



רשות ניירות ערך
ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

מחלקת תאגידים

יחידת הביקורת

דוח ריכוז ממצאים בנושא ביקורת שמאיות מקרקעין

דצמבר 2018

כחלק מהבדיקות המבוצעות מעת לעת על ידי יחידת הביקורת בשיתוף עם מערך הערכות השווי במחלקת תאגידים, נערכה במהלך החודשים האחרונים בחינה בנוגע לסבירות ההנחות העיקריות שנלקחו בחשבון במסגרת שמאות מקרקעין של שני נכסי מקרקעין: נכס בשימוש מסחרי בדרום הארץ ונכס תעשייתי בשילוב משרדים בירושלים ("הנכס" ו/או "הנכסים") בשתי חברות ציבוריות קשורות.

הנכסים שנבדקו שועבדו לטובת מחזיקי אגרות חוב שהנפיקו החברות ובהתאם צורפו הערכות השווי המלאות לדוחותיהן הכספיים של החברות.

דוח ריכוז ממצאים זה מפרט את הסוגיות העיקריות שעלו בביקורת ואת עמדת סגל הרשות בקשר אליהן וזאת במטרה להביא בפני ציבור התאגידים המדווחים את עמדות סגל הרשות בעניינים אלה על מנת לתרום לשיפור התנהלותם והדיווחים לציבור.

להלן ממצאי הביקורת שעלו במסגרת הבחינה כאמור:

1. ביסוס ההנחות שהובאו בחשבון במסגרת השומה למועד הקובע

1.1 הכנסה מייצגת

1.1.1 שוכר מהותי במתחם

באחד הנכסים שנבדקו עלה כי חלק מהותי מאוד במתחם מושכר לשוכר יחיד המפעיל בתי קולנוע בנכס. הבחינה העלתה כי פדיונות השוכר ירדו משמעותית וזאת עקב פתיחת מתחם מסחרי מתחרה הכולל בין היתר בתי קולנוע אשר הביאה לירידה משמעותית במכירת כרטיסי קולנוע.

כמו כן, נכון למועד הקובע של הערכת השווי היה ידוע כי השוכר המחזיק ומפעיל את מתחם הקולנוע, מצוי בקשיים כלכליים משמעותיים¹.

¹ במהלך השנה שלאחר המועד הקובע השוכר אף הגיש לבית המשפט בקשה להקפאת הליכים ובחודש ינואר 2018 עבר להליך של פירוק.

לא זו אף זו, נכון למועד הקובע היה ידוע כי בעתיד הקרוב צפוי להיפתח מתחם מסחרי נוסף הכולל בתוכו מתחם קולנוע גדול אשר יהווה גורם תחרותי למתחם נשוא הביקורת ולפעילות בית הקולנוע בפרט.

על אף האמור, סגל הרשות מצא כי החברה לא הביאה בחשבון במסגרת הערכת השווי למועד הקובע את הסיכון לחדלות פירעון של השוכר ואף לא נתנה גילוי למשקיעים בנוגע להשפעה האפשרית של פתיחת המתחמים הנוספים, בפועל והצפויה, על שווי הנכס. בין היתר, לא בוצע ניתוח מספק באשר להמשך הכדאיות של הפעלת בית הקולנוע בנכס והמשך שכירת הנכס על ידי מפעילו, ליכולת להשכיר את השטחים לשוכר חלופי, דמי השכירות הראויים, ההשפעה של עזיבה פוטנציאלית של בתי הקולנוע המהווים מוקד משיכה בנכס על שוכרים אחרים בו, עלויות התאמה וכיוצא באלה – גורמים אשר היו מובאים בחשבון על ידי משתתפי שוק בעת ביצוע עסקה בנכס ועל כן היה צורך להביאם בחשבון בעת מדידת השווי ההוגן של הנכס כמשמעותו בתקן דיווח כספי בינלאומי מספר 13 ("IFRS 13" או "התקן").

לדברי החברה, בדיעבד התברר כי בסוף השנה שלאחר המועד הקובע אישר בית המשפט את מכירת פעילות בתי הקולנוע למפעילה אחרת. לטענת החברה, המפעילה החדשה בחרה שלא להודיע על הפסקת ההתקשרות החוזית הקיימת ולפיכך המשיכה להפעיל את בתי הקולנוע במתחם. עוד ציינה החברה כי המפעילה החדשה הינה שוכר חזק ויציב בתחום הקמעונאות בישראל, ולהערכת החברה מהווה אף שוכר בעל איתנות גבוהה יותר. בנוסף צוין, כי התנהל משא ומתן עם המפעילה בדבר שיפור ביצועי הקולנוע, שיפוצו והארכת החוזה, אולם ככל שלא תוארך ההתקשרות, להערכת החברה, השכרת השטח האמור למשרדים או למסחר תניב מחיר למ"ר גבוה יותר משמעותית מזה המשולם על-ידי השוכר הקיים. עם זאת, הובהר על ידי החברה כי ישנו חוסר ודאות באשר להמשך ההתקשרות, כך שהחברה בוחנת מספר אופציות ביניהן האפשרות שהמפעילה הנוכחית תמשיך את ההתקשרות לאחר שיבוצעו התאמות במתחם הקולנוע, אשר בשלב זה לא ברור מה יהיה חלקה של החברה בהתאמות אלו במידה ויצאו אל הפועל.

לעמדת סגל הרשות, במקרה בו קיימת אפשרות להשלכות שליליות מהותיות על שוכר עוגן בנכס (בשים לב להיבטים כגון תחרות באזור ו/או להיקפי ההשקעה הפוטנציאליים) מן הראוי שהנחות החברה בנוגע להמשך הפעילות של השוכר יקבלו ביטוי בהערכת השווי. למשל, באמצעות התאמת שיעור ההיוון (אשר נכון למועד הקובע היה זהה לשיעור ההיוון שנלקח בחשבון עבור שאר השטחים המושכרים במתחם) או בדרכים אחרות, ככל שקיימים אומדנים מדויקים יותר. כמו כן, ככל שקיים בידי החברה ביסוס הולם לכך כי שימוש חלופי בשטחים היה מניב הכנסות גבוהות יותר (גם לאחר לקיחה בחשבון של ההשקעות הנדרשות להתאמת השטחים), היה על החברה להציג ערך זה לרבות את דרך ביסוסו.

בהמשך לממצאי הביקורת שהוצגו לעיל, ניתן גילוי מורחב במסגרת הערכת השווי העוקבת של הנכס ביחס להשלכות של סיום הסכמי שכירות קיימים בנכסים עם שוכרים מהותיים אשר אין וודאות לגבי הארכתם והנחות החברה ביחס לשימוש החלופי בשטחים. האמור קיבל ביטוי גם במסגרת המתודולוגיה הכוללת של הערכת השווי, בשיעור ההיוון, בדמי השכירות הראויים ובעלויות ההתאמה.

1.1.2 חובות מסופקים בגין דמי שכירות ודמי ניהול וכן ויתורים על דמי שכירות ודמי

ניהול

באחד מהנכסים שנבדקו, נמצא כי באופן עקבי החברה אינה מצליחה לגבות את דמי השכירות וכן את דמי הניהול החוזיים מן השוכרים בנכס במלואם וכי בגין חובות אלו בוצעו הפרשות לחובות מסופקים בדוחותיה הכספיים של החברה. על אף האמור, מבדיקת סגל הרשות עלה כי ההוצאות בגין ההפרשה לחובות מסופקים לא הובאו בחשבון במסגרת הערכת השווי, ואף לא ניתן במסגרתה גילוי לכך שחלק בלתי זניח מדמי השכירות והניהול שהובאו בחשבון לא נגבים בפועל.

לעמדת סגל הרשות, מקום בו ניסיון העבר מראה כי החברה אינה גובה את דמי השכירות והניהול החוזיים המלאים שהובאו בחשבון במסגרת הערכת השווי וזאת באופן חוזר ונשנה מתקופה לתקופה, ובשיעור שאינו זניח ועולה על המקובל בענף, עניין זה אמור להילקח בחשבון במסגרת הערכת השווי. כמו כן, לצורך קביעת היקף הפגימה בשווי ההוגן של הנכס כתוצאה מבעיות הגבייה הקיימות בו או שהיו קיימות בו בעבר, על החברה להביא בחשבון את כל העובדות והנסיבות, לרבות לעניין עומס הפדיון בנכס, את השאלה האם בעיות הגבייה היו חד פעמיות או צפויות להמשיך, מידת העקביות בבעיות הגבייה, היכולת להביא להחלפת השוכרים וכיוצא באלה.

החברה קיבלה את ממצאי הביקורת ויישמה את עמדת הסגל כאמור במסגרת הערכת השווי העוקבת, כך שהיקפי ההפרשה לחובות מסופקים נבחנו על ידה וככל שההפרשה לחובות מסופקים בנכסים המוערכים אינה בשיעור נורמטיבי ומקורה אינו בנסיבות חד פעמיות, קיומה יבוא לידי ביטוי בהערכת השווי באחד משני אופנים: עדכון שיעור ההיוון או עדכון דמי השכירות ודמי הניהול הראויים, וזאת בהתאם לכל העובדות והנסיבות הרלוונטיות. כמו כן, בכל אחת משתי החלופות יינתן גילוי ביחס להנחות שבבסיס העדכון ולדרך ביסוסן.

1.2 שווי זכויות בניה

באחד מהנכסים שנבדקו נמצא כי חלק מהותי משווי ההוגן, נובע משווי זכויות בנייה, אשר חלקן מתייחסות לתוספות על גבי קומות המבנים הקיימים בנכס וחלקן מתייחסות לשטחים אחרים במתחם. יצוין, כי לצורך ניצול זכויות הבנייה היה צורך, בין היתר, בפינוי של בית כנסת המצוי במתחם. בנוסף, אותן זכויות בנייה שהתייחסו לתוספת קומות במבנים קיימים, היו מצויות במבנים לתעשייה שבהם שיעור התפוסה בקומות העליונות היה נמוך ממילא וחלקן אף היו פנויות זמן רב.

במסגרת הערכת השווי לא נכללה התייחסות מפורטת ביחס לעניינים רבים הנוגעים לזכויות הבנייה ולביסוס שוויין ההוגן, כך לדוגמא:

- החברה לא ניתחה באופן ברור מהו סטטוס זכויות הבנייה השונות, והאם זכויות הבנייה מאושרות, ומתוקף אילו תכניות. כמו כן, לא צוינו התנאים לניצול הזכויות (כגון, פיתוח סביבתי וכיוצא באלה) כמו גם פרק הזמן עד לאותו מימוש. ככל שהזכויות אינן מאושרות, לא נכלל דיון ביחס לתהליכים הנדרשים כמו גם ביסוס איתן דיו ביחס לסיכויי האישור של הזכויות ופרק הזמן הנדרש לכך וההשפעה על השווי ההוגן;

- החברה לא ניתחה במסגרת הערכת השווי האם ניצול זכויות הבנייה יחייב בתשלום היטל השבחה;
- לא נכלל גילוי או ניתוח ביחס לסיבות שבעטיין החברה הפסיקה את קידום התכניות שמכוון נזקף שווי זכויות הבניה, וזאת זמן רב לפני המועד הקובע (מעל עשור);
- לא נכללה בדיקת כדאיות מפורטת ביחס לזכויות הבנייה לרבות דיון מפורט או ביסוס ביחס ליכולת לפנות דיירים קיימים (כגון בית הכנסת שהוזכר לעיל), העלויות הכרוכות בכך וכיוצא באלה, וכן ניתוח ביחס לשאלה האם תוספת של קומות נוספות בבניינים המצויים בשיעור תפוסה נמוך כלכלית דיה לניצול.

בין היתר, ראוי לציין כי הוראות התקן קובעות כי הנחת ההערכה של נכס לא פיננסי צריכה להביא בחשבון שימוש שהוא אפשרי מבחינה משפטית (legally permissible). ולכן בפרט, נראה כי נדרשת רמת ביסוס או רמת ראיות משמעותית דיה על מנת להביא בחשבון שינוי תכנוני עתידי, לרבות הבאה בחשבון ותמחור של גורמי חוסר ודאות כאמור במסגרת הדוגמאות לתקן.

2

החברה יישמה את האמור ובמסגרת הערכת השווי העוקבת נכללה התייחסות נרחבת ביחס לזכויות הבנייה. כמו כן, החברה קיבלה חוות דעת נוספת לגבי שווי ההוגן של הנכס.

1.3 שווי פעילות הניהול

מבדיקת סגל הרשות עלה כי על פני תקופה של מספר שנים חברות הניהול של הנכסים בהם בוצעה הביקורת היו גרעוניות בשנים שקדמו למועד הקובע. על אף האמור, בהערכת השווי של אחד הנכסים לא נזקף שווי כלל (לא חיובי ולא שלילי) בגין עובדה זו, ואילו בהערכת השווי של הנכס האחר נזקף שווי חיובי בגין פעילות הניהול, אשר התבסס על הנחות החברה באשר להשגת רווח מייצג של חברת הניהול.

מהבדיקה עלה כי הפער בין התוצאות בפועל לרווח המייצג (או האיזון התפעולי, לפי העניין) נבע מנטרול הוצאות חריגות לכאורה ו/או על ידי אי הכללת הוצאות אשר היו על פניו רלוונטיות לפעילות ניהול הנכסים. כך לדוגמא, נטרלה החברה הוצאות שיווק, לא נכללו הוצאות בגין תשלומי ארנונה של שטחים פנויים, לא נכללו הוצאות שכר של חלק מהעובדים אשר העניקו שירותים בנכסים ועוד.

לדברי החברה, נטרול הוצאות השיווק בוצע מאחר שמדובר בגידול נקודתי של הוצאות השיווק. בנוסף, נתוני התקציב שהונחו לצורך בניית הרווח המייצג לא כללו העמסות שכר שכן העמסות אלו מיוחסות על ידה לניהול כלל נכסי החברה ואינן מיוחסות רק לנכס נשוא השומה. כמו כן, לטענת החברה תשלומי הארנונה בגין שטחים פנויים אינם קשורים לניהול הנכס, אלא להחזקתו כבעלים, וכי הוצאות אלה הינן חלק מהסיכון שלוקח על עצמו בעל הנכס.

באשר להוצאות השיווק ובהתבסס בין היתר על נתוני העבר, סגל הרשות מצא כי אין מדובר בגידול נקודתי ואף להפך שכן לאורך השנים חברת הניהול הוציאה משאבים ניכרים לצורך פעולות שיווק. בנוגע לתשלומי ארנונה צפויים בגין שטחים פנויים, יובהר כי ההוצאות

² להרחבה, ראו גם סעיפים 28 ו-IE7-IE8 לתקן.

האמורות לא הובאו בחשבון גם במסגרת יתר חלקי השומה. לעמדת הסגל, לא ניתן להתעלם מהעובדה כי עלויות כוח האדם (אשר אמורות להיות שקולות לעלויות ניהול) והארנונה יחולו גם על רוכש פוטנציאלי לנכס, ועל כן עלויות אלו יהוו חלק מהתמחור ומהשווי שיסכים קונה מרצון לשלם עבורו ועל כן נדרש להביאם בחשבון במסגרת הערכת השווי.

החברה יישמה את הערות הסגל, וכללה בהערכות השווי העוקבות את ההכנסות וההוצאות הצפויות בגין פעילות הניהול תוך ביסוסן בהתאם להכנסותיה בעבר. כמו כן, בתוצאות חברת הניהול נכללו עלויות כוח האדם ועלויות הארנונה האמורות.

2. גילוי בהתאם לתקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970 ("תקנות הדוחות")

2.1 גילוי במסגרת הערכות השווי שצורפו לדוחות הכספיים למועד הקובע

תקנה 8ב(ד) לתקנות הדוחות ("התקנה") קובעת כי: "הערכת שווי שצורפה לדוח התקופתי תכלול את כל העניינים שפורטו בתוספת השלישית וכן כל פרט מהותי אחר החשוב למשקיע סביר; לא כללה הערכת השווי את כל הפרטים האמורים, ישלים התאגיד פרטים אלה בדוח התקופתי".

סעיף 4 (שיטת ההערכה) לתוספת השלישית לתקנות הדוחות ("התוספת השלישית") קובע כי: "הערכת השווי תכלול פרטים הנוגעים לשיטת עריכתה, לרבות אלה:

"ב) העובדות, הנחות, החישובים והתחזיות שעליהם הסתמך מעריך השווי;

...

(ד) הנחות ותחזיות שמסר התאגיד ושהערכת השווי מתבססת עליהן...."

לעמדת סגל הרשות עולה כי הערכות השווי אשר צורפו לדוחות הכספיים של החברות הציבוריות, לא כללו חלק מדרישות הגילוי כנדרש על פי התקנה והתוספת השלישית. כך לדוגמה:

- הערכות השווי כללו גילוי אודות נתוני הכנסות והוצאות של חברות הניהול, אולם לא הובהר כי מדובר בתוצאות של הנחות החברות וכי אין מדובר בתוצאות חברות הניהול בפועל. כפועל יוצא, לא פורטו הנחות החברות באשר לסטייה מהתוצאות בפועל, לרבות צפי לרווחיות בשנים הקרובות מפעילות ניהול וביסוס לשווי פעילות הניהול שהובאו בחשבון כחלק משווי הנכסים במסגרת השומות למועד הקובע. כמו כן, בעוד שהחברות פירטו נתונים אודות תעריף דמי הניהול למ"ר בנכסים, לא ניתן גילוי לדמי הניהול הנגבים בפועל ולעובדה כי נכון למועד הקובע לא עלה בידי החברות לגבות את דמי הניהול בהתאם לתעריף האמור ולכן הוצג חוב מסופק באופן חוזר ונשנה.
- נתוני הפדיון שהוצגו בהערכות השווי התבססו על נתונים לעשרת החודשים הראשונים לשנת 2016, כפי שהיו ידועים באותו מועד. בנוסף, בתחשיב השמאי לצורך חישוב הממוצע, נלקח ממוצע רק על אותם חודשים בהם התקבלו נתוני פדיון. על אף האמור, לא צוינו בהערכות השווי הנחות שעמדו בבסיס נתון זה, וכי אין מדובר בנתוני הפדיונות בפועל.

2.2 גילוי במסגרת פרק תיאור עסקי התאגיד

מסקירת הגילוי שניתן על ידי החברות במסגרת פרק תיאור עסקי התאגיד בדוחות התקופתיים לשנת 2016 עולה כי הגילוי לקה בחסר ולא כלל את כל הפרטים הרלוונטיים למשקיעים או שלחילופין כלל פרטים שאינם מדויקים. כמו כן, סקירת הגילוי העלתה סתירות בין טבלאות שונות שהוצגו במסגרת פרק תיאור עסקי התאגיד, אשר במהותן אמורות להציג נתונים זהים. כך לדוגמא עלו העניינים והסתירות שלהלן:

- **NOI מותאם – NOI** מתואם אמור לשקף, בין היתר, את סכום ה NOI לאחר התאמות עקב שינויים בתנאי ההתקשרות עם שוכרים אשר לא באו לידי ביטוי בו באופן מלא. נמצא כי החברה הציגה במסגרת טבלת הנתונים את אותו הסכום במסגרת נתון ה NOI הרגיל וה-NOI המתואם וזאת על אף שחלו שינויים בתנאי ההתקשרות עם שוכרים בתקופה.
- **עומס על שוכרים – לא צוין** שיעור העומס על השוכרים או נתון חלופי כגון סך פדיונות אשר יכול ללמד על מצבו של נכס מסחרי והשוכרים בו.
- **דמי שכירות ממוצעים בחוזים קיימים ובחוזים חדשים** - במסגרת דמי השכירות הממוצעים בחוזים קיימים נוטרלו הכנסות שכירות משוכרים אשר עזבו את הנכס במהלך שנת 2016 וכן הובאו בחשבון הכנסות שכירות שנתיות הנובעות מחוזה שכירות חדש שנחתם במהלך שנת 2016. יצוין, כי דמי השכירות הממוצעים בחוזים קיימים אמור לשקף את דמי השכירות שהתקבלו בפועל במהלך השנה ועל כן לעמדת הסגל אין לתאם את דמי השכירות הממוצעים למ"ר. כמו כן, במסגרת דמי השכירות הממוצעים בחוזים חדשים, הובאו בחשבון גם מימושי אופציות בחוזים ישנים, אשר אינם אמורים להיכלל כחלק מדמי השכירות הממוצעים בחוזים חדשים.
- **טעות בנתונים שהוצגו בפרק תיאור עסקי התאגיד** - נמצאו פערים בלתי מוסברים בין נתונים שאמורים להיות זהים שהוצגו במסגרת טבלאות שונות. מבדיקתנו עלה כי חלק מהנתונים שהוצגו היו שגויים.
- **פרטים אודות הערכת השווי** - במסגרת טבלת הפרטים אודות הערכת השווי לא הוצגה הפרדה בין התזרים המייצג בגין השטחים המושכרים והתזרים המייצג בגין השטחים הפנויים וזאת על מנת לאפשר יכולת השוואה בין ביצועי הנכס בפועל (אשר נובע מהשטחים המניבים) ובין התזרים המשמש לצרכי הערכת השווי.

החברות קיבלו את ממצאי הביקורת ופעלו לטיוב הנתונים המוצגים בפרק תיאור עסקי התאגיד.

* * *