

## חומר רקע למפגש דצמבר 2024

**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**

### רקע

על רקע העלייה בסביבת הריבית בשנתיים האחרונות, בצירוף אתגרי המשק לאור מלחמת חרבות ברזל, אנו עדים למעבר גורף של יזמי המגורים לעסקאות 20 : 80 (ולעיתים גם 10 : 90 ואף יותר מכך). הסדר מימוני זה יוצר אטרקטיביות רבה אצל רוכשים פוטנציאלים, לרבות כאלה שיתכן ואחרת לא היו רוכשים דירה חדשה. כפי שנתאר להלן, בהסדרי המימון החדשים כרוכים סיכונים משמעותיים בראייה משקית, בעיקר מצדם של הרוכשים והיזמים ואף עבור המערכת הבנקאית ולכך עלולות להיות השלכות נגזרות רחבות בשנים הקרובות.

בהתאם לפרסום של בנק ישראל מחודש נובמבר 2024, ההתאוששות של מכירת הדירות החדשות מאז חודש נובמבר 2023 מונעות על ידי מבצעי הקבלן הנ"ל שכאמור מוזילים למעשה ובאופן בלתי רשמי את מחירי הדירות. בהתאם להסדרי מימון אלה, הרוכשים משלמים על הדירות מקדמה של 20% בלבד (או כאמור פחות מכך), כאשר היתרה תשולם בעת האכלוס, להבדיל מתשלום עם התקדמות קצב הבניה כפי שהיה מקובל בעבר. לעניין הלוואות הבולט (עד למועד האכלוס) – ראו בהמשך.

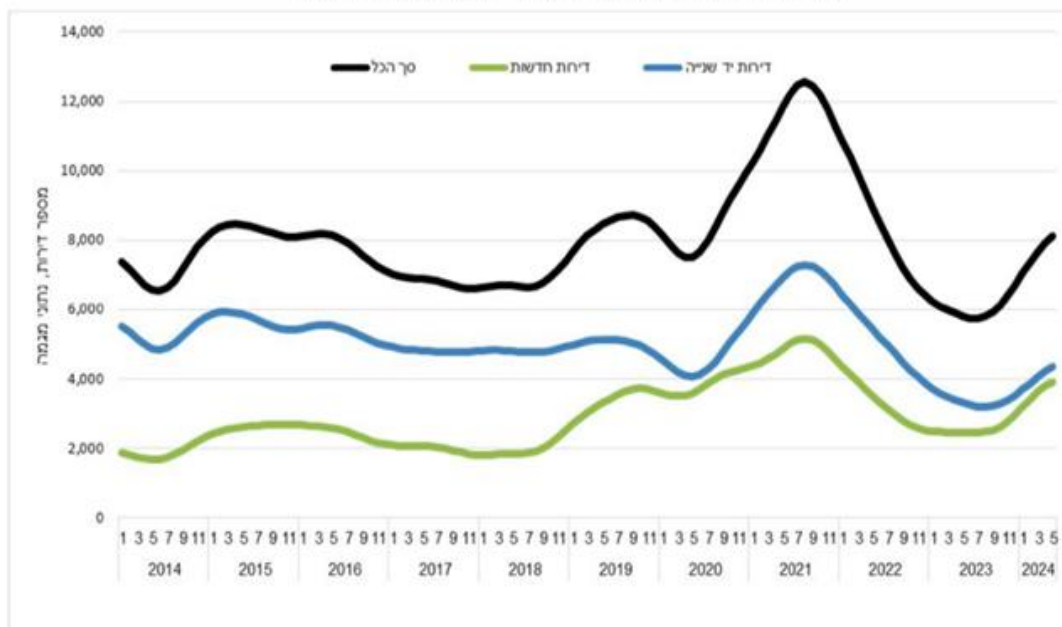
מעבר למבצעי המימון הנ"ל, יזמי המגורים מציעים לאחרונה לרוכשים מבצעים כגון פטור מהצמדה למדד תשומות הבניה שדרוג מטבחים, שינויים בדירה ללא עלות, כלי רכב חדש במתנה, ספיגת העלאת המע"מ ובמקרים מסוימים אף סבסוד משמעותי של הלוואת המשכנתא על מיליון שקל ל- 20 שנה הטבה שכשלעצמה יכולה להגיע למאות אלפי שקלים. יש לציין כי הטבות כאמור לעיתים ניתנות גם כאשר מדובר בדירות מוכנות.

למרות שלכלל המבצעים הנ"ל יכולה להיות השפעה מהותית על מחיר הרכישה הכלכלי, הרי שנכון לעכשיו הוא לא מובא בחשבון במתודולוגיית לחישוב מדד מחירי הדירות שמפרסמת הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. **בהתאם לחישוב כלכלי שביצענו לקראת הדיון בפורום בהתאם למתודולוגיה בסיסית והנחות סבירות מרכיב ההנחה הגלום כיום בעסקה 20 : 80 ביחס לעסקה לפיה התשלומים מתבצעים על פי קצב ההתקדמות נע בד"כ בין 5.3% ל- 7% ממחיר המחירון של הדירה תוך תלות בעיתוי הרכישה.** עסקאות השוק המיטיבות חושבו תחת שלוש חלופות: רכישה בפרי-סייל, רכישה בסמוך לתחילת הבניה ורכישה במהלך הבניה, ביחס לעסקה כלכלית שאינה מגלמת הטבה מימונית כלשהיא. לצורך כך נעשה שימוש בשתי ההנחות המרכזיות הבאות: הסכומים השקליים אינם צמודים וכן שיעור הריבית על משכנתא של דייר לתקופת התשלומים הינה 4.75%.

חשוב להדגיש כי בעסקאות של פחות מ- 20 : 80 (כמו 90 : 10) מרכיב ההנחה יהיה עמוק יותר. כמו כן, החישוב הנ"ל לא מביא בחשבון הטבות פוטנציאליות אחרות ומגוונות שניתנות כיום לרוכשים כאמור לעיל שיכולות להיות מהותיות.

בהקשר זה יש לציין גם את ההשפעה של מחירי דירות חדשות על מחירי דירות יד שניה:

תרשים 2 - סך הדירות שנמכרו, נתוני מגמה, 2014-2024

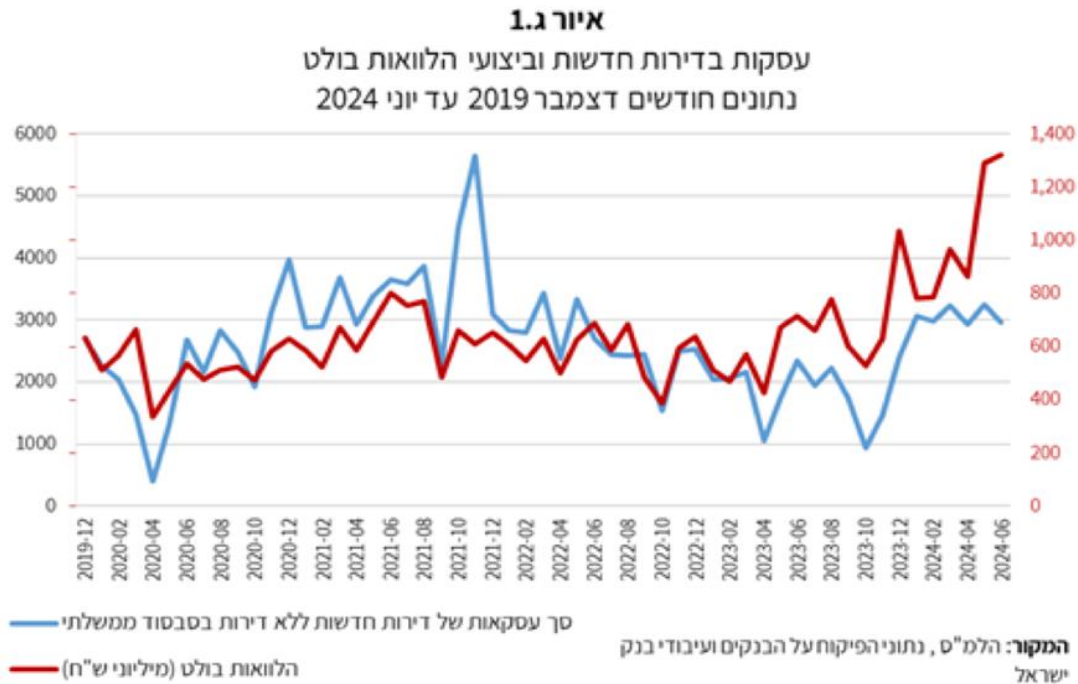


### "הלוואות קבלן": שימוש ברוכשים כאמצעי לגיוס אשראי בנקאי על ידי היזם

במקביל לאמור לעיל, בחלק גדול מהמקרים היזם מפנה את הרוכשים לבנק מסוים עמו יש לו הסדר כדי שהרוכש יחתום על "מבצע מימון נוסף" (שמוצע על ידי היזמים) של הלוואת משכנתה מסוג בולט שמכוננת "הלוואות קבלן". ההלוואה שנלקחת על ידי הרוכשים, הינה ללא החזר חודשי של הרוכש, כאשר הריבית על ההלוואה משולמת על ידי היזם מראש. מועד הפירעון של הלוואות אלה נקבע מראש, והוא בסמוך למועד הצפוי לסיום הבנייה ולמסירת הדירה. הרוכשים, שעל שמם רשומות הלוואות אלה, מעבירים ליזמים את סכום הלוואת הבולט ומקבלים בתמורה הנפקה של ערבות חוק המכר. גובה ההלוואה נקבע על ידי היזם (עומד לרוב על עד כ- 30-40% ממחיר הדירה) ואינו חורג ממגבלת המשכנתא שהרוכש יכול לקבל.

באופן זה היזם מוזיל את עלות המימון שלו ביחס לעלות המימון הגבוהה המוצעת לו ע"י הבנקים על החלק שנלקח כמשכנתא על ידי הרוכש, ומהווה תחליף להלוואה של מממן הפרויקט. היזמים משלמים את הריבית על ההלוואות הבולט ומקבלים את המימון להמשך התקדמות הפרויקט בריבית זולה יותר מהריבית בהלוואה של חשבון הליווי. נוצר כאן אינטרס הדדי מאחר והבנקים מצדם מגדילים את נתח שוק המשכנתאות שלהם, נמנעים מהקצאת הון עסקי ליזם (מקצים הון על הלוואות משכנתא, שהינה הקצאה מופחתת) וכך "מתרחקים" ממגבלת הנדל"ן הענפית.

בהתאם לנתוני בנק ישראל<sup>1</sup> הלוואות הבולט מהוות שיעור הולך וגדל מביצועי המשכנתאות החדשות. כך, למרות שמספר העסקאות של דירות חדשות נותר בחודשים האחרונים דומה לזה של אמצע שנת 2020, היקפן של הלוואות הבולט שניתנו בחודשים האחרונים יותר מהכפיל את עצמו בהשוואה לביצועים באותה תקופה ומהווה כעת למעלה מ-15% מהמשכנתאות החדשות. להלן מידע על הקורלציה בין סך העסקאות של דירות חדשות לבין הלוואות הבולט בהתאם לניתוח בנק ישראל:



הסיכונים הגלומים בהתגברות התופעה של הלוואות הבולט הם בין היתר חוסר הוודאות שעומדת לפתחי הרוכשים לגבי תנאי ההלוואה העתידיים שהם יקבלו וכן הסיכון למיתון עתידי ואבטלה, דבר שלא יאפשר לרוכש לעמוד בהשלמת הרכישה. זאת בין אם מדובר בסיכון סגירת עסקה ובין אם מדובר בסיכון אי עמידה בתנאי המשכנתא שנקחה מראש אם עבר כבר את תהליך החיתום. כך, הרוכשים עלולים להתמודד עם קשיים בעתיד עם מימון יתרת התשלום ליוזם, הכוללת את התמורה שטרם העבירו וכן את מחזור המשכנתא שנקחה כבולט על ידם. הדבר משמעותי במיוחד בתנאי אי וודאות קיצוניים, כמו התנאים השוררים בישראל כיום. על פי נתוני בנק ישראל, בשנתיים האחרונות התייצבו שיעורי ההלוואות בסיכון גבוה, ברמה היסטורית גבוהה של מעל 20%.

סיכון מרכזי נוסף בהקשר זה הוא הסיכון לירידת מחירים. לאור חוסר הוודאות ששורר כיום בישראל קיים חשש כי ירידת מחירים שעלולה להיות מלווה גם בהקשחת המצב הכלכלי של הרוכשים בתרחיש של אבטלה, עשויה להוביל לגל של ביטולי רוכשים. על פי רוב, הפיצוי המוסכם, לאור העובדה שתנאי כי הפיצוי המוסכם בפועל בחוזים כיום הינו בד"כ 10% קנס לרוכש.

<sup>1</sup> דוח היציבות הפיננסית

יש לציין כי הפיצוי המוסכם יכול להיות גם בשיעור של 15%, אבל כאשר מדובר על מצב בו הרוכש מביא רק 10% הון העצמי והיתרה בהלוואת קבלן אז הפיצוי בהתאם לדרישת הבנקים יורד ל 10%.  
החשש מקבל משנה תוקף כאשר הרוכש משלם 20% בלבד ואף פחות מכך (לאור קיומן של לא מעט עסקאות, בעיקר באזור המרכז בכלל ותל אביב בפרט, של 10/90 ואף 5/95).

### סיכון הנזילות של יזמי המגורים

המעבר למודל עסקאות 80 : 20, מגדיל את סיכון הנזילות של יזמי המגורים והדבר משתקף גם בדוחות הכספיים שלהם, על אף שהמימון הבנקאי מבחינת כלכלית (הלוואת הבולט) לא נרשם כיום כחוב פיננסי שנלקח מהבנק אלא כתקבול/מקדמה מהרוכשים.

כרקע לניתוח הנזילות ראוי להזכיר את האתגרים הרבים בהן נמצא הענף, כמו: עלייה בהוצאות המימון, אי עמידה במכירות מוקדמות, קושי בתנאי הגיוס בשוק ההון מעת לעת עקב המלחמה, מחסור בעובדי בניה, אך גם במנהלי עבודה, מהנדסי ביצוע ומנהלי פרויקטים שנמצאים במילואים, התייקרות תשומות כתוצאה בקשיים בהובלה ימית (בעקבות החותים) ובייבוא מטורקיה, גידול תקציבי ועליה בדרישות ההון העצמי וכן התמשכות לוחות זמנים בביצוע לרבות ביחס לפיצויים על עיכובים במסירה.

כמו כן, חשוב להדגיש כי בהתאם למודל ההכרה בהכנסה שמיושם באופן גורף בדוחות יזמי הבניה כיום, ההכנסה מוכרת החל ממועד המכירה ועל פני קצב השלמת הפרויקט. הבסיס למודל הכרה בהכנסה זה עם כניסתו לתוקף של IFRS 15 בעבר (לפני המעבר למודל העסקאות החדש) הוא יכולת האכיפה המשפטית של החוזה על ידי היזם, גם במקרה של ירידה דרסטית של מחירים. יש לציין כי ב- IFRS 15 אין דרישת למקדמה מינימאלית כלשהי לצורך ההכרה בהכנסה.

לצורך ניתוח המצב הנזילות של יזמי המגורים לפי הדוחות הכספיים שלהם יש לציין ראשית כי שלהבדיל ממרבית הענפים במשק, תקופת המחזור התפעולי של יזמים אלה ארוכה משנה ויכולה להגיע בקלות לשלוש שנים ואף יותר מכך, תוך תלות באופי הפרויקטים של כל חברה. תקופה זאת משתנה בין היזמים השונים כהחלטה חשבונאית של הדירקטוריון. ה- IFRS מכיר בכך שיכולות להיות ישויות שמחזור העסקים שלהן ארוך משנה ובהתאם לכך יסווגו הנכסים והתחייבויות השוטפים שלהן, אך במקרים אלה הוא דורש לתת גילוי להון החוזר ה"קצר" – על בסיס 12 החודשים הקרובים.

בתקנות ניירות ערך נקבעו שני סימני האזהרה לפרסום דוח תזרים מזומנים חזוי ואשר לכאורה אמורים להעיד על בעיית נזילות: גירעון בהון חוזר ותזרים שלילי מתמשך מפעילות שוטפת. בהתאם לתקנות, ככל ששניהם מתקיימים בחברה שהנפיקה אגרות חוב לציבור, גם בדוחות המאוחדים שלה וגם בדוחות הסולו שלה (כלומר, ארבעת הפרמטרים מתקיימים), היא נדרשת, ללא שיקול דעת של דירקטוריון החברה לפרסם דוח תזרים חזוי.

מנגד, ככל שרק חלקם מתקיימים (כלומר, לפחות אחד מהם אבל לא כל הארבעה), לדירקטוריון החברה יש שיקול דעת לבחון ולהחליט האם המצב העובדתי הנ"ל אינו מצביע על בעיית נזילות ובכך להימנע מצירוף דוח תזרים חזוי, תוך מתן גילוי מלא למצב הדברים הנ"ל ולנימוקי ההחלטה.

יש לציין כי ההון החוזר ה"קצר" כאמור לעיל מקבל משמעות רגולטורית עצומה, מעבר לעניין הגילוי, לאור העובדה שלצורך זיהוי סימן האזהרה של ההון החוזר לצירוף דוח תזרים חזוי בחברות שהמחזור התפעולי שלהן ארוך משנה המבחן הוא כפול: גם לפי ההון החוזר המוצג בפועל במאזן וגם לפי ההון החוזר ה"קצר". בין היתר, בעקבות המקרה של חנן מור, רשות ניירות ערך חידדה לאחרונה את אופן ההתייחסות שלה למדידת ההון החוזר ה"קצר", אם כי אין עדיין בהכרח אחידות באופן החישוב שלו בין יזמי המגורים השונים בישראל.

עיון בדוחות הכספיים לרבעון השלישי של 2024 של יזמי הבניה שהנפיקו אגרות חוב ועל כן כפופים לדרישות הנ"ל של תקנות ניירות ערך מלמד על כך שאצל רובם ככולם מתקיימים כיום לפחות חלק מסימני האזהרה כאמור. להלן דוגמאות למספר חברות מדווחות לרבעון ה-3 של 2024 (המידע מתבסס על הדיווח בדוח הדירקטוריון):

גילוי בדבר תזרים מזומנים חזוי תקנה 10 (ב) (14)				
תזרים מפעילות שוטפת		הון חוזר		חברה
סולו	מאוחד	סולו	מאוחד	
X	X	✓	X	פרשקובסקי
X	X	✓	✓	רותם שני
X	✓	✓	X	דוניץ
✓ (*)	X	✓	✓	דמרי
X	✓ (*)	X	X	לוינשטיין
X	X	X	X	צמח המרמן
X	X	✓	✓	קנדה ישראל
X	X	X	✓	קרדן ישראל
✓	X	✓	✓	אאורה
✓ (*)	X	✓	✓	אזורים

(\*) שלילי אך לא מתמשך

## שאלות לדין

1. האם העסקאות במודל המימוני החדש, לפחות בחלק מהמקרים הן למעשה אופציה במהות? כמו כן, מה המרכיב של רוכשים שנכנסים לראש במטרה לסחור בכך כאופציה? מה החשש שרוכשים שהשקיעו סכום קטן יחסית מהונם העצמי ימנעו מהשלמת העסקה, בין היתר לאור מצב כלכלי ולאור האפקט הפסיכולוגי ביחס לסכומי מקדמה גדולים יותר? האם בהתאם לחוק מכר דירות במרה של עיכובים משמעותיים במסירה נוצרת זכות ביטול לדיירים?
2. האם השינוי הדרמטי בהסדר המימון של הרוכשים משפיע על המצג המשפטי שמשמש בסיס להכרה בהכנסה של יזמי המגורים החל ממועד המכירה על פני קצת ההתקדמות על פי IFRS 15? עד כמה העובדה כי אין ב- IFRS דרישה למקדמה מינימאלית של הרוכש לצורך ההכרה בהכנסה (למשל 15% כמו בתקינה הישראלית) משמשת תמריץ לביצוע העסקאות הללו?
3. האם סימני האזהרה שנקבעו בתקנת ניירות ערך משקפים באופן נאות את סיכון הנזילות של יזמי המגורים, לרבות בהקשר של הבחנה בין סולו לבין מאוחד והסתכלות על התזרים המתמשך השלילי מפעילות שוטפת? ככל שכן כיצד ניתן לתקן אותם? עד כמה קיימת אחידות באופן חישוב ההון החוזר ל- 12 חודשים בין היזמים השונים? האם שיקול הדעת שמפעילים הדירקטוריונים בהחלטה שלא לפרסם את התזרים החוזי (כמעט בכל המקרים בהם ניתן להפעיל שיקול דעת) אכן תואם את הסיכונים הגלומים בתנאי השוק?
4. מהן ההשלכות של ה"ארביטרג' הרגולטורי" לפיו היזמים ממומנים על ידי הבנקים באמצעות הרוכשים בכדי להזיל את עלויות הריבית שלהם? האם נכון מבחינה חשבונאית להציג תקבולים אלה כהכנסות מראש ולא כחוב פיננסי בדוחות היזמים? האם ניתן בשת"פ בין הגורם המממן של היזם לבנק המשכנתאות לצמצם את הסיכון?
5. האם שיטת החישוב של הלמ"ס למדדי מחירי הדירות החדשות מספקת תמונה מלאה של מצב השוק? אילו שינויים נדרשים כדי לשפר את מתודולוגיית החישוב?
6. האם "דחיפת" הביקושים על ידי הרוכשים מצד אחד ואי ההבאה בחשבון של ההטבות המהותיות במדד מחירי הדירות מצד שני יוצרות "בועה" במחירי הדירות ובהיבט של שרשרת המימון ומעלות חשש בהסתכלות נזילותית משקית?
7. עד כמה דחיית פרויקטים בעקבות המלחמה והשינויים לרעה באומדן העלויות, לרבות בהיבט יכולות להעיב על המצב הכלכלי של יזמי הבניה בישראל? עד כמה השינויים בעלויות, כולל הדרישה של קבלנים מבצעים לפתיחת חוזים, אכן "מתוקצב" מראש במודלים של המממנים?
8. עד כמה צפוי להיפגע שיעור הרווח הגולמי של יזמי הבניה בתקופות הבאות לאור ההבאה בחשבון של מרכיב ההטבה המימונית בהסדרים עם הרוכשים?

9. על רקע האמור, כיצד ניתן להסביר את הקפיצה במחירי המניות של יזמי המגורים בשנה האחרונה?
10. עד כמה הקשיים בהם עומדים כיום של קבלני הביצוע בעקבות המלחמה "יתגלגלו" על יזמי המגורים?
11. האם בנק ישראל צריך לדרוש רגולטורית גורפת לגבי הון עצמי מינימאלי מרוכשי הדירות ואף חיתום שלהם בבנקים למשכנתאות? האם כיום לא נוצר מצב אבסורדי שבו בעסקאות 20:80 רגילות אין חיתום ולא ברור אם לרוכש תהיה אפשרות להשלים את העסקה בעוד בעסקאות עם הון עצמי נמוך יותר + הלוואת קבלן מתבצע חיתום?
12. האם צפוי גל של נפילות של יזמי בניה קטנים, ואולי אף גדולים, על רקע האמור ולאור עליית הריבית והשלכות המלחמה, כדוגמת פרשת חנן מור?
13. האם מכירת הזכות (עסקת פליפ) חייבת במס שבח ומס רכישה? האם עסקת הפליפ אינה נכנסת לתחולתו של חוק מיסוי מקרקעין? וככל שחוק מיסוי מקרקעין לא חל, האם רשות המסים תטען שמדובר בעסקת אקראי בעלת אופי מסחרי החייבת במס שולי?