



## רשות ניירות ערך

### מחלקת ביקורת והערכה

#### דוח ממצאים בנושא ביקורות שמאויות מקרקעין של שני נכסי נדל"ן מניב הממוקמים בארה"ב

יוני 2020

מחלקת ביקורת והערכה בשיתוף עם מחלקת תאגידיים ("סגל הרשות") סיימה לפני מספר חודשים בחינה בנוגע לסבירות ההנחות העיקריות שנלקחו בחשבון במסגרת שתי שמאויות מקרקעין של נכסי נדל"ן מניב הממוקמים בעיר ניו-יורק, שבמדינת ניו-יורק ארה"ב (כל אחת בנפרד "הערכת השווי" וביחד "הערכות השווי"), אשר שימשו לקביעת הערך של אותם נכסים בדוחות הכספיים של התאגידיים ליום 31.12.2018 ("המועד הקובע"). נכסים אלו הוגדרו כנכסים מהותיים מאוד עבור התאגידיים המדווחים המחזיקים בהם, והערכות השווי שלהם צורפו לדיוחי התאגידיים.

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.

#### השלכות הביקורת ואופן תיקון ממצאי הביקורת

ממצאי הביקורת כפי שיפורטו בהמשך הצביעו על מספר ליקויים ברמות מהותיות שונות במדידת והצגת הנכסים בדוחות הכספיים של התאגידיים המדווחים. הליקויים כאמור הובאו לידיעת התאגידיים לצורך שיפור וטיוב הדיווח הכספי בעתיד. חלק ממצאי הביקורת תוקנו כהתאמה לא מהותית של מספרי השוואה במסגרת הדוחות הכספיים לתקופה השוטפת וחלקם הביאו להצגה מחדש של הדוחות הכספיים.

#### סוגיות שעלו במהלך הביקורת

##### 1. ביסוס ההנחות בנוגע לדמי השכירות הראויים בשטחים הפנויים בנכס

אחד מהנכסים שנבחנו במסגרת הביקורת כלל שני חלקים: מסחרי ומשרדים. השווי של החלק המסחרי בנכס היווה כמחצית משווי הנכס בכללותו. מסקירת ביצועי הנכס בעבר עלה כי בשנים האחרונות שיעור התפוסה בחלק המסחרי בנכס עמד על כ-30% בלבד.

הערכת השווי של הנכס בוצעה בשיטת DCF וכחלק מהערכת השווי נדרשה החברה להעריך את תזרימי המזומנים אשר יתקבלו בעתיד כתוצאה מהשכרת השטחים הפנויים בחלק המסחרי של הנכס.

מבדיקתנו עלה כי החברה הניחה שדמי השכירות הראויים עבור השטחים הפנויים בנכס יהיו גבוהים בכ-10% עד 15% מדמי השכירות הממוצעים, וזאת בניגוד למגמת הירידה המתמשכת

בדמי השכירות שנצפתה בתת השוק הרלוונטי לנכס נושא הביקורת<sup>1</sup>, ואף באופן שאינו עולה בקנה אחד עם דמי השכירות הנגבים משוכרים אחרים בנכס.

לטענת החברה, בשנה שקדמה לביקורת בוצע שיפוץ משמעותי בחזית הנכס, דבר שלשיתתה היה אמור להביא להגדלת הביקוש לשטחים בנכס. כתוצאה מכך הניחה החברה שיהיה ביכולתה להשכיר את השטחים הפנויים בדמי שכירות העולים על דמי השכירות הממוצעים באזור.

בהקשר זה חשוב לציין ולהדגיש כי על אף שבשנה שקדמה לביקורת בוצע שיפוץ של חזית הנכס, לא ברור היה כיצד העריכה וביססה החברה כי שטחי המסחר בנכס הינם עדיפים על שטחי המסחר באזור וזאת מקום בו במשך כ-3 שנים לא עלה בידי החברה למצוא שוכר אשר ישלם את דמי השכירות הראויים לשיטתה, אשר הונחו במסגרת הערכות השווי שפורסמו על ידי החברה בשנים אלו. מעבר לכך על חברה לבסס את הערכותיה, וביתר שאת מקום בו קיימת הנחה כי נתונים מהותיים בעתיד ישתנו מהותית מהנתונים בפועל.

יתרה מכך, במהלך הביקורת עלה כי בשנה שקדמה לביקורת נערכו מספר שיחות לא פורמאליות עם ברוקרים אשר לא הבשילו לכדי משא ומתן מתקדם בין הצדדים, דבר אשר העלה ספק בנוגע ליתרונותיו של הנכס על פני נכסים אחרים באזור ובנוגע ליכולתה לגבות דמי שכירות העולים על דמי השכירות הממוצעים באזור.

סגל הרשות סבור כי בנסיבות העניין, הירידה המתמשכת בדמי השכירות הממוצעים באזור, לצד העובדה שלא עלה בידי החברה להשכיר את השטחים הפנויים משך 3 שנים, עשויים היו להצביע כי קיים קושי מצד החברה להשכיר את שטחי המסחר הפנויים במחיר המבוקש, ולכן על החברה היה להניח כי תשכיר את השטחים בדמי שכירות נמוכים מדמי השכירות שהונחו בשומה למועד הקובע, באופן שבו ישקפו הלכה למעשה את מצבו של הנכס ואת דמי השכירות הממוצעים באזור.

## **2. חתימה על הסכם הבנות לא מחייב בנוגע לשטחים הפנויים בנכס**

מהמידע שהועבר לעיוננו במסגרת הביקורת עולה כי לאחר תאריך המאזן וטרם פרסום הדוחות הכספיים השנתיים, הועברה לחברה הצעה בכתב לשכירת שטח מסחרי בנכס. עוד עולה כי החברה לא פסלה על הסף את ההצעה להשכרת השטח המסחרי, על אף שזו נקבה בדמי שכירות נמוכים משמעותית מדמי השכירות שהונחו במסגרת הערכת השווי.

לקראת תום הרבעון הראשון לשנת 2019, הועבר לעיונה של החברה מזכר הבנות לא מחייב להשכרת השטח המסחרי בנכס אשר נחתם על ידי השוכר ונקב גם הוא בדמי שכירות נמוכים משמעותית מדמי השכירות שהונחו במסגרת הערכת השווי עבור השטחים הפנויים בנכס. מזכר הבנות כאמור שהועבר לחברה העיד על כוונתה להמשיך במשא ומתן מול השוכר והיווה אינדיקציה משמעותית לתנאי השוק באותו המועד.

**בפועל, הסכם השכירות הסופי, אשר נחתם לאחר פרסום הדוחות הכספיים לרבעון הראשון לשנת 2019, קבע שדמי השכירות יעמדו על דמי השכירות שהוצגו במסגרת ההצעה שהועברה לחברה טרם פרסום הדוחות הכספיים השנתיים.**

<sup>1</sup> סקרים תקופתיים אשר בוצעו על ידי חברות הברוקרים המובילות בארה"ב.

דמי השכירות החוזיים שנקבעו בהסכם השכירות שנחתם עלו בקנה אחד עם מגמת הירידה המתמשכת בדמי השכירות באזור וגילמו ירידה של למעלה מ-50% בדמי השכירות הראויים עבור השטחים הפנויים בנכס.

**בניגוד לאמור, הניחה החברה כי דמי השכירות הראויים לשטחים הפנויים בנכס נושא השומה יהיו גבוהים משמעותית מדמי השכירות החוזיים שנקבעו במסגרת הסכם השכירות ומדמי השכירות הממוצעים באזור.**

באופן כללי, לעמדת הסגל מידת ההסתמכות של התאגיד על מזכר הבנות צריכה להיקבע בשים לב לנסיבות הספציפיות ולאחר הפעלת שיקול דעת. בנסיבות העניין, מאחר שחלקים ניכרים מהנכס לא הושכרו במשך מספר שנים ובהיעדר אינדיקציה לשינוי מגמה בתנאי השכירות בתת השוק הרלוונטי, אשר יכולה לתמוך בדמי השכירות הראויים שהונחו עבור השטחים הפנויים בנכס, נראה כי מזכר ההבנות והסכם השכירות העידו על דמי השכירות הראויים בשטח המסחרי בנכס ששררו בתת השוק הרלוונטי נכון למועד חתימתו. בהקשר זה חשוב לציין כי הסכם השכירות אף הציף בפני החברה את העובדה כי דמי השכירות הראויים שהונחו עבור השטחים הפנויים בכללותם אינם עולים בקנה אחד עם מחירי השכירות בתת השוק הרלוונטי.<sup>2</sup> יתרה מכך, עצם העובדה שהחברה אישרה את מזכר ההבנות, הגם אם אינו מחייב, הנוקב בסכום נמוך משמעותית משכר הדירה הראוי שהונח עבור שטחים אלו במסגרת הערכת השווי, מעידה על כך שהחברה קיבלה את העובדה שלא תוכל לקבל את דמי השכירות הראויים שהונחו בהערכת השווי למועד הקובע ושדמי השכירות הראויים אשר עמדו בבסיס הערכת השווי אינם עולים בקנה אחד עם דמי השכירות הנהוגים בתת השוק הרלוונטי נכון למועד החתימה על מזכר ההבנות.

**לעמדת סגל הרשות, בשים לב לכך שלכל הפחות טרם סיום הרבעון הראשון לשנת 2019, היו בידי החברה אינדיקציות לכך שקיים פער משמעותי בין דמי השכירות שהונחו בהערכת השווי לבין דמי השכירות שניתן לקבל עבור השכר השטחים המסחריים בנכס, ובשים לב להסכם השכירות שנחתם בסמוך למועד פרסום הדוחות הכספיים לרבעון הראשון לשנת 2019, הרי שעל החברה היה לבחון מחדש את ההנחות העומדות בסיס הערכת השווי לכל המאוחר במסגרת הדוחות הכספיים לרבעון הראשון לשנת 2019.**

### 3. ביסוס שיעור היוון

מסקירת הערכת השווי למועד הקובע עלה כי החברה היוונה את ההכנסה המייצגת בשנה הטרמינאלית לפי שיעור היוון של 2.6% (Cap Rate). כמו כן, שיעור התשואה המגולמת בפועל שנצפה בנכס נושא הערכת השווי עמד על 2.2%, וזאת מקום בו שיעור התפוסה בנכס היה גבוה ועמד על 94%.

---

<sup>2</sup> במהלך הביקורת ובעקבות החתימה על הסכם השכירות בוצעה הערכת שווי מלאה חדשה על ידי מעריך שווי חיצוני, אשר צורפה לדוחות הכספיים לרבעון השני של שנת 2019 ובמסגרתה הופחת שווי של הנכס וזאת מקום בו כבר ברבעון הראשון נוהל משא ומתן בנוגע להשכרת הנכס.

יתרה מכך, עסקאות ההשוואה אשר הוצגו במסגרת הערכת השווי גילמו תשואות גבוהות משמעותית מאשר שיעור התשואה שהונח בהערכת השווי ועל כן לא היה בהן בכדי לבסס את שיעור ההיוון שבו נעשה שימוש בהערכת השווי.

בשל האמור נראה היה ששיעור ההיוון שעמד בבסיס הערכת השווי היה נמוך ביחס למצופה וזאת בין היתר לאור העובדה שעסקאות ההשוואה בנכסים דומים באזור הציגו שיעורי תשואה גבוהים יותר ולאור כך שמרבית יחידות הדיור בנכס הושכרו במחירי שוק<sup>5</sup>, כך שתזרים המזומנים שהופק מהנכס מייצג את מלוא הפוטנציאל לגביית דמי שכירות וזאת להבדיל מיחידות דיור בשכר דירה מפוקח המושכרות בדמי שכירות נמוכים ביחס לדמי השכירות הממוצעים בשוק ובכך מגלמות פוטנציאל להעלאת דמי השכירות עם התחלפות הדיירים ביחידות האמורות<sup>3</sup>.

לשיטת החברה הנכס הינו בעל מאפיינים ייחודיים התומכים בשיעור תשואה של 2.6% ובהם:

- הנכס שופץ לפני מספר שנים;
- רמת גימור יוקרתית של הנכס;
- פוטנציאל לגידול בשכר הדירה;

- פוטנציאל להמרת יחידות הדיור להשכרה לדירות למכירה (קונדו).

עוד צוין על ידי מעריך השווי כי ממוצע שיעורי התשואה הישירים של נכסי ההשוואה עומד על 3.02% ושרוב נכסי ההשוואה הינם נכסים בשכירות מפוקחת, אשר בדרך כלל, נהנים משיעור

**תשואה נמוך המשקף שווי גבוה יותר ביחס לנכסים בשכירות חופשית<sup>4</sup>.**

בהקשר זה יצוין כי סגל הרשות סבר כי לאור העובדה שהנכס נושא הערכת השווי כלל יחידת דיור אחת בלבד תחת שכירות מפוקחת, הרי שבהיעדר ביסוס נוסף, ניתן היה לצפות ששיעור ההיוון בנכס יהיה גבוה משיעור התשואה הנדרש על נכסים בשכירות מפוקחת וזאת לאור הפוטנציאל להעלאת שכר הדירה בעתיד הקיים בנכסים בשכירות מפוקחת.

בניגוד לאמירת מעריך השווי (שצוינה כאמור במסגרת הערכת השווי של הנכס), טענה החברה שחוק ההגנה על שוכרים, Tenant Protection Act ("TPA"), שעבר בחודש יוני 2019, הביא לעלייה בביקושי המשקיעים להשקעה בנכסים אשר אינם כוללים יחידות בשכר דירה מפוקח וכפועל יוצא שיעור ה-Cap Rate בנכסים שאינם כולל שכר דירה בשכירות מפוקחת ירד.

עוד נטען על ידי החברה כי על אף שהחוק עבר בחודש יוני 2019, כבר בחודש נובמבר 2018, הייתה ציפייה לשינוי מהותי ברגולציה החלה על שכר דירה מפוקח. יודגש כי במסגרת הערכת השווי לא ניתן הסבר או ביסוס לציפיות החברה לשינוי החקיקה כאמור והשלכותיו על שווי הנכס ושיעור ההיוון.

**לאור האמור ובהיעדר ביסוס אחר לשיעור ההיוון, החברה לא הרימה את הנטל להצדקת שימוש בשיעור ההיוון שנבחר במסגרת הערכת השווי.**

<sup>3</sup> לרוב הפוטנציאל להעלאת דמי השכירות מקבל ביטוי בשיעור ההיוון.

<sup>4</sup> הנכס נושא הערכת השווי כלל יחידה אחת בלבד בשכר דירה מפוקח.

עוד יצוין כי עסקאות השוואה ככל הנראה כללו גם הן ציפייה לגידול בשכר הדירה אם כתוצאה מתחלופת דיירים הנמצאים בשכירות מפקחת ואם לאור פוטנציאל לגידול בשכר הדירה ולכן שיעור התשואה הנגזר מעסקאות אלו שיקף על פניו את הצפי לעליית מחירי השכירות וספק אם נדרש היה לבצע התאמות לשיעורי ההיוון. בהמשך לביקורת, עדכנה החברה את שיעור ההיוון שהונח בהערכת השווי למועד הקובע.

#### 4. הסכם חכירה

על פי ההסכם, החברה חכרה את הקרקע עליה בנוי הנכס נושא השומה ל-99 שנים ונכון למועד הקובע נותרו עוד כ-50 שנים לסיום תקופת החכירה. עוד נקבע בהסכם החכירה, כי דמי החכירה ייקבעו מחדש בהסכמה בין הצדדים מידי מספר שנים, וככל שהצדדים לא יגיעו להסכמה, דמי החכירה יעמדו על שיעור קבוע מערך הקרקע (בהנחת קרקע פנויה)<sup>5</sup>. בהתאם ל-IFRS 16 דמי חכירה התלויים בבסיסם בערך הנכס בעתיד הינם דמי חכירה תלויים במשתנה עתידי לא ידוע, ולפיכך, אין לכלול אותם בהתחייבות החכירה. על אף האמור, מדידת התחייבות החכירה התבססה על מלוא משך תקופת החכירה ועל הערך הנוכחי של תשלומי חכירה לפי אומדן שמאי, באשר לשווי ההוגן המוערך העתידי של הקרקע במועד עדכון דמי החכירה. כפועל יוצא מממצא הביקורת החברה עדכנה את תקופת החכירה בהתאם להוראות IFRS16. עוד יצוין כי עדכון תקופת החכירה לצד שינויים נוספים בהנחות אשר עמדו בסיס הערכת השווי הביאו לשינוי משמעותי בשווי הנכס (ברוטו ונטו), אשר כתוצאה מהם הפך הנכס ממהותי מאוד למהותי ולתיקון לא מהותי של מספרי השוואה בדוחות הכספיים.

\* \* \*

---

<sup>5</sup> בהסכם החכירה נקבעו דמי חכירה מינימליים שהינם זניחים ביחס לשווי הנכס והקרקע.