, עדיפה על שיטת חישוב שווי ההון העצמי הרשום בספרים, גישה חשבונאית בעלת אופי פנקסני, שמועדת להסתיר שווי ופוטנציאל עסקי, ששיטות הרישום החשבונאיות, השמרניות, לא יכולות לתת לו גלוי נאות ומקיף.

15. מסיבה פשוטה ומובנת זאת היינו מצפים מחברת גיזה ומרואה החשבון שכטר, להעריך את שלושת פרויקטי הדגל הללו על פי הנחיות בית המשפט ועל פי ההיגיון הכלכלי

המקובל בשיטת DCF. שהרי כל הנתונים, העלויות, הפוטנציאל והסיכונים חשופים לפניו, ונגישים לו כל מנהלי החברה והוא, שלא כמו התובע הייצוגי - שידיו כבולות ואין לו גישה ישירה למידע עסקי דיסקרטי-, יוכל להפיק דוח מושכל והגון, שיעשה צדק לא רק עם בעלי השליטה, אלא גם עם המשקיעים מקרב הציבור.

16. אך לא כך נהג שכטר, בבואו להעריך את שווים הכלכלי של שלושת פרויקטי הדגל, עובדה שאולי מצדיקה את פסילת חוות דעתו כבר בשלב מקדמי זה, לפני שניגשנו לנתח את הכשלים והטעויות הזרועים לאורך כל חוות דעתו. לכן אין לנו ברירה בשלב זה אלא לנתח את הדרך המוזרה שבה הציג שכטר את שווים של שלושת פרויקטי הדגל בחוות דעתו.

פרויקט רסיטל

17. אין אנו רוצים להציג מחדש את הפרויקט לפרטיו, שהרי הוא הוצג בחוות דעתנו, בחוות דעת שכטר וגם על ידי משרד שמאי המקרקעין קונפורטי, רביב, זיסר שיעצו לשכטר בנושא זה.² הערכת השווי שלנו נתנה ערך מהוון של 17.7 מיליון ₪ לפוטנציאל הרווח הגלום בתוספת 10 קומות משרדים לפרויקט, בשטח של כ- 12,000 מ"ר, על פי שווי קרקע למ"ר בנוי של 4500 ₪, בנכוי 50% תשלום של היטל השבחה ובהיוון לשלוש שנים בשער היוון גבוה של 15% לשנה, כדי לשקף את העובדה שהתב"ע לתוספת אותן 10 קומות עדיין לא אושרה, אך קיים סיכוי סביר מאד שהיא תאושר, ועל עובדה זו נראה כי לא תהיה מחלוקת בינינו לבין שכטר והשמאי.

18. אבל שכטר, בשיטת חישוב מפותלת, שאין בינה לבין הערכת שווי כלכלי בשיטת DCF, אף לא קשר רחוק, "הצליח" להוריד את שוויו הנוכחי של פרויקט דגל זה לסכום זעום ומגוחך, של 2.1 מיליון ₪. ובכך מבזה אולי, מבחינה מקצועית, את החברה ואת חגיג'.

19. נתחיל אולי בציון העובדה שאין לנו ספק שהפרויקט שווה יותר מ- 17.7 מיליון ₪ שבו הערכנו אותו. קבוצת חגיג היא בעלת רקורד של השבחת פרויקטים גם כאשר היא רוכשת את הקרקע במחיר שוק מלא. ביכולתה לזהות פוטנציאל עסקי, להגדיל את אחוזי הבניה בפרויקט, להשאיר לעצמה את הנכסים האטרקטיביים בכל פרויקט: שטחי מסחר, קומות פנטהאוז ודופלקס, חניות עודפות ואחר כך למנף אותם לרווחים נוספים. כך בפרויקט המשרדים שהיא מקימה ברחוב הארבעה בת"א, היא רכשה קרקע מחברת גינדי, אף היא לא קוטלת קנים, במחיר של 5000 ₪ למ"ר והיא צופה לרווח של 230 מיליון ₪ וכל זאת עוד לפני שניידה לפרויקט זה זכויות אוויר מפרויקטים אחרים כדי להגדיל את היקף הבניה. בפרויקט רסיטל זכויות הבניה, מתוקף שנוי התב"ע, לעשר

² ראה עמוד 62 בנספח להוות דעת שכטר שבו מופיע דוח משרד השמאים

- הקומות הנוספות שיכות כולן לחברה, ללא תשלום עבור הקרקע, למעט כמובן תשלומי היטלי השבחה, דמי היתר וביצוע משימות פיתוח לפי הסכמה עם הוועדה המקומית. 20. כמובן שבמסגרת חוות דעתי לא היה לי בסיס מידע להכין הערכת שווי לתוספת הבניה ברסיטל בשיטת DCF שהרי מידע על הסדרי תשלום היטל השבחה לעירייה, דמי היתר למנהל ומשימות ציבוריות לביצוע עבור הוועדה המקומית לא היה מצוי ברשותי. כל המידע הזה מצוי היה אצל שכטר, והוא יכול היה להכין הערכת שווי כמקובל, כפי שהוא יודע להכין, שהרי מדובר באומדן תזרימי לשלוש שנים קדימה בלבד, כאשר יש מידע מוצק על מבנה ההכנסות וההוצאות.
- אבל כך לא עשה שכטר. במקום לעשות עבודה של כלכלן, הוא בחר להסתתר מאחורי דוח השמאי, שאינו מעוגן בשום תיאוריה כלכלית של הערכת שווי וכך הגיע למספר המגוחך של 2.1 מיליון ש"ח, משמע 175 ₪ מחיר קרקע למ"ר בנוי!
21. ומשתמע מכך, וכדי לעמוד באילוצים - מתן הערכה נמוכה ביותר - העריך השמאי את הנכס לצורך רכישתו ע"י החברה מידי צד ג'. הינו שווי הקרקע בניכוי כ 15% בגין העדר חניה לתוספת בניית 10 קומות על המגרש, בניכוי 40% מערך הקרקע בגין העובדה שעדיין אין אישור לתב"ע, בניכוי היטלים לעירייה ולמנהל, בניכוי משימת פיתוח על פי קביעת הוועדה המקומית, וכתוצאה מכך מגיע למחיר אבסורדי ששווי הקרקע עבור 10 קומות שהם 12,000 מ"ר הוא 2 מיליון ₪ בלבד.
22. אנו הערכנו שהמחיר הממוצע למ"ר בפרויקט יהיה 4,500 ₪, בהסתמכנו על הערכת שמאות שניתנה לחברת ריגינסי עבור פרויקט שד"ל בסך 5,500 ₪ למ"ר. לצורך הזהירות הפחתנו 1,000 ₪, וכך הגענו ל 4,500 ₪ למ"ר. שזה לדעתנו מחיר הרבה יותר סביר ממה שלקח שכטר. כמו כן המחיר שאנו הערכנו 4,500 ₪ למ"ר נמוך מהמחיר שבו קבוצת חגי' רכשה את פרויקט הארבעה בסך של 5,000 ₪ למ"ר מחברת גינדי (שלוש שנים קודם לכן).
23. שכטר מתעלם מכך שעל שטח של כ- 18,000 מ"ר, בפרויקט רסיטל המקורי, ללא תוספת הקומות, כאשר מחיר הקרקע משולם בעסקת קומבינציה, השכילה ריגינסי להרוויח 36 מיליון ₪, על פי דיווחיה, (2000 ₪ למ"ר בנוי). מנגד שכטר מעריך שעל שטח של 12,000 מ"ר, שטח עשר הקומות הנוספות, שבו החברה לא משלמת על הקרקע, היא תרוויח, כ- 2 מיליון ₪, כאמור רווח של 175 ₪ למ"ר בנוי, 8.75% ממה שהרוויחה בשלב הקודם ברסיטל. אין מדובר כאן בהערכה שמרנית מצד שכטר, מדובר בהערכה חסרת שחר ובסיס שנועדה להסתיר את שווי האמיתי של הפרויקט.
24. השמאי גם מתעלם מתוספת של 200 מ"ר חניה שהוספת 10 קומות מייצרת.

25. השמאי אולי לא ידע, אך שכטר ככלכלן היה חייב לדעת, כי ריגינסי רכשה במסגרת קבוצת הרכישה 125 מקומות חניה **עודפים** בפרויקט זה, שאותם תוכל להציע במחיר טוב מאד מבחינתה, לרוכשי הקומות הנוספות. העדר החניה מאפשר לה למנף את שווי החניות שברשותה ולהעלות את שווי הפרויקט מבחינתה ולא להוריד אותו, ובכך החיסרון שמציג השמאי הופך להיות יתרון גדול.
26. באותה פעולה נקטה חגי' בפרויקט מגדלי הארבעה: היא השאירה לעצמה את החניות העודפות של המגדל, והגדילה את אחוזי הבניה בשטחי המשרדים, וכך נהנתה מכל העולמות: גם יכולה היא למכור את תוספת שטחי המשרדים וגם ערכן של החניות עולה.
27. גם הפחתה של 40% משווי הקרקע בגין תב"ע שעדיין לא אושרה, אינה מקובלת. בכל הפרסומים באתר הרשמי של החברה רשום שהבניין יהיה בן 31 קומות, החברה מעריכה כי באופן ודאי תתקבל בקשתה להגדלת הפרויקט. הטיפול באי הוודאות בהערכות שווי לפי התיאוריה המקובלת, נעשה בדרך של קביעת שער ניכיון הגבוה משער הריבית ללא סיכון ולא בהורדת שווי כפי שעשה השמאי.
28. שכטר בכל מקרה טעה כאן טעות מתודולוגית. בשלב הראשון הוא הוריד את שווי הקרקע ב- 40% לכאורה עקב אי הוודאות שבאישור התב"ע (כאמור אי וודאות מזערית) אך בהמשך היוון את זרם התקבולים בגין הקרקע, שאת שווי הוריד כאמור ב- 40%, בשער ניכיון של 12% לשנה לתקופה של ארבע שנים. אין שום הצדקה תיאורטית או עניינית לבצע ניכיון כפול שמוריד מלאכותית את שווי הנכס.
29. החברה אינה נוקטת בהערכת שווי הנכס לפי שיטת הערכה DCF, שהיא השיטה שבית המשפט העליון קבע כשיטה הנכונה להערכת שווי חברה לצורך הצעת רכש זכויות המיעוט.
- שכטר מתעלם מהוראת בית המשפט העליון שלצורך קביעת השווי ההוגן למניות החברה יש לנקוט בשיטת DCF שהינה הערך הנוכחי הנקי של זרם התקבולים, שינבעו לחברה מהפרויקט, וזאת בניגוד ל שיטת השווי הנכסי של הפרויקט הגוזרת את שווי הנכס כתוצאה בעת פרוק החברה.
30. כבוד השופט דנצינגר בפסק הדין: קיטאל, שקולניק, נאות אביב קובע:
- העיקרון השני הוא עיקרון הערכת החברה לפי שוויה "כעסק חיי" (going concern), מתוך ההנחה כי יש להעניק לבעלי המניות הניצעים את התמורה הכספית שוות הערך לרווחים שיכלו להיות מנת חלקם אילולא נכפתה עליהם רכישת מניותיהם. מכך אף נובע, כי שיטת השווי הנכסי, הגוזרת את שווי המניות משווי נכסי החברה בפירוק, אינה

מתאימה להערכת מניות במסגרת סעד ההערכה (ראו שם, בסעיף 50).

ההצדקות לשימוש בשני העקרונות הללו סוכמו בעניין עצמון:

"הערכה הנעשית על פי שני העקרונות הראשונים מתחשבת בסביבה העסקית הדינאמית בה מצויה החברה ובפוטנציאל הרווח הטמון בה, החורג מסך נכסיה. בהביאם בחשבון הזדמנויות השקעה עתידיות העומדות בפני החברה נכון למועד הרכישה, מבטיחים עקרונות אלו, כי חלקו של המיעוט לא יגרע מהן, כלומר שמצבו לא יורע בעקבות הרכישה." (שם, בסעיף 51; ראו גם חביב-סגל בעמ' 596-620).

31. בפסק דין עצמון נגד בנק הפועלים 10406/06 סעיף 71 אומר כבוד השופט דנצינגר:

"סיכומם של דברים, בבוא בית המשפט להעניק לניצע סעד הערכה לקביעת השווי ההוגן של מניות שנרכשו ממנו בהצעת רכש מלאה, ערכן של המניות ייבחן על פי השווי הפנימי של החברה כעסק חי, וזאת בהתאם לשיטת DCF, המעריכה את שווי החברה על פי רווחיה (הכנסות, תזרימי מזומנים או דיבידנדים) כפי שהם צפויים בעתיד, מהוונים לערכם הנוכחי, והכל נכון למועד הצעת הרכש."

"בהתחשב בתכליותיו של סעד ההערכה, כפי שהובאו לעיל, שיטה זו לטעמי היא הראויה מבין השיטות. כאמור, פן אחד של הבעייתיות הטמון בהצעת רכש מלאה נוגע לחשש כי בעל השליטה מבקש לרכוש 'החוצה' את מניות המיעוט מתוך ציפייה לנצל הזדמנויות השקעה אפשריות, הידועות לו טרם הרכישה, מבלי לשתף בהן את המיעוט. בעוד הערכות שווי הנסמכות על נתוני עבר מאפשרות לבעל השליטה לעשות כן, אף שהוא צופה לחברה עתיד מזהיר מבעבר, הרי שיטת הערכה המביאה בחשבון את הרווחים הצפויים מהשקעותיה העתידיות של החברה, מבטיחה כי חלקו של המיעוט ברווחים אלה לא יחסר, ומצבו לא יורע." (עניין עצמון, בסעיף 58).

32. השיטה הזו מעקרת את היתרון שיש לבעלי השליטה שיודעים מה ערך החברה, והם עלולים לתת הצעת רכש בדיוק לפני שהחברה עומדת בפני פריצת דרך. וזה מה שעושה חברת חגיג': היא יודעת שזרם התקבולים שעשוי לנבוע לחברה מתוספת של 10 קומות בפרויקט רסיטל הינו סכום גבוה, אך היא מבקשת מהשמאי להעריך את שווי הפרויקט לפי ערך הרכישה מצד ג' (שווי בפרוק). וכל זה בניגוד להחלטת בית המשפט העליון.

33. אך ורק מהטעם הזה, שהחברה לא נקטה בשיטת הערכה DCF, צריך לפסול את כל

חוות הדעת.

34. סיכום סוגיית רסיטל: אסור היה לשכטר לרשום את המספר הזה, 2.1 מיליון ₪ כשווי הפרויקט. האם החברה היתה עושה מאמץ השבחה אדיר ברסיטל כדי לקדם את הפרויקט הזה תמורת תשלום זניח? (זניח מבחינתה כמובן). המנעותו של שכטר לבצע עבודת הערכה כלכלית כמקובל, פוגעת במהימנות וברצינות של עבודתו, ומעלה את החשש שמישהו קבע מספר מראש ואח"כ חיפש דרך להצדיק אותו. אבל זה מספר שאי אפשר להצדיק.

פרויקט שד"ל – רוטשילד

35. אם רסיטל הוא אחד היהלומים בכתר של ריגינסי, הרי פרויקט שד"ל הוא היהלום הגדול מכולם. זהו פרויקט הדגל של החברה. ואיזה ערך נתן לפרויקט זה שכטר? אפס, כן אפס, למען הדיוק אפילו מעט מתחת לאפס.

36. הכיצד יכול לקרות דבר כזה? פרויקט הנמצא במקום היקר ביותר בת"א, רחוב רוטשילד, מגדל של 30 קומות שיש לו תב"ע בעלת תוקף וכבר ניתן לו אישור חפירה (החברה מנסה להוסיף עוד 20 קומות במסגרת שנוי תכנית). הייעוד הוא למשרדים למלונאות ולמגורים, ואין שום מלון בסביבה עסקית תוססת זאת. החברה מחזיקה ב-40% מזכויות הפרויקט באמצעות אחזקתה במניות הד מסטר, והיא מנצלת כל הזדמנות להגדיל את חלקה ישירות ולא מכבר רכשה 5% נוספים ברכישה פרטית והגיעה עד לאחזקה של 45% בחלק העיקרי מהזכויות בפרויקט. במגדל מאייר הסמוך לפרויקט שד"ל, שאותו רכש צחי חגיג כיזם עצמאי, נרשם רווח של 700 מיליון ₪, ובפרויקט הארבעה של חגיג החברה מפרסמת שהיא אמורה להרוויח מעל 230 מיליון ₪, מדוע אם כך מקדמת החברה פרויקט דגל כזה, כשמעריך השווי ששכרה נותן לו שווי אפס? האם לחברה אין בסיס מידע מוצק, מתוך הכרותה עם השוק התל אביבי העילי, כדי לציד את כותב חוות הדעת מטעמה בנתונים לצורך הכנת הערכת שווי בשיטת DCF? הרי לא מדובר בעתיד הרחוק, הפרויקט כבר יצא לדרך וקל מאד להכין לו תכנית עסקית? ומדוע להסתתר שוב מאחורי הערכת שמאי, הפעם השמאי דוד סגל, במקום להכין הערכת שווי כמקובל?

37. למרות הפוטנציאל האדיר של פרויקט דגל זה, בהערכת השווי שלי נתתי לו שווי של 25 מיליון ₪ בלבד, לאחר ניכוי כל ההוצאות, והיוונתי אותו בריבית גבוהה יחסית של 15% כאשר המימוש ידחה לעוד שלוש שנים. כאמור גרס שכטר, כי פרויקט זה, שהתב"ע שלו אושרה מזמן ואף ניתן לו היתר חפירה ותליית המבנים לשימור, אינו "בשל" לביצוע הערכת שווי כמקובל ולכן נתן לו ערך אפס, וזהו כאמור פרויקט הדגל של חגיג.

38. סמוך למועד הרכישה של הפרויקט, צחי חגי' הציג את הפרויקט בפני עיתונאים רבים להלן ציטוט מדברי צחי חגי' בשני עיתונים ביזפורטל, NRG עסקים :
- "העסקה הנוכחית הייתה עסקה מורכבת מאין כמוה, המשלבת רכישה של מניות חברה ציבורית בסודיות מרבית, עם רכישת קרקע של 6 בעלי זכויות פרטיים וחתימת הסכם עם שותף, במהלך אחד משולב ומותנה. המקרקעין הרלבנטיים הינם מהנדירים שעוד נותרו בתל אביב ובפריים לוקיישן בולט במיוחד. בכוונתנו להקים פרויקט יוקרה ייחודי, המהדר את המיקום הייחודי. בין היתר, לאור מורכבותה של העסקה והיכולת לרכוש אותה במחירים המשקפים עסקה במושע ולא כעסקה בשלמות, תוך השלמת פאזל הרכישה בשלמות במקשה אחת. **מחירה של העסקה נמוך בהרבה משווי המקרקעין הרלבנטיים**". (ההדגשה אינה במקור).
39. צחי חגי' מתהדר ומתגאה בעסקת מקרקעין זריזה שבצע, (למעשה מספר עסקות) במחיר אטרקטיבי הנמוך מהשווי האמיתי של הקרקע. את הדברים הללו הוא משמיע באוזני העיתונאים בחודש דצמבר 2013.
40. אך לצורך הערכת שווי המקרקעין כפי שמשקף בהערכה של שכטר הפרויקט אינו שווה אף את הסכום שהושקע בו.
41. לסיכום הערה לגבי הריווחיות של הפרויקטים האחרים שניסינו להשוות בינם לבין פרויקט שד"ל
- א. פרויקט הארבעה של חברת חגי' מפורסם בדוחות הכספיים של החברה. החברה טוענת שהפרויקט אמור להרוויח מעל 230 מיליון ₪.
- ב. פרויקט מאייר הממוקם ברחוב רוטשילד פינת אלנבי, מטרים ספורים מפרויקט שד"ל רוטשילד. בכתבה בעיתון THE MARKER מיום 23.06.2010 של רותם שטרקמן סמוך לרכישת האחים חגי' את פרויקט מאייר הנ"ל הסביר לעיתונאים כי הפרויקט אמור להרוויח סך של 600 מיליון ₪.
- ג. החברה מנסה להתחמק מלתת הערכה שווי לפי שיטת ה DCF לדעתי עקב הבנתה שכל הערכה סבירה שתיתן תקנה לפרויקט רווח עצום, בדומה לרווחים שנוצרו מפרויקטים דומים שהחברה ביצעה.

פרויקט אינשטיין

42. את חלקו המערבי של רחוב אינשטיין ברמת אביב, שדרה רחבה המגיעה עד לקו הים, רואה החברה וחגי' כאזור בעל פוטנציאל השבחה נדל"ני מעולה. כדי להבין את הפוטנציאל שחברת חגי' רואה במתחם אינשטיין ניתן לראות את הלהיטות של החברה לרכוש כמה שיותר חלקים מסחריים במתחם. החברה סימנה את המתחם כאזור מועדף להשקעה, ואכן החברה רוכשת מקרקעין במסגרת קבוצות רכישה כאשר המטרה הינה לשווק את יחידות הדירור בהקדם האפשרי ולרכוש במסגרת קבוצת הרכישה את החלק המסחרי של הפרויקט. על פי התכנון וכפי שמשקף בהדמיית הפרויקט, אמורה להיות שדרה רחבה והחנויות יהיו פתוחות לשדרה. הפרויקטים המסחריים שנבנים כיום ממוקמים רובם בקניונים, ואילו הקונצפט כאן של שדרה שהחלק המסחרי שלה פתוח לשדרה, הינו דבר חדשני ומעניין עם הרבה מעוף.
43. החברה מבקשת להשתלט על כמה שיותר מגרשים ברחוב, והמטרה לרכוש לעצמה את החלק המסחרי של כל פרויקט. ולכן החברה כמארגנת קבוצת הרכישה רכשה את החלק המסחרי של הפרויקט, שכולל 650 מ"ר מסחרי, ו 33 חניות.
44. בכל הפרויקטים האחרים של החברה, ניתנה הערכה לגבי הרווח שינבע ממכירת המלאי שנותר בידי החברה, למעט הפרויקט הזה. כנראה שהחברה מתכוונת להשאיר אותו בבעלותה כחלק מהנכסים המניבים של החברה, היות והיא מאמינה בהשבחת האזור. מלבד הפרויקט הנ"ל החברה ממשיכה לרכוש מקרקעין באזור ואכן בסוף שנת 2013 חברת חגי' מדווחת במאזן כי "רכשה 42% מזכויות במגרש ברחוב אינשטיין בת"א, שיעודו הינו בניית שטחי מסחר ובכוונת החברה לפעול לרכישת מלוא הזכויות במקרקעין, בין בדרך של רכישה בהסכמה מול בעלי יתרת הזכויות במקרקעין ובין בדרך של הליך פירוק שיתוף "
45. החברה ממשיכה לרכוש מקרקעין במתחם כמצוין במאזן חברת ריג'נסי ליום 30.06.14 עמוד 3 סעיף 1.2.1.1 תחום קבוצת הרכישה:
- "בנוסף לפרויקטים המנויים לעיל, החלה ריג'נסי בתקופת הדוח בפעולות ראשוניות ביחס לארגון קבוצות רכישה למספר פרויקטים הסמוכים לפרויקט אינשטיין. בפרויקטים אלו, פועלת ריג'נסי לצרף חלק מבעלי הקרקע הרלוונטית לקבוצת רכישה אותה מארגנת ריג'נסי ביחס לכל פרויקט וכן לשווק זכויות לדירות בכל פרויקט אשר זכויותיהן תירכשנה מבעלי קרקע קיימים."
46. מלשון הודעת ריג'נסי ניתן להבין שריג'נסי פועלת לרכישת קרקעות באינשטיין, והיא תארגן קבוצת רכישה כדי לשווק את הדירות, ולא נאמר את החלק המסחרי, מפני

- שלהבנת החברה החלק המסחרי הוא היהלום שבכתר. ולכן יישאר בידי החברה, מפני שלתפיסת החברה עיקר ההשבחה תהייה בחלק המסחרי.
47. בפרויקט אינשטיין של חברת ריגינסי נכון לסוף שנת 2013 יש לחברה שטח מסחרי, שאותו שמרה לעצמה במסגרת קבוצת הרכישה שארגנה, של 650 מ"ר ועוד 33 מקומות חניה מועדפים במפלס העליון. אנו הערכנו את שווי הפרויקט ב- 15 מיליון ₪, או 10 מיליון ₪ לאחר היוון.
48. גם כאן לא נדרש שכטר להכנת הערכת שווי בשיטת DCF כמקובל. הוא נשען שוב על הערכת שמאי שהוגשה לפני שנה לבנק המלווה את הפרויקט על ידי השמאי ירון ספקטור. מדובר בדוח ראשוני של השמאי, דו"ח "אפס" שנועד לשרת את דרישות הבנק המלווה ואין הוא יכול להוות בסיס להערכה כלכלית שנעשית שנה לאחר מכן.
49. הניתוח שערך שכטר לדוח השמאי מלווה בכשלים טכניים שהינם משמעותיים לצורך הסתמכות על הערכת השווי ההוגן של הנכס.
- א. השמאי קובע את מחיר המכירה של החלק המסחרי בהתאם לדמי השכירות שהנכס יפיק. אך השמאי מתעלם לחלוטין מ 33 החניות שהינם בבעלות החברה הערכה גסה למחיר חניה כ 130,000 ₪ מגדילה את ערך הפרויקט ב 4.3 מיליון ₪.
- ב. עלות הקרקע, כפי שחושבה ע"י השמאי, היא 12,474 אלף ₪, עלות זו מוצגת לבנקים בתוספת הרווח של ריגינסי כמארגנת קבוצת רכישה, שזה נכון כלפי הבנק. אך כלפי החברה צריך לנטרל מעלות הקרקע את הרווח של מארגן קבוצת הרכישה. כי לפי עקרונות חשבונאים לא ניתן לייצר רווח ממכירה נכס לעצמך.
50. עוד נתון המעמיד בספק חמור את הערכת השווי של שכטר לפרויקט זה: על פי שכטר שיעור הרווח של החברה על השטח המסחרי שבעלותה הוא 14% (עמוד 38 אצל שכטר) אבל על פי ספקטור (עמוד 44-45 בדוח שלו) הרווח בכל הפרויקט, שעיקרו הוא מגורים, הוא 16%. כיצד יתכן כי החברה, שבחרה להחזיק בשטח המסחרי, שלו פוטנציאל הרווח הגבוה ביותר בפרויקט, מדווחת בהערכת שווי של שכטר, על רווח של 14% בלבד? הדבר הלא עומד בניגוד חמור לרציונל ולקונספציה העסקית המוצהרת של החברה: לבחור לעצמה בכל קבוצת רכישה שהיא מארגנת את הנתח בעל הפוטנציאל הרווחי הגדול ביותר, ותמיד יכלול נתח זה את השטח המסחרי שיש בפרויקט, ולהחזיק בו לאורך זמן כדי להשיא את רווחיה.
51. דוח השמאי, עליו מסתמך שכטר, קובע שהרווח מהפרויקט זה הינו 3,890 אלפי ₪, שיתקבל בשנת 2017 שערכו הנוכחי הוא 2,616 אלפי ₪. כל זאת לפני הוצאות הנהלה

- וכלליות ושיווק שאמורים לחול על חברת ריגינסי. בהתאם לטבלה תזרים המזומנים ששכטר ערך הרי הוצאות הנהלה ושיווק מגיעים ל 15.8% מהתקבולים.
52. לפיכך צריך ליחס הוצאות הנהלה ושיווק לפרויקט בסך של 4,380 אלפי ₪, המהווה 15.8% מערכו במחיר מכירה שהוא לפי שכטר 27,722 אלפי ₪. אי לכך ביצוע הפרויקט יביא לחברה הפסד. האם סביר שהפרויקט הזה יגרום לחברה הפסדים, כאשר החברה משתדלת לרכוש יחידות מסחריות נוספות באזור ופוטנציאל הרווח משטחים מסחריים הוא גבוה כאמור?
53. המסקנה המתבקשת היא שכל התחשיב של הפרויקט ששכטר מאמץ הינו מגמתי בלתי מתקבל על הדעת וכל כוונתו היא להטעות את בית המשפט, וכל זאת במעטה מכובד של דוח שמאי.
54. כל הקשיים שבהסתמכות על הערכת שווי ישנה של שמאי, שהוזמנה לצורך אחר על ידי בעל ענין אחר, הבנק, מתגלמים בהשענות של שכטר על דוח השמאי ספקטור, שבכל מקרה לא מאפשר לנתח כיצד נערך החישוב. התוצאה הסופית, בלי קשר לשיטת ההערכה, היא אבסורדית, שכן היא בעצם משדרת כי החברה לא יודעת להשביח את הנכסים המסחריים שלה וזו טענה שספק אם החברה היתה עומדת מאחוריה.
55. אנו רוצים להסביר מהי מטרת דוח האפס שנערך ע"י השמאי. הדוח של השמאי בא לשרת את הבנק כדי לקבל הערכה לגבי רווחיות הפרויקט ורמת הסיכון של הבנק בהעמדת ליווי פיננסי לפרויקט. ואכן השמאי קובע שהפרויקט הינו ריווחי בגובה של 16% ונתון זה מספק את הבנק לצורך העמדת אשראי לפרויקט. אך זאת יש לדעת:
1. לקבוצת חגיג' אינטרס להציג את הפרויקט כרווחי כדי לקבל את הסכמת הבנק להעמדת האשראי. היות ודוח השמאי פתוח בפני כל הרוכשים, ולפי דוח זה הרוכשים אמורים לשלם את חלקם בבניה, מטרת החברה היא להציג את היחסים בין חברי הקבוצה ככאלו שלפיהן אחוז הרווח של מארגן הקבוצה, שרכש את החלק המסחרי, אינו גבוה מאשר אחוז הרווח של יחידת הדיור.
 2. ואכן השמאי עמד במשימה זו, כאשר הפחית את השווי של החלק המסחרי. ומכאן אנו רואים את האבסורד שבהסתמכות על דוח אפס שהכין השמאי לבנק: שממנו עולה כי הרווח על יחידות הדיור גבוה מהרווח על החלק המסחרי. וזאת כאשר החברה ממשיכה לארגן קבוצות רכישה לפרויקטים של מגורים באזור, כדי להשאיר לעצמה את השטחים המסחריים.

3. בהסכם השיתוף בין חברי הקבוצה (עמוד 39 לדוח השמאי) נקבע כי במידה ויהיו זכויות בניה עודפות בעתיד, הן יהיו שיכות לבעל החלק המסחרי. יתכן והחברה יודעת על אפשרויות השבחה נוספות שאנו לא יודעים עליהן כעת. וזה יביא לשיפור נוסף של הרווח על החלק המסחרי בפרויקט שנמצא בבעלות החברה

4. המקרה שלפנינו מוכיח כאמור את האבסורד שבהסתמכות על הערכת שמאי לבנק לצורך הערכת שווי מעודכנת של הפרויקט. ברור כי הנהלת החברה יודעת כי רכישת החלק המסחרי באזור תשיא את תשואת ההשקעה לערכים גבוהים ביותר, ועל כן החברה אינה מוכרת את החלק המסחרי בשלב זה. ומניסיון העבר לחברה הצלחות רבות באיתור השקעה בנדל"ן. לכן סביר להניח כי דוח השמאי לא מייצג את הרווחים העתידיים של החברה. והמידע האמיתי מצוי אצל הנהלת החברה.

סיכום סוגיית הפרויקטים היזמיים של החברה

56. בהצגה תמציתית כאן הראנו כי שיטת ההערכה של שכטר את שלושת פרויקטי הדגל של החברה היא מוטית ומוטעית ומניבה תוצאות שעומדות בניגוד להצהרות בכתב ובע"פ של המנהלים בחברה ובניגוד לרקורד העסקי שלהם, שמצביע על יכולת לזהות נכסי מפתח מתוך כלל נכסי קבוצות הרכישה שהיא מארגנת ולהחזיק בהם עד לשלב מימוש רווחים עתידי.

57. לשכטר, בניגוד לתובע הייצוגי, היה את כל המידע הנדרש על מנת לבצע הערכת שווי של שלושה פרויקטים קיימים וידועים, כולם פרויקטים שחלה עליהם תכנית בנין עיר מאושרת, כולם פרויקטים ערב בניה שכל הפרמטרים העסקיים שלהם ידועים.

58. ההסתמכות על דוחות שמאים בצורה זו, מהווה, לדעתנו, דרך לא תקינה להעלמת מידע עסקי קיים כדי להקטין באופן מלאכותי את השווי של החברה ולקפח את המשקיעים, כפי שעשתה החברה בהצעת הרכש שלה.

פרק ג – מהם שיעורי המס שאותם תשלם החברה?

59. עקבי לקו העובר כחוט השני בהערכת השווי שלו, השחרת פני החברה על ידי הקטנת הכנסות צפויות והגדלת הוצאות, ניגש שכטר להעריך את היקף ההפסדים שיוכרו לחברה על ידי שלטונות המס מתוך סך של 220 מיליון ₪ הפסדים צבורים.

60. היות וחברת ריג'נסי בניהול הנוכחי בונה את פרויקט שד"ל רוטשילד, ומייעדת חלק מהפרויקט לבית מלון, ההמשכיות של עסקי החברה תאפשר להכיר בהפסדים הצבורים של החברה.

61. כבר בפתח דבריו מצהיר שכטר הצהרה תמוהה: (עמוד 20) כי יתכן ששלטונות המס בכלל יראו בעסקת רכישת השליטה בחברה על ידי חגיג כעסקה מלאכותית ולא יכירו

בכלל בהפסדים של החברה. הצהרה זו עומדת בניגוד לפסיקת בית המשפט כי עסקת רכישה של חברה מפסידה, הכוללת יעדים נוספים מלבד קיזוז הפסדים, היא עסקה לגיטימית.³ האם החברה מתיימרת לטעון כי רכישת השליטה בה על ידי חגי, שנועדה לאפשר לה גישה לשוק ההון, שכבר הניבה גיוס אג"ח, אינה עסקה לגיטימית? והאם החברה זונחת בזאת את טענותיה⁴ שהחלפת בעלי המניות בחברה, שקודם לכך עסקה במלונאות ובנדל"ן, כפי שהיא עושה גם כיום, לאחר חילופי הבעלים, אינה מהלך עסקי המשכי שלא ניתן לערער עליו?

62. לטענת שכטר, ההפסדים שאותם יש לקחת בחשבון בעת הערכת השווי הם בגובה של 18 מיליון ₪ מתוך 220 מיליון ₪ של הפסדים צבורים. זאת על בסיס חישוב הערך העודף ששלמה החברה בעת רכישת השלד הבורסאי שלה, מעבר להון העצמי החשבונאי ובניכוי שוויו של שלד בורסאי, אשר אמור לשקף את שווי הטבת המס הכלולה במחיר ששלמה החברה.

63. כל השיטה הזו אינה מקובלת עלינו שכן, כפי שנטען, מדובר בעסקת החלפת בעלים שלא הביאה לשנוי מהותי בפעילותה של החברה. אבל גם אם נאמץ לרגע את שיטת שכטר, אין אנו מקבלים את החישוב שלו. חברת חגי שלמה 8.5 מיליון ₪ עבור רכישת 42.87% מהחברה, מה שנותן ערך לחברה הנרכשת של כ- 20 מיליון ₪ ומשמעות הדבר היא כי חגי שלמה פרמיה, על הון עצמי של 4 מיליון ₪, של כ- 16 מיליון ₪ בגין שווי ההפסדים הצבורים⁵, משמע הפסדים צבורים של כ- 60 מיליון ₪ ולא 18 מיליון ₪, כפי שקבע שכטר.

64. אבל אנו כמובן דבקים בעמדתנו כי כל הפסדי החברה יוכרו, כך בפרוש מתנהלת החברה, כאשר היא אינה משלמת מקדמות למס הכנסה על רווחיה, וכך גם מתנהגים שלטונות המס שאינם דורשים מקדמות מס, למרות שהם מודעים כמובן מדי רבעון לרווחים שצוברת החברה, שעד לסוף שנת 2014 אמורים להיות מעבר ל- 100 מיליון ₪ עם השלמת ההכרה בהכנסות מסיחור בשבעת הפרויקטים של החברה. במקרה בוחר אחר הכירו שלטונות מס הכנסה לג'קי בן זקן ואברהם נניקשווילי ב- 70% מההפסדים של השלד הבורסאי שרכשו של חברת מנופים פיננסיים ולהערכתנו טענת המשכיות הפעילות של החברה היא חזקה יותר לעומת התקדים שהוזכר לעיל.

³ נקבע בע"א 3415/97 פקיד השומה למפעלים גדולים נגד יואב רובינשטיין ושות' חברה לפיתוח ומימון בע"מ נו (5) 915

⁴ ראה להלן סעיפים 65-68

⁵ אנו מייחסים את כל שווי ההפסדים לבעלי השליטה שכן במהלך נוסף הם הגיעו לשליטה של 90% בחברה כאשר הנפיקו לעצמם מניות במחיר ההון החשבונאי של החברה, מחיר סמלי של 6 אג' למניה

65. החברה תכננה את כל מהלכיה מראש כדי להוכיח לשלטונות המס כי מדובר בהחלפת בעלים והמשך הפעילות השוטפת של החברה. כבר בשלב רכישת המניות של ריגינסי ע"י חברת חגג, וועדת הביקורת שבדקה את העסקה המליצה פה אחד לבעלי המניות לתמוך בעסקה.
66. הרכב וועדת הביקורת שנדרשה לבקר את העסקה היה: יונה אדמון דירקטור מטעם קבוצת השליטה, שהעסקה היטיבה עמה (נרכשו מניותיהם במחיר של 30 אג' למניה), הדר גפני דח"צ, משה בן דת דח"צ. כל חברי וועדת הביקורת תמכו בעסקה.
67. ועדת הביקורת תמכה בעסקה. אלו היו נימוקיה: "קבוצת חגיג' הודיעה כי בכוונתה לפתח בחברה פעילות בתחום הנדל"ן למגורים ולמלונאות (תחום עיסוקה של החברה עד למכירת בית המלון בירושלים) לרבות את הקרקע בטבריה, ולהערכת וועדת הביקורת ודירקטוריון החברה, יש ביכולתה של קבוצת חגיג' והנהלתה לעשות כן, לאור ניסיונם בתחום הנדל"ן."
68. הצגת העסקה בצורה זו והנפקת האג"ח שבאה בשלב מאוחר יותר מכינה את הרקע בפני שלטונות מס הכנסה לגבי קיזוז הפסדים. החברה נשארה אותה חברה, רק בעלי המניות השתנו. אי לכך החברה כאורגן נשארת באותה פעילות עסקית על כן היא יכולה לקזז הפסדים שצברה בגין רווחים שיהיו לה בעתיד, כיוון שהפעילות לא השתנתה.
69. כל הטענות הללו, שעל פיהן מתנהלת החברה מול שלטונות המס אינן מעניינות את שכטר ולכן הוא ממסה את כל הכנסות החברה, למעט 18 מיליון ₪, במס מלא ובכך תורם להורדת שווייה של החברה. עודף שמרנות זה, שאין לו כל בסיס בפסיקה ובפרקטיקה של החברה, נועד כמובן לפגוע במשקיעים מקרב הציבור, שלאחר הצעת הרכישה המלאה כבר לא יוכלו להנות מההפסדים הצבורים בחברה.
70. במידה ומר שכטר דבק בגישתו כי הפסדי החברה שיהיו מוכרים ע"י שלטונות המס הינם 18 מיליון ₪ בלבד, אנו מבקשים לחשוף את דוח ההתאמה למס של החברה. האם בדוח ההתאמה למס הכנסה החברה גורסת, כדעתנו, כי הפסדיה הינם 220 מיליון ₪ או כפי שטוען שכטר שהפסדי החברה המוכרים למס הינם 18 מיליון ₪. וזה לדעתנו יפתור את המחלוקת בניינו.
71. כאן גם המקום, על פי כללי ההגינות המקובלים, לציין כי שכטר מצא טעות בחישוב שלנו שאנו מודים בה. רווחי החברה המופיעים בתחשיב שלנו, שעליהם הנחנו הגנת מס מתוקף ההפסדים הצבורים הם 285 מיליון ₪ וזאת כאשר ההפסדים הצבורים היו כאמור 220 מיליון ₪. לפיכך תיקנו את הערכת השווי שלנו והדבר מוריד את שווי

המניה, לפי חוות דעתנו ב- 3.7 אג'.

פרק ד- האם לחברת ריג'נסי יש בכלל מוניטין?

72. לשאלה נכבדה ומורכבת זאת יש לשכטר תשובה קצרה מן המוכן: לא, לחברה אין מוניטין, המוניטין שלה הוא אפס, שהרי מדובר בחברה צעירה ואם היו לה מוניטין היה בוודאי ניתן בטוי לכך בספרים, ובהעדר בטוי בספרים, אין מוניטין.
73. זו כמובן טענה אבסורדית. אמנם החברה פעלה תחת בעלי השליטה רק שבעה רבעונים, למועד הצעת הרכש, אבל היא כבר יכלה לדווח למשקיעים שלה כי מובטחים לה רווחים, לפני נכוי הוצאות הנהלה ושיווק, של 150 מיליון ₪ ולפני רווחי פרויקטי הדגל, שאת רווחיהם נמנעה החברה מלחשוף. האם לחברה שפועלת כמעט ללא הון עצמי, שסיכונים הפעילות שלה בארגון קבוצות רכישה הם מינימאליים, לעומת חברות יזמיות נדל"ן רגילות, שיכולה לבחור את הנכסים שאותם תשמור לעצמה ותשביח מתוך צבר הפרויקטים שלה, ואשר הציגה תוצאות עסקיות כה טובות אין מוניטין?
74. הרי את הערכת השווי שלנו בצענו רק על בסיס שבעת הפרויקטים הידועים שכבר ידוע בברור מה הרווח שלהם ולא כללנו רווחים עתידיים מעסקות ארגון קבוצות רכישה בעתיד, שאל נכון החברה תמשיך ותארגן בהצלחה גם בעתיד.
75. הרי בכל הערכת שווי רגילה של חברה נלקחים הרווחים העתידיים לטווח הארוך, למעשה עד אין סוף. האם אין מקום, מאחר ולא הכללנו בהערכת השווי שלנו את אותם הרווחים העתידיים, לתת להם בטוי, צנוע ושמרני, בדמות זקיפה של תוספת שווי של 15%, תוספת סבירה לכל הדעות?
76. ומדוע, כאשר האחים חגיג' מופיעים במצגת בפני גופים מוסדיים לקראת גיוס אג"ח, רוד שואו, הם מציגים את המוניטין שלהם כדי לתת ביטחון למשקיעי האג"ח? האם המוניטין הזה אינו גם קניינם של המשקיעים מקרב הציבור, אשר בעת ביצוע הצעת הרכש המלאה, הם מוותרים בליט ברירה על המוניטין האלו? האם הם לא זכאים לפיצוי עקב כך?
77. וכך נאמר במפורש במצגת מדצמבר 2013: "האחים צחי ועידו חגיג' שהינם בעלי השליטה בקבוצת חגיג' הינם בעלי 12 שנות ניסיון בנדל"ן, ורקורד של כ- 50 פרויקטים במסגרת פרטית ציבורית בהיקף של אלפי יח"ד".
78. גם בחוברת שהחברה חלקה לצורך הנפקת אג"ח של חברת ריג'נסי, החברה אינה מפרטת רק את פעילות חברת ריג'נסי אלא מפרטת את כל פעילותם של האחים חגיג' עוד בטרם הפכו להיות בעלים של חברה ציבורית וכן את הפעילות של חברת חגיג' הציבורית וכל זאת כמקשה אחת. לכן תמוהה הטענה שאין אנו יכולים להסתמך על המוניטין של

מנהלי החברה. כמו כן כדאי לציין שהאחים מקבלים כסף רב עבור הניהול של החברה. עידו חגיגי זכאי לקבל שכר של 150 אלף ₪ לחודש ומענק שנתי מקסימאלי של 4 מיליון ₪ צמוד למדד, וכל זאת בהתבסס על רווח החברה לפני מס כפי שנרשם בדוחות הכספיים.

79. כל השאלות המטרידות הללו, שאלות כלכליות נכבדות, שלהן השפעה מיידית על שווי החברה, לא זכו בכלל להתייחסות מצד שכטר. הוא פשוט קבע, על דעת עצמו, שאנו טעינו כאשר כללנו את סעיף המוניטין בהערכת השווי שלו והוא פשוט מחק אותנו, חד וחלק.

פרק ה- מהו היקף הוצאות ההנהלה והשיווק שצריך לכלול בהערכת השווי של ריג'נסי?

הסתירה המשמעותית בין דוח תזרים המזומנים החזוי שפרסמה החברה ביום 28.11.13 לבין הדוח של שכטר

80. במאזן הרבעון השלישי של שנת 2013 שהתפרסם ביום 28.11.13 החברה מפרסמת דוח תזרים מזומנים חזוי לשנת 2014 ולתשעה חודשים של שנת 2015. דוח זה שונה מהותית לעומת דוח שכטר. היות והמשקיעים שהשקיעו בחברה הסתמכו על דוח זה, מכאן המסקנה שהדוח של שכטר אינו רלבנטי לצורך הדיון בהוצאות הנהלה וכלליות ושיווק. הנה להלן הדוח שהציגה החברה ולאחריו הדוח של שכטר:

דוח החברה

ינואר – ספטמבר 2015	שנת 2014	תזרים מזומנים חזוי (באלפי ₪) מועתק מפרסום החברה ביום 28.11.13		
35,000	97,600	הכנסות מדמי סיחור		
43,600	36,900	תקבולים בגין מכירת חלק החברה בקבוצת רכישה		
78,600	134,500	סה"כ		
		<u>דוח שכטר</u>		
שנת 2015	שנת 2014	דוח שכטר (אלפי ₪)		

45,870	52,819	דמי סיחור בגין חוזים חתומים		
5,675	7,550	דמי סיחור בגין חוזים שטרם נחתמו		
51,545	60,369	סך דמי סיחור בגין דמי ניהול ארגון ושיווק		
26,671	29,681	ס"ה תמורה ממימוש מלאי בשווי עלות		
78,216	90,050	ס"ה הכנסות נטו		

81. לפי דוח תזרים המזומנים ההכנסה בשנת 2014 תהיה 134,500 אלף ש"ח, ואילו בדוח שכטר ההכנסה בשנת 2014 תהיה 90,050 אלף ₪. כתוצאה מכך נוצר פער עצום בין פריסת הוצאות הנהלה וכלליות והוצאות השיווק כפי שחושבו ע"י שכטר בפריסה עד לשנת 2017, לעומת הדוח שלנו שחישב את הפריסה עד לשנת 2015, ומכאן נובע השוני בין הדוחות
82. ההפרשים הגדולים בין שני הדוחות שנערכו במרווחי זמן של מספר חודשים בלתי ניתנים להסבר, ומכאן הערכת המשקיעים כי כל דמי הסיחור יתקבלו עד לחודש ספטמבר 2015, לעומת דוח שכטר שפורס את התשלומים עד שנת 2017. טענתנו היא כי דוח שכטר אמור היה להתבסס רק על המידע שעמד לרשות המשקיעים במועד הצעת הרכש בפברואר 2014.

הוצאות הנהלה וכלליות

83. לחברה שלשה פרויקטים שטרם מומשו: שד"ל, רסיטל, ואינשטיין, שההנחה שהנחנו היא שהרווח מהפרויקטים הללו הינו רווח לאחר כלל הוצאות הבניה והוצאות הנהלה וכלליות ושיווק, הינו רווח הנקי של הפרויקט. לכן לפרויקטים הללו אין צורך ליחס הוצאות הנהלה וכלליות ושיווק.
84. כמו כן לחברה שבעה פרויקטים של ארגון קבוצות רכישה, לאחר שהחברה מארגנת את המשקיעים לצורך רכישת הקרקע היא זכאית לדמי סיחור שיתקבלו מהמשקיעים בזמן אישור הבנק. לאחר אישור הבנק לחברה אין יותר הוצאות הנהלה וכלליות.
85. היות וכל הפרויקטים עברו את שלב הארגון, בחלק מהפרויקטים החברה עצמה נכנסה כחלק מקבוצת הרכישה, ההתעסקות של החברה הופכת להיות מינורית ותקטן עד לחתימת הבנק על הסכמי הליווי.
86. הערכת השווי שלנו התרכזה בשנים 2014-2015 שכן החברה דיווחה במצגת למשקיעים מדצמבר 2013 כי את מרבית דמי הסיחור היא תקבל ותכיר בהם עד סוף שנת 2014 ואנו

הנחנו כי עד סוף שנת 2015 היא תשלים את הליך אישור הבנק את חברי קבוצת הרכישה . לכן כמובן לא כללנו הוצאות הנהלה וכלליות לשנים 2016 ו- 2017 שהרי אם יהיו לחברה הוצאות, יש לייחס אותן לפרויקטים של קבוצות רכישה שתארגן החברה בעתיד, שאינם כלולים בהערכת השווי שלנו. כל זה בהסתמך על דוח תזרים המזומנים שהחברה פרסמה.

87. ברביע השני והשלישי של שנת 2013 נרשמו בחברה הוצאות הנהלה וכלליות בשיעור ממוצע של 1.35 מיליון ₪ לרבעון. אנו הנחנו בהערכתנו כי דינן של הוצאות אלו לפחות על פני זמן, שכן אנו עוסקים בשבעה פרויקטים שארגונם כמעט והושלם ואינם מצריכים עוד הוצאות רבות ולכן הנחנו כי ברבעון הראשון של שנת 2014 יהיה שיעור הוצאות הנהלה וכלליות 1 מיליון ₪ ושיעור ההוצאה הרבעונית על הוצאות הנהלה וכלליות ירד ב- 100 אלף ₪ לרבעון, ירידה המשקפת כאמור את השלמתם הסופית של הפרויקטים הללו, וכל זאת על פי דיווחי החברה. לכן הוצאות ההנהלה והכלליות לשנתיים הללו הסתכמו אצלנו ב- 5.2 מיליון ₪ שנראה לנו אומדן ריאלי והוגן.

88. שכטר מצדו מחייב את הערכת השווי שביצע בהוצאות הנהלה וכלליות גם לשנים 2016 ו- 2017 שהוא מניח שעדיין הבנק לא יאשר את המשקיעים ועדין יהיו לחברה הוצאות. בנוסף הוא מתעלם מכך שדינן של הוצאות אלו לרדת דרסטית שהרי הפרויקטים נמצאים על סף השלמה.

89. כך הגיע שכטר לחיוב מוגזם ומופרז של כ- 22 מיליון ₪ עבור הוצאות הנהלה וכלליות, פי ארבע ממה שנלקח על ידנו וזאת ללא הצדקה כמובן. אם רשם הוצאות נוספות, מן הדין היה שירשום גם את ההכנסות הנוספות שהוצאות אלו מניבות.

90. שכטר מצא שיטה מעניינת כיצד להגדיל את הוצאות הנהלה וכלליות. לדוגמה פרויקט שד"ל רוטשילד, שכטר טוען לגבי הפרויקט הזה כי אין אפשרות לחזות את תזרים המזומנים ממנו, מפני שהוא פרויקט בחיתוליו ולכן מעריך את שווי בפחות מערך העלות, אך לצורך הוצאות כלליות היא מבקש להעמיס עליו הוצאות כי איך אפשר לקדם את הפרויקט ללא הוצאות הנהלה וכלליות והוצאות שיווק?!!!!.

וכפי האמור מדוח שכטר:

" במקרה זה בו מרבית הפרויקטים של החברה בתחום קבוצות הרכישה, כמו גם הפרויקט היזמי של החברה (מגדל שד"ל) נמצאים בשלבים ראשוניים בלבד, ברור לכל כי זאת שגיאה מתודולוגית ברורה להניח כי אין צורך כלל בהשקעה שיווקית, ובמחצית מהוצאות ההנהלה על מנת לממש את הרווחים העתידיים החזויים."

"...שכן חלק משמעותי מהפרויקטים של החברה, הן בתחום קבוצות רכישה והן בתחום היזמות, נמצאים עדיין בשלבים התחלתיים בלבד, ונדרשים עדיין מאמצים משמעותיים, הן בפן הניהולי והן בפן השיווקי, על מנת לממשם ואת הרווחים המונחים בגינם."

91. על כך כבר אמר הנביא: הרצחת וגם ירשת? גם לא להכיר ברווח וגם לחשב הוצאות הנהלה וכלליות ושיווק? העמסת הוצאות הנהלה וכלליות על כל אחד מהפרויקטים שטרם מומשו: שד"ל, רסיטל, אינשטיין, על פי התחשיב של שכטר יביא כל פרויקט מהפרויקטים הנ"ל להפסד.

הוצאות שיווק

92. לחברה ארבעה פרויקטים המנוהלים במסגרת קבוצת רכישה שבכוונתה לשווק. מתוכם פרויקט רסיטל שבשלב זה אין בכוונת החברה למכור אלא להשביח את הפרויקט, ועוד שלשה פרויקטים שהחברה עושה מאמצים לשווק את המלאי שנותר בידי החברה. בשלשת הפרויקטים הנ"ל, ליום 31.12.13 היו בידי החברה 42 יחידות דיור. במהלך שני הרבעונים הראשונים בשנת 2014 שיווקה החברה 21 יח"ד, ליום 30.06.14 נותרו בידי החברה 21 יחידות הדיור בלבד שעדיין לא שווקו, דהינו 50% מיחידות הדיור שהיו במלאי בסוף שנת 2013 שווקו במהלך ששת החודשים הראשונים של שנת 2014. כאשר הוצאות השיווק בתקופה זו הסתכמו בסך 1,289 אלפי ₪.

אי לכך כלל הוצאות השיווק עבור 42 יח"ד שהיו במלאי לסוף שנת 2013 צריכים להגיע לכ- 2,600 אלפי ₪.

93. שכטר מצדו, תובע הוצאות שיווק למלאי היחידות הלא מכורות בסך 12,800 אלפי ₪.

סיכום לגבי הוצאות הנהלה וכלליות והוצאות שיווק

94. כלל ידוע הוא בהערכות שווי שיש ליצור תאימות ומקבילה בין זרם ההכנסות ובין זרם ההוצאות הנדרשות לייצר אותן. כך לא נהג שכטר. במקום סכום סביר של 7 מיליון ₪ לתקופה של שנתיים, שרשמנו אנו על פי המידע שהעמידה החברה לרשות המשקיעים בדוח תזרים המזומנים החזוי, הוא נקב בסכום עתק של 35 מיליון ₪, על פני ארבע שנים, בניגוד למידע שמסרה החברה בדוח תזרים המזומנים החזוי. עוד שיטה לא מקורית להוריד את שווי החברה. אבל בשלב זה גם צעד זה כבר אינו מפתיע אותנו.

95. מכך אנו מסיקים שכל ההערכות שעשה שכטר לגבי הוצאות הנהלה וכלליות, והשיווק הינן מוגזמות, שכל כוונתן לנסות ולעמוד ביעד שהותווה לשכטר, להצדיק את מחיר הצעת הרכש

פרק ו – שיעור ההיוון של הכנסות החברה ושאלת מכפיל ההון

שיעור ההיוון

96. שכטר טוען כי שגיתי כאשר לא היוונתי את התזרים החופשי המשוער של החברה בהערכת השווי שביצעתי בשיעור הריבית המשוקלל העומד בפני החברה, שקלול של מחיר ההון העצמי ומחיר ההון הזר, הלוואות בנקאיות או אג"ח, לאחר מגן מס, השיטה המקובלת של WACC. גם טענה זו אינה מקובלת עלי.

97. אכן שיטת מחיר ההון המשוקלל היא השיטה המקובלת בהערכות שווי, כאשר זרם תקבולים עתידיים, שרמת אי הוודאות לגביה היא זהה על פני זמן בלי קשר למקור של התזרים, צריך להיות מהוון באותו מקדם היוון, שער ריבית או שער ניכיון, שאותו יש לחשב על ידי שקלול מחיר ההון משני המקורות: הון עצמי והון זר. אך במקרה שלפנינו מצב הדברים הוא שונה לחלוטין.

98. לחברה יש צפי של הכנסות מדמי סיחור בתקופה של שנה עד שנתיים ולא יותר, בגין חוזים חתומים כאשר מקור הכסף הוא הבנק המממן את הפרויקט ועתוי התשלום מותנה באבני דרך בעלות אופי טכני, שאין שום אי וודאות לגביהן. במקרה זה מצאתי לנכון להוון את ההכנסות האלו על פי מחיר ההון הזר של החברה, 5.5%, שמשקף את המחיר שבו החברה יכולה לגייס כסף. משמע, היא יכולה להקדים את תזרים ההכנסות הוודאיות האלו, אם תיטול הלוואות הזהות להיקף התקבולים הצפוי לה.

99. כאשר לתזרים הרווח משלושת פרויקטי הדגל, שצפוי בעוד שלוש שנים, חישבתי מחיר הון הגבוה כמעט פי שלוש, 15%, כדי לשקף את אי הוודאות הכרוכה בתקבולים הללו. נראה לי כי כאשר מדובר בשני זרמי תקבולים בעלי אופי סיכון שונה לחלוטין, יש הגיון רב להתאים לכל תקבול את שיעור ההיוון המשקף את הסיכון הספציפי שלו ולא לדבוק באופן עיוור בכלל, שאינו תקף בנסיבות כאן. כאן הכלכלן מפעיל שיקול דעת, לגיטימי.

100. ודוק, אם הייתי מקבל את הצעתו של שכטר בנדון, משמע מאמץ את שיטת WACC הרי הייתי מקבל שיעור היוון ממוצע של כ- 6%, קרוב מאד לזה שנקטתי בו, בהנחה שעבור ההון העצמי החברה דורשת תשואה של 15% וההון העצמי מהווה שליש מההון הזר בחברה, כפי שהיה המצב בחברה במועד הצעת הרכש.

101. אגב, שכטר עצמו לא השתמש בשיטת חישוב מקדם ההיוון שהוא ממליץ עליה, ובחר, על פי סקירת מקדמי היוון בהערכות שווי שונות שציטט, להוון את התזרים בשער גבוה מאד של 12% שאינו משקף את מחיר ההון המשוקלל לחברה לאור המח"מ הקצר מאד של תזרים התקבולים ושיעור המינוף הגבוה של החברה, שמקטין את עלות ההון

הממוצעת. אילו היה מבצע את הערכת השווי שלו בשיטה שהוא ממליץ עליה, הערכת השווי שלו היתה גבוהה בכ- 6% לעומת זו שנקב בה.

מכפיל ההון

102. על מנת לתת לגיטימציה נוספת להערכת השווי שביצע לחברה, שווי של 76 מיליון ₪, מציע שכטר מבחן נוסף. על פי חישובו הצעת הרכש הוצעה במכפיל הון של 2.8 שלפי שכטר הוא מכפיל גבוה מחציון של מספר חברות שהוא מביא כעין מדגם מייצג, שבו החציון הוא

103. הבעיה עם טענה זו היא שאין כל קשר לאופי הפעילות של אותן חברות שמציג שכטר לפעילותה של ריגינסי, כך שאין כל בסיס להשוואה. הבעיה השניה היא ששכטר גם טעה בחישוב מכפיל ההון הגלום בהצעת הרכש.. לפי שכטר ההון העצמי הרלבנטי לצורך חישוב מכפיל ההון הוא ההון העצמי של החברה לסוף שנת 2013 שעמד על 32 מיליון ₪. חישוב פשוט של חלוקת שווי החברה בהצעת הרכש, 76 מיליון ₪, בהון העצמי שלה, 32 מיליון ₪, יראה כי הצעת הרכש הוצעה על פי מכפיל הון של 2.4 בלבד, ולא 2.8 כפי שטען שכטר, בטעות.

104. אבל במקום להביא שורה של חברות לא רלבנטיות, יכול היה שכטר להביא דוגמה אחת בלבד, לחברה שיכולה לתת קרוב טוב יותר בדבר מכפיל ההון הראוי של ריגינסי. כוונתנו למכפיל ההון של קבוצת חגיגי, בעלת השליטה בחברה, שמכפיל ההון שלה עמד בסוף חודש יולי 2014 על 3.5 (בתקופה ששכטר ערך את הדוח). זה כשלעצמו, על פי שיטת ההשוואה של שכטר, כבר היה נותן לחברה שווי של 112 מיליון ₪ או 30 אג' למניה, לעומת המחיר של 20 אג' שעליו מתיימר שכטר להגן.

105. אבל חברת ריגינסי היא חברה בעלת פוטנציאל רווח לבעלי המניות שלה שהוא הרבה יותר גבוה מאשר פוטנציאל הרווח של קבוצת חגיגי. שכן היא מרכזת את פעילות ארגון קבוצות רכישה, תחום שעל פי ההסכם בין החברות, חגיגי מנועה מלעסוק בו. חגיגי, שלא כמו ריגינסי, חשופה לסיכונים ענף הנדל"ן, היא נדרשת לגיוס הון עצמי והון זר בשיעורים גבוהים יותר מאשר ריגינסי, כדי להציג רווחים דומים ואין היא ממוקדת בעסקיה, כפי שממוקדת החברה, מה שנותן לה עוד שווי נוסף לעומת חגיגי.

106. בנסיבות אלו מחיר מניה בגבולות ה- 50 אג', כפי שנתנו (לאחר תיקון הטעות שחשף שכטר) נראה לפתע סביר מאד.

עוד מספר טעויות של שכטר לסיום

107. בטבלה אצל שכטר, עמוד 32, בפרויקט נתניה דמי הסיחור יגיעו ל 10,600 אלפי ₪. לעומת המאזן ליום 31.12.13 ששם רשום שדמי הסיחור יגיעו ל 13,100 אלפי ₪. המספר במאזן הוא המחייב כמובן וההפרש הוא 2.5 מיליון ₪ שצריך להגדיל את שווי החברה.
108. פרויקט רסיטל על פי המאזן ליום 30.09.13 והתשקיף מיום 26.11.13 החברה פרסמה שסך ההכנסות מדמי סיחור יגיעו ל 36 מיליון ₪. ואילו כיום רושמת החברה שסך שההכנסות מדמי סיחור יגיעו ל 32.5 מיליון ₪ בלבד. החברה טוענת שזה נבע מטעות אנוש. שכחה להפחית הוצאות מסוימות. הטעות הזו מסתכמת בסך 3.5 מיליון ₪. כאשר החברה פרסמה הצעת רכש לפי שווי חברה של 76 מיליון ₪, עדיין לא ידעה שיש טעות בתחשיב פרויקט רסיטל. לכן גם אם נקבל את הטעות הזו, עדיין צריך להוסיף 3.5 מיליון ₪ לשווי החברה ע"פ שכטר, עקב כך שבזמן מתן הצעת הרכש אף אחד לא היה מודע לטעות זו.
109. חישוב היוון המס. שכטר חישב את החיסכון במס כתוצאה מהפסדים צבורים בסך 18 מיליון ₪ ומניח שהחברה תשתמש בזה בשנת 2014, ועל זה הוא ערך היוון בשיעור של 12%.
110. גם אם נקבל את כל ההנחות של שכטר (שאנו מתנגדים להן) הרי הטעות היא בכך שחיסכון במס היה צריך להיזקף כבר ב שנת 2013 ולכן שכטר הקטין את ההון כתוצאה מההיוון השגוי בכ- 300 אלף ₪.

פרק ו – סוף דבר

111. לפנינו שתי הערכות שווי: שלנו שנוקבת בשווי של 214 מיליון ₪ לחברה ושל שכטר הנוקבת בשווי של 76 מיליון ₪ בלבד. ושתי הערכות שווי אלו, יש לציין, נשענות על אותו בסיס נתונים מוסכם. ההבדל בתוצאות משקף כמובן את ההבדל בהנחות שלקח כל אחד מהמעריכים.
112. כך הוא הדין בהערכות שווי, שבסופו של יום מייצגות לא רק את התיאוריה הכלכלית, שאינה שנויה במחלוקת, אלא גם את האינטרסים המנוגדים של בעלי העניין שמזמינים את הערכות השווי הללו. מכאן הפער בין ההנחות שמניח כל מעריך שווי, ומכאן הפער בין התוצאות והדברים ידועים.
113. נטיית הלב לפיכך, היא להניח כי "האמת נמצאת באמצע" שהרי כל מעריך מטה את הערכתו לכיוון שרצוי לבעל העניין שהוא מייצג.

114. אבל במקרה שלפנינו אלו הם לא פני הדברים. הערכת השווי שבצעתי, שסופה במתן תג מחיר של 214 מיליון ₪ לחברה, היתה שמרנית וזהירה. לפרויקט רסיטל הנחתי שווי, לפני היוון, של 27 מיליון ₪ בלבד, למרות שיש יסוד סביר להניח כי החברה תרוויח שם עשרות מיליוני ₪. לפרויקט הדגל ברוטשילד נתתי ערך של 25 מיליון ₪, למרות שגם הערכת שווי של 100 מיליון ₪ לא היתה נתפסת כמוגזמת, לאור הרקורד המוכח של האחים חגיג בפרויקטים דומים. וכן הוא הדין בשטח המסחרי באינשטיין.
115. וכן לא נתתי בטוי לרווחים הרבים, שאל נכון יהיו, מארגון קבוצות רכישה חדשות. שהרי החברה, כפי שדיווחה, נמצאת בעיצומו של מהלך ארגון קבוצות רכישה חדשות, וכל קבוצת רכישה שמתגבשת מביאה בממוצע לרווח נוסף של 20 מיליון ₪.
116. לכן אני מאמין כי הערכת השווי שבה נקבתי היא סבירה ושמרנית ומשקפת את הציפיות הלגיטימיות של המשקיעים, שכך חשבו וסרבו להצעת החברה בשל מחירה הנמוך מאד, והצעת הרכש נכפתה עליהם מתוקף הנסיבות ששררו במועד הצעת הרכש.
117. ומילה אחרונה באשר להערכת השווי של שכטר, (ששונה מהותית מדוח תזרים המזומנים שהחברה פרסמה כחודשיים לפני הצעת הרכש) שהתבססה על תסריט כה פסימי, שהופכת אותה לבלתי רלבנטית. כדי להגיע לתוצאה של שכטר יש להניח את ההנחות כדלקמן:
- ראשית**, שמתוך הפסדים צבורים של 220 מיליון ₪ יוכרו לחברה רק 18 מיליון ₪.
- שנית**, ששלושת פרויקטי הדגל שאמורים להרוויח הרבה יותר ממאה מיליון ₪ ביחד, ירוויחו רק 5 מיליון ₪
- שלישית**, שהחברה לא תמשיך להרוויח על ארגון קבוצות רכישה בעתיד.
- רביעית**, שהחברה תמשיך להוציא הוצאות הנהלה וכלליות ושיווק במשך ארבע שנים על פרויקטים שנמצאים בשלב סיום כבר בשנת 2014.
- חמישית**, שיש הצדקה כלכלית להוון הכנסות וודאיות שתתקבלנה רובן בתוך שנה בשער היוון גבוה של 12%.
118. אם שכטר מאמין, באמת ובתמים, שכל אחת מחמש הנחות אלו, כולן ביחד וכל אחת לחוד, אמנם תתממשה, הוא היה רשאי להציג את הערכת השווי שלו, כפי שהציג.
119. אך ספק אם ימצא כלכלן נוסף שיהיה מוכן לחתום על הנחות אלו.
120. בעתיד אנו צופים כי החברה תמשיך להרוויח מדי שנה עשרות מיליוני ₪, על בסיס הרקורד המוכח שלה ועל בסיס המוניטין של מנהליה ובעלי השליטה בה.
121. לכן לא ברור מדוע לא מצאו בעלי השליטה לנכון לשלם סכום נוסף, נמוך יחסית מבחינתם, של כ- 6 מיליון ₪, לבעלי המניות מקרב הציבור, שמהן בקשו לרכוש את

דר' מאיר אמיר ושות'
ייזום, תכנון, ניהול
וייעוץ כלכלי בע"מ

Dr. Meir Amir & Co.
Economic planning, management
& consulting Ltd

מניותיהן כדי למחוק את החברה מרישום בבורסה. הרי גם להם מגיעה תמורה הוגנת
בגין חלקם בחברה.

מאיר אמיר

5 נובמבר 2014