

38 נהנות מפריחה יוצאת דופן ונהפכו לגורם מממן מרכזי. לשגשוג בתחום תרמה גם הרחבת פרויקטים שמגיעה לכ-20% ואפילו ל-30%. עד כה הוקמו לפחות שבע קרנות, שגייסו יותר ממיליארד שקל. הטרנד החדש גם הצליח למשוך אליו לא מעט שמות נוצצים של יומים ופיננסיירים לשעבר, בהם אבי כץ, מבעלי רשת בתי הקפה המצליחה קופיקס, מנכ"ל בנק ירושלים ומנכ"ל אקסלנס לשעבר דוד ברוך, וירון פיטארו, לשעבר סמנכ"ל ההשקעות של בית ההשקעות פריזמה.

**אחת הקרנות הוותיקות שפועלות היא בית וגג. הקרן, שהוקמה בשנת 2010, גייסה ב-2014 כ-250 מיליון שקל מגופים פרטיים ומוסדיים. הקרן מעורבת כיום ביותר מ-40 פרויקטים, הכוללים שמונה בניינים בביצוע, ארבעה בניינים שנמסרו ושאוכלסו, וכ-30 בניינים לקראת קבלת היתר או במהלך משא ומתן משפטי מתקדם. קרן גדולה נוספת היא יסודות, שהוקמה ב-2014 על ידי כמה בכירים משוק ההון והנדל"ן, בהם דוד ברוך, אסתי פרידמן, לשעבר מנכ"לית כלל מימון, ויעקב סיסו, לשעבר ממלא מקום מנכ"ל אזורים. הקרן, שהשיגה עד כה התחייבות השקעה של כ-250 מיליון שקל, מעורבת ב-26 פרויקטים. קרן קפיטל 38 הוקמה בתחילת 2013 על ידי אילן אברהמי, רוני זוהר ואסף אופנהיים, שפעלו קודם לכן בתחום הפרייבט אקוויטי. לפי היומים, הקרן גייסה עד כה כ-200 מיליון שקל, מהם כ-130 מיליון שקל כבר הושקעו, והיתרה נמצאת בהתחייבות השקעה מול יזמים. הקרן מעורבת ב-28 פרויקטים, שחלקם תמ"א 38 וחלקם עסקות יזמות לנדל"ן.**

אל רשימת הקרנות מצטרפת קרן הגשמה, שהוקמה בידי אבי כץ מקופיקס ועוד חנן שמש. הקרן השקיעה עד כה 150 מיליון שקל בתשעה פרויקטים רגילים של תמ"א 38, אך מתמקדת כעת בעיקר בפרויקטים של פיננסי-בינוי (תמ"א 38/2). בהגשמה מתגאים בכך שיש להם "20 'אקוויטים' בתשואה ממוצעת של 18.4% נטו בשנה". לצד הגשמה פועלת גם קרן של קבוצת דייברגון, שמנוהלת על ידי עו"ד מני בן מאור ותמיר פורת, לשעבר סמנכ"ל ההשקעות בכלל פיננסים. הקרן מעורבת בכ-16 פרויקטים והשקיעה כ-60 מיליון שקל. קרן גדולה נוספת שצברה תנופה היא וולט'סטון נדל"ן של ירון פיטארו, שגייסה, לדברי, כ-180 מיליון שקל ממשקיעים פרטיים. הקרן מעורבת ב-60 פרויקטים בשלבי ביצוע שונים. עוד פועלות קרנות 38, שנוסדה ב-2013 בידי רונן גאון, חיים בן צבי, בועז זהר ויוסי אבי-גלנדר, וביצעה עד כה השקעות בסכום של כ-45 מיליון שקל; וקרן ההשקעות החדשה - אפיקים 38 - שהקימו מוטי בן ששון, גנדי



הריסת מבנה בקרית אונו בפרויקט פיננסי-בינוי צילום: תמר מצפי

# רעידת אדמה פיננסית

הפריחה בשוק הנדל"ן מולידה מכשירי השקעה חדשים, כמו קרנות המתמחות במימון פרויקטים של התחדשות עירונית. כך תוכלו להפוך לשותפים של בעלי הדירות והיזמים

מאת ערן אזרן

מגורים מפני רעידות אדמה ומתקפות טילים. התוכנית, שמיושמת בעיקר במרכז הערים בכל הארץ, מעניקה ליוזמה זכויות בנייה לעד 2.5 קומות בתמורה לשיפוץ כללי וחיווק הבניין. התוכנית גובשה ביוזמת המועצה הארצית לתכנון ולבנייה ואושרה בממשלה ב-2005. מאוחר יותר היא עברה תיקונים, וכיום היא כוללת גם אפשרות לפיננסי-בינוי, תוך הגדלת זכויות הבנייה (תמ"א 38/2). כיום, מלבד בתל אביב, מרבית הפרויקטים של תמ"א 38 נעשים במתכונת של פיננסי-בינוי. מאחר שהבנקים נמנעו עד כה מכניסה מסיבית למימון בתחום, קרנות ההשקעה בתמ"א

משקיע לא צריך לרכוש דירה, להתעסק עם כל הביורוקרטיה ולשקוע בהתייבויות למשכנתא. הוא יכול להשקיע רבע מיליון שקל - ולקבל תשואה של כ-20% לשנה בפרויקטים עם צפי לאקויזיט של בין שנה לחמש שנים, אומר מביטחון פעיל בתחום ההתחדשות העירונית המוכר בשם תמ"א 38. הגאות בענף הנדל"ן והזינוק המתמשך במחירי הבתים בישראל מוזמנים הצעות השקעה מפתות. אחת מהן היא בקרנות המשקיעות בפרויקטים של תמ"א 38, שמושכות בעיקר משקיעים פרטיים, אך גם משקיעים מוסדיים. תמ"א 38 היא תוכנית ארצית לחיווק בנייני



צילום: יניב גולן

במקרים אחרים התמורה ליום של פרויקט התמ"א ולמנהל הקרן נקבעת מראש (כאחוז מהרווח לאחר מכירת הבתים), כך שמשקיעי הקרן יקבלו לידיהם את כל הרווח העודף שנשאר. מודל אחר מאפשר לקרן לגבות דמי ניהול שוטפים מהיום ולקבל גם אחוזים מזכויות הבנייה בפרויקטים. שני המודלים האחרונים מאפשרים למשקיעי הקרנות להעלות את התשואה לשיעור של 18% ואפילו 20%. ככל מקרה, מנהלי הקרנות מעריכים, ברובם, כי תשואת המשקיעים תהיה דו-ספרתית.

למרות התשואה המפתה ושולי הרווח הגבוהים, פרויקטים של תמ"א 38 נושאים עמם סיכונים. ראשית, שוק הנדל"ן בישראל נמצא בימים אלה בגאות וירידת מחירים עלולה לפגוע ברווחיות הפרויקטים - והתשואה המוערכת עלולה להתברר כגבוהה רק "על הנייר". שנית, המעורבים בשוק התמ"א מדגישים כי הבעיה העיקרית היא התארכות טווח הזמן לקבלת ההיתרים. ככל שהזמן מתארך, כך הרווחיות של הקרנות יורדת.

עו"ד גדיאל בלושטיין ממשרד עו"ד בלושטיין, ברקהן, צינגלאוב, שהיה בעבר חבר בוועדת בניין עיר ברמת גן, מזהיר מפני חוסר העקביות של העיריות ביחס לתחום התמ"א. "ברמת גן לדוגמה, כשהתחלנו בפרויקטים של פינוי בינוי אפשר היה לבנות על כל 10 דירות 40 - כלומר מכפיל של 4. כיום המכ"פילים ירדו ל-3 ול-3.5. זה מקטין את שיעורי הרווח, והתשואה יורדת".

לסיכונים החיצוניים מצטרפים סיכונים ייחודיים לכל פרויקט, בהם הוצאות בלתי צפויות, עיכובים או קריסה של חברה קבלנית. עו"ד זיו כספי, שותף במשרד עו"ד גינדי-כספי העוסק בנדל"ן, המלווה פרויקטים של התחדשות עירונית, מדגיש שנתקל במקרים שבהם הקבלן המבצע קרס והפרויקטים התעכבו. "תחום התמ"א גדול על יומים קטנים וקטן על יומים גדולים. לכן בענף פועלים גורמים שאין להם יכולת הונית מספקת, ופרויקטים שלמים הם בסיכון".

מעבר לכך, המשקיעים בקרנות תמ"א 38 חייבים לדעת שרמת הביטחונות העומדת לרשותם מההשקעה היא נמוכה מאוד. הנכס המרכזי - הדירות העתידיות שיימכרו בפרויקט - משועבדות לבנקים המלווים, כך שהמשקיעים בקרנות הם הנושאים השניים בתור על אותן הדירות לרוב רשומה הערת אזהרה לרוב כש העתידי וכן לקבלן המבצע, כך שמימושן ייתקל בקשיים. לכל אלה צריך להוסיף את העובדה שהתחום הוא חדש יחסית, כך שהידע והניסיון שנצברו בו הם מעטים. ■

eran.azran@themarket.com

## עו"ד זיו כספי: "התמ"א גדול על יומים קטנים וקטן על יומים גדולים. לכן בענף פועלים גורמים שאין להם יכולת הונית מספקת, ופרויקטים שלמים נמצאים בסיכון"

שקן התמ"א מעניקה ליום שכבר גייס את ההון הנדרש חוב בנקאי משלה להשלמת הפרויקט. מודל השקעה שלישי מבוסס על מימון של כלל הפרויקט (גם הון עצמי ליום וגם חוב בנקאי). חלק מהקרנות משלבות בפעילות התמ"א שלהן גם מימון של פעילות יזום נדל"ן רגילה. במקרים מיוחדים הקרן היא זו שמשמשת כיום הפרויקט וגם כגורם המממן.

מנהלי קרנות התמ"א 38 מתהדרים בתשואות גבוהות, שנעות בין 10% ל-15% (IRR) ויכולות להגיע במקרים מסוימים גם ל-20%. הם מדגישים שהתשואות הללו גבוהות משמעותית מאלה שניתן לקבל מהשקעה בנכס למגורים או בנכס מסחרי בארץ - ובעצם על פני כל מסלול השקעה אחר בנדל"ן. התשואה נגזרת ממודל ההשקעה של הקרן. במקרה שכספי הקרן משמשים כהלוואה לצורך הון עצמי ליומים, התשואה של המשקיעים מגיעה בדרך כלל ל-8%-13%.

גורביץ וגיא ברכה, ושכחונתה לגייס עוד כ-100 מיליון שקל.

**אמיר שוסטק, מנהל תחום הנדל"ן בהפניקס, שהשקיעה כ-70 מיליון שקל בקרן בית וגג, מסביר שהמוסדיים מגלים עניין בתחום, בעיקר בשל הרווחיות הגבוהה שלו. "פרויקטים של תמ"א 38 מאופיינים בעלויות נמוכות יחסית, כשהתמורה ממכירת הדירות היא גבוהה. בפרויקטים הללו שולי הרווח יכולים להגיע ל-20% ו-30%. העצה שלי למשקיע הפרטי היא לבחור את האנשים הנכונים, שמבינים נדל"ן יומי, מכירים את הסכנות והחוקים בעניין ויודעים איך להתקשר נכון עם קבלנים שיבצעו את התוכניות".**

לקרנות התמ"א יש מודלים שונים להשקעה, שמתבססים על שיטת העבודה של הקרן, סוג הפרויקט (תוספת קומות או פינוי-בינוי), שיתוף פעולה עם גורמים פיננסיים והיכולת המקצועית של מנהליהן. מודל ההשקעה הבסיסי הוא השלמת הון עצמי ליומים. עלות של פרויקט לתוספת קומות מסתכמת ב-10'15 מיליון שקל והיום נדרש להעמיד הון עצמי של 20%-40 מסך העלות. היתרה ממומנת באמצעות חוב בנקאי. יומי התמ"א, שמגיעים לפרויקטים עם הון עצמי אפסי בדרך כלל, מקבלים מימון מהקרנות תמורת תשלום ריבית גבוהה (10%-15%). מודל השקעה שני מבוסס על תפיסת מקומו של הבנק בהליך המימון, כך

## קרנות תמ"א 38 הפועלות בישראל

הקרן	גיוס שבוע (במיליון שקלים)	פרויקטים בביצוע	דמי ניהול
בית וגג*	250	12	1%
יסודות	250	7	1.7%-2%
קפיטל 38	200	28**	אין דמי ניהול השתתפות ברווח עם היזמים
וולת'סטון נדל"ן	180	12	עד 2%
קרן הגשמה	150	9	אין דמי ניהול השתתפות ברווח עם היזמים
דייברגון	60	16	2%
קרנות תמ"א 38	45	5	אין דמי ניהול השתתפות ברווח עם היזמים
אפיקים 38	בשלב גיוס ראשונים	3	אין דמי ניהול השתתפות ברווח עם היזמים

\*קרן וחברה יזמית \*\*חלק מהפרויקטים הם תמ"א 38 וחלק עסקות יזמות