

## סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של "פורום שווי הוגן" מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 9/12/2024

נושא המפגש: "המעבר של יזמי הבניה לעסקאות 20 80 (ויותר): החל מהשלכות על הנזילות, דרך שאלת קיומה של אופציה במהות (לרבות בהקשר זכות האכיפה) וכלה בהשפעה על מחירי הדירות"

[לחץ כאן](#) לחומר הרקע

[לרשימת המשתתפים לחץ כאן](#)

צוות מקצועי: איתי ברזני, בר ארטמייר, דין יעקב גמר ועומר לויט

### שלומי שוב

בוקר טוב, תודה רבה שהגעתם לאוניברסיטה שלנו הבוקר. אנחנו מתחילים, כמו שבכל מפגש כבר יותר משנה לצערי, בכך שאנו מייחלים לחזרת חיילנו וחסופינו בשלום, שולחים תנחומינו למשפחות השכולות ושולחים איחולי החלמה לפצועים הרבים. אני מקווה שההתפתחויות האחרונות יובילו אותנו לימים טובים יותר.

אנחנו עוסקים הבוקר בנושא של המעבר הגורף (או כמעט גורף) של יזמי המגורים בישראל לשיטת מימון של 80 : 20 ואף למעלה מכך. עסקאות 80 : 20 זה אמנם לא משהו שלא היה בעבר – אבל אז זה היה מיועד בעיקר למשפרי דיור בכדי להימנע מהלוואת גישור או למבצעים נקודתיים למשקיעים, ולא הנורמה. בעקבות עליית הריבית בשנתיים האחרונות זה קיבל תאוצה מטורפת (ממה שאני מבין משהו כמו 80% - 70% מהעסקאות כיום!) ואנו רואים כעת לא מעט רוכשים צעירים שנכנסים לזה ואף זה השתכלל ל- 85 : 15, 90 : 10 ו- 95 : 5..

אני חושב שזה נושא בעל השלכות ציבוריות רבות כפי שנראה היום והוא משלב את כלל הדיסציפלינות של הפורום שלנו – מימונית, עסקית, כלכלית חשבונאית ומשפטית ונמצאים כאן היום כל הגורמים הרלבנטיים. אנחנו רואים את היזמים "דוחפים" מאד חזק את הנושא ובכל מקום היום רואים מבצעים שונים ומגוונים בכלל המדיות – פרסומות בטלוויזיה, בעיתון במדיה החברתית כמובן וגם בדרך לכאן באיילון ראיתי פרסומות כאלה.

האטרקטיביות לרוכשים לא מעטים נוגעת מכך שהם לא בהכרח מסוגלים ורוצים לעמוד כעת בהיקפי תשלומי המשכנתא הנגזרים מהרכישה לאור הריבית הגבוהה והם "בוניס" על כך שעד שיגרשו להשלים את ה- 80% או ה- 95% הריבית כבר תרד. בשורה התחתונה, כמו שאתם מבינים במקרה הטוב הרוכשים מביאים הון עצמי של 20% בלבד ממחיר הדירה ובלא מעט מקרים הרבה יותר נמוך מכך.

יש כאן מספר היבטים שתכף ניגע בהם, אבל צריך לציין שבעסקאות רבות יש גם מה שמכונה "הלוואות קבלן" שמגיעות לכדי עשרות אחוזים ממחיר הדירה (עד ל-60%). כאן למעשה מבחינה כלכלית היזם לוקח הלוואה מהבנק ונושא בתשלומי הריבית בתקופת הבנייה אך מבחינה משפטית-טכנית הרוכש הוא הלווה. כלומר, מי שאחראי ראשון כלפי הבנק במידה ולא יחזיר הוא אמנם הרוכש, אולם היזם לוקח על עצמו את תשלום הריבית שלה והוא אחראי עליה כלפי הבנק כך שהיא מעמידה בסיכון את היזם ככל ולא תבוצע. אני מניח שבמקרה של דיפולט, ככל שמדובר בצעירים להבדיל ממשפרי דיור, לבנקים יהיה יותר נוח מכל הבחינות - לרבות מבחינה ציבורית להיפרע מול היזם.

התרגיל הזה משתלם ליזמים כי כך הם מוזילים משמעותית את עלויות הריבית שהם משלמים לבנקים כאשר מנגד בתכלס הרוכשים די אדישים להלוואה הזאת (הרי במועד האיכלוס או שימחזרו את ההלוואה להלוואת משכנתא רגילה בריבית השוק או שיפרעו אותה אם יש להם נכס אחר – כלומר מבחינה מהותית זה שקול לגיוס הלוואה חדשה ותשלום לקבלן). הבנקים לוקחים ריבית משמעותית יותר נמוכה מהרוכשים מאשר היזמים לאור הארביטראז' הרגולטורי של הקצאת הון והעובדה ששיעור ההפרשה על הלוואות משכנתא נמוך משמעותית משיעור ההפרשה על הלוואות ישירות ליזם. תמריץ נוסף שקיים כאן לגבי הלוואות הקבלן להערכתך הוא שבעסקאות של 10 : 90 (כלומר כאלה שנמוכות מ- 20 : 80) יש כאן משחק את העיקרון המקובל של ה- 15% "הון עצמי" לגבי סף הכרה בעסקת מכירה לצורך הליווי הבנקאי – הרי ככה לכאורה הרוכשים עומדים בזה (אם נתעלם מזה שלעיתים הבנק המלווה הוא גם זה שנותן את המשכנתא..).

במקביל לדעתי יש גם שאלה לעניין הדוחות הכספיים של היזמים - אם מבחינה חשבונאית נלך כאן לפי המהות הכלכלית אזי החוב הפיננסי והמינוף של היזמים המשתקף מהמאזן יגדל משמעותית. ותבינו את הפער כי כיום זה מטופל כהכנסות מראש ולא כחוב פיננסי. ובואו נגיד ככה לכל הפחות זאת הלוואה "היברידית"...

אתם יודעים - האבסורד הוא שבעסקאות של 10: 90 לאור הלוואת הקבלן יש לפחות חיתום, ודווקא בעסקאות 20 : 80 שלא בכולן יש הלוואות קבלן (לאור העדר האילוץ של ה- 15% כאמור) אין בהכרח חיתום וכל רוכש יכול להיכנס אליהן – במילים אחרות, עם פחות הון עצמי יכול להיות פחות חיתום...ועוד דבר – גם אם יש חיתום מלא בהלוואות הקבלן ואני מבין שזה מה שקורה לאחרונה בעקבות התערבות בנק ישראל – הרי אל תשכחו שהבנקים לא יכולים לפי הרגולציה לתת עד 75% משכנתא מערך הנכס כל שהרוכש יידרש להביא במועד המסירה עוד 5% לפחות בעסקאות 20: 80 ועוד 20% בעסקאות 5 : 95... חתיכת סיכון

אנחנו בכל זאת פורום שווי הוגן – וניסינו לתמחר את מרכיב ההטבה המימונית לרוכש שקיים בעסקאות 20:80 – בהנחות סבירות ועל בסיס ההתקדמות הכלכלית של הפרוייקט הגענו לדיסקאונט של בין 2.3% ל- 7% תלוי במועד שבו התבצעה המכירה (השתמשו בשיעור היוון של 4.75% כריבית משכנתא לדייר). אגב, ממה שאני מבין הדיסקאונט בדוחות של הקבלנים לצורך הרווח הגולמי היום הוא נמוך בהרבה.. אם נוסיף את מגוון ההנחות הנוספות שניתנות באופן דומה – ויש מגוון רחב של סוגים – אם זה מטבח בחינם, או רכב בחינם וראיתי גם הלוואה מוטבת ל 20 שנה למיליון שקל שיש לזה שווי של מאות אלפי שקלים, אפשר להגיע בקלות כיום להנחה אפקטיבית של 10 אחוז ממחיר הדירה לפחות. "קל" כמו שאומרים הילדים..

אגב, שימו לב שהיזמים בד"כ לא מוכנים לתת את ההנחה הזאת במחיר למזומן – ואני חושב שיש לכך לפחות ארבע סיבות. האחת היא עסקית - הרצון שלהם "להחזיק" את מחיר המכירה למעלה לצורך העסקאות הבאות, השנייה מימונית – הבנק המלווה הרי לא ייתן להוריד מחיר ב"דוח אפסי". הסיבה השלישית היא שלפי הרגולציה ניתן לתת משכנתא רק עד 75% מהמחיר החוזי של הדירה וזה מאפשר לרוכשים לקחת יותר משכנתא. יש סיבה רביעית שהיא חשבונאית למרות שאני לא בטוח שהיא נכונה – כי אני מבין שיש יזמים שרושמים את הדיסקאונט ברווח הגולמי לפי הנחת המזומן המזערית שהם מציעים (משהו כמו 2%). אבל אני חייב להגיד שאני חושב שזה מאד בעייתי מבחינה חשבונאית כי אין באמת עסקאות מזומן בהיקפים מספיקים וראוי לבצע חישוב כלכלי כמו שאמרנו.

ואם נתמקד רגע ביזמים עצמם, אז אי אפשר להתעלם מכך שהשלכות המלחמה רק חידדו את המצוקה שבה הם נמצאים היום. אנחנו רואים גל של עיכובים בעקבות המלחמה, בעיקר בגלל בעיית כוח אדם – וזה לא רק של עובדי הבנייה עצמם אלא גם של מנהלי עבודה בעקבות מילואים. תוסיפו לזה את אמברגו הסחורות לישראל בעיקר מטורקיה והתייקרות בעלויות ההובלה הימית - וזה מביא אותנו לעלות משמעותית נוספת שלא נצפתה ואי אפשר להעמיס אותה על הרוכשים. שימו לב שאנחנו רואים קבלני ביצוע קטנים רבים שנקלעים בשבועות האחרונים לקשיים פיננסיים וחדלות פירעון – ובסופו של דבר אלו ש"ישארו בחיים" יצטרכו לפתוח חוזים מול היזמים כדי להחזיק את הראש מעל המים.

היבט נוסף של העיכובים, הוא שהם כשלעצמם יכולים להוביל בפרשנות מסוימת של חוק המכר (דירות) או חוק חוזים אחידים, לביטולי עסקות וזה יכול להוביל לביטול הכנסות שכבר הוכרו בדוחות הכספיים וזה אירוע מלחיץ. לפני פחות משנתיים רשות ני"ע פרסמה דוח ממצאים בנושא IFRS 15 והתייחסה למקרים שבהם נקבע בהסכם המכר כי במקרה של עיכוב משמעותי במסירת הדירה יהיה הרוכש זכאי לביטול ההסכם והשבת כספיו. עמדת רשות ני"ע היתה כי זה לא סביר במקרה שנוצרה זכות ביטול כזאת לרוכש גם אם בפועל לא מימש אותה להמשיך עם ההכרה בהכנסה ואף יש לבטל את ההכנסה שהוכרה עד כה – לא טריוויאלי בכלל וזאת לכל הפחות על להשגת ויתור מצד הרוכשים.

אנחנו יודעים שבחלק מהחוזים כיום יש קביעה מפורשת שאם יש עיכוב מתמשך לאורך תקופה משמעותית שלא בשל כוח עליון אז מעבר לזכאות לפיצוי מנקודת זמן מסוימת קיימת לרוכש זכות

לביטול החוזה. כעת עולה שאלה משפטית רגישה מאד האם המלחמה היא אירוע בלתי צפוי (סוג של "כוח עליון") ואז לא מתחילים לספור את תקופת העיכוב הזאת.. זה עניין קריטי ולא טריוויאלי כי הרי הקורונה והמלחמה לא הוגדרו רשמית כ"כוח עליון" מה שגם שהבנתי שהיתה הקשחה בנושא בחוק המכר בשנה שנתיים האחרונות שחלפו מאז פרסום הרשות. הנושא הרגיש הזה גם לא מתחדד בבתי המשפט בגל התביעות הנוכחי לא נדון בבתי המשפט כי מחירי הדירות עולים ואז התביעה היא לפיצוי ולא לביטול – אבל הטיפול החשבונאי צריך להביא בחשבון דווקא את התסריט הפסימי ואשמח לשמוע בנושא את עורכי הדין

אז זה נכון שלכאורה הרציונל המשפטי התיאורטי ששימש אותנו בזמנו בעקבות IFRS 15 להכיר בהכנסה מרגע המכירה על פי תקופת ההתקדמות – אני בזמנו הלכתי עם זה יחד עם חגיגי לרשות ניירות ערך במסגרת רולינג ופתחנו את הפתח לשינוי בכלל השוק - מתוך תפיסה כי מבחינה משפטית, ואלו באמת היו חוות הדעת שקיבלנו בזמנו מעורכי הדין לפיהן ה- 10% זה פיצוי מוסכם אבל הוא אופציה בידי היזם כלומר תהיה לו אפשרות לבחור באכיפת החוזה. כלומר, אם זה מגיע לבית משפט במקרה של ירידת מחירי הדירות בתי המשפט יחייבו את הרוכשים לשלם את המחיר המלא ולקבל את הדירה.. מן הסתם לאור עליית מחירי הדירות בישראל במהלך השנים זה עוד לא באמת נבחן בפועל.

אין ספק שהמעבר שאנו עדים לו להון עצמי מזערי של 5-20% מאד מאתגר את המשך נאותות חוות הדעת הללו ויש לבחון אותם מחדש גם אם המסקנה היא שהן עדיין עומדות על תילן ואתם מבינים את המשמעות של מה שאני אומר עכשיו... בכלל המעבר הזה, מתחיל להזכיר את המבנה העסקאות בחול – כמו ניו יורק ולונדון ששם הרוכשים יכולים לבטל עד למועד המסירה ולכן ההכרה בהכנסה מתבצעת רק בסוף. כאן בדיוק עולה השאלה המרכזית לדיון היום – האם במהות מדובר כאן באופציה?

שימו לב שנוצר כאן מצב אבסורדי מאחר וב- IFRS אין דרישת מינימום לגובה המקדמות (אגב, להבדיל מהתקנינה הישראלית שבה נקבע 15%) ולכאורה אפשר להכיר מאפס. אז זה נכון שבפרקטיקה עד לקבלת היתר החוזים מותנים כך שבד"כ מדובר בלפחות 7% אבל עדיין זה סכום מזערי... אבל מי שמכיר אותי יודע שאני לא אוהב להאשים את ה- IFRS שהוא מיד יהיה נאיבי, אלא אם כבר את עצמנו - כלומר, את מי שמיישם אותו

בשורה התחתונה, בהיבט של היזמים יש כאן שני וקטורים קשורים מאד שפועלים במקביל: הריבית מצד אחד והמשך המלחמה מהצד השני. וזה מביא אותנו להיבט נוסף שנוגע לסימני האזהרה של דוח תזרים חזוי בהקשר של בעיית נזילות. הצגנו בחומר הרקע את סימני האזהרה הלא מעטים שמתקיימים כיום. רשות ניירות ערך לפני מספר חודשים, בעקבות הסיפור של חנן מור, חידדה את הכללים לחישוב ההון החוזר הקצר, שהרי המחזור התפעולי של היזמים הוא בד"כ ארוך משנה ויכול להגיע גם לשלוש שנים ויותר. כך שבהחלט יתכן שתהיה הלוואה לפירעון בתוך השנה הקרובה שתיכנס להון החוזר הקצר למרות שהמלאי שאותו היא מימנה לא צפוי להתהפך בשנה הקרובה. אני חושב

שעדיין אין אחידות באופן החישוב של ההון החוזר הקצר, למשל יש חברות שמתייחסות להיפוך לפי מועד ההכרה בהכנסה הצפוי (שזה גם עניין של אומדן מה יהיו שיעור המכירות ושיעור הביצוע בשנה הקרובה הרי לא בהכרח העבר מעיד על העתיד לאור המצב במיוחד בימים אלה) ויש כאלה שהן שמרניות יותר ובוחנות רק לפי מועד המימוש למזומן. שימו לב, זה לא מצב רגיל שבחישוב הון חוזר יש אומדנים סובייקטיביים כה משמעותיים ויכולים להיות פערים משמעותיים בין חברות..

לצד ההקשחה והסדר, אני חושב שראוי שרשות ני"ע תבחן מחדש את סימני האזהרה של התזרים החזוי לגבי עסקים שהמחזור התפעולי שלהם ארוך משנה. לא יכול להיות שהגדרתית בכולם מתקיים סימן האזהרה של תזרים שלילי מתמשך מפעילות שוטפת.

יש כאן גם היבטים של שוק ההון כי אנחנו רואים שמניות היזמים קופצות בשנה האחרונה שזה בכלל מעניין... ובכלל ניתן לראות עניין רב בתחום – ראינו שמליסרון נכנסה לתחום וגם את עזריאלי שמתכוונת להיכנס ולגוון את הפעילות שלה. מצד שני, בחודש האחרון ראינו כאן גם כמה מנהלים משמעותיים מהענף שעזבו את תפקידם אני לא יודע להגיד אם זה רלבנטי או לא, אבל זה גם בהחלט מעניין.

אני חייב להגיד שיש פה כל מיני תופעות שאני לא מרגיש איתן בנוח – כמו "דחיפת" דירות ואשראי לרוכשים לא כשירים בחלק מהמקרים, החזקת מחירי הדירות למעלה – כשהכל בנוי על כך שהריבית תרד באופן חד ומחירי הדירות ימשיכו לעלות. אני לא יודע ואין לי מספיק נתונים להחליט שיש כאן בועה אבל יש כאן בהחלט תהליכים לא תקינים וסופו של דבר משברים קורים כשדבר מוביל לדבר – זה יכול להתחיל מצעירים שקפצו מעל הפופיק ובנו על ירידת הריבית ולא יוכלו להשלים את החוזים ואז זה עלול להיות כדור שלג – ירידת מחירי דירות שמוביל לגל ביטולים נוספים וכך הלאה..

אגב, דיברתי עם ינקי קווינט לפני כמה ימים והוא אמר לי שלפי ניתוחים שלהם ברמ"י הם רואים ירידה במחירי הקרקעות (למרות שמרבית המכרזים הם במתכונת מחיר מטרה) וכולם מחכים לראות מה יהיה עוד מעט במכרז של שדה דב.

אני לא חושב שהמהלכים הוולונטריים שחלק מהבנקים הכריזו עליהם לאחרונה, ככל הנראה בעקבות התערבות של הפיקוח על הבנקים, כמו מינימום של 20% הון, הגבלת הלוואות הקבלן וחיתום מלא במקרה של הלוואות קבלן הם פתרון מספיק..

החשש הגדול שלי הוא שככל שמצב הדברים הזה ימשך ואי הודאות תימשך, אנחנו נקלע למצב שבו חלק מהרוכשים שבנו על ירידה בריבית לא יוכלו להשלים את הרכישה.. כמו למשל, למשל צעירים מעשירונים ממוצעים ותחתונים שבאים לקנות דירה חדשה ולא דירה יד שניה או חלופת דיור זולה יותר אחרת - כלומר "קפיצה מעל הפופיק", כמו שאומרים בסלנג. אגב, העלאת המע"מ באחוז החל מעוד חודש רק מחמירה את הבעיה של הרוכשים כי זה חל על ה- 80% שעדיין לא שולמו..

נמצאים איתנו היום בדיון המשמעותי הזה כל הגורמים הרלבנטיים – ועוד מעט נשמע את הזוויות השונות, אבל בשורה התחתונה חייבת להיות לדעתי כמו שאמרתי גם התערבות רגולטורית דחופה

בנושא – זה נוגע לכולם: החברות והבנקים, שוק ההון, עורכי הדין שהם קריטיים כאן כאמור, רואי החשבון, רשות ניירות ערך, רשות שוק ההון, הפיקוח על הבנקים וגם הלמ"ס (נמצא איתנו כאן היום דורון) חייבת להתאים את המדדים שלה למציאות ואם זה אומר הורדה משמעותית לדעתי במחירי דירות. גם הבנקים לדעתי צריכים להביא את זה בחשבון בבדיקת מגבלת ה-75% מערך הנכס לגבי מתן משכנתאות. חייבים לוודא שהההליכים תקינים, במיוחד בתקופה שבה השוק מסתגל לסביבת ריבית שונה ומחפש באופן טבעי כל מיני פתרונות יצירתיים. חשוב שבנק ישראל יתפוס פיקוד מידי ויתכלל את האירוע, לרבות מבחינת ההיקפים של התופעה, תוך הבחנה בין משפרי דיור ומשקיעים לבין רוכשי דירה ראשונה, בעיקר מהעשירונים האמצעיים והתחתונים.

#### אמיר ברנע

כששלומי הציע את נושא המפגש, הופתעתי. כקורא עיתונים כלכליים בהם פורטו ההסדרים המוצעים, ראיתי זאת כתרגיל מימוני טהור, תרגיל שיווקי שגרתי. אבל ברגע שבנק ישראל נכנס לתמונה, וכשאני רואה את הנוכחות כאן, אני מבין שעסקאות המימון האלה, 10:90 ו-20:80, כוללות אולי מרכיב של חלוקת הסיכון בבנייה, ואתם נמצאים כאן מכיוון שכשאנחנו מדברים על עסקאות שמשנות את חלוקת הסיכון בבנייה, למעשה נוצרת אופציה.

השאלה שאני רוצה לדבר עליה בכמה מילים היא מה שווי האופציה ככל שהיא קיימת. השאלה היא מורכבת מכיוון שאתם מבינים שמוצר "דירה" אינו מוצר אחיד. מנקודת מוצא צרכנית, חשיבות למיקום, לגודל ולהתאמה ללקוח ספציפי. בניגוד למוצר פיננסי, שמספיק שהמחיר שלו יהיה נמוך ממחיר המימוש לא תתבצע עסקת מימוש. מוצר זה הוא סיפור אחר. יש גם לקחת בחשבון שלרוכש יש הוצאות משמעותיות בנוסף לעסקה עם הקבלן, כדוגמה מס רכישה והוצאות תיווך. לכן, זה לא בדיוק אופציה מהסוג של האופציות הפיננסיות שאנחנו מכירים. אבל בכל זאת אנסה להשתמש במודל האופציות הסטנדרטי, לראות האם יש כאן אלמנט של אופציה, מה השווי, ומה שיעור ההנחה, כולל אלמנט האופציה שגלום בעסקה. בדקתי עסקה ב-10:90. שאלה. האם גם קודם הייתה אופציה האם זכות ביטול הייתה גם קודם? האם החתימה על החוזה בעשרה אחוז מחייבת את הרוכש לרכוש את הדירה בהליך משפטי? אני יוצא מתוך הנחה שהמסגרת החדשה הזו, 10:90 או 20:80 אפילו מבחינה תדמיתית, נוחה או מאפשרת ביטול עסקה יותר מאשר מה שהיה בעבר הרי בעבר ביטול עסקה חייב החזר כסף מהקבלן על סכומים ששולמו במהלך הבנייה. גם בהסדר הנוכחי לא ברור קיומה של אופציה. אבל לצורך התרגיל כאן אניח שההסדר מאפשר לרוכש לסגת מהעסקה ואז קיים "קנס" ביטול של 10% שרלבנטי במיוחד להסדר 10:90. נבנה את הנתונים הדרושים לתמכור האופציה.

ראשית נחוץ המחיר הנוכחי של הנכס. שלומי קבע את שיעור ההנחה בהתעלם מהאופציה. הוא מגיע בשיעור הסדר של 10.90 לשישה עד שמונה אחוז בעסקה של שלוש שנים, שישה וחצי אחוז בהסדר 20:80, גם כן עסקה של שלוש שנים. נראה איך מודל האופציות עובד בשיעור ההנחה הזה שמתעלם מקיום האופציה. אני צריך אומדן לסטיית תקן, אתם מכירים את המודל של Black-Scholes, שדורש חמישה נתונים, מחיר הנכס, מחיר המימון, התקופה, הריבית וסטיית תקן. אני מגיע לאומדן של

סטיית תקן מחירי הנדליין בדרך מסוימת שאיננה בלעדית. לקחתי את סטיית התקן של מניות חברות נדליין מניב, שהמניות שלהן נסחרות בבורסה תל אביב, ראיתי מה סטיית התקן שם ותיקנתי עבור המינוף בשביל להגיע לסטיית התקן של הנכס. אם סטיית התקן של חברות הנדליין היא בין 20 ל-25 אחוזים (נדליין יזמי) ושיעור המינוף של 50 אחוז, אני מגיע לאומד סטיית תקן של הנכס עצמו שהיא 10 עד 12 אחוז, ניקח 10 סטיית תקן של 10 אחוז. עכשיו, שלומי קבע את שיעור הריבית הרלוונטי, 4.75 אחוז, שיעור הריבית במשכנתא. אז יש לי כאן, את הריבית, בוא ניקח עסקת 10:90. אז תראו, מחיר המימוש הוא 90.

עכשיו מה התקופה? התקופה כמובן יכולה להיות לעומת מצב רגיל של תשלום במהלך התקופה, לקחתי פה שלוש תקופות אפשריות, שנתיים, שנה וחצי ושנה. והמספרים האלה, שנתיים, שנה וחצי ושנה, עקביים עם ההנחה ששלומי קבע. כלומר, תקופה של שנתיים עקבית להנחה של שמונה אחוז, תקופה של שנה וחצי להנחה של שישה אחוז, ותקופה של שנה להנחה של ארבעה אחוז. כלומר שיעור הריבית ישנו, וכן סטטית תקן ובנוסף שווי האופציה. עשרה שקלים עם חתימת החוזה. כלומר מה אין לי? אין לי את שווי הנכס. יש כל האלמנטים, גם את מחיר המימון, גם את התקופה מתוך ההנחה, מתוך גזירת ההנחה של פרק זמן, גם את הריבית, גם את סטיית התקן, מה שווי הנכס? כלומר, אני מקבל שאם מדובר על הנחה, לפי שלומי של 8 אחוז, למקרה שלוש שנים וכו', שווי הנכס 90. כלומר, ההנחה הגלומה שנובעת, הנחה של 8 אחוזים היא ריבית, 21 אחוזים נוספים זה מרכיב האופציה. כלומר, יש כאן אופציה והיא מתומחרת, אני אומר שזה 2 אחוזים. ככל שהתקופה קצרה יותר, כמובן מרכיב האופציה שווה פחות. זאת אומרת, במודל הזה אנחנו לוקחים בחשבון שיש אפשרות לרוכש לסגת מהעסקה בסוף התקופה, ומתי הוא יעשה את זה? כשמחירי הדירות ירדו מתחת 90 או 80, שזה המחיר המימוש שקבוע לו בהסכם. אבל כמובן, כשיש אי שכלולים בשוק הדירות מופחת אפקטיבית שיעור ההנחה כי הדירה תירכש גם אם מחירה יהיה נמוך מעט ממחיר המימוש.

אני רוצה להתייחס למעורבות בנק ישראל. מה שהטריד אותי זו המעורבות של בנק ישראל. מדוע? כי בנק ישראל רואה בהסדרים האלה, אלמנט של סיכון סיסטמי. הוא אומר, הסיפור הוא לא רק מה יקרה למחיר דירות כשוק נפרד, אלא על אפשרות של משבר. מחירי הדירות לא ירדו בשיעורים גבוהים, אלא אם יהיה משבר יותר רחב. זאת אומרת, למשל, רוכשי דיור שבונים על מכירת דירה ביום קבלת דירה חדשה, תהיה להם הפתעה אולי, קושי לממש את הדירה, לפחות במחיר שהם תכננו. ואני אומר, כל הסיפור הזה, דווקא המעורבות של בנק ישראל. היא מעלה את החשש שההסדרים האלה יוצרים אי יציבות. לכן, אסכס, שווי האופציות שמצאתי הוא די נמוך, ולכן אולי בתנאים של שוק לא משוכלל, ובתנאים של צרכי הלקוח מהאספקט השיווקי שאדם רוכש דירה בתנאים מסוימים, אפשר אולי להתעלם מהאופציה כפי שהתעלם ממנה שלומי.

#### נדין בודו-טרקטנברג

כאשר אני חושבת על המודל 80:20 של יזמי הנדליין שבמסגרתו מציעים דירות חדשות למכירה בתנאי תשלום של 20% בעת החתימה על חוזה הרכישה ו-80% בעת איכלוס הפרויקט אני מזהה שתי השפעות

עיקריות. ראשית, העברת נתח גדול יותר מהסיכון הפיננסי מהקבלן לרוכשים. שנית, זהו במובן מסוים מעקף של המגבלות של הפיקוח על הבנקים על שיעור המימון המקסימלי שהבנק מורשה להעמיד ברכישת דירה ראשונה שעומד כיום על 75%. בעוד שמבנק הלקוח לא יכול לקחת הלוואה גדולה יותר מ-75% משווי הנכס בנקודת הרכישה לעיתים שיעור התשלום עומד על 10% בלבד מה שמגלם הלוואה של 90% מערך הנכס.

חשוב לציין בהקשר הזה כי המגבלות כיום על גודל המשכנתא הן מהגבוהות בעולם. בתור משישבה בבנק ישראל, אני יכולה להעיד שהיו וויכוחים לא קלים שם לגבי מגבלות אלה, שאפשר להצדיק אותן לטווח קצר כדי לרסן ביקושים בשוק הנדל"ן אך לא כמשהו קבוע המקשה כל כך על קניית דירה ראשונה ודוחפת אנשים לשוקי אשראי יותר מסוכנים. לטעמי משקי בית יכולים לקחת על עצמם מינוף גבוה יותר מזה שאנו רואים בממוצע בישראל. הטלת המגבלות על לקיחת המשכנתא אמנם מחזקות את היציבות הפיננסית ומנגד מקשה על היכולת לרכוש דירה. כאן חשוב לציין שעקב העובדה שישראל צומחת דמוגרפית יש לנו גם יותר זוגות צעירים ומשקי בית צעירים רוכשי דירה ראשונה. אם נפנה את תשומת לבנו לעובדה שבנקודה שבה משקי הבית הללו רוכשים את הדירה רמת ההכנסה שלהם לא מיצתה את הפוטנציאל שלה והיא נמצאים בתחילת הקריירות שלהם אפשר לומר שאנחנו די "חונקים" אותם עבור היציבות הפיננסית של המערכת. לי יש קושי גדול עם העובדה הזו.

נקודה נוספת לציין בהקשר הזה היא שאחת הדרכים של רוכשי הדירות להתמודדות עם הקושי היא לרכוש תחילה נכס קטן ולאחר מכן לשדרג לנכס גדול יותר. לפעמים הם מבצעים בצורה זו שלוש רכישות. לכל אחת מהעסקאות האלו ישנן עלויות גבוהות שמצטברות לאורך השנים הן לרכישת הדירות והן למכירת הדירות. זאת לעומת קנייה של דירה גדולה יותר שתספיק ליותר שנים.

כאשר מבינים את הקושי של הזוגות אנו רואים שהשוק למעשה יצר כאן דרך לזוגות לעקוף את המגבלות שהטיל הרגולטור. השאלה אם לא היה עדיף לשנות את המגבלות על מנת למנוע את הסיכונים שמעקפים מהסוג הזה מייצרים. יש מדינות ששיעור המינוף המותר בהם הוא 100% ואף יותר, דבר שלא הייתי ממליצה עליו אך זה ממחיש את הקושי. למעשה במקרה כזה אתה לא באמת משלים את הרכישה של הנכס אלא רק משלם את עלות הריבית על פני הזמן.

### שלומי שוב

נדין, למה לא לעשות את זה בצורה מסודרת ושקופה? לצמצם את הדרישה הזאת של ה75 אחוז ולעשות את זה נניח 85 אחוז?

### נדין בודו-טרכטנברג

זו סוגיה לא פשוטה עבור המפקח על הבנקים שהמשמעות שלה היא נטילת יותר סיכון על הבנקים. ובכל זאת, אני חושב שהמגבלה הנוכחית של 75% לרוכשי דירה ראשונה קשה מדי.

צריך לציין כי החלטה על שינוי היא גם לא פשוטה מכיוון שהודעה על כך מהיום למחרת עלולה להקפיץ את מחירי הנדל"ן. חשוב לי להוסיף שאף על פי שנוטים לראות את הסיכון כמתחלק בין



הרוכשים והבנקים בלבד למעשה ישנה דרך לייצר כאן פתרון הוליסטי ולפזר את הסיכון בשוק באמצעות איגוח המשכנתאות. בצורה כזו יתאפשר לשחקנים פיננסיים נוספים להחזיק בסיכון ולהגדיל את היצע האשראי במשק. אנחנו רואים את הפרקטיקה הזו עובדת בצורה טובה בשווקים אחרים.

### משה פרידמן

חלק מהדברים שרציתי להגיד נכללו כבר בדברים שלך, שלומי, אבל באמת הנושא הזה שהתחיל כמו מבצע מכירות שהיה נראה כמו איזה מבצע זמני הפך למשהו גורף שכל המשק אימץ באופן קבוע (אתה דיברת על 70,80 אחוז). מבחינת הקבלנים, אני מבין שהיום קשה מאוד למכור שלא בדרך של 80:20, זאת אומרת הגיע מצב אפילו שיש לך דירות בשלבי בניה מתקדמים אנשים מעדיפים דירה על הנייר שתהיה מוכנה עוד 3-4 שנים אבל בתנאי תשלום של 80:20 מתוך המחשבה כנראה שהריביות ירדו. בחלק מהמקרים הקבלנים מוותרים על הצמדה, שיש לה משמעות אחרי שלוש שנים. אפילו ראיתי באחד מהמודעות בחוץ, במודעת חוץ, שקבלן מציע דירות מוכנות תנאים של 80:20. ככה הקבלן מציע לרוכש: תשלם לי 20 אחוז, תיכנס מיידית לדירה ותשלם את היתרה, עוד שנתיים, שלוש.

כאמור, לאור העובדה שתנאי התשלום הנ"ל הפכו לתופעה גורפת, הבנקים פנו למשרדי השמאים שעוסקים בליווי פיננסי כבר לפני מספר חודשים, כהנחיה שהוביל בנק לאומי, וביקשו לתקן את התזרימים הצפויים, ולהביא בחשבון ש50 אחוז מהדירות יימכרו בתנאים של 80:20. קבלנים ויזמים שהיו במהלך הביצוע, או לקראת דוח 0, ושדוחות האפס שלהם התבססו על פריסה לינארית של התקבולים, מצאו את עצמם עכשיו, לאורך פריסת התזרים החדשה במצב שהם נדרשים להגדיל את סעיף המימון, כלומר נדרשה הגדלת תקציב.

הפתרון לפערי המימון מכוסה במקרים רבים ע"י "הלוואות קבלן" שבו הרוכש לוקח הלוואה כשהריבית משולמת ע"י היזם. משיחות עם יזמים אני למד, שהעלות בפועל של המימון הנוסף הזה נעה בסדר גודל של 150 אלף שקל, פחות או יותר ליח"ד, סדרי גודל כאלה. על בסיס המידע שקיים אצלי במשרד, הלוואות קבלן הינה בסדר גודל ממוצע של מיליון שקל. במקרים רבים הקבלנים מחייבים את הרוכשים לקחת הלוואות קבלן. ולמה עושים את זה? ישנן מספר סיבות אבל קודם כל, פערי הריביות, דהיינו, אם היזמים משלמים 7 אחוז, (פריים פלוס אחוז) על התזרים הרגיל, בהלוואות קבלן שניתנת לרוכש בתנאי ריבית מועדפים הם משלמים ריבית של כ- 4.5 אחוז, ומרוויחים את הפערי ריבית, מקטינים את הנזק.

ואם דיברת, שלומי, על הנחות סמויות בסדר גודל של עד 10 אחוז, ואנחנו לא רואים את זה במחירי המכירה הנומינליים של הדירות. , ואתה דיברת באמת על כל הקשיים הנוספים מהתקופה שאנחנו נמצאים עם עלויות מימון גבוהות, ועם קשיים גדולים בתשומות, בפועלים, במנהלים, במהנדסים, ובחומרי בנייה. כל הדברים האלה, כרגע לא באים לידי ביטוי ואני מצפה, באמת כשמאי, אני חושב שמה שיקרה בסופו של דבר, זה שאנחנו צריכים לראות את ההשפעה על מחירי הקרקע. כי בסופו של דבר אנחנו מצליחים לשמור על המחירים, ביציבות, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה מפרסמת שיש

עליות במכירות ואפילו המחירים קצת עולים, זה הכול לדעתי תוצאה של המבצעים האלה שמכניסים לשוק הרוכשים, אנשים שאולי הם לא היו נכנסים בכלל לשוק הזה ללא מבצעי המימון המפתים. יש חשש שחלקם בעוד שנתיים שלוש לא יוכלו לקבל את המימון, ואנחנו נראה הרבה דירות חוזרות לשוק, וזו סכנה גדולה.

ולסיום אומר שאני באמת שאני ממתין בציפייה לפרסום תוצאות מכרזי רמ"י בשדה דב בתל אביב, שצריכים להתפרסם בסוף החודש הזה. מדובר במכרז גדול מאוד של רמ"י (כ- 7,000 יחידות דיור בצפון תל אביב) וזה מעניין לראות איך המחירים, מושפעים מכל הגורמים הנ"ל.

### שלומי שוב

בדיוק דיברתי עם ינקי, מרשות מקרקעי ישראל, הוא אמר לי שהם עשו ניתוחים כלכליים ברשות מקרקעי ישראל והם רואים ירידה. הוא גם אמר, בדיוק כמו שאתה עכשיו אמרת, שהם גם מחכים לראות מה יקרה במכרז הזה בשדה דב.

אני מבקש ברשותכם, לשמוע כעת דורון מהלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

### דורון סייג

אשמח להתייחס להערות שנאמרו, גם מה שאתה (משה פרידמן) אמרת וגם לגבי ההערכה שהמדד מציג עליה גבוהה ב- 10 אחוזים מהשינוי האמתי. אז קודם כל, מטרת המדד היא למדוד שינוי במחירים כפי שהם - לא להקטין סיכונים ולא להבטיח את העתיד של אוכלוסייה כזו או אחרת. לגבי עניין הטבות מימון - נכון, חלק מהדירות החדשות נמכרות עם הטבות מימון, וזה לא נכלל בעת חישוב המדד. עד עכשיו זה נבע מכך שאין בלמ"ס את המידע אודות הדירות ספציפיות שנמכרו עם הטבת מימון. החל מתחילת דצמבר רשות המסים דורשת לקבל מידע על הטבות מימון לרבות סוג ההטבה. כלומר, במערכת המש"ח נוסף עוד שדה עבור כל דירה חדשה שנמכרה שבו יצטרכו לדווח גם אם ניתנה הטבת מימון או לא, ואם כן אז גם על סוג ההטבה שניתנה. המידע הזה יגיע אלינו, ואז נדע מה ההיקף של הטבות מימון, מה התפלגות ההטבות לפי סוגי הטבות, מהי ההטבה הנפוצה ביותר ועוד. המידע הזה יאפשר לנו לקחת בחשבון, את שווין של ההטבות הללו, כדי לאמוד את השינויים במדד כאשר ההטבות הללו נלקחות בחשבון. בהערת אגב אציין, שזה לא משהו שמקובל במדדי מחירים. ההטבות מימון קיימות בכל העולם, לא משהו שייחודי ישראל ועדיין למיטב ידיעתי אין מדינות שמשקללות את ההטבות הללו. אז מצד אחד אנחנו רוצים להיות אחידים עם המתודולוגיה העולמית, ולכן אנחנו נמשיך לחשב את המדד לפי המתודולוגיה הנוכחית, ומצד שני אנחנו רוצים לספק את האינפורמציה של השתנות מחירי הדירות כאשר השווי ההטבות נלקח בחשבון. לכן הכוונה שלנו היא לייצר מדד ניסיוני נוסף לצד המדד הרשמי.

### שלומי שוב

ממתי זה אמור להיכנס?

### דורון סייג

בראשון בדצמבר יתחילו לאסוף את המידע על הטבות המימון בפועל, עורכי דין וכל מי שעוסק בדיווח לרשות המסים יתקל בזה במוקדם או במאוחר, אבל לחשש שמדובר בפער של 10 אחוזים, להערכתי אין אחיזה במציאות. החישוב של מדד מחירי הדירות הכלל אמור לשקף את השינויים במלאי הדירות, לא את השינוי במחירי העסקאות ולכן אנחנו משתמשים במקדמי ניפוח. קח בחשבון שמרבית העסקאות שנמכרו עם הטבות מימון, הן עסקאות פריסייל, מדובר על מספרים קטנים יחסית. העסקאות הללו מייצגת רק את עצמם, ההטבה הזו לא מייצגת דירות אחרות כי בדירות אחרות, ובדירות יד שניה בפרט לא ניתנה הטבה כזו. נניח ששווי ההטבה הוא שבעה אחוזים, מבלי להיכנס לחישוב כרגע, זה ינוכה רק מהדירה הספציפית שנמכרה, ולא מדירות אחרות. זאת מאחר שלא תמצא ההטבות מימון בדירות יד שנייה. ולכן כשאתה מסתכל על המספרים, מדובר על מלאי של כמה מיליונים לעומת מספר קטן יחסית של דירות חדשות שנמכרו בכל חודש, ברור שהמשקל שלהן הוא מאוד קטן ולכן גם ההשפעה שלהן על המדד הכללי תהיה מאוד קטנה. לגבי המדד של דירות חדשות, שם בהחלט צפויה השפעה להכללת הטבות הממוניות כי זה מדד של עסקאות. אין מלאי לדירות חדשות, ולכן אנחנו נותנים משקל זהה לכל דירה שנמכרה. כדי לאמוד את סך ההשפעה של הטבות הללו, אנחנו שוקלים לבחון את הנתונים שיתקבלו בחודשים הבאים, שאז כבר יהיו לנו דיווחים על הטבות מימון ולאמוד את שינוי המחירים ביחס לתקופה רגילה לפני שהתופעה של מתן הטבות מימון הפכה להיות נפוצה. למשל לאמוד את אחוז השינוי בשנתיים האחרונות, להשוות אותו לשינוי המחירים שדיווחנו באותה תקופה על סמך שיטת חישוב המדד הנוכחית. זה יאפשר לתת איזושהי הערכה לסך השפעה של אותן הטבות מימון על מדד הדירות החדשות.

### שלומי שוב

זאת אומרת אתה תתמחר רק את ההנחה המימונית נכון? לא את כל הטבות האחרות.

### דורון סייג

אין לי כרגע מידע על הטבות אחרות, יש את זה בכל מיני הסכמים, אבל זה לא משהו שנגיש לנו באופן שוטף. אנחנו מעוניינים להתרכז בדבר המהותי ביותר, שזה הטבות המימון. מעבר כך, יש קושי בלתי הערכה למטבח משדרג למשל, קשה לתמחר את שווי ההטבה לצרכן. אז כרגע הכוונה היא לטפל בנושא הטבות המימון בלבד.

### שלומי שוב

תגייד ויש לך הערכה בערך לאיזה סדר גודל תגיע?

## דורון סייג

זה תלוי בהיקף ההטבות שניתנו. נזקו כאן הערכות שעבור 80 אחוז, 90 אחוז, מכל הדירות החדשות שנמכרו, ניתנו הטבות מימון. אני לא יודע אם זה נכון. אני מתבסס על נתונים, בלי נתונים אני עוד בן אדם עם דעה, ולכן אני רוצה להתבסס אך ורק על נתונים.

## שלומי שוב

בוא נשמע כעת את הצד של יזמי הבניה

## ראול סרוגו

טוב, בוקר טוב לכולם, אני רואה פה הרבה קולגות מהתחום. תראו, אני כנשיא התאחדות הקבלנים שעומד בראש, נקרא לזה, הפירמידה של תיעול של הענף, אני לא שבע רצון לחלוטין ממה שאני רואה, ביניהם השיקולים שסיימת את דבריך, שלומי, בעניין של הסיכון ובעניין שמתלווה פה משהו שהוא לא טבעי. ה-20/80, 10/90, זה אנומליה זה לא משהו נורמלי. ולהערכתך, הוא גם לא יימשך לאורך זמן בניגוד למה שנאמר. הנושא הזה נולד בגלל בעיית הביקושים. אנחנו היינו בסיטואציה שנכנסנו למלחמה, כבר במצב לא הכי טוב, עם הריבית הגבוהה, הורידה או העלתה על הגדר רוכשי דירות פוטנציאליים, והקבלנים רוצים למכור. עכשיו, איך הקבלנים הגיבו? הם הגיבו בשתי דרכים. פעם אחת, יצאו במבצעים האלה וזה חלק גם מבצעים של מפרט טכני וחלק בנושא של המימון, וגם בלמו את התחלות הבנייה. אני לא יודע אם אתם שמים לב, אנחנו ירדנו מקצב התחלות בנייה של 80 אלף דירות בשנה. לקצב של 45-50 אלף התחלות בנייה. זה דרמטי. זה גם משפיע על העובדה שהמחירים לא יורדים. זאת אומרת, יש פה מצב לא נורמלי, שהביקושים ירדו והמחירים המשיכו לעלות. גם זה מצב לא נורמלי. הצורך עדיין קיים. יש הבדל בין צרכים לבין ביקוש. הצורך הוא אדיר. הביקוש הכבוש. אוקיי? כמו קפיץ שדורכים אותו, באיזושהי נקודת זמן הוא יתפרץ, ואז אנחנו נראה קפיצה בעליית מחירים. וזה מה שהרגולטור, הממשלה לא מבינה, שמה שמוטל עליה כרגע זה לפעול בכל יכולתה להשפיע על השוק, להגדיל את התחלות הבנייה ואת הצעדים. עכשיו, אני לא מסכים איתכם חבריי לגבי בנק ישראל. בנק ישראל הגיע למסקנה, אחרי שהוא בדק, לא להתערב, לא יודע, אם יש פה אנשים מבנק ישראל, אני אישית דיברתי עם המפקח על הבנקים, לפני שהוא נפגש עם סקטור הנדל"ן של כל הבנקים המסחריים. היו איזה כותרות, ואולי זה קצת הטעה אתכם, שהנה בנק ישראל מתערב. הייתה לי שיחה עם דני, המפקח על הבנקים, עוד לפני הפגישה שלו עם הבנקים עצמם, והוא תחקר ושאל, וענינו לו תשובות עם הצוות שלנו, עם הכלכלנים שלנו והתוצרים שלנו. והם קיבלו תשובות, נפגשו אחר כך עם נציגי הבנקים, ראיתי שפנינה אלה פה ברשימה, לא יודע אם היא פה באולם, היא לא הגיעה. ובנק ישראל הגיעה למסקנה, לא להתערב. נכון שבנק דיסקונט יצא ראשון בעניין הזה של ההגבלות לגבי האפשרות של 20/80. למרות שאני לא אוהב את זה, אני חושב שעשו מזה, לא עכבר, אבל עשו מזה, יותר ממה שזה, עצם הדיון פה, מראה שהם הגזימו בנושא הזה של ה-20/80. מבצעי מימון תמיד היו. תמיד היו. אני זוכר פרסומים גם באיילון. תקופה שלפני המלחמה, שהרבית הייתה אפס על מבצעי מימון. והטבות במפרט הטכני, תמיד היו. הקבלנים מתחרים אחד עם

השני. אני לא יודע אם אתם יודעים שלמרות ש... וזה מראה כישלונות הממשלות ב - 16 השנים האחרונות, מ - 2008 עד היום שמחירי הדירות לא מפסידים לעלות. שוק ענף הדיור בישראל הוא שוק של תחרות משוקללת. חד משמעית, כל הכללים שאנחנו יודעים על ביקוש והיצע עובדים. התחרות היא אדירה. זה לא כמו בשוק הסלולר, או בשוק של חברות השיווק של מזון. ובשווקים אחרים שהם שווקים אוליגופולים. זה שוק של הרבה מאוד יזמים, הרבה מאוד קבלנים, קטנים, גדולים, בינוניים, הם מתחרים ביניהם. והכישלון של הממשלה הוא בזה שעצם התחרות, שקל יחסית, שיש כשל שוק להתערב ולשנות, לא הצליחה. ולכן, המבצעים האלה תמיד היו. ככה הקבלן מבדיל את עצמו אחד מהשני. כשאתה נכנס לשכונה גדולה, שהם בונים שם הרבה, נניח ברמת השרון או בשדה דב, מי שהזכיר פה. יש פה חמישה שישה משרדי מכירות של קבלנים בשטח. הקבלנים מתחרים אחד עם השני, הם, שולחים מרגלים לקבלן השני, לראות מה קורה, בואו נראה איך נעשה. כמובן, הרי אין פה עניין של הגבלים עסקיים, אבל להפך, התחרות היא זו שהולידה את המבצעים האלה, ולכן, ברגע שביקושים יחזרו, בממדים נורמליים, בהתאם לצרכים, ואנחנו מדברים על הצורך שלנו היום הוא 70 אלף משקי אב, בתי אב חדשים כל שנה ושנה וכל עוד אנחנו בונים פחות הגירעון בדירות הולך ועולה, הביקושים, הלחץ, על מחירי הדירות הולך ועולה, וזה אמור להתאזן. זה אמור להתאזן בסופו של דבר ולכן השינוי במדד, אז אוקיי, אנחנו נראה שינוי בחודש הראשון שאתה עובד על המדד, מדד חודש ינואר פברואר 25. אבל אחר כך אין לזה שום השפעה. הרצון לפרסם מדד נתון...

#### דורון סייג

זה רק יעלה בצורה יותר גבוהה.

#### ראול סרוגו

נכון, אני אמרתי לסמוטריץ, אתם לוחצים, לרגולטורים, אתם לוחצים להקים מדד חדש, כי אתם רוצים לראות ירידות, זה מה שאתם רוצים, אתם רואים עליות כל הזמן, זה עניין פוליטי הפנייה בכלל ללמ"ס.

#### אמיר ברנע

איך מתחלק הסיכון בבנייה יזמית, בין שלושת הגורמים שהם היזם, הבנק והרוכש הדירה בהסדר של 90/10 או 20/80, איך אתה רואה את חלוקת הסיכון ביניהם?

#### ראול סרוגו

ראשית, יש סיכון. ברור שיש סיכון, אני לא אוהב את זה, אמרתי אצלי בחברה שלי זה היה במיעוט, לא במשהו שהוא מהותי, אבל יש סיכון. הסיכון היותר גדול הוא כמובן של רוכש הדירה. רוכש הדירה הוא לוקח סיכון די גדול. בסופו של דבר, איפה הסכנה? הסכנה כאן היא אם יהיה לנו פה ברבור שחור. זאת אומרת, אם יהיה ברבור שחור, של צניחה במחיר, אני לא יודע, דיברנו על לבנון, נורא חששנו שמלחמת לבנון תקרה, אם יהיה ברבור שחור, אותם אלה שקנו ב - 10/90, הרי הם חתמו על חוזה, זו לא אופציה. האופציה זה בסדר, זה רעיון יפה לחישובים הפיננסים האקדמיים. אין בעצם אופציה, יש

פה חוזה שהדייר חותם עליו. כשהוא חותם הוא מחויב. עכשיו, יש כאלה שהם קונים דירות להשקעה למרות שהם יודעים במפורש שאין להם את הכסף, אין להם את ה-90 אחוזים. איזה חישוב הם עושים? הם אומרים, אני אשים 10 אחוז, הון עצמי, את זה יש לי, שנגיע לסוף הבנייה, כנראה שמחירי הדירות יעלו בעוד שנתיים בעשרה אחוז נוספים, אני אמכור את הדירה ואני אעשה 100 אחוז על הכסף שלי בשנתיים. אחלה רעיון, תשואה של 50 אחוז לשנה, עובד נהדר" זה הרצון שלו והוא לא מבין אבל שבסופו של דבר מגיע היום שהצ'ק הזה יתפרע, הצ'ק הזה יתפרע בדין. עכשיו, איפה הסיכון של הקבלן, שמגולגל במידה מסוימת גם לבנק? זה שבאמת יהיה ברור שחור, אותם אלה לא יעמדו ב-90 אחוזים, יהיו ביטולי הסכמים, מחירי הדירות ירדו והיזם עלול להיקלע לבעיה. אבל היזם יכנס לבעיה בכל מצב של ירידת מחירים. זאת אומרת, העניין הזה של ה-20/80 ו-10/90 הוא לא מרע את מצבו יותר ממצב רגיל של ירידת מחירים. ולכן, בנק ישראל בסופו של דבר החליט לא להתערב, לתת לשוק לעשות את שלו, אני מניח שהדבר הזה ירגע באיזשהו שלב, ואנחנו נחזור לנורמה רגילה.

#### שלומי שוב

אני דווקא חושב שבנק ישראל בהחלט בעניין ומוטרד מהנושא, גם אם לא יוצאים בהצהרות רשמיות.

#### ראול סרוגו

בסדר אבל נכון לעכשיו הם החליטו לא להתערב, לא לשנות את הלימות ההון, לא ללחוץ על רגולציות כאלו או אחרות. אגב, הלוואות הקבלן שדיברנו עליהן, זה משכנתא. זה פשוט משכנתא, שלוקחים אותה בתחילת הדרך, עושים עליה חיתום רגיל, והקבלן מממן את הריבית בתקופת הבנייה, זה הכל, זה הלוואות קבלן, שום דבר.

#### שלומי שוב

בוא נשמע כעת את הזווית של שוק ההון.

#### אלון גלזר

אני חושב שבלהסתכל על הצד של הסיכון, מגדילים משמעותית את הסיכון, אני חושב שנדן אמרה, נדן הייתה גם בבנק ישראל וגם בבנק הפועלים. עם 100 אחוז הלוואות אפשר גם לעטוף את זה ולמכור את זה למשקיעים. אני חושב שאנחנו מגדילים מאוד את הסיכון, אני חושב שהחשיפה של הבנקים לנדל"ן עלתה בעשור האחרון מ-40 וקצת אחוז לקרוב ל-55 אחוז, מסך התיק שלהם זה נדל"ן, משכנתאות והלוואות ליזמים וקבלנים. ההלוואות ליזמים וקבלנים עלו מ-11 אחוז ל-18 אחוז מסך התיק, אנחנו הופכים להיות בנקים של נדל"ן וזה מודל נהדר כמובן, לוקחים הלוואות 90/10 או 80/20 ומוסיפים הלוואות קבלן, ובעצם הקונה קנה בלי להביא כסף מהבית וזה נורא מפתה, אבל בסוף יצטרכו להיפגש עם זה. אז אנחנו מגדילים את הסיכון, אנחנו דוחים אותו, זה מודל נהדר כי הוא באמת הציל את הקבלנים. המוח היהודי הביא פה פטנטים שעוזרים לעבור את זה, אבל הגדלנו משמעותית את הסיכון. אפילו לא ברבור שחור, אפילו ברבור אפור יכול גם כן להגיע למצב שנגיע לגשר

הזה בעוד שנתיים שלוש, ואנחנו נהיה במצב שנשאל למה בנק ישראל לא התערב באופן יותר משמעותי.

#### ראול סרוגו

אני פשוט שכחתי. מנית פה ארבעה סעיפים למה המחירים לא יורדים.

#### שלומי שוב

אלה הערכות שלי, כן?

#### ראול סרוגו

הערכות שלך. בוא תיכנס לראש של הקבלן רגע, ומעבר לעניין שאמרת, יצירת מומנטום שלילי, תמחור, כל הנושא הזה שהוא נכון. אבל למה הקבלן לא מוריד מחירים? למה הוא מעדיף להגדיל את ההוצאות שלו, הוצאות מימון והוצאות מפרט טכני, ולא להגיד אוקי אני עושה הנחה? התשובה היא פשוטה חברים, כולנו פה יזמים, נותנים שירות בעצם לרוכש הדירה. רוכש הדירה הוא לקוח שלנו. עכשיו, נכון להיום, בתהליך של בניה יש 200,000 דירות, בתהליכי בנייה שונים, כש - 70,000 דירות לא מכורות. זאת אומרת, אנחנו בדרך כלל במצב נורמלי, שני שליש מהדירות מכרנו כבר, ושליש לא, אז אני לא רוצה להוריד מחירים, על מי אני חושב כאן? על הרוכשים הקודמים. בדיוק, אני לא רוצה לגרום לכך שרוכשי הדירות הקודמים יתאכזבו, הם יהיו האויבים שלי אחר כך, הם יגידו רגע, מה, אתה הורדת את המחיר? אני נדפקתי בגללך, ולכן זו הסיבה המרכזית. למה הקבלן לא מוריד מחירי הדירות, הוא חושב שעל אלה שרוכשו, לא רוצה לקלקל להם את חווית הרכישה, הוא לא רוצה לפגוע בהם.

#### אלי אלעל

אני חושב שיש פה מאפיינים שמתחילים להזכיר סאב פריים, אני חושש שעם ישראל נוהר בהמוניו לעסקאות עתידיות, הרבה פעמים בלי דעת. מתעסקים עם נגזרים פיננסיים על נכסים לא הומוגניים, לא שקופים, פעמים רבות מידי ללא חיתום, ועם מרכיבי סאב פריים די משמעותיים. זה יכול להיות עסקה בסדר גמור לקונים חזקים. אבל זה יכול להיות רע מאוד לגברת ואדון כהן מחדרה. נראה שהסיכון הסיסטמטי/מערכתי פה גבוה ומאד מתגבר. לקבלנים אין ברירה, הם חייבים לשרוד. מעניין גם שהבנקים, שמחזיקים את שוק האשראי משני הצדדים, גם אשראי לקבלנים וגם אשראי למשקי הבית, גילו שיטה לגלגל סיכון למקום נוח יותר מבחינתם. מצד אחד, הקבלנים: שם זה נמדד, והם עלולים למחוק לא מעט בגין סיכוני אשראי. והנה עובר חלק מהאשראי והסיכון לצד של משקי הבית, שם מצד שני, מחיקות משמעותיות כמעט ולא קיימות, כי המדידות של איכות האשראי שונות לגמרי, וגם כי כמעט הכל תמיד ברקורס מלא. כל עוד המחירים ימשיכו לעלות, הסיכונים לא יתממשו, או יתממשו באופן חלקי. אבל כשהשפל יגיע, אם יגיע, יראו מי שוחה בלי בגד ים. לדעתי הרגולטור חייב להיכנס לעניין, ולו רק כדי לבדוק מה קורה שם באמת. יש פה מרכיבי סיכון שלא ידועים כי הם לא מדווחים ולא נמדדים. לכן זה מתחיל להישמע כמו סאב פריים. במקרים רבים אין בכלל שום חיתום,

אנשים קונים דירות הרבה מעבר לפופיק שלהם. כמו שצוין פה. השלב הבא, שישלים לנו את הדמיון, יהיה אם חס חלילה נראה את הבנקים, מתחילים לארוז את הלוואות הקבלן האלה, ולמכור אותן למוסדיים.

**שלומי שוב**

תודה אלי. אני רוצה להכניס גם את הצד של רואי החשבון שהם משמעותיים כאן

**גיל כץ**

אני חושב שהכרה בהכנסה זה אחד הנושאים המהותיים ומכאן ההשפעה של חוות הדעת המשפטיות על משהו שכנראה מעולם לא נבחן במדינת ישראל, כי בפועל, המחירים עלו. למה מכירים בהכנסה בישראל לפי התקדמות? הרציונל החשבונאי בא ואמר נחתם הסכם, בסוף היום אם הלקוח יבוא ולא ישלם אפשר יהיה לאכוף את זה בבית משפט ולקיים אותו. מדהים שאתה מסתכל היום בעולם, יש בערך ארבע מדינות בעולם בערך שבהן מכירים בהכנסה לפי התקדמות. סינגפור, מלזיה, איחוד האמירויות וישראל, ואולי שכחתי עוד איזו מדינה קטנה. במדינות אחרות לא הלכו למצב הזה. האם זה אומר שההסכם המשפטי שמה שונה, לא יודע. אבל זה באמת מדהים לראות שבעצם ההכרה בהכנסה באמת מתבססת על חוות דעת, והצורך באותן חוות דעת הוא מאוד מאוד קריטי. מה יקרה בסוף היום בהיבט החשבונאי? האם יגיעו למה שנקרא ליום פקודה, האם באמת יאכפו את זה? כן או לא, אני לא יודע, אני רק מנסה לחשוב מה תהיה ההשלכה, אם יתחילו לבוא חלילה וחס פסקי דין או החלטות שלא אוכפים על גברת כהן או על אדון כהן מחדרה, את קיום ההסכם. מה זה יעשה בדוחות רווח והפסד של כל היזמים בישראל? מה אם השופט יגיד אחרת... אז אני לא יודע להגיד את הדבר הזה, אבל כל עוד כולם ימשיכו מה שנקרא להשאיר את המחירים גבוה, נמשיך לחיות על אותו עולם של חוות דעת משפטיות. האם בסוף היום זה יגיד אחרת? אני חושב שכן.

**שלומי שוב**

וואו, זאת היתה אמירה משמעותית.

**אמיר ברנע**

אילן, אשאל אותך משהו. אם אפשר.

**אילן גילדין**

בטח.

**אמיר ברנע**

הוויכוח הוא אם זה הסכם של אופציה או הסכם של רכישה סופית. זה הוויכוח.



### אילן גילדין

נכון. זה הוויכוח. יותר מרכיבים של פורורד, פחות מאפיינים שלא אופציה, כי בסופו של דבר תהיה מסירה פיזית.

### אמיר ברנע

אם זה הסכם מחייב, כמו ששמעתי פה, האם הוא עובר הליכי חיתום כמו הסכם מחייב?

### גיל כץ

אני לא מתיימר להגיד, אם זה אופציה או לא אופציה בהיבט המשפטי אתן לך בשנייה דוגמה ממדינה אחרת. קח לדוגמה קנדה, בסדר? סתם, כי אני מכיר את זה מקולגות שלי בחו"ל. בקנדה, ב-IFRS 15, הייתה להם התלבטות קשה אם באמת מכירים בהכנסה לפי התקדמות, או רק במסירה. ושם ההבנה הייתה שיש בהסכם אי בהירות משפטית. הם הלכו אגב לכיוון אחר, מכירים בהכנסה רק במסירה. לא יודע להגיד לך מה יותר נכון מה לא נכון.

### אמיר ברנע

מתי המכירה?

### גיל כץ

במסירת הדירה. זה ברור שמהותית ההכרה לפי התקדמות היא נכונה, יש בה היגיון רב, כולנו מבינים אותה. אבל אנחנו מדינה אחת בתוך ארבע מדינות מתוך כל העולם, כל העולם ואירופה זה הכרה במסירת הדירה, ארה"ב זה מסירה, קנדה זה מסירה. כנ"ל סינגפור ואיחוד האמירויות ועוד.

### נדין טרכטנברג

אני רק רוצה להוסיף נקודה אחת לגבי הסיכון, אנחנו אומרים איפה הולך הסיכון בדבר הזה, ואני רוצה להגיד, לענות טיפה לאלון, כאשר הוא חושב על הבנקים, כלוקחים את הסיכון. וזה נכון, כמובן קודם כל הרוכש שעליו לשלם את ההלוואות האלה. אבל אחת מן הבעיה שיש לנו פה, וזה בעיה שהיא לא קשורה לענף הנדל"ן, אבל חלק מלפזר, להוציא מהבנקים את הסיכון, זה שיעשו איגוח עם המשכנתאות, וזה סוג הדברים שאנחנו רואים בשווקים אחרים, המשכנתאות לא נשארות על הבנקים. יש דרך להשאיל את זה למקומות שיכולים לקחת על עצמם את הסיכון.

### אפרת טולקובסקי

אני צריכה לעשות פרסומת. אני אפרת מאוניברסיטת רייכמן. יש לנו מדד מחירי דירות שאיננו מכיל דירות יד שנייה, דירות חדשות, רק דירות יד שנייה. מי שמכיר את זה, זה בשיטת המכירות החוזרות משווים דירה לעצמה בלבד, ולכן לא משתמשים בדירות חדשות, מעבירים דירות. ושם אנחנו ראינו באמת בשנה האחרונה עליית מכירים, כמעט סטגנציה במחירים, בניגוד ללשכה המרכזית לסטטיסטיקה, שמראה כמעט 6 אחוז ב12 החודשים האחרונים, אז יכול להיות שזה שם, למרות

שהדירות הישנות כוללות לא ממ"ד, ואנחנו מבינים שיש גם שינוי במאפייני הביקושים של האנשים, אז לא בטוח שזה זה. אבל אם אתה רוצה ללא, ללא הטבות מוכר וללא כלום, מחירי הדירות בעצירה. לא בירידה, בעצירה ולא בירידה למרות כל המורכבות. ואין הטבות מוכר.

#### ערן עמרם

אני משנה למנכ"ל קבוצת לוינשטיין. שמענו היבטים שונים של מכירות 20/80. אגב, אני גם חושב אבל אני לא יודע מתי וכמה זמן זה יקח, שהמבצעים האלה כנראה עוד יתמתנו או יגמרו מתישהו. בסוף לכל האירוע הזה יש עוד מרכיבים נוספים, כמו למשל מה שאנחנו רואים כהתייקרות משמעותית במחירי הביצוע. אנחנו כבר מרגישים את זה, בחודשים האחרונים, זה התחיל עוד לפני המלחמה, זה התחזק במלחמה ובגדול לאף אחד אין ערבות על כלום אבל נראה שזה גם ימשיך. עליה של מחירי הביצוע תדחוף את המחירים כלפי מעלה הואיל וזה סוג של מס או היטל או עלות שהיא רוחבית על כל השחקנים בשוק ולכן גם את זה. אותם אנשים שמנסים לקנות את הדירות בתשלום עתידי למעשה מנסים להרוויח או לגדר. חוסר הצמדה של החוזים האלה וזה אולי מה שמגלם סיכון עודף בהשוואה לחוזה 20/80 שיש בו מרכיב הצמדה, זה שני מכשירים שונים, זה אירוע אחרי לגמרי, זה סיכון רוחבי לקבלנים ומתווסף לסיכון של 20/80.

#### עופר ינקוביץ

אני רציתי קצת להתייחס לדברים של גיל לשים את כובד המשקל על חוות הדעת המשפטיות, אני חושב שלא צריך לשפוך את התינוק עם המים כי אנחנו בסיטואציה לא נורמלית. הבסיס של האכיפה של חוזי מכר, אני חושב שלא צריך להטיל בו ספק, זה בסיס שעבד פה כמה שנים טובות. הוא מעוגן היטב, אפילו כשרואים את חוק החוזים תרופות, רואים שהאכיפה זה הסעד הבסיסי המרכזי, וחוזים יש לכבד, ולכן אני שם כרגע בצד את האירוע של המלחמה, אני לא חושב שיש בעיה ברמה הסיסטמית, הבסיסית העקרונית של זכות האכיפה של חוזי מכר. המלחמה יוצרת פה איזושהו "רעש", ללא ספק יש לה משקל בנושא הזה, שקשה להגדיר כיום. הדבר הכי דומה לזה שראינו זה אירוע הקורונה. זה הוויכוח, אם יש כאן אירוע שהמשפט צריך להתחשב בו (במצבים של עיכוב במסירת הדירות), כשחוק המכר דירות בעיקר מסדיר את הנושא של פיצוי, הוא לא נוגע בנושא של זכות לבטל או לא, בנושא מלחמה יש פסקי דין ישנים שבישראל גם מלחמה היא דבר צפוי, וכשקוראים את דו"ח הקורונה רואים שהגישה של משרד המשפטים, שהדגש הוא לא על עצם זה שאפשר היה לצפות שתהיה מלחמה, אלא על ההשפעות ועל העוצמה, והעוצמה וההשפעות של המלחמה הזאת אני לא חושב שהן כאלו שמראש שאפשר לצפות אותן או צריך היה לצפות אותן, וגם לא נכון לזרוק את הסיכון הזה במלואו רק על אחד הצדדים, ולכן פה אני חושב, שצריך איזו מעורבות רגולטורית. משהו דומה למה שעשו בקורונה שניסו לחלק את הנזק בין הרוכשים והיזמים, כי הפיצוי המוסכם היום גבוה ומאוד משמעותי ואם המלחמה לא תוכר כאירוע "סיכול", תהיה פה עלות נוספת של הפיצויים שגם היא תשחוק את הרווח של היזמים בצורה משמעותית.

### שלומי שוב

תודה עופר, אם אני זוכר נכון גם אתה נתת בזמנו חוות דעת משפטית בנושא יכולת האכיפה לצורך IFRS 15. מבחינתך חוות דעת עדיין בתוקף גם בהסדרים הנוכחיים?

### עופר ינקוביץ

אז אני אומר, בעקרון כן, כאשר הנושא של המלחמה ועיכוב במסירה בגלל המלחמה ואם העיכוב הוא מתמשך, האם הוא מקנה זכות לבטל או לא, זה כבר מאוד תלוי נסיבות.

### גיא טביביאן

יש כאן שתי סוגיות משפטיות. הסוגיה הבסיסית במה שגיל התייחס אליו זה הנושא של האם יש זכות אכיפה. ברגע שיש זכות אכיפה, צריך להכיר בהכנסה על פני זמן ואני חושב שהתוצאה שיש בישראל, היא תוצאה הרבה יותר הגיונית מבחינת הדוחות הכספיים ממה שהיה ב- IAS 18.

עכשיו לעניין ההשפעות של המלחמה והקורונה, יש פה סוגיה אחרת ושלומי התייחס אליה בדברי הפתיחה, האם יש זכות ביטול, האם חברות צריכות לבטל את ההכרה בהכנסה, שלומי ציין גם את ההתייחסות של סגל רשות ניירות בדו"ח ממצאים שלהם. זו סוגייה אחרת והיא קשורה לשאלת כוח עליון. אמיר התייחס לאופציה, לדעתי אין פה אופציה יש פה הסכם מכר.

### אמיר ברנע

אבל אין חיתום, אני לא מבין מה שאתה אומר. מה המשמעות של זכות אכיפה אם אין חיתום? אם בבנק נותנים לך אשראי, אז יש לו זכות חוקית לגבות את האשראי. אם הוא לא עובר הליך של חיתום הוא לא בודק אם יש לך יכולת החזר, אז ברור שהבנק יכנס לבעיה.

### איילת נעים לבנון

כדאי לחדד את עניין החיתום ולהבהיר על מי האחריות.

בסופו של דבר, בהלוואות קבלן מתקבלת הלוואה מהבנק, אמנם הריבית משולמת על ידי יזמים, אבל הקשר הוא בין הבנק לרוכש, וקיימת התחייבות מלאה של הרוכש לתשלום ההלוואה.

אם אנחנו נדבר בעולם של הסיכונים, אני מסכימה שאומנם קיים סיכון לכך שלרוכש תהיה בעיה לשלם את יתרת התמורה או לפרוע את ההלוואה אבל, אבל בראייה הכללית, בסוף יש פה גם אלמנט שמקטין סיכונים בעניין של נזילות ליזמים ובמבחן המציאות הרוכשים עומדים בהתחייבויות שלהם.

במצב הקיים לאור עליית הריבית וחוסר הוודאות, הרצון של הרוכשים הוא לשלם כמה שיותר בסוף, ולכן, זה אומר לאורך תקופת הבניה חלק מהעסקאות, לא בהכרח כולן, הן ב-20/80, וחלק מהעסקאות, הן עם הלוואות קבלן. בסוף לאורך הבנייה, נכנסים כספים שהעלויות שלהם עלויות יותר נמוכות מבחינת מימון.

אם יקרה משבר, כבר לא ידעת איזה משבר יכול לקרות לנו, קורונה פרצה, מלחמה פרצה, פתחו מערכה בצפון, המחירים עלו, סגרו סחר, אבל אם יקרה קרייסס נוסף אז נכון, יתכן מצב, שחלק מהאנשים לא יוכלו להשלים את יתרת תשלום התמורה, אבל עדיין אתה נמצא בסיטואציה שאתה כבר עם מלאי גמור, ולהתמודד עם מלאי של דירה גמורה זה הרבה יותר קל מאשר להתמודד עם מלאי בתהליך.

#### שלומי שוב

בואו נשמע כעת את רשות ניירות ערך

#### שלומי דוידוב

אין כרגע מבחינתנו איזושהו שינוי בגישה שלנו ובעמדות העבר שפרסמנו. אתה מכיר היטב את הפנייה המקדמית של חגי' ומה שנקבע בזמנו לגבי זכות האכיפה. גם גיל וגיא דיברו על זה עכשיו. כרגע, שוב, אנחנו לא נמצאים באיזושהו היפוך של העמדה שלנו, או בחינה מחדש של הנושא הזה. כמו שזה נראה כרגע, ממשיכים לפעול באותו כיוון חשבונאי של הכרה בהכנסה על פני זמן.

#### אמיר ברנע

זאת אומרת, אין פה אופציה. אתה אומר, אין פה אופציה, אין פה הסדר מימון.

#### שלומי דוידוב

אני לא נכנסתי לאופציה או לא אופציה.

#### פרידה עבאס

אני חושבת שקודם כל צריך לשמוע את היזמים, להבין את העובדות לעומק, לברר האם יש שינוי בנסיבות, האם החוזים של 20/80 הם חוזים שונים במהות מכל חוזה מכר אחר. האם התשתית המשפטית עליה מבוססת ההכרה בהכנסה, נפגמה או לא השתנתה, האם זכות האכיפה קיימת. זה מה שאני מחכה לשמוע. לשמוע את העובדות מהצד השני, היזמים.

לדעתי לפני שעוברים לניתוח של ההשלכות החשבונאיות, על בסיס תהיות או שאלות שעולות. צריך להבין האם מסכת העובדות השתנתה. ולכן הייתי רוצה לשמוע את היזמים.

#### רון יפו

אני רוצה דווקא להתחיל עם מה שנדין אמרה, אנחנו אחת המדינות הכי שמרניות מבחינת גובה המשכנתא לדירות. המשכנתאות לדירה ראשונה הן לא יותר מ75 אחוז, אין פה נוף-ריקורס, בשום תהליך, אתה קונה דירה, פולי ריקורס. בן אדם שלא משלם משכנתא לבנק הוא פושט רגל. הוא לא שולח את הדירה לבנק. זה תהליך שבארצות הברית, אגב סאב-פרייס לא יקרה פה, כי בארצות הברית כל הרעיון היה נוף-ריקורס, 100 אחוז משכנתא, אתה לא שם שום דבר, וביום שאתה לא רוצה אתה מניח את הנכס. קודם כל זה לא קיים בארץ. בשום מקרה, בשום מבצע, בשום תהליך זה לא קיים.

ולכן רמת הסיכון היא מלכתחילה כמעט לא קיימת, וכל סיפור חוזי המכר, אופציה, זה לא באמת נכון במקרה שלנו. אנשים במדינה קונים דירה, משעבדים את חייהם, את בני המשפחה שלהם וכו', כדי שתהיה להם קורת גג, והבעיה הגדולה היא ההיצע. זו הבעיה. ביום שיהיה פה היצע מספיק גדול, יהיה אפשר לדבר על הורדת מחירים, יהיה אפשר לדבר על שינוי המצב. כרגע, יש דפיציט גדול שרק הולך וגדל ולכן ברור שמחירי הדירה עולים. אני ישבתי איתך פה לפני שנתיים בדיוק, נובמבר 2022, דיברו על ריבית מאוד מאוד גבוהה, ישב הציבור ואמר אני מפחד לקחת משכנתא, אני לא יודע מה הריבית שלי, אני מחכה, אני יושב על הגדר ומחכה. בינואר, כשהנגיד פעם ראשונה סימן הורדת ריבית או לפחות הפסיק את העלייה, הציבור חזר, כי הוא אמר רגע, עכשיו אני יודע מה תקרת המשכנתא שלי. כדי שאנחנו, כיוזמים נעזור לרוכש הדירה באנו ואמרנו אין בעיה. אתה מאמין שהריבית לא תרד? תיקח 20/80, ואת המשכנתא תיקח קרוב יותר למסירת הדירה. כדי לא להגדיל את כל הסיכון אצלנו, לקחנו את הבנקים עם הלוואות קבלן. בהלוואות קבלן הרוכש עובר חיתום מלא, הבנק צריך לאשר אותו. זה אומר שלא רק שאתה מקבל את ההלוואות קבלן היום, אתה בעצם מסוגל לרוכש את הדירה באופן מלא. בוא נשאל את הבנקים, מה כמות הדיפולטים של רוכשי הדירות במדינת ישראל במשכנתאות? אנחנו עשינו מבצעי 20/80 משנת 2014, כולל הלוואות קבלן. דירה אחת לא חזרה לי למלאי בסוף התהליך. אף לא אחת מכל הדירות.

#### **פרידה עבאס**

כמו כן, לעניין הלוואות הקבלן, לעניין ההסכם המשולש, בין היזם, הבנק והלקוח. אשמח לשמוע ולהבין מה קובעת מערכת ההסכמים הזו, על מי חל הסיכון? מה החשיפות לכל צד?

#### **לוי שטרסלר**

בהסכם בין החברה לבין רוכש הדירה לא חל שום שינוי, למעט נספח א', לוח התשלומים.

לא השתנה שום דבר בתוכן ההסכם, בזכויות המשפטיות של הרוכש או שלנו כיוזמים. מבחינת יכולת האכיפה של ההסכם, יכולת האכיפה עכשיו כשמשלמים 20 או פחות מזה, נשארה כמו שהייתה קודם כשהרוכשים שילמו לינארית. לא השתנה שום דבר במקרה הזה בהיבט המשפטי ולכן הישום החשבונאי נותר זהה. ככה שאני לא מבין את הדיון בכלל. יש קנס מוסכם בהסכם אך הוא מינימאלי. אבל יש ליזם עדיין את זכות האכיפה. זאת אומרת, שזה קנס מוסכם אם היזם מסכים לשחרר את הרוכש מהעסקה. דרך אגב הוא מינימלי והוא אינו כולל נזקים והוצאות.

#### **דורון זנדר**

האמת צריכה להיאמר - אנחנו חווים במשרדי המכירות שבאים רוכשים עם חוזים של קבלנים אחרים לא "TIER ONE" שנותנים לרוכשים אופציות לבטל חוזה. אז הרוכש, בא, הוא חושב שנתנו לו אופציה לבטל חוזה, אנחנו מבקשים לראות את זה. אנחנו קוראים את המלל ורואים בתוך המלל שמאוד מאוד קשה, גם לדייר כזה שהוא חושב שהוא יכול לצאת מהעסקה לצאת מהעסקה. גם במקרים השוליים האלה של קבלן שמוכן להתאבד בשביל למכור את הדירות, גם שם

יהיה להם מאוד קשה. אנחנו לא עושים את זה, כמו שאמר לוי, אנחנו עם החוזים שהיו לפני, יש את הפיצוי, אנחנו עושים לרוכש חיתום פנימי תוך כדי תהליך המכירה. בתהליך המכירה, שואלים אותו: איך אתה מתכוון להשלים את הדירה? יש תיעוד לזה! הוא לא יכול לבוא להגיד אחרי זה אני לא הבנתי, לא אמרו לי, יש חוזה, אני לא רואה בית משפט שיבוא ויגיד שהחוזה לא בר אכיפה כי זה ימוטט פה מערך שלם. לסיכום, רוכש נשאל ואומר יש לי יכולת ואני צריך לבצע את הפעולות הבאות ורושמים את זה כלומר הוא לא יכול להתעלם. שנית, בתוך הפיצוי המוסכם, אני לא מצליח להבין איך בן אדם שקונה דירה, מחיר ממוצע אצלנו 3 מיליון שקל לפני מע"מ. מה הוא יאבד 15%? הוא יביא את אמא שלו ואת האחים שלו והם יעשו יחד את העסקה והכל כדי להציל את העסקה הזאת. אנחנו אכלסנו עכשיו פרויקט של 20-80 כולם התייצבו כמו תותחים, גמרו חשבון ושלוש תודה רבה.

### לוי שטרסלר

אני לא יודע אם יש פה מישהו מהמערכת הבנקאית. אני לא חושב שיש גורם מממן שיאפשר לי לממן פרויקט עם דרישת הון עצמי נורמטיבית, עם מכירות שמוגדרות כאופציה לרוכש. אין דבר כזה, זה פרויקט שלא ניתן למימון.

### אמיר ברנע

החוץ בנקאי לא מאשר עסקאות מעל שליש?

### לוי שטרסלר

לא! אצלי לא.

### שלומי שוב

בואו נשמע גם את הצד של הבנקים.

### יהודה בדור

אני יהודה בדור מבנק דיסקונט, מהענף המסחרי. מה שאני יכול להגיד לכם קודם כל אמפירי, פרויקטים שכבר הסתיימו ב-20, 80 שנמכרו הרבה דירות. אנחנו לא מצאנו איזושהו כשל, נקרא לזה קטסטרופי שאנשים לא עמדו בהתחייבויות שלהם וזה מה שאני רואה, מספר פרויקטים. גם אני שומע את זה גם ממספר קבלנים. זאת אומרת שהנושא הזה בכלל של אופציה, לפחות לטעמי, לא קיים מי שרוכש דירה ואם הוא דיבר פה על 3 מיליון שקל, שם פה 600,000 ש"ח הון עצמי הוא לא באמת אחד שהוא ספקולנט ומשחק על מחיר הדירה. הם באמת רוצים דירה. אני יכול להגיד לכם שבסקירה הקרובה שלי שניים כאלה רוכשים, לא יכולים לעמוד ב-80 אחוז, חד משמעית לא, אבל יש הורים, הם יודעים בדיוק איך הם גומרים את העסקה. זה לא שהם עכשיו אומרים אני אבנה על עליית מחיר ויעשה איזושהו אקזיט.

הנושא הזה של האופציה בכלל בעיני לא קיים. נגיד קבלן שימכור ב-5 95 את כל הדירות שלו אני אומר לך, אנחנו בתור בנק לנותן לו ליווי, אני חושב שזה באמת ספקולטיבי ללכת ל-5 אחוז, 90 אחוז.

אבל אם זה בשוליים זה באמת לא מעניין, אני לא חושב שצריך פה ללכת לכיוונים של 100 אחוז מימון לקבלנים, לא לקבלנים, בנק ישראל כבר עצר את זה. גם לא לרוכשי הדירות. זה בהכרח ינפח את מחיר הדירות.

**אמיר ברנע**

באיזה שלב אתה בודק את הרוכש? באיזה שלב אתה הבנק בודק אותנו?

**יהודה בדור**

הבנק רוכש זה מהצד של המשכנתאות.

**אמיר ברנע**

תשובת הביניים, אתה מבצע את המשכנתא בדרך?

**יהודה בדור**

אני, אני יכול גם להציג את הצד של המשכנתאות.

**אמיר ברנע**

מתי הבנק מכיר ברוכש? מתי הבנק נפגש איתו?

**יהודה בדור**

הבנק מגיב מהצד של המימון לא של הרוכש. הוא לא מתעסק עם זה. אם אני רואה מכיוון הניבוי, נכנסים כספים, אנחנו עומדים אחרי זה. בקטע הזה אנחנו רואים שנכון להיום אין כשלים. יכול להיות שאם עכשיו כל הדירות ימכרו ב-20-80 גורף ללא הלוואות קבלן, יכול להיות שתהיה איזושהי קטסטרופה עתידית אני לא רואה את זה כך. גם לא כל הדירות נמכרות ב-20, 80. למרות זאת יש דירות שנמכרות לאורך.

**אמיר ברנע**

רגע, עסקה נניח 10,90 או 20,80 לא מתבצעת משכנתא במהלך הבניה? קבלן משלם את הריבית אני לא נכנס לזה. אבל אתה מכיר את הרוכש?

**יהודה בדור**

בהתחלה ב"דיי וואן". לקוח שעושה משכנתא וב-20 80 לוקח נגיד גם הלוואת קבלן.

**אמיר ברנע**

הוא לא קיים בה כבר?

**יהודה בדור**

לא

#### אמיר ברנע

לצורך מימון הבניה?

#### יהודה בדור

הוא לא חייב, למרות שיש קבלנים שכן מחייבים אותו לקחת, כי זה, נקרא לזה ניהול התזרים הפנימי שלהם. הרוכש פחות או יותר אדיש לזה כי זה לא עולה לו. דרך אגב צריך לשים לב שמבחינת החוק 20% ראשוניים של משלם ההלוואה פטורים מהצמדה, לפי חוק. היתרה, רק 50%. זאת אומרת הטבה של חוסר הצמדה ולשלם את זה נומינלית היא מול נגיד האופציה האחרת, היא החוקית, חלקית.

#### מאור דואק

אני מנכ"ל חברת מניף. אני חושב שכל הדיון הזה פה הוא דיון שמאוד מתחבר.

אנחנו מתעסקים בעיקר בפרויקטים בענף המגורים, משהו כמו 25 שנה. היום בתיק יש לנו בערך 200 פרויקטים מכל הסוגים, מכל המינים ומכל מיקום גיאוגרפי. אני חושב שיש לנו פרספקטיבה מאוד מאוד רחבה. קודם כל כשאני שומע את הדיון הזה, אני שומע אנשים שאומרים דברים מצדדים שונים, זה מאוד מתחבר לי לתחושה שלי שאל תיעלבו אתם כולם חשבונאים. אבל אני חושב שגם החשבונאים פה יגידו את הטענה הזאתי שמאוד קשה בדוחות הכספיים של חברת נדל"ן לקבל את התמונה המלאה בגלל תקנים כאלה ואחרים בגלל מאפיינים כאלה ואחרים.

אני אומר את זה כמי שנותן אשראי ומי שיושב מול יזמים כשאני נכנס מעבר לתחושות בטן, מסתכל על יזם להבין את היכולות שלו אני צריך לקרוא דוחות ונתונים. הדוחות הכספיים לא מקבלים את המדרג הכי גבוה אצלי. אני תמיד אומר מה ששמעון פרס אמר על סקרים, להריח ולא לשתות, זה מה שאני אומר על הדוחות הכספיים.

אבל באמת זה להריח ולא לשתות כי הרבה פעמים נתקלתי בחברה עם הון עצמי חיובי, אבל פרויקטים קטסטרופליים ועדיין תקני החשבונאות לא שיקפו אותם בדוחות, ויזמים עם גרעונות בהון העצמי המאזני אבל אני יודע שיש להם פורטפוליו של פרויקטים שהם מכורים וטובים ועודפים שמחכים מעבר לפינה שאוטוטו ישתקפו בדוחות הכספיים, ולכן הדיון הזה מתחבר לחיי היומיום של מי שקורא דוחות כספיים, ואני מבין מאיפה זה בא. עניינית גם אם אני מדבר על נושא ה-20:80, אני חושב שבתיאוריה הדיון הזה דיון יפה ונכון וזה טוב לקיים אותו, אבל הוא בדיוק עוד פעם משקף את הפער בין המציאות לבין האקדמיה.

#### אמיר ברנע

איפה אתם נכנסים במישור היחסים בין היזם לבין הבנק? איפה אתם?



## מאור דואק

אנחנו חברה שמתעסקת בעיקר בהשלמות הון והעמדת מימון אל מול עודפים בפרויקטים. יזם שבונה פרויקט נדלן, ניגש לבנק או לחברת ביטוח בשביל לקבל ליווי פיננסי. בשביל לקבל ליווי פיננסי הבנק או הגורם הפיננסי מבקש מאותו יזם הון עצמי. ההון העצמי מהווה בעצם את הבטוחה או את היכולת של הגורם הפיננסי ללוות את העסקה. אנחנו מממנים חלק מההון העצמי זה בעצם המגזר העיקרי, בנוסף אנחנו נותנים גם מימון כנגד עודפים וכל מיני אשראים מיוחדים בענף הנדלן.

החברה קיימת 25 שנה גם כשהבנקים יגדלו באחוזים יותר גבוהים ויותר נמוכים, והיא עושה את ההתאמות האלה. אני אומר בשורה התחתונה, אני מבין את הדיון הזה, אבל בסוף אנחנו באים גם כן מהשטח, רואים את הפרספקטיבה, אנחנו רואים פה את היזמים הגדולים, אני גם מכיר יזמים קטנים, אני עובד גם עם יזמים קטנים. בסופו של דבר זה לא עסקת אופציה, היזמים מרגישים מאוד בטוחים בעסקאות האלו, אני חושב שזה פשוט כלי של היזמים לפתרון בעיות. כמו שהיזמים בשנים האחרונות מתמודדים עם המון המון קשיים, דברים שהם באמת שוק משוכלל, נוהגים אולי לפעמים לזלזל ביזמים ולהגיך שאולי הם לא מספיק משוכללים, הם מאוד משוכללים. מאוד עושים התאמות למציאות. וגם 20:80, זו עוד דרך שלהם להתמודד עם המציאות, כמו שהם יודעים להתמודד עם הקשיים בביצוע, כמו שהם יודעים להתמודד עם כל הקשיים בשנים האחרונות, זה אחד הכלים, ואני חושב שצריך לתת להם את הקרדיט, הם יודעים לעשות את זה. מישהו הזכיר את זה פה במילה כשהריבית עלתה אמרו "וואו, עכשיו אחוזי הפיגורים והמשכנתאות יעלו, ואנשים באמת יחזירו דירות והשוק יוצף וככונסי נכסים יחגגו פה", ואני אמרתי חברה, בסופו של דבר דיון זה הצורך הכי בסיסי לבן אדם. הוא לא ילך למסעדות, הוא ייסע פחות לחו"ל ויקנה פחות בגדים, אבל הוא כן ישלם את המשכנתא שלו והוא כן ישדרג את הדירה שלו, וזה מה שקורה פה. אנשים ישלימו את רכישות הדירות האלה.

## אמיר ברנע

יש לך קשר עם רוכש הדירה בכל המהלך של המימון הזה ?

## מאור דואק

לא קשור. כמו שהבנק מחריג את הדירה גם אנחנו מחריגים את הדירות שנמכרות.

## אילן גילדין

אני אעלה קצת מספרים כי עלו בפורום מספר דברים. כשמסתכלים על הנתונים הרושם הוא שמצבם הפיננסי של משקי הבית בישראל הוא בשיא או קרוב לשיא. שיעור האבטלה בשפל, מחירי הנכסים הפיננסי האמירו השנה, כקוריוז, אני לא חושב שיושב פה מישהו בחדר שתשואת תיק המניות שלו הייתה שלילית השנה. השכר הנומינלי עולה בקצב יחסית מהיר. וכאשר אני מסתכל על הריבית הריאלית הקצרה היא עומדת על כ אחוז אולי אף מעט פחות מאחוז. רוצה לומר שעושר משקי הבית הוא לא הבעיה פה וגם לא התנאים הפיננסיים. כשמסתכלים על ההיצע, ישנן כעת כשבעים אלף דירות

לא מכורות, זאת אומרת שאין בעיה של היצע בהגדרה הרחבה. יש אולי, בעיה של היצע באזורי ביקוש מסוימים. מה שבעיניי מבצעי המימון שנדונו כעת השיגו, הם בעיקר עזרו לייצב את שוק הנדל"ן למגורים או לעזור לו לעבור מסביבת ריבית אחת לאחרת. הדגש הוא על לייצב לא להחזיר למצב שהיינו בו קודם. אם מסתכלים על שווי המשכנתאות החדשות החודשיות אז אנו נעים כעת סביב 6-8 מיליארד ש"ח, נמוך משמעותית מהשיא של כ-12-13 מיליארד ש"ח אך גם התאוששות מהשפל של כ-4-5 מיליארד ש"ח.

המבצעים למיניהם כאמור עזרו להחליק את המעבר מסביבת ריבית ריאלית שלילית מובהקת לסביבת ריבית ריאלית חיובית קטנה. סוגיה נוספת שעלתה היא ההשפעות השליליות הכלכליות של המלחמה על משקי הבית. המלחמה גבתה מחיר נוראי במספר מימדים, אבל גם המצב הנוכחי, בו הגרעון הפיסקאלי עומד על כ-7-8%, הוא מצב פיסקאלי מרחיב, ואני לא רואה עוד הרבה "רוח גבית" שיכולה לסייע לאזרחים במצב הנוכחי גם בשוך הקרבות. גם בתרחיש בו המלחמה נגמרת אנחנו נמצאים להערכתנו בסביבת אינפלציה של מעל 3%. אתם חושבים שבסביבת אינפלציה של שלושה או יותר אחוזים בנק ישראל יתחיל להוריד ריבית?

אני מסרב להאמין לזה. אני בעצם חושב שאנחנו נמצאים בתהליך טבעי, שהוא תהליך הסתגלות לעולם ריבית חדש. בדרך כלל במעבר בין משטרי ריבית אחד לאחר, בכיוון עלייה כמובן, זהו תהליך כואב במידה בו השחקנים נדרשים לשנות את ההתנהגות שלהם. והחשש שלי הוא שתהליך ההסתגלות עדיין לא נכנס לתודעה אצל חלק מהשחקנים, כלומר הם עדיין מצפים שמה שיקרה בהמשך הוא שאנו נחזור לסביבת הריבית של 2010, שזו הייתה התקופה האנומלית בעיניי.

בשורה התחתונה, מבצעי המימון הנוכחיים עזרו לייצב את השוק בהינתן סביבת הריבית החדשה. הם לא יחזירו את השוק לאיפה שהוא היה וגם סוף המלחמה לא תעשה את זה. משקי הבית, המשקיעים, היזמים והקבלנים יצטרכו להסתגל לעובדה שאנחנו לא חוזרים לאיפה שהיינו.

### שלומי שוב

אם רק תחכה לשינויי התנהגות, יכול להיות שזה יהיה מאוחר מדי.

### אילן גילדין

לא, אני מסכים, אני חושב שגם הקבלנים צריכים להסתגל לסביבת ריבית חדשה.

### עומר וונש

מנהל המחקר בכלל ביטוח. אני שואל, אם יש עולם חדש של ריביות, ואם יש מבצעים ששוויים כסף אבל לא מתומחרים מה מחירי הדירות הנכונים?

כי אם באמת דירות שוות 20% אחוז פחות, אז והרבה דוחות כאן צריכים להתעדכן, והרבה חוב יראה אחרת. ואם הדירות שוות 20% למה שלא נמשיך בשיטה הקיימת?

### ראובן קידר

צריך לשים לב לתופעה שהרבה רוכשים מחיר הדירה לא מעניין אותם. כלומר אדם בא לקנות דירה, המחיר לא כל כך חשוב לו, חשוב לו אופן המימון. יש מחירים שונים ותנאי מימון שונים. אם אתה 20-80 אתה משלם ככה, אפ אתה לא צמוד אתה משלם ככה, אם אתה במזומן אתה משלם ככה. תציע לאותו רוכש, תגיד לו בוא תיקח דירה גמורה, או דירה לעוד 4 שנים, הדירה לעכשיו תשלם פחות כסף הוא יגיד לך לא, אני רוצה דירה רק לעוד 4 שנים. זה מה שמעניין אותי כי הוא צופה שהמכירים יעלו שהוא יעשה רווח על הדירה או שהריבית תרד.

### אורי אלטשולר

אני מנכ"ל ריבוע כחול נדל"ן. שמעתי את רוני. זה נראה לי מדהים, אתה יודע, דיברנו על שדה דוב. במקום להוריד את המחירים במכרזים לרמות של מה שהם אמורים להיות, רמ"י מתערב ומשנה את תנאי המכרזים כך שיש אפשרות לכל יזם לזכות ביותר ממגרש אחד, וזאת מאחר ויש להם אינטרס להשאיר את מחירי הקרקעות גבוה ע"י הפחתת התחרות. זאת התערבות גרוע בהרבה ממה שהקבלנים והיזמים עושים במשרדי המכירות. אני מאוד מתחבר למה שנאמר שיש הסתגלות טבעית לרמות מס חדשה.

### ראול סרוגו

הנושא הזה מעניין, יש פה איזו נקודה ששווה לחשוב עליה בעתיד ככל והעניין הזה של ה-80, 20-90 צפוי להישאר. מה שנקרא חוט למחשבה. האם אנחנו צריכים לעשות שינוי דרמטי בעניין של מכירה של דירות כמו בארה"ב, למשל בארה"ב הופכים דירה רק כשהיא גמורה, עכשיו תארו לכם מצב, אם מבחינה פיננסית הנקודות נמצאות באותה נקודה, אם אנחנו מוכרים דירות רק כשאנחנו מוסרים אותן, אז אנחנו מקטינים חיכוכים גדולים מאוד. אין עניין של איחור במסירה, אין עניין של הצמדה, אין עניין של שינויים. הקבלן שרוצה למכור יותר, יצטרך להשקיע בדירה גם במפעל התכלית, ויצוג אותה, ויראה. זאת אומרת, אם אנחנו הולכים פה לכיוון קבוע, זה משנה דרמטית את הנושא הזה של מכירה של דירות ושווה לחשוב לעבור לשיטה. במשלב הזה, הוצאות המימון שלך גדלות כיום, אבל, כמו שאתה קונה בלוקים, כמו שאתה קונה אלומיניום, וכמו שאתה קונה כל דבר אחר, אתה קונה כסף. בעצם, עלות המימון הגבוהה תתנומחר דרך הקרקע. הקרקע תרד לממדים שמקובל בארה"ב שהם 20/30%.

#### ואדים פורטנוי<sup>1</sup>

מה שלדעתי לא הוגדר בדיון הוא המונח "חיתום מלא". כאשר אנחנו, הכלכלנים, אומרים "חיתום מלא" של הלקוח אנחנו מתכוונים שהרוכש, במקביל למו"מ על ההסכם מול היזם, עובר חיתום אשראי בבנק ומקבל אישור עקרוני לקבלת משכנתא.

נראה שבשפת יזמי נדל"ן, כאשר מדובר על העסקה מסוג 80/20 או 90/10 (עסקת תמורה נדחית) בה עיקר התמורה ישולם בעוד 3-4 שנים, ב"חיתום מלא" שהם עושים הכוונה למילוי שאלון לקוח בו הוא מצהיר כיצד בכוונתו לשלם את התמורה ותו לו. למעשה, הרוכש מבצע עסקה כאשר עליו לשלם 80%-90% מהתמורה בעוד מספר שנים ללא מבלי שנבחן בעיני נותן אשראי מקצועי.

מצב זה, במיוחד לאור הערכות כלכליות שהריבית לא תרד משמעותית, בוודאי לא לרמות אליהן הורגלנו בתקופת הקורונה, מייצר מצב בו בעוד מספר שנים חלק משמעותי מהרוכשים בעסקאות תמורה נדחית, לא יקבלו מימון להשלמת העסקה והדבר יגרום, בשלב הראשון, להסתבכות הרוכשים והיזמים ובשלב השני הבעיה תתגלגל לפתחם של הבנקים ויתכן אף המדינה.

על מנת לצמצם את הסיכון, על הפיקוח על הבנקים לפעול במהירות לאיסוף נתוני עסקאות תמורה נדחית (פעולה מורכבת לכשעצמה) ולוודא שעסקאות תמורה נדחית מבוצעות בפועל על ידי המשקיעים. במידה ויתברר שעסקאות תמורה נדחית נפוצות בקרב רכישת דירה יחידה (ראשונה או שיפור הדירה), יתכן ויידרשו צעדים רגולטוריים לגידור הסיכון המתהווה.

יודגש כי בעסקאות בהן היזם מממן את הריבית על חלק מהמשכנתא לרוכש, הרוכש עובר אשראי חיתום מלא כבר במועד העסקה ולכן נראה בעסקאות אלה הסיכון של כשל עתידי - אינו קיים. יתכן אף שבעסקאות האלה היזמים נהנים מחסכון בריבית בהשוואה לעסקאות תמורה נדחית בהן הבנייה ממומנת באשראי לבנייה שהוא יקר יותר מהריבית לרוכשים.

#### עדי פארי הרפז<sup>1</sup>

אני כמובן מסכימה עם מרבית הדברים שנאמרו ע"י שלומי וחלק מהמשתתפים, ברור לכולנו שהמשימה העיקרית היא חיזוק הענף הרוכשים, היזמים והקבלנים שפועלים בו מסיבות רבות ובעיקר מפאת היקף האשראי לענף במערכת הבנקאית, החוץ בנקאית בכלל ושוק ההון בפרט.

מבצעי השיווק של היזמים הם הכרח המציאות משינוי סביבת הריבית, המלחמה ואתגריה. הצעות לשינוי המציאות כפי ששמענו מנדין לדוגמא הן הדרך לחיזוק והשגת יציבות של ענף הנדל"ן שקריטית למשק כולו.

<sup>1</sup> התווסף לאחר הדיון

### אמיר ברנע

רק מילה אחת קצרה. הייתי בטוח שהשינוי המימוני הזה, המעבר ל-20 או 80 או 10 משנה את חלוקת הסיכון בין שלושת הגופים, שהם חלק מעסקת הנדל"ן כלומר הרוכש, הבנק והיזם.

עכשיו מה אני שומע מפה? שכל הסיפור הוא תרגיל שיווקי שמתמקד בנזילות ולמעשה קיימת זכות האכיפה של החוזה הזה על הרוכש בין אם הוא רוצה או לא רוצה. למעשה זו טכניקה מימונית טהורה שאין לה השלכות של העברת סיכון מגוף לגוף. אני נשאר עם התהייה הזאת האם אתם מאמינים שהסדר של 10 או 90 בעיני הרוכש, הוא הסדר מחייב? האם הרוכש אינו חושב מה יכל היה לקרות כבר? לכל היותר לא אקנה. השאלה האם אתם יוצאים מכאן בהרגשה שבאמת כל הסיפור הוא תרגיל מימוני שיווקי ולא מעבר לזה? אני משום מה עדיין בהרגשה שיש כאן איזה משהו שהוא אלמנט של חלוקת סיכון. ואני מבין שבנק ישראל מתעורר גם בגלל העובדה הזאת.

### שלומי שוב

כמה מילות סיכום שלי לדיון. ראשית, כולם כאן סביב השולחן מבינים שיש כאן אירוע וצריך לתכלל אותו. אנחנו, כמו שאילן אמר, עדים כנראה לשינוי פרמננטי בסביבת הריבית שצריך להסתגל אליו. יכול להיות שעד עכשיו היינו באיזושהי "תקופת מעבר" אבל צריך להסדיר מחדש את הנושא כדי להיכנס להסדרה ולשיווי משקל נכון ולא להכניס את המשק לסיכון. דברים צרכים להיעשות בצורה מוסדרת ומובנית מבלי שמתבלבלים מתחפזות. לא יכול להיות שאם יש מגבלה רגולטורית של 75% על גובה משכנתא אז עושים לה כל מיני מעקפים ודוחקים אותה ל-90 אחוז. זה מצב לא תקין. אם בנק ישראל, חושב שעבור כמו שנדין אמרה, שעבור דירה ראשונה צריך להגדיל את זה מ-75% ל-85%, יתכבד ויעשה את זה. אותו כנ"ל לעניין ההפרשה להפסדי אשראי לא סביר בעיני ששיעור ההפרשה על הלוואת המוכר זהה לשיעור ההפרשה על הלוואות משכנתא כי לכל הפחות כמו שאמרתי זאת הלוואה היברידית.

לגבי שאלת האופציה שבה עסקנו, אז גם אם בעסקאות של 20 או 80 זאת כנראה אכן לא אופציה עדיין הרי שגם כאן הגבולות מתחילים להיטשטש. קשה לי להגיד שמצב של הון עצמי של 10 אחוז או חמישה אחוז בלבד זאת לא אופציה במהות. אתם חושבים כל הרוכשים היום באמת יודעים ומבינים את זה? חייבים לשים כאן גבולות ברורים וליצור בהירות

בשורה התחתונה, כל הגורמים חייבים לפעול באופן נכון כולל הלמ"ס מהצד שלו כדי לא לגרום להטעיה של הציבור ולסיכון מערכת. ומבחינתי האמירה של ראול לפיה יתכן ומבנה העסקאות צריך לעבור למסירה כמו בחול לאור השינויים הפרמננטיים בסביבת הריבית היא מאד משמעותית לדעתי כי מסמלת את החיפוש אחר שיווי משקל מתאים.

**על הפורום:**

פורום שווי הוגן (Fair Value Forum - FVF) הוקם בכדי לתרום לאיכות המידע בשוק ההון ולייצר שיח רב דיסציפלינארי פורה בסוגיות מקצועיות הקשורות לשוק ההון ולעולם העסקי שנמצאות על סדר היום הציבורי. הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים ושלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן בית ספר אריסון למנהל עסקים, הוקם במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים באוניברסיטת רייכמן. הפורום כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל.

סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות.

לאתר הפורום: [לחץ כאן](#)