

כנס הנדל"ן השנתי של EY

אפשרויות גיוס הון וחוב לחברות נדל"ן: הזווית של רשות ניירות ערך

--שקף 1--

בוקר טוב,

הפנל הנוכחי עוסק בגיוסי הון וחוב לענף הנדל"ן. זה נושא רחב שאפשר לנתח אותו בכמה כיוונים מזוויות רגולטוריות שונות. בעשרים דקות הבאות אני רוצה להציג בפניכם זווית שבדרך כלל פחות מדברים עליה בהקשר הרגולטורי, ואולי, במידה מסוימת, לנפץ סוג של מיתוס ולומר כי:

רגולציה היא כלי לפיתוח שוק ולעידוד צמיחה.

מה שאני הולך לדבר עליו הוא נקודת המבט של רשות ניירות ערך, ושל מחלקת תאגידים. האסטרטגיה שלנו מבוססת על מפת דרכים שקבע יו"ר הרשות, וכוללת שלושה יסודות מרכזיים: רגולציה להגנת המשקיעים, הקלות לטובת הגופים המפוקחים, ופיתוח של שוק ההון.

את הרכיב הזה של פיתוח שוק ההון, אני רוצה לחבר לנושא הדיון בפנל, ולתת סקירה קצרה על האופן שבו הרשות מתייחסת לגיוסי הון וחוב בענף הנדל"ן, ומה הכלים ששוק ההון מציע כיום, וצפוי להציע בעתיד, ליזמים ולמשקיעים בתחום הזה.

--שקף 2--

אני רוצה לפתוח בכמה נתונים.

ענף הנדל"ן הוא הענף המרכזי בבורסה בשנים האחרונות. נכון להיום, כ-95 חברות ציבוריות – שמהוות כ-20 אחוזים מכלל החברות הציבוריות – עוסקות בענף הנדל"ן בארץ ובחו"ל, בפעילות בתחום הנדל"ן היזמי, הנדל"ן המניב וקבלנות ביצוע.

גם בגזרת גיוסי החוב וההון, חברות הנדל"ן תופסות מקום מרכזי. בשנת 2013 הן גייסו למעלה מ-2 מיליארד שקל במניות ולמעלה מ-17 מיליארד שקל בהנפקות חוב. הסכומים האלה מהווים כמחצית מסך גיוסי ההון והחוב בשנה הזו.

--שקף 3--

אבל שוק הון לא נמדד כמובן על פי שנה אחת. אם נבחן את השוק בראייה רב-שנתית, נוכל לראות מגמה עקבית מובהקת של גידול בהיקף בגיוסי חוב של תחום הנדל"ן. בין השנים 2009 ל-2013 חל גידול של כ-250% בהיקף הגיוסים בענף. גידול שהגיע, כפי שניתן לראות, על חשבון ענפים אחרים.

--שקף 4--

לצד מגמת הגידול בהיקף גיוסי החוב אפשר ללמוד מתוך מדד הנדל"ן גם על מגמה של עלייה בשווי השוק של חברות הנדל"ן בשנים האחרונות. נכון להיום שווי השוק של כלל החברות בענף מסתכם בכ-84 מיליארד שקל.

--שקף 5--

איך אנחנו כרשות ניירות ערך, משתלבים בכל זה?

כרגולטור, התפקיד של הרשות הוא בראש ובראשונה לשמור על עניינם של ציבור המשקיעים.

הכלי המרכזי לכך הוא להבטיח שיהיה גילוי נאות בתשקיפים ובדוחות השוטפים, שיאפשר למשקיעים לתמחר בצורה יעילה את מחיר ניירות הערך של החברה. בד בבד אנחנו מגדירים לעצמנו כמטרה גם לפתח את השוק ולבחון הגדלת ההיצע של המכשירים לשימוש היזמים ולתועלת ציבור המשקיעים.

בהקשר הזה, זיהינו צורך לקבוע כללי גילוי מיוחדים לענפי הנדל"ן השונים, כשלתפיסתנו הפיכת המידע לכלכלי ורלוונטי מציפה ערך ויוצרת נגישות טובה וקלה יותר של החברות לשוק ההון.

אני אתן דוגמה: בענף הנדל"ן היזמי, ובפרט – ייזום של מבני מגורים, תקני ה-IFRS מחייבים כיום את רישום ההכנסות בדוחות רווח והפסד רק בעת מסירת הדירה לקונה, בלי קשר לשאלה מתי נחתם חוזה המכר. התוצאה היא שקשה לנתח על פי הדוחות הכספיים את מצב הפרויקטים ותוצאות הפעילות של החברה.

המסקנה המתבקשת היא שיש לספק גילוי משלים שממנו ניתן להבין בין היתר את הנתונים הרלוונטיים לכל פרויקט מהותי בחברה, לרבות:

- עלויות הפרויקט (תוך הבחנה, למשל, בין עלויות נצברות ובין יתרת עלויות להשלמה);
- קצב התקדמות הביצוע של הפרויקט;
- הכנסות הצפויות מהפרויקט וקצב המכירה שלו (מחוזים שנחתמו ומחוזים שטרם נחתמו);
- הרווח הגולמי של הפרויקט;
- וכן – יתרת העודפים למשיכה מחשבון הליווי בסיום חיי הפרויקט.

אגב, הגילוי על יתרת העודפים הצפויה הפך חשוב במיוחד על רקע מגמה שאנחנו עדים לה בשוק, של ניסיון מצד חברות לצמצם את ההון העצמי המושקע בפרויקטים, באמצעות גיוס חוב מהציבור, המובטח בשעבוד על חשבונות העודפים של הפרויקטים.

בחודש הקרוב נגיש למשרד האוצר ולכנסת הצעה לעגן בתקנות מודל גילוי ייעודי לענף הנדל"ן היזמי – מודל שגיבשנו אחרי פגישות ושיחות עם חברות מהתחום, משקיעים ואנליסטים.

היתרון של מודל הגילוי הייעודי, בכך שהוא מקנה אלמנט חיוני של וודאות רגולטורית. החברה יודעת מה מצפים ממנה, ויכולה לשקלל מראש לפני תהליך ההנפקה לציבור מה היקף הגילוי שהיא תידרש לתת למשקיעים בתשקיף ובדיווחים התקופתיים.

יתרון נוסף הוא, שהגילוי הזה מאפשר ליזם להציף את הערך הגלום בפרויקטים שלו עוד לפני שתקני ה-IFRS מתירים לו להכיר בהכנסה בגינם. תפיסת הגילוי היא כלכלית-עסקית, והיא תאפשר לחברות לתקשר טוב יותר עם המשקיעים ולקבל מחיר נכון יותר לניירות הערך שהיא מציעה להם.

מהלך דומה של בניית מודל גילוי ייעודי קידמנו גם בתחום הנדל"ן המניב, ויש להניח שגם הוא יתרום להצפת ערך ולמתן מידע אמין ורלוונטי יותר לחברות נדל"ן שפועלות בתחום הזה.

--שקף 6--

לצד השבחת הגילוי מתקיימת חשיבה כיצד לקדם כלים נוספים למימון פרויקטים בתחום הנדל"ן באמצעות שוק ההון.

המצב כיום הוא, שמלבד הנפקת חוב ומניות ברמת החברה, אין כלים שמאפשרים ליזמי נדל"ן לממן פרויקט מסוים באמצעות הבורסה מבלי להפוך את החברה לתאגיד מדווח. התוצאה היא שאם לחברה יש מספר פרויקטים והיא מעוניינת לממן רק אחד מהם, היא תצטרך לדווח לציבור על כלל הפרויקטים.

על הרקע הזה אנו בוחנים את ההיתכנות להציע דרכי מימון נוספות שיאפשרו מימון חיצוני באמצעות הבורסה ברמת הפרויקט, ולא רק ברמת החברה.

אחת הדרכים היא להקל על מימון שמתבצע באמצעות תאגיד ייעודי, SPC, שיוכל לגייס חוב מהגופים המוסדיים ומהציבור למימון פרויקט ספציפי, כפי שזה נעשה מול המערכת הבנקאית או מול הגופים המוסדיים בהלוואות פרטיות Tailor Made. כדי לתמרץ מסלול זה ניתן לחשוב על הקלות בגיוס ע"י SPC בהשוואה לגיוסים אחרים, למשל בדרך של הפחתת תנאי הסף לצורך הרישום למסחר בבורסה.

אפשרות אחרת שנשקלת – אם כי היא מורכבת יותר – היא לאפשר לחברה לבצע מימון נון-ריקורס ברמת פרויקט, מבלי שתצטרך להקים לצורך כך תאגיד ייעודי לפרויקט.

בנוסף נבחן אם להתיר הנפקות של חוב בעל מאפיינים גמישים יותר, המותאמים לחברה בעלת פרויקט יחיד, כגון – אפשרות להקדמת מועד הפירעון ללא מנגנוני "קנס" במקרה של השלמה מוקדמת של המכירות, אפשרות לשלם ריבית משתנה שתלויה בביצועי הפרויקט וכיוצא באלה.

--שקף 7--

כלי נוסף, שאינו מנוצל מספיק כיום, ועשוי להזרים כסף ציבורי בהיקף משמעותי לענף הנדל"ן הוא קרנות ה-REIT.

בבסיסו הריט הוא קרן שמיועדת להשקעה עקיפה בנדל"ן מניב, כאלטרנטיבה להשקעה ישירה בנדל"ן. החוק מעניק הקלות במשטר המיסוי של קרן ריט, בכפוף לתנאים בנוגע לאופי הפעילות, המינוף שלה ופיזור בעלי המניות בה.

לכאורה, ניתן היה לצפות שנראה בשוק המקומי מספר גדול של קרנות ריט, כמו שרואים באירופה ובארצות הברית, אבל המציאות בישראל היא שונה. בעשור האחרון נרשמו למסחר בבורסה רק שתי קרנות ריט.

הסיבה לכך היא קיומם של חסמים רגולטורים שפוגעים בכדאיות הכלכלית להקמת הקרן ומצמצמים את הפעילות שמותר לה לעסוק בה.

כדי לעודד את קרנות הריט, כך שיוכלו בין היתר לשמש אפיק מימון נוסף לפרויקטים עתידיים, כולל כאלה שנתפסים כבעלי חשיבות לאומית לצורך הגדלת ההיצע של דיור בר-השגה, מתגבשת במשרדי הממשלה בימים אלה הצעה לתיקוני חקיקה שיעודדו הקמת של קרנות ריט.

רשות ניירות ערך היא שותפה מלאה ליזמה לעידוד קרנות הריט, ואנחנו רואים בהן את אחד ממנועי הצמיחה האפשריים לענף הנדל"ן.

לכשיאשרו תיקוני החקיקה, קרנות הריט יוכלו לבצע השקעה בפרויקטים עוד בשלב ההקמה, מבלי שיהיו מוגבלות להשקעה בנכסי נדל"ן שכבר מניבים הכנסות. כמו כן צפוי כי יורחבו הקלות המס, כך שיוזמים יוכלו למכור לקרן נכסי נדל"ן מניב שבבעלותם כנגד הקצאת מניות בריט תוך דחייה בתשלום המס, ונבחנת גם הצעה להשוות את שיעור המס שישולם בגין דיבידנד מהקרן לשיעור המס המופחת שקיים היום בגין הכנסות מהשכרה של דירות למגורים.

-- שקף 8 --

הפלטפורמה של הריט מביאה אותנו גם לתחום ה-BOT. תחום זה, אשר נוגע בעיקר לתשתיות (אשר להן חשיבות לאומית) אבל עשוי לשמש גם למימון פרויקטי מגורים, כגון מעונות סטודנטים.

אחד הרעיונות הוא להרחיב את מודל ה-REIT גם לתחום ה-BOT, מכיוון שמבחינה מהותית יש דמיון בין השקעה בנכס נדל"ן שמניב הכנסות משכירות לבין השקעה בפרויקט BOT שצפוי להניב הכנסות בתקופת ההפעלה.

כדי לקדם את הנושא מינו יו"ר הרשות והחשבת הכללית בחודש שעבר ועדה לקידום ההשקעה בתשתיות באמצעות שוק ההון.

במקביל מונתה על ידם ועדה נוספת שתקדם הקמתן של קרנות שיירשמו למסחר בבורסה ויעמידו אשראי בערבות מדינה לעסקים קטנים ובינוניים. אפשר להניח כי חברות בתחום הנדל"ן שפעילותן קטנה מכדי לגייס ישירות מניות או אג"ח בבורסה, יוכלו גם הן ליהנות בעקיפין מהכסף הציבורי שיזרום לשוק ההון באמצעות קבלת הלוואות מאותן קרנות סחירות שיקומו בעתיד.

-- שקף 9 --

כלי נוסף שיוכל לתת זריקת עידוד למימון בענף הנדל"ן הוא האיגוח, ובעיקר איגוח של משכנתאות.

שוק האיגוח הוא אחד משוקי הכספים הבולטים בעולם, אבל בישראל עד היום הוא לא הצליח להתרום, בין היתר כתוצאה מחסמים רגולטוריים בדיני המס ואי-ודאויות בנוגע לתוקף המשפטי של מכירת הנכסים מהיזם ל-SPC, לצד מגבלות שחלות על בנקים וגופים מוסדיים.

אני יכול לומר לכם שבקרוב מאוד צפוי להתפרסם דוח ביניים של צוות בין-משרדי, שבו חברים רשות ניירות ערך, בנק ישראל, רשות המסים, משרד האוצר ומשרד המשפטים, עם המלצות למודל איגוח שיוכל לתרום לגיוון מקורות האשראי במשק, לפתח את שוק האשראי החוץ-בנקאי, להזיל את מקורות המימון, ולפזר סיכונים במערכת הפיננסית.

אחד היתרונות של האיגוח בכך שיוכל להקל על הבנקים לעמוד בדרישות של הלימות הון ולפנות אשראי נוסף לענף הנדל"ן, תוך גיוון אפיקי ההשקעה עבור גופים מוסדיים ועבור ציבור המשקיעים.

כמו כן, האיגוח יוכל בין היתר לסייע לחברות נדל"ן מניב למחזר חובות ולקבל מימון דרך הבורסה, באמצעות מכירה של תזרימי מזומנים שצפויים להתקבל מהכנסות שכירות עתידיות

בגין הנכסים. מהבחינה הזו אפשר לומר כי גם האיגוח צפוי להיות בשנים הבאות אחד ממנועי הצמיחה של הענף.

-- שקף 10 --

הכלי הפיננסי האחרון שאני רוצה להזכיר בהקשר הזה הוא מימון לטווח קצר בשוק ההון באמצעות הנפקה של ניירות ערך מסחריים.

נכון להיום מעטות החברות שמשתמשות בכלי הזה לצורך ניהול ההון החוזר בעיקר בשל העובדה כי הוא מחייב בעקיפין לשמור מסגרת אשראי בבנק למקרה שהמשקיעים יבקשו פרעון מיידי של החוב. הותרת התלות בבנק צמצמה את התמריץ לבחור במימון במסלול הזה.

בחודשים האחרונים קיימנו פגישות עם סמנכ"לי כספים של חברות ציבוריות כדי להבין מהם אילו התאמות צריך לבצע ברגולציה במטרה לעודד את השימוש בניירות ערך מסחריים.

אני מעריך שבקרוב נוכל להציע תיקוני חקיקה מתאימים שישחררו את החסמים ויתנו בידי החברות אלטרנטיבה של ממש למימון הבנקאי לטווח הקצר.

-- שקף 11 --

אני רוצה לסיים בהתייחסות קצרה לשני נושאים "חמים" שמונחים כיום על שולחנו וקשורים גם הם, בעקיפין, להיבטי מימון בענף הנדל"ן.

האחד נוגע למיזמים שמופנים לקהל משקיעים מצומצם במטרה לגייס מימון לפרויקטים של תמ"א 38, והשני נוגע לקבוצות רכישה.

השאלה המרכזית שעומדת לדיון בהקשר זה היא האם מדובר בהצעה לציבור של ניירות ערך, ואם כן מהי הרגולציה שצריכה לחול בעניין.

הנושא הראשון עלה לכותרות ממש לאחרונה בעקבות התערבות מצד הרשות בעניינה של חברת טפירו (קרן אור) - התערבות שנועדה לגרום לחברה לחדול מלהציע לציבור לתת אשראי למימון לפרויקטים של תמ"א 38 ללא פרסום תשקיף. העניין התגלגל מאוחר יותר לפתחו של בית המשפט לאחר שהחברה החליטה ליזום הליך של פירוק, ובימים אלה מתנהל בבית המשפט הליך נוסף שבו מעורבת הרשות בקשר עם קרן אחרת שפועלת בתחום, אם כי בנסיבות שונות מאלה שאפיינו את הפעילות של קרן אור.

לגבי קבוצות רכישה, נשמעות טענות שמדובר בהשקעה קולקטיבית שדומה במהותה לרכישה של נייר ערך, ולכן צריכה להיות מפקחת על ידי רשות ניירות ערך. באופן עקרוני אני יכול לומר כי כל עוד מדובר בקבוצות שנועדו לאגד מספר רוכשי דירות פוטנציאליים שכל אחד מהם מבקש לקנות דירה מסוימת, על פי תכנית שהוצגה לו מראש, הנטייה שלנו תהיה שלא לראות בכך הצעה של ניירות ערך לציבור. ומכל מקום בכוונתנו לפרסם בקרוב עמדה מסודרת שתסיר את אי-הבהירות ככל שקיימת בתחום זה.

"תודה רבה"