כלכלי+

כלכלי פלוס- פברואר 2011

מימון נדל"ן | עו"ד אברהם זיו כהן

בחיפוש אחר מימון חוץ-בנקאי

למרות שהמימון הבנקאי הוא עדיין דומיננטי, לרשותם של יזמי הנדל"ן עומדים מספר מקורות מימון חוץ-בנקאיים. על היתרונות והחסרונות של אפיקי המימון החוץ-בנקאיים לעסקאות נדל"ן ◄

עסקאות נדל"ן הן עסקאות עתירות הון, הן בשל מחירי הקרקעות - שהרקיעו שחקים בשנים האחרונות - והן בשל המיסים הרבים המוטלים על עסקאות מקרקעין בישראל. ברור שלצורך בניית פרויקט דרוש הון רב יותר וזאת במיוחד עקב עליית מחירי חומרי הגלם. לא בכדי מרבית עסקאות הנדל"ן ממומנות בסכומי עתק באמצעות הלוואות, שכן מעטים הם היזמים, או הקבלנים, שברשותם מצוי הון לצורך מימון העסקאות, כל שכן פרויקטים, אפילו כאשר מדובר בעסקאות ופרויקטים בסדר גודל בינוני.

ליווי פיננסי סגור

מקור המימון השכיח ביותר הוא מימון בנקאי, כלומר, נטילת הלוואה ממוסד בנקאי, כאשר תנאי ההלוואה נקבעים על-ידי הבנק בהתאם לזהות הלווה או העסקה, על פי הוראות בנק ישראל. מימון העסקה נעשה באמצעות ליווי פיננסי סגור לצורך מניעת "זליגת" כספים מחוץ לפרויקט. בנוסף, הבנק המלווה הופך למעין מפקח-על של הפרויקט. חשוב לציין, כי בדרך כלל הבנק לא ייכנס לעסקה ולא ייתן הלוואה מבלי שהיזם, או הקבלן, יממן חלק מהפרויקט מהון עצמי שלו. כמובן שהבנק ידאג לשעבד את המגרש או הפרויקט להבטחת החזר ההלוואה, למתן ערבויות בנקאיות לרוכשים. תנאים אלה מגבילים מאוד את היזם שהוא הראשון שהגה ויזם את הפרויקט, אך הוא האחרון לקבל את רווחיו.

המשקיע כשותף

באפשרות היזם לנסות לממן את העסקה לא דרך הבנק, אלא ממקורות מימון חוץ-בנקאיים. אחת הדרכים היא לגייס כספים מחברות ביטוח בכובען כגוף מלווה. הבעיה היא, שבדרך כלל תנאי ההלוואה יהיו גרועים בהרבה מתנאי הליווי הבנקאי וזאת גם הסיבה שליווי כזה אינו נפוץ. בדרך כלל, יזם שאין ברשותו הון עצמי לקבלת ליווי בנקאי יפנה לחברת ביטוח לצורך מימון ההון העצמי הנדרש.

דרך נוספת לממן עסקאות היא באמצעות גיוס הון ממשקיע פרטי, כאשר המשקיע יהיה זכאי לחלק מרווחי הפרויקט באופן יחסי להשקעתו. ככל שהמשקיע משקיע בפרויקט יותר הון כך קטנים באופן יחסי רווחיו של היזם. בכך הופך המשקיע לשותף מלא בהתאם לחלקו בפרויקט, אם בדרך של שותפות ואם באמצעות הקצאת מניות למשקיע בחברה היזמית, או הקבלנית. לרוב, יזם יבחר באפשרות זו רק למימון אותו הון עצמי שחסר לו כדי לעמוד בתנאי הבנק לקבלת ליווי פיננסי ובלבד שהמשקיע לא יהפוך לבעל השליטה בפרויקט.

יתרון האיגוח

אפשרות אחרת לממן את הפרויקט היא באמצעות איגוח. כלומר, היזם מנפיק אגרות חוב ובאמצעותן מגייס הון לצורך מימון הפרויקט ממחזיקי האג"ח. תנאי האג"ח נקבעים בהתאם לזהותו של המנפיק ורמות הסיכון של הפרויקט. ככל שהאג"ח בטוחה יותר, לאמור: המנפיקה היא בעלת שם ומוניטין עם הון עצמי תזרים מזומנים חיובי בעלת נכסים וכיוצ"ב והפרויקט על פניו רווחי יותר, כך הריבית שהאג"ח תשלם תהיה נמוכה יותר, ולהיפך. היתרון באיגוח פרויקט נובע מכך שהריבית על אג"ח המדורגת גבוה תהיה נמוכה מהריבית שהיה משלם היזם לבנק אילו היה מממן את הפרויקט בליווי בנקאי. בנוסף, מחזיקי האג"ח אינם הופכים להיות שותפים בפרויקט ולכן הם גם אינם זכאים לרווחים מהפרויקט, אלא רק להחזר הקרן ולתשלומי ריבית. כמו כן, היזם אינו צריך לשעבד את הקרקע לטובת מחזיקי האג"ח אלא יכול לרשום ישירות הערות אזהרה לטובת הרוכשים ובכך לחסוך את עלויות הערבויות הבנקאיות הנחוצות להבטחת כספי הרוכשים. כאשר מדובר בפרויקט עתיר סיכון, או כאשר היזם אינו מוכר, בדרך כלל יהיה לאג"ח דירוג נמוך ולכן תנאי האג"ח יגלמו את הסיכון בה. במקרה של אג"ח "מסוכנת" סביר שרוכשיה (שהם לרוב גופים מוסדיים, כגון חברות השקעה, קרנות פנסיה וגמל, בנקים, חב' ביטוח וכו') יתנו את רכישת האג"ח בשעבוד נכסים לטובת המלווים, בדרך כלל המגרש שעליו נבנה הפרויקט, ובייחוד לאחר פרשת אפריקה ישראל. במקרה כזה, אכן יש אפשרות שמימון בנקאי יהיה עדיף.

רוב היזמים עדיין פונים לאפיק הליווי הבנקאי משום שהריבית במשק עדיין נמוכה ולכן תנאי ההלוואה אטרקטיביים. זאת ועוד, שוק האג"ח הישראלי עדיין שמרני ולכן רק חברות גדולות מאוד מצליחות להנפיק אגרות חוב

שוק הון שמרני

אפשרות נוספת היא באמצעות הנפקת מניות לציבור בבורסה. באופן זה, החברה מוכרת לציבור מניות כאשר בעלי המניות יהיו זכאים לדיבידנד מתוך רווחי החברה על פי מדיניות חלוקת הדיבידנד שנקבעה במוסדות החברה. היתרון בגיוס הון דרך הבורסה נתון בדרך כלל לחברות שמניותיהן כבר נסחרות, מפני ששינוי סטטוס מחברה פרטית לציבורית לצורך ביצוע ההנפקה אינו פשוט, מה גם שעל החברה לעמוד בתנאים מחמירים רבים, לרבות כמות ההון ומחזור עסקאות. בנוסף, צריך לזכור תמיד שעל חברה ציבורית מוטלות חובות גילוי ופיקוח מוגברות.

ניתוח מימון העסקאות כיום מצביע על כך שרוב היזמים, או הקבלנים, עדיין פונים לאפיק הליווי הבנקאי משום שהריבית במשק עדיין נמוכה ולכן תנאי ההלוואה אטרקטיביים. זאת ועוד, שוק האג"ח הישראלי עדיין שמרני ולכן רק חברות גדולות מאוד מצליחות להנפיק אגרות חוב.

הגופים המוסדיים עדיין אינם נותנים אמון ביזמים קטנים ולכן הסיכויים שהנפקת אג"ח תעלה יפה הם קטנים. כך גם בנוגע להנפקת מניות בבורסה, רוב היזמים הישראלים אינם עומדים בתנאי הנפקה ראשונית והבורסה נשארת נחלתן של החברות הגדולות.

לאור הבעיות במציאת מימון לעסקאות נדל"ן פונים יזמים רבים לאפיק נוסף של ביצוע עסקאות קומבינציה עם בעלי מגרשים. בעסקת קומבינציה הקבלן מספק שירותי בנייה לבעלי המגרש ותמורת זאת מקבל חלק מהמגרש. היתרון הוא ברור, שכן הקבלן לא נדרש להעמיד הון לצורך רכישת המגרש, כל שכן לגייס מימון עבור הרכישה. אם מצוי בכיסו ההון הנדרש לצורך הקמת הפרויקט הוא כלל אינו זקוק למימון. ●●●

הכותב נמנה על משרד עו"ד ע. תגר