

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

מחלקה מקצועית - יוני 2020

בחדש יוני 2020 פרסמה רשות ניירות ערך דוח ריכוז ממצאים בנושא ביקורות שמאוויות מקרקעין של שני נכסי נדל"ן מניב הממוקמים בארה"ב (להלן - "דוח הממצאים"). דוח הממצאים מהווה תוצר של מחלקת ביקורת והערכה בשיתוף עם מחלקת תאגידים (להלן - "סגל הרשות") והינו מבוסס על בחינה בנוגע לסבירות ההנחות העיקריות שנלקחו בחשבון במסגרת שתי שמאוויות מקרקעין של נכסי נדל"ן מניב הממוקמים בעיר ניו-יורק, שבמדינת ניו-יורק ארה"ב (להלן - "הערכות השווי"), אשר שימשו לקביעת ערך הנכסים בדוחות הכספיים של התאגידים המחזיקים בנכסים האמורים ליום 31 בדצמבר 2018 (להלן - "המועד הקובע"). נכסים אלו הוגדרו כנכסים מהותיים מאוד עבור התאגידים המדווחים המחזיקים בהם, והערכות השווי שלהם צורפו לדיווחי התאגידים.

ממצאי הביקורת כפי שיפורטו להלן, הצביעו על מספר ליקויים ברמות מהותיות שונות במדידת והצגת הנכסים בדוחות הכספיים של התאגידים המדווחים. הליקויים הובאו לידיעת התאגידים 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.

מטרת דוח הממצאים הינה לפרט את הסוגיות המרכזיות שעלו במסגרת הביקורת שבוצעה כאמור על ידי סגל הרשות וזאת על מנת לשקף בפני תאגידים מדווחים את עמדות סגל הרשות בעניינים אלה בכדי לתרום לשיפור התנהלותם של תאגידים ולטיוב הנתונים המדווחים על ידם בהתאם להוראות הדין.

להלן סקירה תמציתית של הסוגיות שעלו במהלך הביקורת:

1. ביסוס ההנחות בנוגע לדמי השכירות הראויים בשטחים הפנויים בנכס

אחד מהנכסים שנבחנו במסגרת הביקורת כלל שני חלקים: מסחרי ומשרדים, כאשר שווי החלק המסחרי היווה כמחצית משווי הנכס בכללותו אך מסקירת ביצועי עבר עלה כי בשנים האחרונות שיעור התפוסה בחלק זה עמד על כ- 30% בלבד.

הערכת השווי של הנכס בוצעה בשיטת DCF. מבדיקת הסגל עלה כי החברה הניחה שדמי השכירות הראויים עבור השטחים הפנויים בחלק המסחרי יהיו גבוהים בכ- 10% עד 15% מדמי השכירות הממוצעים, וזאת בניגוד למגמת הירידה המתמשכת בדמי השכירות שנצפתה בתת השוק הרלוונטי לנכס נשוא הביקורת (בהתבסס על סקרי חברות ברוקרים מובילות בארה"ב), ואף בניגוד לדמי השכירות הנגבים משוכרים אחרים בנכס.

לטענת החברה, בשנה שקדמה לביקורת בוצע שיפוץ משמעותי בחזית הנכס וכתוצאה מכך הניחה החברה שתחול עלייה בביקושים ויהיה ביכולתה להשכיר את השטחים הפנויים בדמי שכירות העולים על דמי השכירות הממוצעים באזור.

סגל הרשות סבר כי למרות השיפוץ כאמור, לא ברור היה כיצד החברה העריכה וביססה כי שטחי המסחר בנכס הינם עדיפים על שטחי המסחר באזור, שכן, 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. 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, דבר המטיל ספק בנוגע ליתרונותיו של הנכס על פני נכסים אחרים באזור ובנוגע ליכולת 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 במשך 3 שנים, עשויים להצביע על קושי להשכיר את שטחי המסחר הפנויים במחיר המבוקש, ולכן נדרש היה להניח כי השטחים יושכרו בדמי שכירות נמוכים מאלה שהונחו במסגרת הערכת השווי.

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

מהמידע שהועבר לעיון סגל הרשות עולה כי לאחר תאריך המאזן וטרם פרסום הדוחות הכספיים השנתיים, הועברה לחברה הצעה בכתב לשכירת שטח מסחרי בנכס. ההצעה האמורה לא נפסלה על הסף אף שנקבה בדמי שכירות נמוכים משמעותית מדמי השכירות שהונחו במסגרת הערכת השווי.

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

בפועל, הסכם השכירות הסופי, שנחתם 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. 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.

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

לעמדת הסגל, 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 בהערכת השווי עבור השטחים הפנויים בנכס, נראה כי מזכר ההבנות והסכם השכירות העידו על דמי השכירות הראויים ששררו בתת השוק הרלוונטי נכון למועד חתימתו.

יתרה מכך, עצם העובדה שהחברה אישרה את מזכר ההבנות, הגם שאינו 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 שהונחו בהערכת השווי למועד הקובע.

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 השכרת 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 הויון

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

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

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 הדיוור בנכס הושכרו במחירי שוק (כך שלא גילמו פוטנציאל עתידי להעלאה של דמי שכירות אשר עשוי היה לקבל ביטוי בשיעור הויון נמוך יותר אילו מחירי השכירות היו נמוכים ממחירי השוק), כך שתזרים המזומנים שהופק מהנכס מייצג את מלוא הפוטנציאל לגביית דמי שכירות וזאת להבדיל מיחידות דיוור בשכר דירה מפוקח המושכרות בדמי שכירות נמוכים ביחס לדמי השכירות הממוצעים בשוק באופן המגלם פוטנציאל להעלאה עתידית של דמי השכירות עם התחלפות הדיירים ביחידות הכפופות למחיר מפוקח.

לשיטת החברה, הנכס הינו בעל מאפיינים ייחודיים התומכים בשיעור תשואה של 2.6% ובהם העובדה שהנכס שופץ לפני מספר שנים, היותו מתאפיין ברמת גימור גבוהה, הפוטנציאל להעלאת שכר הדירה והפוטנציאל להמרת יחידות דיוור להשכרה לטובת מכירה (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 (בעוד שנכס החברה כלל יחידה אחת בלבד הכפופה לשכר דירה מפוקח). סגל הרשות סבר כי לאור העובדה שהנכס נשוא הערכת השווי כלל יחידת דיוור 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.

עוד טענה החברה כי חוק ההגנה על שוכרים (Tenant Protection Act) שעבר בחודש יוני 2019 הביא לעלייה בביקושי המשקיעים להשקעה בנכסים אשר אינם כוללים יחידות בשכר דירה מפוקח ובשל כך לירידה בשיעור ה-Cap Rate ואף טענה החברה שהציפיות לשינוי מהותי ברגולציה כאמור התקיימו עוד בנובמבר 2018 וגולמו במחירי השוק (אף שכאמור החוק עבר ביוני 2019). עם זאת, 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. עוד יצוין כי עסקאות ההשוואה ככל הנראה כללו גם הן ציפיה לגידול בשכר הדירה, אם כתוצאה מתחלופת דיירים הנמצאים בשכירות מפוקחת ואם לאור פוטנציאל לגידול בשכר הדירה ולכן נראה ששיעור התשואה הנגזר מעסקאות אלו שיקף 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

החברה חכרה קרקע עליה בנוי הנכס נשוא השומה ל-99 שנים ונכון למועד הקובע נותרו עוד כ-50 שנים לסיום תקופת החכירה. בהסכם החכירה נקבע, 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).

בהתאם להוראות תקן דיווח כספי בינלאומי 16, חכירות (IFRS 16), דמי חכירה התלויים בבסיסם בערך הנכס בעתיד הינם דמי חכירה תלויים במשתנה עתידי לא ידוע (קרי, תשלומי חכירה משתנים), ולפיכך, **אין לכלול אותם** בהתחייבות החכירה.

על אף האמור, מדידת התחייבות החכירה התבססה על **מלוא 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 IFRS 16 (דהיינו, כך שלא תיכללנה תקופות הכפופות לתשלומי חכירה משתנים). 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.

לקישור לדוח הממצאים כפי שפורסם על ידי סגל הרשות [לחצו/י כאן](#).

יובהר כי האמור לעיל מהווה סקירה תמציתית של דוח הממצאים ולפיכך אינו מהווה תחליף לקריאת נוסחו המלא ולבחינת מכלול השלכות הנגזרות מכוחו.

בברכה,

המחלקה המקצועית