

## ממצאים בקשר עם הערכות שווי נדל"ן והערכות שווי פעילות: ליקויים וכשלים שנמצאו במסגרת בדיקת סגל רשות ניירות ערך יוני 2022

### רקע

מטרת מסמך זה היא לשקף לתאגידים המדווחים, לשמאים, למעריכי השווי ולציבור המשקיעים, ממצאים עיקריים שעלו בבדיקות הערכות שווי ושמאויות (להלן: "הערכות השווי") שביצע סגל הרשות, כמו גם את עמדת סגל הרשות בקשר אליהם, וזאת לשם שיפור וטיוב השיטות המיושמות והגילוי במסגרת הערכות השווי.

בחינת סגל הרשות הצביעה בחלק מהמקרים על קיומם של ליקויים וכשלים ביחס לגילוי, לאומדנים ולהנחות אשר עמדו בבסיס הערכות השווי, כפי שיפורט להלן.

סגל הרשות מצפה כי הנהלות התאגידים המדווחים, השמאים ומעריכי השווי יבחנו בקפידה את ההנחות העומדות בבסיס הערכות השווי המהוות בסיס לחישוב שווים ההוגן של הנכסים בדוחות הכספיים, ו/או המצורפות לדיווחי תאגידים מדווחים (לדוגמא – הערכת שווי המצורפת לדוח זימון אספה).

## 1. שימוש בגישת ההשוואה מקום בו לא ניתן לזהות / לאתר עסקאות בנכסים דומים

באחת מהערכות השווי שנבחנה על ידי סגל הרשות גישת ההשוואה שימשה כגישה המובילה בהערכת השווי של מבנה המשמש לתעשייה עתירת ידע. באותו מקרה לא איתר השמאי בסביבת הנכס מספיק עסקאות השוואה תקפות, אשר יכולות לבסס את השווי למ"ר. בשל האמור, הציג השמאי עסקאות השוואה מאזור אחר אשר אינן בהכרח ברות השוואה לנכס נשוא הערכת השווי ודורשות התאמות משמעותיות לצורך השוואתן. עסקאות ההשוואה שיקפו מחיר ממוצע למ"ר משרדים הגבוה בעשרות אחוזים מהמחיר למ"ר שהונח במסגרת השומה. בנוסף השימושים המותרים בכל אחד מהאזורים היו שונים וכך גם שיעורי התפוסה ודמי השכירות למ"ר.

לדברי החברה, על אף הנסיבות המפורטות לעיל, גישת ההשוואה שימשה כגישה המובילה בשל העובדה שהנכס ברובו לא היה מאוכלס ומאחר שלשיטת החברה דמי השכירות למ"ר בחוזים הקיימים היו במחירים נמוכים ממחירי שוק ולפיכך השימוש הנוכחי בנכס לא היווה לעמדת החברה את השימוש המיטבי.

לעמדת סגל הרשות, ככלל במקום בו שימוש בשיטת ההשוואה מצריך התאמות מהותיות מאד, לא יהיה זה מן הראוי להשתמש בגישת ההשוואה כשיטה המובילה.<sup>1</sup>

בנוגע לטענת החברה כי השימוש הנוכחי בנכס אינו מהווה את השימוש המיטבי ציין הסגל בפני החברה כי בנסיבות אלו ניתן לעשות שימוש בדמי השכירות הראויים לנכס בשימוש המיטבי (תוך הבאה בחשבון כי יש להפחית את שווי הנכס באופן המשקף את הסיכון ומשך הזמן שיחלוף עד לאכלוס).<sup>2</sup>

בנוסף סגל הרשות ציין בפני החברה, כי ככל שהיא משוכנעת כי מן הראוי להמשיך ולהשתמש בגישת ההשוואה על אף ההסתייגויות המפורטות לעיל, עליה לפרט במסגרת הערכת השווי את ההתאמות שבוצעו לעסקאות ההשוואה. בין היתר התבקשה החברה לפרט את ההתאמות שבוצעו בגין רמת גימור, גיל הנכס, שימושים, גישות תחבורתית, שיעור תפוסה וכדומה. בהמשך לדיונים עם סגל הרשות, קבעה החברה את גישת היוון ההכנסות כגישה המובילה בשומה, חלף השימוש בגישת ההשוואה כגישה המובילה. כמו כן, במסגרת הערכת השווי נוספו נתונים מפסיקות שמאים מכריעים והחלטות בהשגה שניה אשר מבססים את השווי למ"ר שהונח על פי גישת ההשוואה אשר שימשה כגישה משנית לקביעת השווי.

---

<sup>1</sup> חלק מנכסי ההשוואה שיקפו פערים אשר אף עולים על 35%. בהקשר זה נזכיר את סעיף 4.2 לתקן "יישום גישות השומה בשומות מקרקעין לנכסים בנויים למגורים, משרדים, תעשייה, מלאכה ומסחר" (להלן: "תקן 2") של מועצת שמאי המקרקעין, אשר קובע לעניין גישה זו, כי סכום ערכם המוחלט של שיעורי ההתאמות לנכסי ההשוואה לא יעלה על 35%, שאחרת מחיר ההשוואה יצביע על רמת תוקף נמוכה ולא ייחשב כמחיר השוואה תקף. עוד ראוי לציין כי במקרה הנדון, ככל שהעסקאות האמורות היו מנוטרלות הרי שהדבר היה מביא לשימוש במחירי השוואה נמוכים יותר.

<sup>2</sup> ראוי לציין כי בסעיף 8 לדברי ההסבר לתקן 2 – "גורמים המשפיעים על התוקף של גישת השומה", בקשר לגישת היוון ההכנסות בנכס שבו השימוש אינו מיטבי, נקבע: "בנכסים מניבים שהשימוש בהם אינו השימוש המיטבי (אם מחמת אי ניצול גבוה יותר של זכויות הבניה ואם מחמת השכרתו למטרה שאינה הכלכלית ביותר) תהיה הגישה חסרת תוקף או בעלת תוקף נמוך יותר (אלא אם יביא בחשבון השמאי את דמי השכירות הראויים לנכס בשימוש המיטבי)".

## 2. שימוש במקדם אקוויוולנטי לצורך העמסת שטחים ציבוריים.

במקרה המתואר לעיל הניח השמאי במסגרת גישת ההשוואה כי יש להוסיף 10% לשטח הנכס ברוטו לשיווק שנקבע בהיתר, המגלמים העמסה של השטחים הציבוריים (דהיינו החברה השתמשה בשטח אקוויוולנטי של 110%). המשמעות המעשית של הדבר היא כי השמאי הניח שווי למ"ר הגבוה ב-10% מהשווי למ"ר בעסקאות ההשוואה.

במסגרת הבדיקה ביקש סגל הרשות מהחברה לבסס את השימוש בהקצאות של שטח אקוויוולנטי בגישת ההשוואה בשים לב לכך שעסקאות ההשוואה שיקפו עסקאות לרכישת חלקי קומות/בנינים ולרוב בעסקאות אלו מצוין השטח הכולל שנרכש ללא התייחסות לשטחים ציבוריים.

בדומה לכך, גם בשיטת היוון הכנסות השתמשה החברה בשטח אקוויוולנטי של 110% בגין העמסה של שטחי ציבור על השטחים ברוטו לשיווק וזאת מקום בו בחוזים הקיימים בנכס לא חויבו השוכרים בגין שטח אקוויוולנטי. לעמדת סגל הרשות ככל וחברה עושה שימוש במקדם אקוויוולנטי כחלק מגישת היוון הכנסות, עליה להראות כי השוכרים בנכס הלכה למעשה מחויבים בנוסף לשטחים העיקריים גם בגין שטחים האקוויוולנטיים. בדומה לכך, ככל שמחירי השכירות למ"ר נגזרים מנכסי השוואה, על החברה לוודא כי גם בנכסי ההשוואה מחויבים השוכרים בגין שטח אקוויוולנטי.

בהמשך לדיונים בין סגל הרשות ובין החברה, תיקנה החברה את השטח האקוויוולנטי (בשתי השיטות) ל-100% וכתוצאה מכך הפחיתה את שווי הנכס בכ-10%.

## 3. שטחים פנויים

באחד מהנכסים שנבדקו על ידי סגל הרשות שיעור התפוסה בנכס עמד על כ-30% במשך כשנתיים והחוזים הקיימים שיקפו דמי שכירות נמוכים משמעותית מדמי השכירות הנצפים בנכסים דומים באותו אזור. לאור האמור, תכננה החברה לבצע שיפוץ משמעותי אשר כלל הסבה של חלק מהשטחים משטחי תעשייה/אחסנה למשרדים, דבר אשר יאפשר להגדיל את שיעורי התפוסה בנכס ולהעלות את דמי השכירות המבוקשים בגין שטחים אלו.

במסגרת הערכת השווי לא הובאה בחשבון דחייה בגין ההכנסות הצפויות של השטחים הפנויים לצורך גילום משך הזמן שיחלוף עד להשכרת השטחים בפועל. כמו כן שיעור ההיוון שהונח עבור השטחים הפנויים היה זהה לשיעור ההיוון שהונח עבור השטחים המושכרים.

לטענת החברה, הערכת השווי הביאה בחשבון דחייה בהכנסות מהשטחים הפנויים באופן הבא:

1. דחייה עד לקבלת הכנסות – מרכיב הדחייה עד לקבלת הכנסות מגולם בעלות ההשקעות שהובאה בחשבון (אשר לחילופין תינתן כתקופת גרייס כשהשקעות יחולו על השוכר).

2. חלק ממרכיב הדחייה והסיכון מגולם בשיעור ההיוון<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> החברה הניחה שיעור היוון זהה עבור הכנסות משטחים פנויים ועבור הכנסות משטחים מושכרים וזאת מבלי להביא בחשבון דחייה בהכנסות שאמורות להתקבל כתוצאה מהשכרת השטחים הפנויים.

סגל הרשות לא קיבל את עמדת החברה שכן השיטה שבה עשתה החברה שימוש לא מביאה בחשבון את התקופה עד למציאת שוכר. כמו כן, מבדיקת סגל הרשות עלה כי נכסים דומים באותו אזור המאוכלסים במלואם (ולפיכך בשונה מהנכס שבנדון אינם משקפים סיכון אי-אכלוס) נישומו תוך שימוש בשיעור היוון דומה לזה שבו השתמשה החברה בנוגע לנכס שבנדון. לדעת סגל הרשות, מצופה כי שיעור ההיוון ביחס לנכס החשוף לסיכון אי-אכלוס משמעותי יהיה גבוה מזה המשמש להערכת נכס מאוכלס במלואו (ובפרט בנסיבות הנכס שבנדון בו דמי השכירות בפועל נמוכים מדמי השכירות הראויים שהוערכו ונמצא תקופה ארוכה בתפוסה נמוכה משמעותית).<sup>4</sup>

בהמשך לאמור, החברה קיבלה את הערות סגל הרשות ועדכנה את הערכת השווי בהתאם, כך שהונחה דחייה בהכנסות משטחים פנויים, המגלמת את תקופת השיווק של הנכס, דבר אשר הביא להפחתת השווי של השטחים הפנויים.

#### 4. ביסוס שיעורי ההיוון, תוך שימוש בעסקאות השוואה תקפות והתייחסות לעומס השוכרים.

סגל הרשות מצא בבדיקות שביצע מקרים בהם הערכות השווי עשו שימוש בשיעורי היוון שנגזרו מעסקאות שאינן רלוונטיות לנכס נשוא הערכת השווי. כך לדוגמה, עבור נכס משרדים מסוג CLASS B (הממוקם מחוץ לגוש דן) הוצגו במסגרת ביסוס שיעור ההיוון עסקאות למכירת נכסי פריים במרכז תל אביב או שלחילופין לצורך ביסוס שיעור היוון של נכסים תעשייתיים ומסחריים הוצגו עסקאות של נכסי לוגיסטיקה.<sup>5</sup>

לעמדת סגל הרשות את שיעור ההיוון יש לגזור מנכסים דומים לנכס נשוא השומה ורק במקום שלא קיימות עסקאות כאמור, יש לעשות שימוש בשיעורי היוון מעסקאות בנכסים שאינם דומים תוך ביצוע התאמות.

במקרים אחרים שבחן סגל הרשות, שמאוויות נקבו בשיעור ההיוון המבוסס על שיעורי התשוואה שפרסם השמאי הממשלתי הראשי בדוח סקירת שיעורי תשוואה בנכסים מניבים (להלן: "סקר השמאי הממשלתי").

בהקשר זה מוצא סגל הרשות לנכון להדגיש כי בסקרים של השמאי הממשלתי הראשי ההמלצה היא לשימוש בתוצאות המחקר לאחר שהשמאי נתן את דעתו ביחס לנכס הנישום ולמאפייניו המיוחדים, בין היתר:

"..הקשר בין רמת הקרבה של הנכס למרכז הארץ או למרכז הישוב לבין שיעור התשוואה ממנו. בנכסים שמיקומם מרכזי, נצפה שיעור תשוואה נמוך ביחס לממוצע ואילו בנכסים פריפריאליים נצפה שיעור תשוואה גבוה ביחס לממוצע.[...]"  
"שיעור התפוסה – כאמור שיעורי התשוואה המפורסמים כאן, מתייחסים לשיעורי תשוואה פוטנציאליים ("שיעור היוון כולל"), כלומר תחת הנחת תפוסה מלאה.

<sup>4</sup> בהקשר זה ראו גם להלן ציטוט מסקר השמאי הממשלתי הראשי.

<sup>5</sup> בהקשר זה יצוין כי בסקירת שיעורי תשוואה בנכסים מניבים של השמאי הממשלתי הראשי למחצית הראשונה לשנת 2021 צוין כי ברוב המקרים נכסי לוגיסטיקה מציגים שיעור תשוואה נמוך משיעור התשוואה שנקבע לתעשייה.

המשמעות המעשית היא שכאשר ידוע לגבי הנכס הנישום ששיעור התפוסה בו אינו 100%, יש לשקול (בתלות בשיעור ובמשך הזמן של השטחים הבלתי תפוסים) לתת לכך ביטוי בשיעור היוון גבוה יותר (המבטא סיכון גבוה יותר) לשטחים שאינם תפוסים, ביחס לשיעור ההיוון שנקבע לגבי השטחים התפוסים. "

במקום שבו בוצעו התאמות ביחס לשיעור היוון הנגזר מעסקאות השוואה או מסקר השמאי הממשלתי הראשי כמפורט לעיל, יש לפרט את טיב ההתאמות שבוצעו.<sup>6</sup>

## 5. גילוי בשמאיות

בבדיקות שוטפות שמבצע סגל הרשות מצא הסגל מקרים (מלבד אלו שתוארו לעיל) בהם רמת הפירוט בשמאיות שצורפו לדוחות הכספיים לא היו מספקות. להלן פירוט בנוגע לנושאים אשר בקשר אליהם סבר הסגל כי לא ניתן גילוי מלא במסגרת הערכות השווי:

### 5.1. גילוי בנוגע לרווחי/הפסדי ניהול – בחלק מהערכות השווי שנסקרו על ידי סגל הרשות לא

ניתן גילוי מלא בנוגע לרווחי/הפסדי הניהול שמפיק הנכס. כך לדוגמה, באחת מהערכות השווי שבדק סגל הרשות, ציין השמאי שדמי הניהול חושבו על בסיס ממוצע רווחי הניהול שהופקו מהנכס בשלוש השנים האחרונות. מבדיקה שערך סגל הרשות עלה כי מעריך השווי נטרל הוצאות/אירועים חד-פעמיים, כך שבפועל מדובר בממוצע מותאם ולא בממוצע בפועל. בהמשך לאמור מעריך השווי נדרש להוסיף פירוט בנוגע לרווחי הניהול בפועל בשלוש השנים האחרונות, פירוט בנוגע להתאמות שביצע, וכן את נימוקיו לגבי שימוש בממוצע רווחי הניהול המותאם ולא ברווחי הניהול בפועל.

במקרה אחר עלה כי חברת הניהול של הנכס הייתה גירעונית, אולם במסגרת הערכת השווי הניח השמאי שחברת הניהול תתאזן וזאת ללא הסבר או ביסוס. סגל הרשות דרש במקרה זה מתן גילוי מפורט בנוגע להכנסות/הוצאות הניהול בשלוש השנים האחרונות, לרבות פירוט בנוגע להשתתפות הבעלים בעלויות הניהול, זאת בנוסף למתן גילוי בנוגע לתקציב הניהול לשנים הבאות המציג את הנחות החברה לאיזון חברת הניהול.

---

<sup>6</sup> תקנה 4(ז) לתוספת השלישית של תקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970 (להלן: "תקנות דיווחים מיידיים") קובעת בהקשר זה: "בחר מעריך השווי לעשות שימוש בשיעור היוון, יפורט שיעור ההיוון שנבחר וינתנו הסברים מפורטים לבחירה בשיעור היוון זה ולאופן חישובו". כמו כן, יצוין שדרישה זו אף עולה מסעיף 4.15(ב) לתקן 17.1 של מועצת שמאי המקרקעין, "פרוט מזערי נדרש בשומות מקרקעין המבוצעות לצורך דיווח על פי חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ולצורך יישום תקינה חשבונאית", אשר קובע, כי תחשיב השומה יכלול פירוט מלא של נתוני ההשוואה למרכיבי התחשיב (נתוני עסקאות מכר, דמי שכירות, שיעורי היוון, התאמות וכו'). לגבי כל אחד מנתוני ההשוואה, יוצגו, ככל שניתן: מקור הנתון, תאריך, סוג נכס ההשוואה, גודל נכס ההשוואה, מיקום נכס ההשוואה, התאמות שבוצעו בין נכסי ההשוואה לבין הנכס הנישום (מיקום, זמן, היקף וכיוצ"ב).

5.2. הסבר לפער בין דמי שכירות מחוזים חדשים בנכס לעומת דמי שכירות הממוצעים

המייצגים שהונחו במסגרת הערכת השווי והיוו בסיס לשוויון

בכמה מקרים נתקל סגל הרשות בפערים בין דמי השכירות הממוצעים בנכס ואשר שימשו לצורך הערכת השווי של נכסי נדל"ן להשקעה לבין דמי השכירות הממוצעים המשתקפים בחוזים שנחתמו בתקופת הדיווח וזאת ללא הסבר ראוי לפערים. במקרים אלו החברות נדרשו לכלול במסגרת הערכת השווי ניתוח והסבר לפערים ובנוגע לתוכניות ההנהלה לצמצמם בעתיד. מטבע הדברים, ככל שדמי השכירות בחוזים החדשים שנחתמו בשנת הדוח נמוכים משמעותית מדמי השכירות שהונחו במסגרת הערכת השווי והיוו בסיס לחישוב השווי ההוגן של הנכס, מצופה כי נתונים אודות שיעור התחדשות החוזים השנתי ודמי השכירות הממוצעים שנחתמו בנכס בתקופות האחרונות יוצגו גם במסגרת הערכת השווי וכי ינתן הסבר בנוגע לפער האמור, תוך התייחסות לשאלה, מדוע פער זה אינו מעיד על פוטנציאל להפחתה בדמי השכירות העתידיים בנכס.

5.3. שיעור תפוסה - במקרים רבים הונח במסגרת הערכת השווי שיעור תפוסה מייצג של 100%

בתקופת התחזית, מקום בו שיעור התפוסה זה אינו תואם לשיעור התפוסה הממוצע בפועל בשנים שקדמו למועד הערכת השווי. במקרים אלו סגל הרשות ביקש מהחברות וממפעריכי השווי לבסס ולנמק בהרחבה את הנחתם ביחס לשיעורי התפוסה המייצגים, תוך התייחסות בין היתר אך לא רק לסקרי התפוסה באזור בו ממוקם הנכס נשוא הערכת השווי.

5.4. מתן גילוי בנוגע להכנסות הנכס וה-NOI בשלוש השנים האחרונות – במספר מקרים

במהלך בדיקת הסגל נמצא כי קיימים פערים בין ההכנסות/NOI המוצגות בפרק תיאור עסקי התאגיד לבין ההכנסות/NOI המוצגים במסגרת הערכות השווי (לעיתים הפערים נבעו כתוצאה מטיפול בתמריצי חכירה, הפרשה לחובות מסופקים וכדומה). באותם מקרים נדרשו התאגידים לפרט ולהסביר במסגרת הערכת השווי את פערים אלו.

5.5. התייחסות ל"עומס שוכרים" – אחד הפרמטרים המרכזיים לבחינת סבירות דמי השכירות

ויציבותם בנכסים מסחריים הינו מדד עומס השוכרים<sup>7</sup>, מדד שעשוי לשקף את "סיכון העזיבה" של השוכרים בנכס מסחרי. במספר מקרים מצא הסגל כי שמאות נכס מסחרי לא כללה ניתוח של יחס עומס שוכרים, זאת מקום בו ניתוח עומס השוכרים בנטרול שוכרי "עוגן"<sup>8</sup> או בענפים מסוימים<sup>9</sup> היה מאפשר להבין את הסיכון הקיים בנכסים<sup>10</sup> ואת אופן קביעת שיעור ההיוון הכולל. במקרים אלו נתבקשו החברות להרחיב את הגילוי המתייחס ל"עומס השוכרים" ולהשפעתו על קביעת שיעור ההיוון.

<sup>7</sup> עומס שוכרים או יחס פדיון ממוצע למ"ר הינו שיעור ההוצאה בגין דמי שכירות וניהול למ"ר ביחס לפדיון הממוצע למ"ר של בית העסק.

<sup>8</sup> לרוב שוכרי "עוגן" משלמים דמי שכירות נמוכים משמעותית מדמי השכירות המקובלים בנכס.

<sup>9</sup> דוגמה לחלוקה אפשרית היא אופנה, הסעדה, קולנוע, שירותים וכדומה.

<sup>10</sup> מדד גבוה עשוי להעיד על פוטנציאל להפחתת מחיר דמי השכירות בעתיד.

כמו כן, ככל שמזהה החברה שוכר או קבוצת שוכרים בעלי סיכון גבוה, עליה להביא זאת בחשבון במסגרת הערכת השווי. בעניין זה ראו גם עמדת סגל הרשות שפורסמה במסגרת דוח ריכוז ממצאים בנושא ביקורת שמאויות מקרקעין שפורסם בדצמבר 2018<sup>11</sup>.

#### 6. שימוש בהנחת צמיחה פרמננטית

במסגרת בדיקת תשקיף בחן סגל הרשות את סבירות ההנחות שנלקחו במסגרת תחשיב DCF ששימש לצורך הערכת שווי של פעילות חברה המפעילה תחנות דלק. במסגרת הבדיקה מצא סגל הרשות כי בהערכת השווי הונחה צמיחה פרמננטית בהכנסות וזאת ללא התייחסות ראוייה למגמות ולשינויים החלים בתחום האנרגיה ובפרט להפחתת השימוש בדלקים מזהמים ומעבר לשימוש באנרגיה ירוקה.

מבדיקת סגל הרשות עלה כי מעריך השווי הסתמך בהערכת השווי (בהקשרים אחרים) על תחזית הביקוש לבנזין, אשר במסגרתו הוצגו 3 תרחישים שונים ביחס לחדירת כלי הרכב החשמליים לשוק בישראל והשפעתה על הביקוש לבנזין בתחנות הדלק.<sup>12</sup>

עפ"י הנחת תוואי החדירה הבינוני, אמור לחול גידול בכמויות הבנזין הנמכרות עד לשנת 2026 בלבד, אך לאחר מכן צפוי קיטון בשל חדירת רכבים חשמליים לישראל.

סגל הרשות סבר כי הנחת החברה - גידול מתמשך במכירות הבנזין אינה מבוססת וביקש ממעריך השווי לערוך תחזית DCF אלטרנטיבית אשר מביאה בחשבון את התחזית בתוואי הביניים כך שהחל משנת 2027 יוכר קיטון בכמויות הבנזין הנמכרות. זאת לאור כך שקצב חדירת הרכבים החשמליים בישראל צפוי לגדול עם הזמן וכן בשים לב לכך שמדינת ישראל קבעה יעדים ממשלתיים לגידול מתמשך בשיעור הרכבים החשמליים מתוך סך הרכבים שיכנסו לישראל כך שהחל משנת 2030, יותר יבוא של רכבים חשמליים בלבד (מדובר ביעדים שאינם בגדר הוראה מחייבת).

מבדיקה שנעשתה תחת הנחת חדירה בינונית של כלי רכב חשמליים נמצא כי לא קיימים פערים בשווי ביחס לתחשיב ה-DCF שעמד בסיס הערכת השווי שכן הערכת השווי לפי ה-DCF המתוקן הסתמכה על עליית מרווח השיווק בשונה מההערכה המקורית שהגיעה לשווי דומה ללא צורך בהנחת עליית מחירים.

על אף האמור, לדעת סגל הרשות מדובר בנתונים מהותיים לניתוח הערכת השווי ולפיכך נדרשה החברה לכלול DCF מלא תחת הנחת קיטון בכמויות הבנזין הנמכרות כך שיהיה מובן למשקיעים אלו הנחות מפצות (כאמור מדובר בעיקר בהעלאת מרווח השיווק) נדרשות כדי להגיע לאותה תוצאת שווי גם תחת תרחיש זה.

<sup>11</sup> [קישור לדוח ריכוז הממצאים](#).

<sup>12</sup> חדירה מהירה של כלי רכב חשמליים, חדירה בינונית וחדירה איטית.

#### 7. בחינת סבירות הנחות ההנהלה ומתן גילוי בנוגע לביסוס ההנחות

באחד מהמקרים שטופלו על ידי סגל הרשות עלה כי מחיר המכירה של מוצרי החברה שהונח בהערכת השווי היה גבוה בעשרות אחוזים ממחירי המכירה של חברה אשר לשיטת החברה מהווה המתחרה העיקרית שלה ואשר מצויה בשלב מתקדם יותר בפיתוח מוצריה. מבדיקת הסגל עלה כי מעריך השווי התבסס על נתוני ההנהלה מבלי לוודא את מהימנות הנתונים שהוצגו בפניו.

לעמדת הסגל, על מעריך השווי המסתמך על הנחות לגבי ביצועי החברה בעתיד לבחון את סבירות ההנחות ולהביא בחשבון בין היתר גם נתונים זמינים של חברות מתחרות. במקרה האמור, נדרשה החברה לעדכן את הערכת השווי ולצרף גילוי טבלאי מפורט בגוף הערכת השווי, הנוקב בשם המתחרה ומסביר מהם המאפיינים העיקריים של מערכות החברה שלהערכת מעריך השווי מהווים יתרון המאפשר לגבות מחיר גבוה ביחס למערכות החברה המתחרה.

#### 8. טעויות מקזזות בהערכת שווי

במסגרת בדיקה שנערכה על ידי סגל הרשות בנוגע להערכת שווי של בית דיור מוגן נמצאו פערים משמעותיים בהערכות עבר בין התזרים השנתי הצפוי בהתאם להערכות השווי, לבין התזרים השנתי בפועל בשנים העוקבות (הפערים נמצאו ביחס לכל אחד מבתי הדיור המוגן שהוערכו). העמקת הבדיקה הובילה למסקנה כי החברה לא ביצעה חישוב מדויק ביחס לכמות הדיירים אשר צפויה לעזוב בכל שנה בהחלפה הראשונה, וכן לא העריכה במדויק מתי יתבצעו ההחלפות העתידיות וחלף זאת הניחה הנחות רוחביות עבור כלל הערכות השווי של הבתים. החברה לא חלקה על קיומן של בעיות אלו, אולם טענה שהמודל שנלקח על ידי מעריך השווי אינו מדויק וכולל טעויות מקזזות, ועל כן כל דיוק של המודל יגדיל את השווי מחד ויקטין את שווי מאידך, כך שבפועל לא תהיה השפעה מהותית על שווי הנכסים נשוא הערכת השווי. כך לדוגמה, החברה טענה כי שיעור ההיוון שהונח היה גבוה מלכתחילה בשל העובדה שהיה ידוע שהמודל אינו מדויק וכעת לאחר דיוק המודל ניתן להפחית את שיעור ההיוון. סגל הרשות לא קיבל את עמדת החברה לפיה ניתן לפצות על חוסר דיוק במידול התזרים החזוי באמצעות העלאת שיעור ההיוון.<sup>13</sup> עוד יצוין, כי כאשר משתמשי הדוחות הכספיים רואים שיעור היוון נמוך ללא יכולת ממשית לבחון את נאותות התזרים, הם עלולים לסבור שמא החברה שמרנית ושהנכסים מוערכים בחסר.

\*\*\*

<sup>13</sup> בהקשר זה ראו גם את התייחסות סגל הרשות לטעויות מקזזות, כפי שפורסמה בעדכון החלטה מספר 4-99 בעניין קוים מנחים לבחינת מהותיות של טעות בדוחות כספיים ועמדה משפטית מספר 24-105 בדבר אופן פרסום דוחות כספיים מתוקנים – לעמדת הסגל לחץ כאן