

הערות כלכליות על פסיקת איל יצחקי ופסיקת וועדת ערר – באר טוביה

שתי השיטות העיקריות לקביעת ערך של נכס על ידי שמאי הן שיטת ההשוואה

ושיטת העסק החי.

שיטת ההשוואה אומדת את ערכו של נכס על פי ערכם של נכסים דומים, באותו סדר גודל, בעלי אותו ייעוד, באותו אזור התייחסות שלכאורה יכולים להוות תחליף מושלם לנכס שאותו אנו רוצים לאמוד ולכן ערכם של נכסי ההשוואה מהווה אינדיקציה לשווי הנכס שעליו נדרשת השומה. תנאי הכרחי הוא קיומו של שוק תחרותי גדול יחסית לנכסים אלו.

שיטת העסק החי בוחנת את הפעילות העסקית העתידית של העסק, את כושרו לייצר רווח עתידי, משמע ליצור רווח לאחר כסוי ההשקעה, הוצאות שוטפות, כולל תשלום פחת וריבית, כושרו לייצר תזרים מזומנים חיובי. תזרים זה מהווה לערך נוכחי נקי תוך שימוש במקדמי היוון התואמים את אופי הסיכון ואי הוודאות של העסק שבו מדובר. המודל העסקי מבוסס על הנחות ספציפיות באשר לנכס, לעסק, שאת שוויו אנו מעריכים.

שיטת ההשוואה במקרה של באר טוביה

כאמור, כדי ששיטת ההשוואה תהיה בעלת תוקף, צריך להציג מספר לא מבוטל של עסקות שנעשו, בתנאי שוק תחרותי, במכרז או בהליך קבלת הצעות ממספר גורמים מתחרים. **שיטה זו לא ניתנת ליישום במקרה של באר טוביה**, שכן שתי עסקות הקרקע שצוינו על ידי השמאי היועץ, פרויקט OPC במישור רותם, ופרויקט דליה בכפר מנחם, נעשו או במכרז שבו היה מתמודד אחד בלבד (מלכתחילה היה ברור שאף יזם אחר לא יוכל להשתתף במכרז, שהיה צעד פורמלי גרידא) פרויקט OPC, או בעסקת מכר בין רמ"י ליזם בדליה, בלי שנוצר הליך תחרותי שממנו ניתן היה לגזור את שווי הקרקע להקמת תחנת כוח. לכן העסקות שנעשו לרכישת קרקע מדינה, קרקע ממשלתית, מול רמ"י, להקמת תחנות כוח אינן רלבנטיות ואין מקום להתייחס אליהן כלל. מנגד, פרטנו בחוות הדעת הכלכלית והשמאית שתי עסקות שנעשו לרכישת מניות בחברות של פרויקט דליה ופרויקט דוראד, שתי תחנות כוח שכבר פועלות היום. בשני המקרים העסקות נעשו לאחר השלמת תכנון הקרקע ולפני הסגירה הפיננסית. עסקות אלו, לדעתנו, צריכות להוות אמת מידה ואבן בוחן, BENCHMARK, לעסקת באר טוביה, שכן מדובר בשתי חברות שכל פעילותן היא הקמת תחנת כוח, כמו זו שתוקם בבאר טוביה. עסקות אלו נעשו מתוך שיקול עסקי מובהק, כאשר בעלי הקרקע, בעלי המניות בחברת דוראד ובחברת דליה, משיגים את מחיר השוק המירבי עבור הקרקע שעליה הוקם הפרויקט. אלו היו עסקות שוק תחרותיות שיכולות לתת מושג וסדר גודל לגבי שוויה של קרקע לתחנת כוח.

אבל השמאי היועץ לא קיבל את ההשוואות שעשינו והוא טעה לדעתנו.

שיטת העסק החי

שיטת העסק החי היא למעשה הערכת שווי כלכלית, שלעיתים משתמשים בה שמאים, אך היא מהווה כלי עבודה שגרתי של כלכלן, שזה תחום התמחותו.

השוני בין הערכות שווי שמבצעים כלכלנים שונים על אותו פרויקט או עסק שאותו הם מבקשים להעריך איננו נובע משוני במתודולוגיה, משמע בשיטת ההערכה.

השיטה המקובלת והשכיחה ביותר היא שיטת אומדן תזרים מזומנים נקי מהוון, שיטת DCF, שהיא השיטה המומלצת על ידי בתי המשפט בכל מחלוקות שעניינן שווי של נכס כלכלי פעיל. הפער בין הערכות שווי של כלכלנים שונים לאותו נכס נובע בדרך כלל מסיבה אחת בלבד: פער בין ההנחות שמשמשות את מעריך השווי. הנחות אלו כוללות בין היתר: היקף השקעה, מחירי המכירה של המוצרים והשירותים שייצרו, עלויות הייצור, שער ההיוון של תזרים המזומנים, השקעות בתקופת הייצור, מקדמי הספק ויעילות וכן הלאה נתונים טכניים רבים. כדי לבחון את השפעת ההנחות השונות על שווי העסק נוהגים כלכלנים, בעת הכנת הערכת שווי, להציג בדיקות רגישות, משמע משנים את אחד הפרמטרים שעליהם מבוססת הערכת השווי, למשל מחיר המוצר או שיעור הרווח הצפוי ואז ניתן לראות כיצד שנוי בהנחה אחת או במספר הנחות משפיע על שווי הנכס שאת ערכו אומד הכלכלן.

לכן פעמים רבות, בגלל שוני כלשהו במבנה ההנחות במודל הערכת שווי כלכלי, התוצאה הסופית, אומדן השווי, יכולה להיות שונה באופן מהותי בחישובים שעושים כלכלנים שונים. יש ויכוח לגיטימי על הנחות העבודה של המודל הכלכלי, מדובר בשיקול דעת סובייקטיבי שניתן וצריך לבחון את תקפותו.

כאשר בית המשפט נתקל בשתי הערכות שווי סותרות, עקב שוני בהנחות בין הכלכלנים השונים, אין הוא נוהג לפסול את שיטת הערכת השווי, כפי שעשה השמאי היועץ ואחריו וועדת הערר, שכן השיטה היא שיטה מקובלת ולגיטימית במקרים של שוני בין הערכות ממנה בית המשפט כלכלן בודק מטעמו, אשר תפקידו לבחון את הנחות המודל של כל אחד מהכלכלנים ולפסוק אילו הנחות מקובלות עליו.

במקרה של באר טוביה הוצגו שתי הערכות שווי שונות, מצד הוועדה המקומית של ד"ר מאיר אמיר ומצד חברת IPM של מר ניר גרינברג. הפער בין ההערכות היה של 200 מיליון ₪, לא פער לא כ"כ גדול בהתחשב בכך שמדובר בפרויקט השקעה של כ- 1.7 מיליארד ₪ שאמור לפעול עשרות שנים.

השמאי המכריע, אולי עקב חוסר ניסיונו בתחום הערכות שווי כלכליות, "נבהל" מהפער בין שתי הערכות השווי ולכן, בפזיזות ובחוסר שיקול דעת, פסל את שיטת העסק החי והחליט,

באופן תמוה מאד, בלשון המעטה, כי קרקע להקמת תחנת כוח דינה כקרקע לתעשייה, ובכך הניח את המבוקש, בלי שביצע עבודה שמאית כלל תוך שהוא קובע שלא היתה השבחה כלל! אילו היה השמאי היועץ בודק את שתי הערכות השווי הנוגדות שהוגשו לו, של אמיר וגרינברג, היה רואה כי בשתיהן נעשה שימוש באותה מתודולוגיה, שיטת ה- DCF כאמור, ובשתיהן הנחות המודל הכלכלי באשר למשתנים השונים הן כמעט זהות, למעט שתי הנחות שלא היו זהות: הנחה על מספר שנות הפעילות של תחנת הכוח והנחה על היקף ההוצאה הקבועה בשנה. כל כלכלן מיומן היה יכול לבחון את השוני בין שתי הנחות בודדות אלו ולהציע את אומדן השווי המומלץ עבור השמאי המכריע.

שגה השמאי המכריע כאשר לא פנה לכלכלן שלישי, כלכלן בודק ומכריע, כדי שיציע הערכת שווי מטעמו של השמאי. פער בין הערכות שווי הוא דבר יום ביומו ויש דרך מקובלת לפתרון מחלוקות כאלו על ידי פניה לכלכלן שלישי, אוביקטיבי.

לכן יש לפסול את שומת השמאי המייעץ ולמנות כלכלן בודק מטעם בית המשפט שיקבע את שווי הנכס שנמצא במחלוקת.

מאיר אמיר

29 יוני 2016