

ממצאים בקשר עם הערכות שווי נדל"ן והערכות שווי פעילות: ליקויים וכשלים שנמצאו במסגרת בדיקת סגל רשות ניירות ערך אפריל 2025

רקע

כמידי תקופה סגל הרשות מפרסם דוח ריכוז ממצאים שמטרתו לשקף ממצאים עיקריים שעלו בבדיקות הערכות שווי ושמאויות (להלן: "הערכות השווי" או "השומה") שביצע סגל הרשות בשנה האחרונה, 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:

1. גישת החילוץ לשווי קרקע

1.1. שימוש בנתוני רשות המיסים לצורך קביעת שווי למ"ר בנוי של דירת מגורים

לצורך הערכת שווי של נכס בייעוד מגורים נהוג לסקור ולנתח עסקאות מכר של דירות מגורים המפורסמות באופן שוטף על ידי רשות המיסים¹. ניתוח העסקאות למכירת דירות כאמור מאפשר לקבוע שווי ממוצע למ"ר לדירת מגורים באזור מסוים ובהתאם לכך לקבוע את שווי הנכס הנישום, בהתאמות הנדרשות למאפייני הנכס (טיפוס דירה, תמהיל, קומה שטח וכו').

במקרה שנדון על ידי הסגל כללה הערכת שווי רשימת עסקאות שדווחה לרשות המיסים, אשר על בסיסה קבעה החברה שווי ממוצע למ"ר וזאת מבלי לנתח את נתוני העסקאות המדווחות (להלן: "העסקאות") ומבלי לבחון ולבצע התאמות לתמורה המדווחת².

¹ נתוני העסקאות המפורסמות באתר מידע נדל"ן של רשות המיסים כוללות בין היתר את מחיר הדירה המוצהר, מספר החדרים, שטח הדירה ואת מיקומה בבניין (קומה).

² לעיתים נדרש לבצע התאמות לשטח הדירה (שטח "ברוטו"/"פלדלת") ולמאפייני העסקאות (לדוגמה כשמדובר בדירה בשטח שונה מהותית משטח הדירה הממוצע בנכס הנישום או כשמדובר בדירות ייחודיות כגון דירת גג או גן).

כך למשל, מבלי לבסס זאת על ניתוח עסקאות בפועל, הניחה החברה כי נתוני המחירים אינם כוללים מע"מ³ וכן כי שטח הדירות המדווח הינו שטח "ברוטו" הכולל העמסה של שטחי שירות קומתיים (ולא שטח "פלדלת"). בהמשך לאמור, על מנת לחשב את שווי הדירות שייבנו בנכס הנישום השתמשה החברה בשווי ממוצע למ"ר המבוסס על עסקאות ההשוואה אשר הוכפל בשטח "ברוטו" של הדירות בנכס הנישום. כמו כן, לא הפחיתה החברה מע"מ מהמחיר הנגזר מעסקאות השוואה.

לעמדת סגל הרשות, היה על החברה לנתח את נתוני עסקאות ההשוואה ולבסס אם הם כוללים מע"מ והאם שטח הדירה הוא אכן שטח ברוטו. החברה קיבלה את הערות סגל הרשות ועדכנה בהתאם את תחשיב השומה – החברה הפחיתה את השפעת המע"מ מהשווי למ"ר וכן הכפילה את השווי למ"ר אשר נגזר מעסקאות ההשוואה בשטח פלדלת (חלף שימוש בשטח ברוטו).

1.2. שימוש בהנחות אופטימיות לשינוי ייעוד של קרקעות

במסגרת הערכת שווי של קרקע בייעוד חקלאי, הניחה החברה כי בתוך פרק זמן של שלוש שנים ממועד השומה, ישונה ייעוד הקרקע באופן אשר יאפשר בנייה רוויה למגורים וכן שיאפשר תוכניות מפורטות המאפשרות הוצאת היתרי בנייה. החברה התבססה על מכתב מאדריכל שצורף כנספח לשמאות אשר קבע שהתוכניות המפורטות יאושרו תוך פרק זמן של שנתיים וחצי אך רק במקום בו לא יתעוררו נסיבות בלתי צפויות. לאור כך היוונה החברה למועד השומה את שווי הקרקע לאחר שינוי יעוד, בהנחה שיחלפו 3 שנים עד אישור התוכניות, לפי שיעור היוון של 6%.

בנוסף, הניחה החברה בהתבסס על פרוגרמה תכנונית שהוכנה עבורה, שתאושר בניה של למעלה מ-2,000 יחידות דיור על חטיבת הקרקע שברשותה.

לעמדת סגל הרשות, הנחות החברה היו אופטימיות ולא סבירות בפרט כאשר עיכובים בוועדות התכנון במסגרת הפשרת קרקעות לבניה אינם אירוע חריג. יתר על כן, אין וודאות לעניין היקף זכויות הבניה וצפיפות יחידות הדיור שתאושר לבסוף לבניה ועל כן לעמדת סגל הרשות שימוש בשיעור היוון של 6% במקרה הנדון אינו משקף במידה מספקת את הסיכון וחוסר הוודאות הכרוכים בתקופת ההמתנה לשינוי הייעוד (בהתחשב בריבית חסרת הסיכון החלה בשוק כיום) ופרט בנוגע לכמות יחידות הדיור שיאושרו לבניה. בהמשך להערות סגל הרשות, עדכנה החברה את שיעור ההיוון כלפי מעלה.

³ יובהר כי החברה שערכה את השמאות חייבת במע"מ ולפיכך נדרשת להציג את שווי הנכס בדוחות הכספיים ללא רכיב המע"מ.

2. שווי זכויות נוספות בנכסי נדל"ן להשקעה

2.1. אישור תוכניות נקודתיות לתוספת זכויות

חברה הגישה בקשה לתוספת זכויות בנכס קיים, אשר נכון למועד הקובע טרם אושרו. מבדיקת סגל הרשות עלה כי החברה הניחה כי הזכויות יאושרו **ברמת וודאות של 100%** וזאת על אף שהתוכנית לא אושרה נכון למועד הקובע. לעמדת החברה, לאור הדיונים שהתקיימו בין החברה לבין רשויות התכנון הייתה וודאות גבוהה מאוד שהזכויות יאושרו. לעמדת סגל הרשות, על אף שמדובר ברמת וודאות גבוהה, על מנת לשקף את השווי הכלכלי נכון למועד הקובע נדרש היה להביא בחשבון את האפשרות שתוכניות החברה לא יאושרו במסגרת שווי הזכויות. כמו כן, החברה לא הביאה במסגרת תחשיב השווי את היטלי ההשבחה הצפויים כתוצאה מתוספת הזכויות שהניחה. בהקשר זה הסכימה החברה כי נדרש היה לשקלל במסגרת השווי את היטלי ההשבחה הצפויים כתוצאה מאישור תוספת הזכויות ועדכנה את השווי בהתאם.

3. הערכת שווי נכס דיור להשכרה ארוכת טווח

3.1. הנחת החברה ביחס לגירעון התפעולי הצפוי כתוצאה מהפעלת הנכס

בהערכת שווי של נכס בהקמה הניחה החברה גירעון תפעולי כתוצאה מניהול הנכס. מבדיקת סגל הרשות עלה כי הגירעון התפעולי (בש"ח) שהונח היה נמוך ביחס לגירעון התפעולי בנכסים מניבים אחרים של החברה וזאת על אף שהערכת השווי התייחסה לפרויקט שבו תוכננה כמות גדולה יותר של דירות (כ-60% יותר בכמות הדירות) שתיפרס על פני יותר בניינים מאשר ביתר נכסי החברה וכאלו המאופיינים בעלויות תחזוקה גבוהות יותר (מגדלי מגורים). ההבדלים בין הגירעון הצפוי בנכס נשוא הערכת השווי לבין גירעונות תפעוליים בנכסים מניבים המנוהלים על ידי החברה העלו סימן שאלה בנוגע לסבירות הנחת החברה ביחס לגירעון התפעולי הצפוי. בהמשך לשיחות שהתקיימו מול סגל הרשות בחנה החברה מחדש את עלויות הניהול הצפויות והגיעה למסקנה כי נדרש לעדכן את אומדן הגירעון התפעולי הצפוי באופן שתהיה הלימה בין כמות הדירות ועלויות התפעול בפרויקט המתוכנן לבין הגירעון התפעולי בנכסים המניבים האחרים.

3.2. הנחות החברה ביחס לעלויות בניה

חברה העריכה שווי של קרקע לדיור להשכרה ארוכת טווח בגישת החילוץ. כחלק מההנחות שעמדו בבסיס הערכת השווי נדרשה החברה להעריך את עלויות הבניה הצפויות וכן את עלויות המימון הנדרשות לצורך הקמת הפרויקט. מסקירה שנערכה על ידי סגל הרשות עלה כי חלק מההנחות החברה ביחס לעלויות הבניה היו נמוכות באופן שאינו עולה בקנה אחד עם עלויות בפרויקטי בניה אחרים שנסקרו על ידי סגל הרשות (הפער עמד על כ-25%).

מאחר ובמועד הבדיקה הפרויקט היה בשלבי תכנון מתקדמים (במועד הבדיקה התקבל היתר דיפון וחפירה), ביקש סגל הרשות מהחברה לבחון האם עלויות הבניה שהונחו בהערכת השווי תואמות לעלויות המוצגות בדוח "0" של הפרויקט וכן להסכמים עם הקבלנים בפרויקט. החברה מצאה בבדיקה שביצעה לבקשת הסגל כי ההסכמים ודוח ה-"0", הציגו עלויות בניה גבוהה יותר ועל כן החברה עדכנה את עלויות הבניה בהתאם.

סגל הרשות מבקש להדגיש כי לצורך בחינת סבירות עלויות הבנייה למ"ר, יש להסתמך על נתונים מבוססים – כגון חוזים והסכמים עם קבלנים וספקים. ככל שמדובר בשלבים מוקדמים של הפרויקט יש לבחון את סבירות הנתונים ביחס לפרויקטים אחרים המנוהלים במקביל על ידי החברה או בהתאם לנתוני השוואה רלוונטיים הקיימים בידי היועצים המקצועיים. על ידי כך, ניתן להבטיח שהתחשיב ישקף באופן נאות את אומדני החברה המהווים בסיס להערכת השווי.

3.3. הנחות החברה ביחס לעלויות מימון

בסקירת הערכת השווי שצוינה בסעי' 3.2 מצא סגל הרשות עוד כי החברה הניחה עלויות מימון נמוכות יחסית לאופי הפרויקט⁴ אשר הביא לגידול בשווי הנכס שהוערך בהתאם לגישת החילוץ. על כן לצורך ביסוס הנחתה התבקשה החברה להציג בפני סגל הרשות את תחשיב עלויות המימון. מתשובות החברה עלה כי היא הניחה ששיעור ההון העצמי הנדרש לביצוע הפרויקט הינו 45% (כך שהמימון הזר לפרויקט שנגזר מכך היה בשיעור נמוך יחסית של 55% בלבד בעוד שנתונים נצפים הראו ששיעור המינוף המקובל בפרויקטים דומים עומד על 70%-80%). מבדיקת הסגל עלה כי השקעת הון עצמי בשיעור האמור אינה נתמכת בנתונים נצפים ולא ניתן להראות שחברות ביצעו פרויקטים בהשקעת הון עצמי בשיעור האמור ולפיכך היה על החברה להניח מימון זר גבוה יותר. יתרה מכך, במקרה הנדון השתמשה החברה בהערכת השווי בהנחת רווח יזמי כמקובל בענף. לעמדת סגל הרשות, מאחר ולא ניתן להראות שחברות ביצעו פרויקטים במתווה של השקעה הונית של 45%, הרי שגם אילו ביקשה החברה להניח השקעה הונית כאמור, היה עליה להניח עליה משמעותית במרווח היזמי באופן שיפצה אותה על ריתוק הון עצמי בשיעור גבוה לפרויקט. לאחר בחינת הנתונים עדכנה החברה את עלויות המימון בהתאם להערות הסגל.

4. הערכת שווי בית מלון (גישת DCF)

4.1. שיפור בהכנסות

חברה העריכה בשיטת DCF שווי של מלון בבעלותה. המלון הציג לאורך שנים קודמות ביצועים נמוכים ביחס למלוות השוואה (שיעורי תפוסה, EBITDA ו-ADR). בהערכת השווי הניחה החברה שיפוך משמעותי בנכס ומיתוג מחדש אשר יביאו לשיפור משמעותי בביצועיו תוך פרק זמן קצר של כשנה. במקרה זה עמדת סגל הרשות הייתה שמאחר ולאחר השיפוך נדרש היה למתג את המלון מחדש ולהשקיע בשיווקו, הנחת החברה כי סמוך לאחר השיפוך ישתפרו ביצועי הנכס הינה אופטימית באופן שאינו סביר ולא ניתן לתמוך בה באמצעות נתוני עבר המראים כי שיפוך משמעותי ומיתוג מחדש מביא בתוך פרק זמן קצר לשיפור משמעותי בביצועים. על כן, לעמדת סגל הרשות נכון היה לפרוס את השיפור בביצועי הנכס על פני תקופה סבירה בהתאם לסוג הנכס והתחרות באזור. החברה קיבלה את עמדת סגל הרשות ועדכנה את מודל ה-DCF בהתאם.

⁴ בהקשר זה חשוב לציין כי קיים הבדל מהותי בין בניה יזמית למגורים לבין פרויקט בניה של דיור להשכרה ארוכת טווח מאחר ובעוד שבפרויקט יזמי הקבלן מוכר חלק מהדירות בשלב טרום הבניה, את יתר הדירות במהלכה ומקבל מקדמות/תשלומי רוכשים לאורך תקופת ההקמה, הרי שבדיור להשכרה ארוכת טווח, הקבלן אינו רשאי למכור את הדירות המיועדות להשכרה ולפיכך צרכי המימון גבוהים יחסית.

בהערכת שווי אחרת הניחה חברה ששיעור ה-Capture Rate (מספר החדרים שישלמו עמלת Resort Fee⁵) יעמוד על מעל ל-70%, בעוד שבפועל בשלוש השנים שקדמו לבדיקה שיעור ה-Capture Rate נע בטווח של 20% - 30%. למיטב ידיעת הסגל resort fees נגבים בד"כ בהזמנות המבוצעות ע"י סוכני מכירות וביחס לחדרים ברמת מחיר נמוכה יחסית, כאשר בחדרים ברמת מחיר יותר גבוהה השירותים כלולים במחיר החדר. לעמדת סגל הרשות, בשים לב לרמת המלון (מלון יוקרה), לביצועים ההיסטוריים בנכס, וכן לאור העובדה שהחברה משווקת את המלון בין היתר באמצעות סוכנים הפונים ללקוחות המשלמים תעריף יקר עבור השהייה במלון, לא ניתן היה לתמוך בהנחת החברה להעלאת שיעור ה-Capture Rate.

4.2. הנחת התייעלות בהוצאות

בהערכת השווי של המלון שנוכר בסוף סעיף 4.1, מצא הסגל כי החברה הניחה חישובן בעלויות באופן שאינו עולה בקנה אחד עם המאפיינים הספציפיים של המלון נשוא הערכת השווי וזאת בהתבסס על בחינת ההוצאות המקובלות במלונות דומים. להלן מספר דוגמאות לעלויות כאמור:

חישובן בעלויות תפעול חדרים – החברה הניחה קיטון משמעותי בעלויות התפעול של החדרים. אחד מהרכיבים המשמעותיים בעלויות תפעול החדרים הינו עלות כוח האדם ומאחר ועובדי המלון נשוא הערכת השווי היו מאוגדים וכן מאחר ומדובר במלון המסווג כמלון יוקרה לא ניתן היה לבסס את הנחת החברה לחישובן משמעותי בעלויות תפעול החדרים מבלי לפגוע ברמת השירות ובדירוג המלון כמלון יוקרתי. כמו כן, במלונות ההשוואה שהציגו עלויות תפעול נמוכות יותר העובדים היו בלתי מאוגדים.

חישובן בעלויות שיווק – החברה הניחה התייעלות בשיעור העולה על 20% ביחס לעלויות בפועל. בהקשר זה ראוי לציין כי על פי רוב, קיים קשר ישיר בין עלויות השיווק לשיעורי התפוסה. בהערכת השווי לא הוסבר כיצד בכוונת החברה לחסוך בעלויות השיווק מבלי לפגוע בשיעורי התפוסה. יתר על כן, מניתוח מלונות ההשוואה שהוצגו בהערכת השווי עלה כי רק אחד ממלונות ההשוואה הציג עלויות שיווק נמוכות מאלו שהונחו על ידי החברה (ביחס לחדר פנוי ותפוס – POR ו-PAR).

⁵ מדובר בתשלום נוסף שבית המלון גובה עבור כל לילה (מעבר לעלות החדר). הייעוד של התשלום הינו שימוש במתקני המלון כגון: בריכה, חדר כושר, שירותי Wi-Fi וכו' ואין באפשרות הלקוח שלא לשלם את התשלום (בחלק מהמלונות התשלום נקרא גם Amenity Fee).

5. הערכות שווי פרויקטים

5.1. שימוש בשיעור תשואה משוקלל WACC לצורך הערכת שווי של פרויקט

חברה העוסקת בייזום העריכה את שוויים ההוגן של פרויקטים בשלבי ביצוע בגישת DCF, תוך שימוש בשיעור התשואה המשוקלל המתאים (WACC). מבדיקת סגל הרשות עלה כי החברה כללה בחישוב תזרימי המזומנים את ההשקעות ההוניות של הבעלים בלבד (השקעות הון עצמי) וזאת מבלי להתייחס להשקעות ההון הזר (חוב) הנדרש לצורך הפרויקט. לעמדת סגל הרשות, בפני החברה עמדו שתי אפשרויות:

1. ככל שתזרימי המזומנים המהווים הינו תזרימי המזומנים לבעלי ההון, היה עליה להוון את תזרימי המזומנים בשיעור התשואה על ההון (K_e) ולא בשיעור התשואה המשוקלל (WACC).

2. ככל שתזרימי המזומנים הינו תזרימי מזומנים לבעלי ההון והחוב, היה על החברה להביא בחשבון במסגרת תזרימי המזומנים גם את השקעות ההון הזר שנדרשות לצורך מימון הפרויקטים ולהשתמש בשיעור ההיוון שבו עשתה שימוש (WACC).

החברה קיבלה את עמדת סגל הרשות כאמור.

5.2. התאמת שיעור התשואה על ההון (K_e) כתלות בסטטוס הפרויקט

חברה פרויקטלית העוסקת בייזום פרויקטים תשתיתיים העריכה את שוויים ההוגן של הפרויקטים הנמצאים בשלבי פיתוח שונים. החברה החזיקה בפרויקטים בשלבי ייזום התחלתיים, בשלבי הקמה מתקדמים ובשלבי הפעלה, כאשר מרבית מהפרויקטים היו בשלבי ייזום ראשוניים. לצורך הערכת שוויים ההוגן של הפרויקטים, היוונה החברה את תזרימי המזומנים הצפויים בהתאם לשיעור התשואה הנדרש על ההון (K_e) אשר התבסס על נתוני שוק וחברות השוואה הפועלות באותו סקטור שבו פועלת החברה. בנוסף, החברה הניחה כי בשלב ההפעלה תחתום על חוזים עם לקוחות המקבעים את הכנסותיה (כמקובל בענף), ולפיכך הפחיתה את שיעור ההיוון על ההון בתקופת ההפעלה בשיעור של 1%. מבדיקת סגל הרשות עלה כי חברות ההשוואה ששימשו לצורך קביעת שיעור התשואה הנדרש על ההון היו גדולות משמעותית מהחברה, וכי לאותן חברות היו פרויקטים פעילים בהיקפים משמעותיים. לפיכך התעוררה שאלה מדוע נדרש להפחית את שיעור התשואה על ההון בתקופת ההפעלה, שכן שיעור התשואה שנגזר מחברות ההשוואה כבר משקלל את התשואה משוקללת המתקבלת מכלל הפרויקטים, ובין היתר גם מפרויקטים פעילים שהכנסתם מקובעת בחוזים. לעמדת הסגל, מאחר והחברה לא ניתחה את סטטוס הפרויקטים בחברות ההשוואה ולא בחנה האם שיעור התשואה הנגזר מחברות ההשוואה מגלם תשואה נדרשת המתחשבת בתמהיל פרויקטים שונים מבחינת שלבי הביצוע לאלו המוחזקים על ידי החברה, הרי שאין מקום שהחברה תפחית באופן שרירותי את שיעור התשואה הנדרש על ההון בתקופת ההפעלה.

6. הערכות שווי של פעילויות עסקיות

6.1. הערכת שווי פעילות אשראי חוץ בנקאי

במסגרת דוח זימון אסיפה לאישור הצעה פרטית חריגה להכנסת פעילות של אשראי חוץ בנקאי של גוף מפקח לחברה, צרפה החברה לדוח הזימון הערכת שווי לפעילות. הפעילות כללה מתן ערבויות לשיקים, וכן תכנון להרחבת פעילות לתחום ניכיון שיקים. עוד יצוין שדירקטוריון החברה קבע שווי פעילות כתנאי סף מינימלי להשלמת העסקה. במסגרת בדיקת הערכת השווי, סגל הרשות העלה מספר קשיים בנוגע לאופן קביעת השווי, בין היתר:

1. **תחזית פיננסיות בתקופת התחזית** - נמצאו הנחות צמיחה אגרסיביות שלא היו מבוססות דיין; תזרים המזומנים החזוי לא נתמך בנתונים היסטוריים או בתכניות עסקיות מפורטות וכן לא הוצג ביסוס מספק להנחות הגידול בפעילות ובהכנסות.
2. **קביעת ביטא בחישוב שיעור ההיוון (WACC)** - בקביעת שיעור זה, הסתמכה החברה בין היתר על מדגם של חברות מדד בהתאם למאגר הנתונים של פרופ' דמודראן, כאשר מדגם החברות כלל בין היתר חברות ביטוח ומוסדות פיננסיים אחרים. לצורך קביעת ה-WACC חישבה החברה את הביטא הלא ממונפת של חברות המדגם. מאחר שפעילות החברה לא הייתה ממונפת כלל, השתמשה בממוצע הביטא הלא ממונפת כביטא המייצגת של החברה. בהקשר זה חשוב לציין כי החברה עסקה במתן **ערבויות** לפירעון המחאות ולפיכך בניגוד לפעילות מתן אשראי (כגון ניכיון שיקים) וכפועל יוצא לא נדרשה החברה לממן את פעילות מתן הערבויות, זאת בשונה מחברות אשראי מסורתיות. לעמדת הסגל, למרות שלפעילות החברה אין חוב פיננסי המוצג הדוחות הכספיים, הרי שלאור מאפייני פעילותה, התנודתיות בתשואה להון של הפעילות המוערכת (בעיקר כתוצאה מתנודות בשיעור כשלי חוב) תהא גבוהה או לכל הפחות דומה לתנודתיות בתשואה להון (הממונף) של חברות ההשוואה העוסקות בתחום האשראי. לפיכך לעמדת הסגל היה על החברה להשתמש בביטא הנגזרת מהביטא הממונפת של חברות ההשוואה.
3. **שיעור ההפרשה להפסדי אשראי חזויים נקבע על 1%, שיעור נמוך משמעותית מהמקובל בענף (2%)**. החברה טענה שתחום פעילותה אינו זהה לתחום האשראי החוץ בנקאי הקלאסי, מאחר ופעילותה מתמקדת בשלב זה במתן ערבויות לשיקים ולא בניכיון שיקים (מתן אשראי). לעמדת סגל הרשות, הנחת החברה לא נתמכה בנתוני עבר או אינדיקציות חיצוניות אשר יכולות לבסס את הנחת החברה כאמור.
4. **פירוט הנחות לגבי פעילות מתוכננת בעתיד (ניכיון שיקים)** – החברה לא כללה בהערכת השווי גילוי מהותי לגבי פעילות ניכיון השיקים המתוכננת. בהקשר זה החברה לא הציגה מידע מספק לגבי תנאי ההתקשרות עם מנכים שאמורים לתמוך בפעילות החברה ולבסס את שיעור הריבית הצפויה לה כתוצאה מפעילות ניכיון המשנה, וכן לא פירטה באופן מספק לגבי דרישות ההון העצמי והאחריות המשפטית החלה על החברה כתוצאה מפעילות הניכיון.

החברה קיבלה את ממצאי סגל הרשות ועדכנה את הנחות המודל של הערכת השווי וכן הרחיבה את הגילוי בנוגע לפעילות ניכיון השיקים המתוכננת וביחס למבנה העסקאות והסיכונים הכרוכים בהן.

6.2. הערכת שווי קרקע המושכרת לתקופה ארוכה בדמי שכירות הנמוכים מדמי השכירות

הראויים

חברה פרסמה דוח זימון אסיפה להכנסת פעילות של חברה תעשייתית כנגד הקצאת מניות. החברה התעשייתית החזיקה בשתי חברות בנות: חברת נכס (בעלת הקרקע) וחברה המפעילה את המפעל שבנוי על הקרקע. בין שתי החברות הבנות נחתם הסכם שכירות ארוך טווח (מעל 15 שנים). דמי השכירות על פי ההסכם היו נמוכים מהמקובל בשוק. החברה ערכה הערכות שווי נפרדות לנכס המקרקעין ולפעילות המפעל וקבעה את שווי החברה התעשייתית על בסיס חיבור שווי הנכס ושווי הפעילות. סגל הרשות איתר חוסר עקביות מהותי בהערכות אלו: בעוד ששמאות המקרקעין התבססה על עסקאות השוואה לקרקע פנויה ללא מגבלות (וללא הבאה בחשבון של הסכם השכירות שאינו בתנאי שוק), הערכת שווי המפעל הניחה תזרים שלילי בגובה דמי שכירות חוזיים הנמוכים משמעותית מדמי השכירות הראויים בשוק. החברה קיבלה את עמדת סגל הרשות ועדכנה את שווי הפעילות והקרקע בהתאם.

6.3. הערכת שווי פעילות בתחום הפיננסיים

במסגרת בחינת עסקת הכנסת פעילות וקביעת יחס החלפה, בדק סגל הרשות הערכת שווי של חברה העוסקת בתחום הפיננסיים ומצא כי בהערכת השווי הונחו הנחות אופטימיות ביותר ללא ביסוס מספק:

- **הונחה צמיחה חריגה של 50%-60% בהכנסות של אחד ממוצרי החברה בשנות התחזית הראשונות, ללא גידול מקביל בעלויות שיתמכו בצמיחה שכזו, וזאת בשוק רווי תחרות ובניגוד לביצועים ההיסטוריים של החברה שהראו שיעורי צמיחה שליליים במרבית משנות הפעילות האחרונות;**
 - **הונח גידול משמעותי בהכנסות מניהול השקעות, וזאת בניגוד מוחלט למגמת ירידה מתמשכת ועקבית בתחום זה בשנים האחרונות, וללא כל הסבר או ביסוס להיפוך מגמה זה;**
 - **על אף הנחת גידול משמעותי בפעילות, לא הונח גידול בהוצאות השירותים והעמלות**
 - **בדיקת הסגל העלתה כי הערכת השווי לא הביאה בחשבון עמלות הפצה שהינן הכרחיות לתמיכה בגידול בהיקף הפעילות;**
 - **הערכת השווי הניחה שהחברה לא תשלם מיסים בשנות התחזית עקב קיזוז הפסדים לצרכי מס, אולם מבדיקת הסגל עלה כי חלק ניכר מההפסדים נובעים מפעילות חברת ניהול התיקים (חברה אחות של חברת ניהול הקרנות), ולאחר בדיקה נוספת שנערכה על ידי החברה נמצא כי ניתן לקזז רק 30% מההפסדים שקוזזו במקור.**
- החברה קיבלה את ממצאי בדיקת סגל הרשות ועדכנה את הערכת השווי בהתאם.

6.4. מדידת שווי הוגן של שטר הון צמית הנושא ריבית

חברה העמידה לחברה כלולה מהותית שטר הון צמית הנושא ריבית צמודה לריבית הפריים, אשר נמדד בספרי החברה כנכס פיננסי בשווי הוגן דרך רווח והפסד (FVTPL). למרות שהחברה זיהתה שהחברה הכלולה נקלעה לקשיים פיננסיים משמעותיים, אשר כללו, בין היתר, הפרת אמות מידה פיננסיות של החברה הכלולה כלפי בנקים, לא עדכנה החברה את שיעור ההיוון באופן אשר יגלם את העלייה בסיכון האשראי אשר נקבע במקור בהתבסס על ריבית מצוטטת מהלוואות שקיבלה הכלולה מתאגיד בנקאי. כפועל יוצא מכך, לא הופחת שווי שטר ההון בדוחות הכספיים. החברה טענה מספר טענות להצדקת אי-עדכון שיעור ההיוון וגילום העלייה בסיכון:

- החברה הכלולה קיבלה ויתור (Waiver) מהגורמים המממנים ולכן לא נדרשה לפירעון מיידי של התחייבויותיה.
- מסגרות האשראי של החברה הכלולה לא עודכנו מהותית בשנים האחרונות למרות הפרת אמות המידה הפיננסיות, ולכן לדעת החברה לא חל שינוי משמעותי בסיכון האשראי של החברה הכלולה.
- מסגרות האשראי מגופים מממנים עלו משמעותית בהיקפם על סך החוב ולפיכך הניחה החברה כי במידת הצורך תוכל לעשות שימוש באשראי לצורך פירעון שטר ההון.

סגל הרשות מצא כי סך האשראי מגופים פיננסיים המיוחס להתחייבויות השוטפות של החברה הכלולה היה גבוה בכ-30% ממסגרת האשראי שלה. לפיכך, במקרה של דרישה לפירעון מיידי של ההלוואות, ספק אם שימוש במסגרות האשראי הקיימות היה עומד לרשות החברה הכלולה וגם אם ניתן היה לנצל את מסגרות האשראי הקיימות אם היה ביכולתה של החברה לפרוע את שטר ההון.

נוסף על כך בשל הבדלים מהותיים בין החברה לבין הגוף המממן הן מבחינת סדרי הנשייה והן בניתוח הסיכון הפיננסי, הרי שלא ניתן לומר שהסיכון לכשל חוב בראיית החברה זהה לסיכון שרואה לנגד עיניו הגוף המממן בחברה הכלולה.

לעמדת הסגל, הסתמכותה של החברה על החלטת הגוף המממן להעניק גרייס וקביעתה שעובדה זו מצדיקה את המסקנה שלא חל שינוי בסיכון האשראי אינה נאותה ונדרש היה לגלם את מידת אי-הוודאות בשיעור ההיוון. בעקבות הערות סגל הרשות עדכנה החברה את שיעור ההיוון כאמור.

7. גילוי

7.1. גילוי בנוגע לאופן החישוב של מ"ר מבונה

סגל הרשות נתקל במספר מקרים בהם שומה כללה קביעה של שווי למ"ר מבונה. בהקשר זה מבקש סגל הרשות להבהיר כי כחלק מפירוט ההנחות שעומדות בבסיס השומה נדרש מערך השווי לפרט את ההנחות המרכזיות שהונחו לצורך אמידת השווי למ"ר מבונה. כך לדוגמה, נדרש לכלול גילוי ביחס לעלויות הישירות, עקיפות וכו', המסביר כיצד חושב השווי. בנוסף, יש להתייחס לשיעור הריבית שהונח לצורך קביעת הוצאות המימון, ושיעור ההון העצמי שהונח שיושקע בפרויקט.

7.2. גילוי בנוגע להנחות חריגות

- הנחה לפיה ניתן לנצל יותר זכויות בניה מאלו שהוצגו במסגרת פרוגרמה
בהערכת השווי צוין כי בהתאם לפרוגרמה תכנונית ניתן לנצל רק חלק מזכויות הבניה מתוך המאושרות בתב"ע (כ-80%).
בניגוד לפרוגרמה אשר אמורה להציג את הניצול המיטבי של זכויות הבניה, הניחה החברה כי תנצל את מלוא זכויות הבניה הקיימות בנכס. במקרה זה סגל הרשות ביקש מהחברה להציג אישור מעת אדריכל הפרויקט כי אכן ניתן לנצל את מלוא זכויות הבניה וכי לא קיימת מגבלה לניצולן, כפי שצוין בפרוגרמה התכנונית.
- מעריך השווי ביקר בנכס כ-4 שנים לפני מועד השומה העדכנית
מעריך שווי העריך שווי של נכס נדל"ן מניב וציין בשומה כי ביקורו האחרון בנכס היה כ-4 שנים לפני מועד השומה העדכנית. בהקשר זה סגל הרשות ביקש לכלול גילוי ברור לעובדה זו במסגרת הגילוי אודות הנכס בתיאור עסקי התאגיד. בהקשר זה יצוין כי קיימת חשיבות לביקורו של מעריך השווי בנכס על מנת לוודא שלא חלה הרעה במצבו הפיזי של הנכס ולפיכך נדרש לתת גילוי כאמור גם בתיאור עסקי התאגיד ולא רק בהערכת השווי עצמה.

7.3. תזרים תוחלתי וקביעת הסתברויות ביחס לתזרים

במסגרת הערכת שווי נכללו תרחישים בתזרים המזומנים המגלמים את ההסתברות שחלק מהפרויקטים המקודמים על ידי החברה לא יבשילו ויצאו לפועל. מבדיקת הסגל עלה כי החברה לא סיפקה ביסוס או הסבר לאופן קביעת ההסתברויות לתרחישים השונים. יש לציין כי מאחר שמדובר היה בהנחה מהותית ביחס לשווי ההון של הפרויקטים היה נדרש להסביר את המתודולוגיה שלפיה נקבעו ההסתברויות ולהציג ניתוחי רגישות לאותן ההסתברויות שנקבעו.

7.4. גילוי ביחס להנחות בקביעת שווי הוגן של צבר פרויקטים

לצורך חישוב שווי הוגן של צבר פרויקטים, הציגה החברה רשימה של פרויקטים ואת השווי ההוגן המצרפי של כלל הפרויקטים. לעמדת סגל הרשות היה נדרש לפרט באופן תמציתי על הפרויקטים ולהציג את ההנחות המרכזיות שעליהן מבוססת הערכת השווי בקביעת שוויים ההוגן. כך לדוגמה נדרש היה להציג את היקף הפרויקט המתוכנן, סטטוס הפרויקט, מועד תחילת הקמה, משך הקמת הפרויקט, עלות הקמה, הכנסות צפויות ונתונים רלוונטיים נוספים.