



## רשות ניירות ערך ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

### מחלקת תאגידיים יחידת הביקורת

#### דוח ממצאים בנושא ביקורת שמאות מקרקעין

#### של נכס מסחרי במרכז הארץ

דצמבר 2017

כחלק מהבדיקות המבוצעות מעת לעת על ידי יחידת הביקורת בשיתוף עם היחידה הכלכלית במחלקת תאגידיים נערכה במהלך החודשים האחרונים בחינה בנוגע לסבירות ההנחות העיקריות שנלקחו בחשבון במסגרת שמאות מקרקעין של מתחם נדל"ן מניב פתוח בשימוש מסחרי הממוקם במרכז הארץ ("הנכס"). נכס זה הוגדר כנכס מהותי מאוד עבור התאגיד המדווח המחזיק בו, והערכת השווי שלו צורפה לדיווחי התאגיד האמור.

דוח ממצאים זה מפרט את הסוגיות שעלו בביקורת ואת עמדת סגל הרשות בקשר אליהן וזאת במטרה להביא בפני ציבור התאגידיים המדווחים את עמדות סגל הרשות בעניינים אלה כדי לתרום לשיפור התנהלותם.

להלן ממצאי הביקורת שעלו במסגרת הבחינה כאמור:

#### 1. ביסוס ההנחות שהובאו בחשבון במסגרת השומה למועד הקובע

##### 1.1. הכנסה מייצגת

הערכת השווי של הנכס בוצעה בשיטת היוון ההכנסות. לצורך אומדן ההכנסה המייצגת הביא בחשבון התאגיד, בין היתר, את ההנחות הבאות:

- מרבית מהסכמי השכירות כוללים מנגנון להעלאת דמי השכירות באופן הדרגתי אחת למספר שנים. יצוין, כי חלק משמעותי מאותם חוזי שכירות כלל העלאה משמעותית של גובה שכר הדירה, וזאת בחלוף תקופה שהוגדרה במסגרת אותם חוזים, אשר עמדה על כשלוש שנים. השמאות אשר נערכה לנכס הביאה בחשבון לצורך ההכנסה המייצגת את העלאת שכר הדירה האמורה (מרכיב העלאת שכר הדירה כאמור מהווה כ-13% משווי הנכס).
- לטענת התאגיד, חלק משטחים בנכס הושכרו בדמי שכירות הנמוכים מדמי השכירות הראויים, ועל כן במסגרת ההכנסה המייצגת נלקחו בחשבון דמי שכירות הגבוהים מדמי השכירות בפועל (תוספת ההכנסות האמורה אשר הובאה בחשבון במסגרת השומה מהווה כ-13% משווי הנכס).

על אף שבדרך כלל דמי השכירות החוזיים אמורים לקבל משקל משמעותי בקביעת שווי ההון של הנכס, לעמדת סגל הרשות במקרה הנדון התאגיד לא כלל ביסוס מספק בדבר יכולתו העתידית לגבות את דמי השכירות החוזיים הנוכחיים, לא כל שכן דמי שכירות גבוהים יותר משמעותית, לאחר ההעלאה הנקובה בחוזי השכירות הקיימים בשים לב לנסיבות המיוחדות כלהלן:

א. קיימת ירידה מתמשכת בפדיונות השוכרים במתחם – לאחר פתיחת הנכס, ועד למועד ביצוע הביקורת, דווקא חלה ירידה מתמשכת בפדיונות השוכרים למ"ר. ירידה זו בפדיונות נעה בשנתיים האחרונות בטווח של כ-15% לשנה. ירידה זו מעלה ספקות באשר ליכולת של שוכרים אלה לעמוד בדמי השכירות הקיימים ובוודאי בעלייתם. גם אם יוכלו השוכרים לעמוד בדמי השכירות אך רווחיותם היחסית תשחק באופן משמעותי ספק אם משיקולים שיווקיים עסקיים ירצה שוכר לדבוק בסעיפים חוזיים אשר יקשו על עליו עוד יותר.

ב. "עומס שוכרים" – בהמשך למצוין לעיל, גם היחס בין דמי השכירות ודמי הניהול של הנכס לבין פדיונות השוכרים בו היה גבוה יחסית כך שעל פניו יחס זה לא אפשר לחלק מהשוכרים בו להמשיך ולשלם את דמי השכירות הנוכחיים, לא כל שכן את אלו שנקבעו לשנה השלישית. כך, נכון לתקופת הביקורת חלק ניכר מהשוכרים המושכרים אופיינו ביחס שכירות לפדיון אשר עמד על 20% או יותר מכך (לא כולל דמי ניהול), ויחס הפדיון הממוצע של הנכס עמד על 16% (בתוספת דמי הניהול) (נתונים אלה הינם לפני העלאת דמי השכירות אשר נלקחה בחשבון לצורך השומה).

ג. ירידה מתמשכת בדמי השכירות והענקת 'גרייסים' – מבדיקתנו עלה כי בשנים קודמות התאגיד לא הצליח לגבות בפועל את ההכנסות החוזיות אשר עוגנו במקור במסגרת ההסכמים מול השוכרים, ואף העניק דחיות חוזרות בהעלאות שכר דירה חוזיות אשר תוכננו בעבר. האמור העיד על כך שבהיעדר הנמקה מיוחדת, אזי למרות שלשוכרים הייתה קיימת מחויבות חוזית לתשלום שכ"ד (לרבות ההעלאות שנקבעו), לא סביר כי התאגיד יוכל לגבות מבחינה עסקית וכלכלית (ובוודאי בטווח הזמן הבינוני והארוך, לאחר פקיעת החוזים הקיימים או פשיטת רגל של חלק מהשוכרים) את מלוא דמי השכירות החוזיים, ובוודאי את העלאות שכר הדירה העתידיות, מה שאמור היה לקבל ביטוי במסגרת הערכת השווי.

ד. אי עמידה בתחזיות - בניגוד להנחת השומה, על פני השנים דווקא נצפתה ירידה בדמי השכירות שנגבו בפועל והנכס לא עמד בתחזיות אשר נלקחו בחשבון במסגרת הערכות שווי קודמות.

## **1.2. שווי פעילות הניהול**

בהתאם לנתונים שהועברו על ידי התאגיד, עלה כי חברת הניהול בנכס הייתה גירעונית בשנים 2015-2016 ובהתאם לתקציבה גם שנת 2017 עתידה הייתה להסתיים בגירעון. במסגרת תחשיב השומה הונח כי סכום העודף השנתי מפעילות ניהול יהיה דווקא חיובי, כך שיוחס שווי חיובי לפעילות הניהול, וזאת בעיקר באמצעות העלאת דמי הניהול. ניתוח הרווח המייצג מפעילות ניהול אשר נכלל במסגרת הערכת השווי הצביע על כך שעל מנת שהתאגיד יעמוד בהנחותיו בנוגע לעודף מפעילות ניהול, יהיה עליו להעלות את דמי הניהול

הנגבים מהשוכרים, פעולה אשר קיים ספק באשר ליכולת ליישמה (עסקית וכלכלית) נוכח היחס שבין דמי השכירות והניהול למ"ר לבין הפדיון למ"ר בנכס כאמור לעיל. למעלה מן הצורך יצוין כי בשל התחלופיות בעיני השוכרים בין דמי ניהול לדמי שכירות, יכול שהעלאת דמי ניהול תוביל להפחתת דמי שכירות (ולהיפך).

## 2. גילוי בהתאם לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-

1970

### 2.1. גילוי במסגרת הערכת השווי שצורפה לדוחות הכספיים למועד הקובע

תקנה 8ב(ד) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970 ("התקנות") קובעת: "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 ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970 ("התוספת השלישית") קובע:

"הערכת השווי תכלול פרטים הנוגעים לשיטת עריכתה, לרבות אלה:

(א)...

(ב) העובדות, ההנחות, החישובים והתחזיות שעליהם הסתמך מעריך השווי;

(ג)...

(ד) הנחות ותחזיות שמסר התאגיד ושהערכת השווי מתבססת עליהן...."  
מסקירת השומה אשר צורפה לדוחותיו הכספיים של התאגיד למועד הקובע, הערכת השווי לא כללה חלק מדרישות הגילוי כנדרש על פי התקנה. כך לדוגמה, לעמדת סגל הרשות היה על התאגיד לכלול את הנתונים הבאים במסגרת השומה הפומבית את הבאים:

- **צפי לרווחיות בשנים הקרובות מפעילות ניהול וביסוס לשווי פעילות הניהול** – בשלושת השנים שקדמו לביקורת חברת הניהול הייתה גירעונית, בעוד שבהערכת השווי ניתן לחברת הניהול שווי חיובי. התאגיד ציין בהערכת השווי אך ורק את שווי פעילות הניהול לצרכי הערכת השווי מבלי להציג את ההנחות והתחזיות שעליהם התבסס השווי של פעילות הניהול.
- **התייחסות מורחבת למצבם של השוכרים בנכס** – הערכת השווי כלל לא כללה התייחסות לרמת הפדיונות בנכס, לויתור על העלאת דמי השכירות כקבוע בחוזים עובר להערכת השווי ולביסוס היכולת העתידית להעלות את דמי השכירות חרף עובדות אלה. בדומה לא כללה הערכת השווי ביסוס להנחות בדבר העלאת דמי הניהול.
- **פערים בין הנחות לאומדנים לבין התוצאות בפועל** - תקנה 10(ב)(8) לתקנות, דורשת מהחברה "...[לפרט] פערים משמעותיים, אם קיימים כאלה, בין ההנחות, האומדנים והתחזיות המהותיים שהונחו בבסיס הערכת השווי, 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".  
התאגיד לא כלל פירוט זה כנדרש, וזאת על אף הפערים המשמעותיים בין ביצועי הנכס לבין תחזיות שנכללו בהערכות שווי קודמות.

## **2.2. גילוי במסגרת דוח תיאור עסקי התאגיד**

### **2.2.1. NOI מותאם ושיעור תשואה מותאם**

מסקירת הגילוי שניתן לגבי הנכס (אשר הוגדר כנכס "מהותי מאוד") במסגרת פרק תיאור עסקי התאגיד שבדוח התקופתי ("תיאור עסקי התאגיד") של התאגיד עלה כי הסכום אשר הוצג כ-NOI המותאם של הנכס היה זהה לסכום שהוצג כ-NOI בפועל של הנכס, וכפועל יוצא גם התשואה המותאמת הייתה זהה לתשואה בפועל מהנכס.

על אף האמור, יצוין כי במהלך התקופות הרלוונטיות נחתמו חוזים מול שוכרים חדשים ואף בוצעו שינויים בחוזים קיימים, דבר אשר הצביע על כך שאופן חישוב ה-NOI והתשואה המותאמים היו ככל הנראה שגויים (בהקשר זה יש לציין כי NOI מותאם אמור לשקף גילום שנתי לשינויים כאמור; כך למשל, במסגרת טיוטת תיקון תקנות ניירות ערך להערות ציבור עיגון "הנחיית גילוי בנוגע לפעילות נדל"ן להשקעה" בתקנות ניירות ערך הוגדר NOI מותאם כסכום ה-NOI בפועל בתוספת התאמות טכניות בגין שינויים חוזיים אשר לא באו לידי ביטוי באופן מלא בסכום זה; התאמות טכניות אלה יכללו: עדכון בגין מנגנוני הצמדה או שינוי בפועל בדמי השכירות; גילום NOI משוכרים שהשתכנו במהלך התקופה כאילו שכרו את הנכס שנה שלמה; עדכון בגין תחלופת שוכרים אשר שילמו דמי שכירות שונים במהלך תקופת הדיווח ופריטים טכניים בעלי מהות דומה).

### **2.2.2. הוצאות ניהול נטו**

במסגרת תיאור הנכס בדוח תיאור עסקי התאגיד צוין כי הוצאות הניהול נטו בגין פעילות הניהול לתקופה שנסקרה עמדו על "0" ש"ח וכי חברת הניהול 'מאוזנת'. בפועל, בהתאם לנתונים שהועברו לסגל הרשות עלה כי בשנת הדיווח העדכנית ביותר עמד גירעון חברת הניהול על סכום של כ-2 מיליוני ש"ח.

לטענת התאגיד, חברת הניהול הינה חברה מוחזקת של התאגיד והיא ממומנת בעיקר ממקורותיה העצמיים. לאור העובדה שלא קיימת התחייבות של התאגיד למימון גירעון חברת הניהול, הרי שהתאגיד לא ראה צורך בהצגת הגירעון בחברת הניהול במסגרת הגילוי על הנכס.

בקשר עם הטענות האמורות, לעמדת סגל הרשות, עמדת התאגיד אינה עולה בקנה אחד עם הרציונל העומד בבסיס הדרישה לגילוי תוצאות פעילות הניהול נטו מאחר שלא ניתן ללמוד מהן אודות רווחיות פעילות הניהול בפועל. מעבר לכך, ברי כי כאשר פעילות הניהול של נכס מסוים נושאת בהפסדים (או לחלופין, רווחית) עניין זה הינו בעל השפעה על שווי הנכס, שכן בטווח הארוך (והמייצג) אין זה סביר כי חברת הניהול תממן את הגירעונות מ-'מקורותיה העצמיים'.

**2.2.3. הכנסות צפויות בגין חוזי שכירות חתומים**

כחלק מן הביקורת עלה כי כחלק מהגילוי אשר נכלל על הנכס במסגרת דוח תיאור עסקי התאגיד, וכחלק מצבר ההכנסות בגין חוזי שכירות חתומים, כלל התאגיד גם הכנסות צפויות בגין שטחים פנויים שאינם מושכרים.

**3. סיכום**

מכלול הממצאים המצוינים לעיל נמסרו לתאגיד נושא הביקורת לקראת הכנת ופרסום הדוחות הכספיים העוקבים של התאגיד, על מנת שיובאו בחשבון במסגרת קביעת השווי ההוגן של הנכס לתום התקופה וכן לשם תיקון הליקויים אשר נמצאו במסגרת תיאור הנכס בדוחות החברה. כחלק מהליך הביקורת, בחר התאגיד לשנות את מודל הערכת השווי וכן לעדכן את הנחות השומה. כתוצאה, התאגיד המדווח ביצע הפחתה בשווי הנכס וכן עדכן את הגילוי בדוחותיו.

\* \* \*