



# השקעות נדל"ן בחו"ל

**PROFIMEX<sup>®</sup>**

להשקיע עם אנשים הראויים לאמון שלך

## תוכן העניינים

2	תחזית פרופימקס לשוק הנדל"ן העולמי 2017-2018
4	אם מבטיחים לכם תשואה, תברחו
8	להשקיע בשינוי, להשקיע שונה, לשנות - אלחנן רוזנהיים בכנס Invest for a Change, יוני 2017
10	קרנות נדל"ן - הדרך הטובה לפיזור וגידור סיכונים
12	סקר AFIRE: תשעים וחמישה אחוזים מהמשקיעים הגדולים ישקיעו השנה בארה"ב
14	האלגוריתם הישראלי מסייע לחדש את מרכזי הערים בארה"ב
18	קרנות נדל"ן עם פיזור אופטימאלי - אחד מהאמצעים הטובים ביותר לניהול תיק השקעות יעיל
20	משקיעי נדל"ן משקיעים בחברה טובה
22	גם אחרי הברקזיט, בריטניה אטרקטיבית למשקיעי נדל"ן
25	למרות טראמפ: ממשיכים להשקיע באנרגיה מתחדשת
28	בזכות הצרכן האמריקאי: מרכזים לוגיסטיים הפכו סקטור משמעותי בתיק השקעות הנדל"ן
30	5 עובדות על ברלין שמשקיעי נדל"ן למגורים צריכים להכיר
32	התחזית לקניונים: בידור, מסעדות ושיווק דיגיטלי
34	אמזון מערערת את שוק הנדל"ן המסחרי
37	מתחננים מאוחר, מרוויחים מעט - ושוק הדירות להשכרה שובר שיאים
41	דירה להשכיר
43	וויספר וואלי: פרויקט בנייה ירוקה חוסך אנרגיה
45	5 תובנות על הקשר בין תשואה לנזילות
48	להפשיט עסקת נדל"ן עד השלד
51	אנרגיה מתחדשת ונקיה: הבשורה לשוחרי כדור הארץ ולמשקיעים
55	6 טכניקות לניתוח השקעת נדל"ן בחו"ל
57	ממיסוי ועד אירוע טרור: הסכנות שאורבות להשקעת נדל"ן בחו"ל
59	על מוסר ועסקים - אלחנן רוזנהיים בערב הגאלה For a Change by Epoch Times, מרץ 2016
60	3 אסטרטגיות השקעה שונות בנדל"ן - ויישומן
62	רוצים להרוויח בנדל"ן? חפשו את פוטנציאל ההשבחה
65	האם גם הבית הלבן יכול להיות השקעת נדל"ן אטרקטיבית?
67	באתי, השבחתי, מכרתי
72	השקעות נדל"ן בחו"ל - 8 כללי זהב לבחירת מנהל השקעות נכון
79	Zoom in: ארבעה כלים אנליטיים בסיסיים שכל משקיע נדל"ן בחו"ל צריך להכיר
85	מדריך 5 הדקות: ההשפעה של מרחבי עבודה משותפים על השקעות נדל"ן
93	מדריך 5 הדקות: השלכות תוצאות הבחירות בארה"ב על השקעות הנדל"ן שלך
99	מדריך 5 הדקות: השלכות ה-brEXIT על השקעות הנדל"ן והאנרגיה שלך



במשך 20 השנים האחרונות, פרופימקס, זרוע הנדל"ן והאנרגיה המתחדשת של במברגר-רוזנהיים בע"מ שנוסדה בשנת 1969, הציבה לה למטרה להנגיש למשקיע הישראלי הזדמנויות השקעה בנדל"ן ואנרגיה ירוקה בחו"ל, שמאפשרות פיזור אשר תורם ליצירת תיק השקעות אופטימלי - בהגיונות, יושרה ושקיפות.

חלק אינטגרלי משיתוף הפעולה שלנו עם קהילת המשקיעים בישראל, הוא בהפצת הידע שאנו כמנהלי השקעות רכשנו וממשיכים לרכוש. המקורות שלנו ללמידה שלא נפסקת הם חברות מחקר שלחלקן יש לנו גישה אקסקלוסיבית, ארגוני גג כמו AFIRE, שמייצג את המשקיעים הזרים בארה"ב ובו אנו חברים, פרסומים אקדמיים, השתתפות בכנסים, קריאה של עיתונות ייעודית לתחום ההשקעות בנדל"ן והפרייבט אקוויטי והשותפים הגלובליים שלנו ברחבי העולם. את הידע הזה אנו מנגישים לקהילה הישראלית, על מנת לאפשר קבלת החלטות השקעה מושכלות.

מזה שנים, אנו מפרסמים את "המדריך להשקעות נדל"ן בחו"ל", אשר מוענק לכל דורש. אנו מציעים לכל משקיע פוטנציאלי לקרוא את המדריך לפני ביצוע השקעה. אני סבור שמשקיעים רבים שהיו קוראים את המדריך בטרם השקיעו, היו יכולים לחסוך לעצמם כאב לב והפסד כסף רב.

אנו מאמינים שידע הוא כוח, ואת הכוח הזה אנחנו מבקשים להעניק לכלל המשקיעים הישראליים, בין היתר באמצעות אסופת מאמרים זו. הכוח הזה מאפשר לכל משקיע לוודא שהמנהל, בו הוא שם את מבטחו, דואג לאינטרסים של המשקיע לפני האינטרסים שלו עצמו.

אני יודע שזמנכם יקר, אך כדאי שתשקיעו אותו בפגישה איתנו. לאחר הפגישה, בין אם תחליטו להשקיע איתנו ובין אם לאו, תתווספה 100 נקודות לחשבונכם במועדון הנוסע המתמיד של אל על.

אני מקווה שתמצאו בקריאת חומר זה לא רק עניין, אלא גם תבונה לשים את מבטחכם רק באנשים שראויים לכך.

קריאה מהנה,

אלחנן רוזנהיים, מייסד ומנכ"ל פרופימקס

להשקיע עם אנשים הראויים לאמון שלך

100 נקודות הנוסע המתמיד של אל על תוענקה לנוסע שיפגש עם פרופימקס בעקבות קבלת חוברת זאת

לקביעת פגישה: fly\_invest@profimex.com

בכפוף לתקנון מועדון הנוסע המתמיד

## תחזית לשוק הנדל"ן 2017-2018

### מחלקת המחקר, פרופימקס

בימים אלו אנו עדים לתחילתה של נסיגה של רבים מהאלמנטים שעיצבו את עולם ההשקעות בנדל"ן בשנים האחרונות כגון: אינפלציה נמוכה, מדיניות מוניטרית מרחיבה וכלכלה חלשה של חלק ממדינות המערב. אל כל אלו מתווספים שינויים באקלים הפוליטי שהתרחשו לאחרונה בעולם. בנסיבות אלו, על המשקיעים בנדל"ן לעשות הבחנה בין האותות הכלכליים לבין הרעש הפוליטי ולהבין את הדינמיקה המשתנה בין שניהם.

### מה היה לנו?

התאוששות השוק מהמשבר הפיננסי הגדול היטיבה עם ענף הנדל"ן, שנהנה מהזדמנויות השוק ומשיעורי ריבית נמוכים ברוב העולם המפותח, שהביאו לתשואות אטרקטיביות, אשר הועצמו על ידי עלויות מימון נמוכות. כתוצאה מכך, מחירי הנדל"ן כיום משקפים עלייה משמעותית ברוב הסקטורים וצפי התשואות חזר לרמות סבירות.

### מה צפוי?

למרות ההשפעה של הבחירות בארה"ב, משאל ההתנתקות של בריטניה מהאיחוד האירופי (BRExit) ואירועים פוליטיים נוספים באירופה, נדל"ן כאפיק השקעה מספק יחס סיכון-תשואה טוב והוא אטרקטיבי, הן בהשקעת הון והן בהשקעה בחוב.

ברמת המאקרו, עיקר המאפיינים של השקעות הנדל"ן בארה"ב נותרו איתנים, מספר המשרות במשק ממשיך לגדול וכוח הקניה הצרכני מתחזק. כל אלו תורמים לחיזוק הכלכלה והביקוש לנדל"ן בארה"ב נמצא במגמת עליה מתמשכת.

מאז המשבר הכלכלי, משקיעים ומלווים שומרים על יחסי מינוף נמוכים יותר, וגם הלוואות שמועמדות לטובת פרויקטי פיתוח ניתנות בצורה מחושבת יותר. למעט יוצאי דופן בודדים, יחס ההיצע מול הביקוש מאוזן יחסית. תחזיות השוק עדיין מנבאות התרחבות של הכלכלה האמריקאית, שתוביל לחיזוק מאפייני ההשקעה העיקריים: למחירי הנדל"ן; לשיעורי התפוסה; מחירי השכירות וכך לעליה בתזרים השוטף, בערך הנכסים ובתשואות למשקיעים.

מנגד, הבנק המרכזי האמריקאי צפוי להמשיך להעלות בהדרגה את הריבית, לטובת איזון המדיניות המוניטרית, מה שיגרם להרעה כביכול של הנתונים הפיננסיים הכלליים, אך שינוי זה גם משקף כלכלה בריאה שמתורגמת לעלייה בדמי השכירות ובהכנסות התפעוליות, שגם תתמוכנה במחירי הנדל"ן.

למרות ירידה ברגשות החיוביים כלפי בריטניה בעקבות ה-BRExit, משקיעים עדיין מוצאים ערך בהשקעות באזורים אחרים של אירופה, הגם שהתשואות הצפויות מתונות מבעבר. במצב שוק זה, מתחזקת החשיבות של ניהול מקצועי ואקטיבי. בסביבה כזו, משקיעים נוטים לקחת פחות סיכונים, גם בעלות של תשואות נמוכות יותר ויחד עם זאת, מנהלי השקעה מנוסים ומקצועיים עם היכרות מעמיקה של השוק יוכלו למקסם את ביצועי ההשקעה בתרחישים אפשריים שונים.

סביבת ריבית שלילית ונמוכה ממשיכה להזין את הביקוש לעסקאות Core, שמאפשר למשקיעים באסטרטגיה של הוספת ערך או פיתוח לבצע מימושים בתשואות אטרקטיביות. בנוסף, דולר חזק גם ימשוך משקיעים שמעוניינים בחשיפה להשקעות דולריות.

למרות עלייה מתונה בריבית בחלק מהשווקים המפותחים, תחום האשראי הפרטי עדיין נותן אפשרויות להשיג תשואות גבוהות מהתשואות שקיימות בשוק הסחיר. בנוסף, חלק מהמנהלים בשוק החוב הפרטי מוכיחים כי באמצעות דיסציפלינה קפדנית של חיתום, ניתן לחזק את יחס הסיכון-תשואה בעסקאות מסוג זה לאורך זמן.

גם באירופה וגם בארה"ב, הפחתת הרגולציה על מתן הלוואות על ידי בנקים, בעיקר בנקים אזוריים, מובילה לתחרות גוברת עם מלווים פרטיים והפחתת תשואות בשוק זה. למרות שינוי זה ועל אף העובדה שיש לוויים שעדיין יילחמו על קבלת הלוואות הבנקאיות המסורתיות, ללא קשר לסביבה הרגולטורית, אנו סבורים כי ההשקעה בחוב פרטי תמשיך להיות אטרקטיבית. למשקיעים הפרטיים יש יתרונות על הבנקים כמו מהירות החיתום של עסקאות וודאות של הלווה לגבי לוחות הזמנים.

בעוד שסקטור הנדל"ן מתאים את עצמו לתקופה ממושכת של אי הודאות בשוק, נפתח פתח להזדמנויות חדשות. הכניסה של טכנולוגיות חדשות מביאה לשינוי מבני של הסוגים השונים בשוק הנדל"ן, כולל גם שינויים דמוגרפיים, עליית גיל האוכלוסייה הגידול של מעמד הביניים, האורבניזציה וסגנון חיים ועבודה שונים של דור המילניום, שמעצבים את התרבות המחייבה והעבודה ויוצרים הזדמנויות השקעה שונות. דוגמה מעניינת לשינוי תרבותי שמשפיע גם על השקעות בנכסי נדל"ן הוא קונספט מרחבי העבודה המשותפים שמשנה את אופיו של סקטור המשרדים.

### בשורה התחתונה

האתגר המרכזי של תעשיית הנדל"ן הוא ניצול מאפיינים חזקים בשוק, תוך התמודדות עם אי ודאות פיננסית והשגת השקעות שתנבנה תשואות מספקות ביחס לסיכון שהן מגלמות. הביקוש הגבוה, בשילוב עם היצע מוגבל של הזדמנויות מוביל לתחרות על עסקאות שמתבטאת בעליית מחירים. חלק מהמשקיעים מכוונים להפחתת הסיכון, תוך בחירה מודעת בהשקעות עם תשואות נמוכות יותר. החתירה ליחס סיכון-תשואה אופטימלי ייתן את אותותיו על ערכם של נכסי הנדל"ן.

לפיכך, אנו סבורים שהשנים הקרובות תיטבנה עם מנהלי השקעות שיודעים להגן על ה-downside בעתות משבר, בעלי התמחות מקומית ייחודית וניסיון תפעולי, בשילוב עם משקיעים שיהיו נכונים לקבל את העובדה שהתשואות שהשוק מסוגל להציע להם, ברמת סיכון סבירה הן מתונות מאלו שהיינו עדים להן בשנים האחרונות.

# "אם מבטיחים לכם תשואה, תברחו"

אלחנן רוזנהיים, מייסד ומנכ"ל פרופימקס, המנהלת השקעות בנדל"ן בחו"ל עבור משקיעים אמידים

מוסדיים מזה 18 שנה, מודאג ממבול השקעות הנדל"ן

פורסם בדה מרקר ב-29.9.2014. עודכן בדצמבר 2016 בהתאמה לרשות ניירות ערך.

השקעות בנדל"ן חו"ל הפכו לשיחת היום בקרב משקיעים. מדי יום מוקמות חברות חדשות שנאבקות לזכות בתשומת הלב ובכסף של הציבור. במאבק זה כל האמצעים כשרים: פרסום אגרסיבי, באגרים קורצים באינטרנט, תמונות של אתרי נופש ומגדלי מגורים נוצצים שתמיד מלווים בהבטחות תשואה אטרקטיביות שלא תמיד ברור מה מסתתר מאחוריהן.

מי שמביט בדאגה על התופעה הוא אלחנן רוזנהיים, מנכ"ל ומייסד פרופימקס, הפועלת בתחום ההשקעות בנדל"ן חו"ל למעלה מ-18 שנה. אם לא שמעתם עד כה על פרופימקס זה לא במקרה: החברה אינה מעסיקה אנשי יחסי ציבור, ורוזנהיים כמעט מעולם לא התראיין. את העסקאות שהחברה מבצעת היא כמעט אינה מפרסמת, לא לפני גיוס ההשקעה ולא אחריה, למעט לקהל היעד שלה, אלפי לקוחות אמידים שמסוגלים להשקיע מאות אלפי דולרים ומעלה בעסקה ממוצעת. למעשה, רבות מההשקעות שלה נשמעות כה משעממות - למשל רכישת בניין בית המשפט המקומי בעיר אברדין במדינת מיסיסיפי - שיתקשו לפתות את הישראלי האמוציונלי שמחפש



"80% מעסקאות הנדל"ן שמציעים לישראלים בחו"ל הן תרמית" אלחנן רוזנהיים, מנכ"ל פרופימקס

בור נדל"ני נוצץ לקבירת קרן ההשתלמות שהשתחררה. מי שיתעמק בעסקת בית המשפט יבין שהשוכר של הנכס הוא ממשלת ארה"ב, המגלמת סיכון נמוך ומניבה תשואה של פי שלושה מתשואת אג"ח אמריקאי המגלם סיכון דומה. סיבה נוספת להתמקדות בקהל אמיד היא טווח ההשקעה של 3-7 שנים בממוצע, מאפיין המתאים למשקיעים שיכולים לוותר על נזילות לתקופת ההשקעה, יתרון המוביל לשיפור התשואה הממוצעת. פרופימקס עושה זאת בעזרת שותפיה הגלובליים שיחד עמם השקיעה ב-37 ארצות ובמעל 3,000 נכסים, ששוויים הינו מעל 45 מיליארד דולר.

מההשקעות הקשות ולהמשיך קדימה פעלנו עם השותפים שלנו ללא לאות על מנת להציל את הנכסים בזמני המשבר. האחריות שלנו כלפי המשקיעים איננה נגמרת עד שהנכס ממומש ואם יש מהמורות בדרך, האחריות שלנו היא להוביל מהלכים ליציאה מהבוץ. זו הסיבה שאנחנו מעדיפים שותפים בעלי ניסיון ארוך, כאלה שצלחו כבר זמני שפל וגאות. שיעור חשוב נוסף מהמשבר האחרון הוא הפסקת הפעילות שלנו עם אחד ממנהלי ההשקעות שלנו שלא עמד באחריות הנדרשת לדעתנו כלפי המשקיעים בזמנים הקשים."

"היו לנו גם השקעות בהן ניסו להונות את המשקיעים. במקרים אלה נקטנו הליכים נגד אותם אנשים ופעלנו עם המשקיעים למימוש והתנתקות מהגורמים הלא ישרים. הטיפ הכי טוב שאני יכול לתת למשקיעים בנדל"ן הוא לבדוק איך האנשים שקיבלו את הכסף שלהם התנהגו בעבר כאשר השוק או הם נקלעו למשבר. יש הרבה אנשים שהקימו לאחרונה חברות כי השוק עולה והם נכנסים כדי לגזור קופון מעליית מחירים של השוק, לצערי את אופיים האמיתי נגלה כאשר יגיע המשבר הבא" הוא אומר.

## כיצד השתנה אופי הפעילות שלכם בעקבות המשבר של שנת 2008?

"מאז המשבר שינינו את המדיניות בכך שאנחנו בודקים לגבי כל עסקה איך אפשר להגן על ה-down side, ופחות מסתכלים על ה-up side. אין חברה בענף שלא חוותה הפסד במשבר, וגם לנו היו הפסדים. אני לא רוצה לחוות שוב את כאב הלב שזה גרם למשקיעים, ואני לא מדבר על כאב הלב הפרטי שלי ושל השותפים שלנו בחו"ל, כי גם אנחנו מושקעים בכל עסקה."



פרופימקס ומשקיעיה רכשו את בית המשפט הפדרלי באברדין מיסיסיפי

## מדוע להשקיע בנדל"ן?

פרופימקס מציבה את האמון של המשקיעים בראש מעייניה, ומשקיעה רבות בחינוך השוק ובהעברת הידע האקדמי והניסיון שלה. פרופיל החברה היא מחלקת למשקיעים גדוש בנתונים וניתוחים שמטרתם להצביע על יתרונות שוק הנדל"ן וחיבתו בתיק ההשקעות. הוא מציג את דו"ח העושר של פירמת ניהול העושר Knight Frank לשנת 2014, המייצג למעלה מ-23,000 משקיעים, שמראה כי כ-24 אחוז מתיק ההשקעות שלהם מושקע בנדל"ן.

## מה צריך להיות חלקו של הנדל"ן בתיק ההשקעות?

"ידוע כי כאשר בונים תיק השקעות מאוזן חשוב שחלק ממנו יהיה לא נזיל. הרי כבר בגמרא נכתב שהונו של אדם צריך להיות מחולק שלישי בנדל"ן, שלישי בשוק ההון ושלישי במזומן קרי נזיל או בפיקדונות. יש אנשים שאומרים שהם ממילא מושקעים בנדל"ן דרך שוק ההון. אז יש לי הבהרה עבורם: הם לא מושקעים בנדל"ן. בהשקעה בנדל"ן פרטי שאינו סחיר בשוקי ההון קיים מתאם נמוך לאפיקי השקעה אחרים בשוק ההון. לעומת זאת כאשר משקיעים בנדל"ן דרך שוק ההון, באמצעות מכשירים כמו אג"ח וניירות ערך המתאמגבוה, כלומר הם חשופים לתנודות בשוק ההון ולא נהנים מהקטנת הסיכון והגדלת התשואה שמספק הנדל"ן הלא סחיר. אז נכון, שלכאורה אם אתה משקיע בקרן מסוג ריט ומחזיק בה עשר שנים אתה תהנה מהתשואה על הנכס, אבל אם תסחר בו תהיה חשוף לאותן תנודות של שוק ההון.

"אחת מקרנות הפנסיה הגדולות בעולם, ברוקפילד, הודיעה שעד סוף העשור תקצה ארבעים אחוז מהנכסים שלה לנכסים ריאליים, הרוב לנדל"ן. מעל חמישים אחוז מהעושר העולמי מושקע בנדל"ן, וזה לא כולל את הבתים הפרטיים בהם מתגוררים אנשים. כל הנתונים הללו מראים שצריך להשקיע בנדל"ן לא סחיר אחוז גבוה יותר מתיק ההשקעות מאשר מקובל היום."

## נדל"ן הוא השקעה מאוד לא נזילה. עד כמה חשובה הנזילות למשקיעים שלכם?

"המשקיעים שלנו נדרשים להשקיע כספים שהם לא זקוקים להם לטווח ארוך, וזה תנאי. כאשר אתה משקיע איתנו, זו השקעה לא נזילה ולא סחירה ובהתאם, המשקיע מצפה שהוא יקבל פרמיה על אי הנזילות ואי השכירות וזו הסיבה לתשואות הגבוהות מול אפיקי השקעה אחרים לאורך זמן.

"דיוויד סוונסון, אחד המשקיעים הטובים בעולם ומנהל קרן ההשקעות של אוניברסיטת ייל, אמר בראיון שנתן לפני שנה שהוא מוכן להקצות שישים אחוז מנכסיו הקרן להשקעות לא נזילות ולא סחירות, כי הוא רוצה לקבל את הפרמיה. לדבריו די לו בארבעים אחוזים מהנכסים לצרכים השוטפים של פעילות האוניברסיטה.



פרופימקס: הירידה בבעלות על בתים דוחפת זה שנים את סקטור המולטיפמילי (מקבצי הדיור להשכרה) בארה"ב

"אגב, יש גם מי שמוותר על הפרמיה: אמי זכרונה לברכה נהגה להפקיד בבנק את הפיצויים מגרמניה וחיידשה את הפיקדון כל שלושה חודשים. אמרתי לה 'אמא, תסגרי את הכסף לתקופה ארוכה', אבל היא התעקשה. לו הייתה עושה זאת אולי הייתי יכול כבר לצאת לפנסיה" הוא אומר בחיך.

### להשקיע רק עם שותפים מקומיים

את הקריירה שלו החל רוזנהיים, נצר למשפחת רבנים ידועה מגרמניה, בתחום הייעוץ והניהול הפיננסי בארצות הברית. לאחר שלמד כלכלה ומנהל עסקים לתואר שני עבד כמנכ"ל של חברה אמריקאית לייצוא ניהולי ופיננסי. בתחילת שנות השמונים חזר לישראל לפתיחתה וניהולה של השלוחה הישראלית של לניר, בשעתו אחת מעשר חברות המחשבים המובילות בעולם. בשנות התשעים, כאשר הוסדרה החקיקה שאפשרה לישראלים להשקיע בנדל"ן בחו"ל הוא החל לחקור את התחום, ולאחר תקופה ארוכה בה יצר קשרים בחו"ל

אחד נכס נדל"ני באותו רחוב, למשל בשיקאגו, התשוואה על הנכס תהיה שונה, כי הניהול של הנכס ישפיע. כלומר הכישורים האישיים משמעותיים מאוד. לנגישות של המומחה לשוק המקומי יש השפעה גדולה מאוד וככל שאתה קרוב יותר לידע כך התשוואה תהיה גבוהה משמעותית. נגישות כזו לא אפשרית למשקיע יחיד אלא אפשרית רק בעזרת גופים כמו פרופימקס."

### מה מייחד את דרך הפעולה של פרופימקס?

"להצלחה שלנו יש מספר סיבות ואחת מהן היא בחירת השותפים שמאחרים את ההזדמנויות ומנהלים את הנכסים. ההתמחות שלנו היא לבחור חברות נדל"ן בעולם, בעלות התמחות מסוימת והיכרות מעמיקה עם השווקים; לפעמים זה לוקח עד תשעה חודשים שבהם אנחנו בודקים שותף פוטנציאלי עד שנשקיע איתו ביחד. בניגוד לרוב המשקיעים הישראלים לא יזמנו שום עסקה ולא ניהלנו שום עסקה. זאת מכיוון שאין דרך בעולם שמשקיע ישראלי שנמצא בארץ יכול להצליח כיום או כמנהל בהשקעות נדל"ן בחו"ל.



פרופימקס ומשקיעיה רכשו בשנים האחרונות מאות נכסי מולטיפימילי בהיקף של למעלה משלושה מיליארד דולר

עם חברות להשקעה הוביסס את הידע שלו בנושא, הקים את פרופימקס בשנת 1997. מאז השקיעו בלמעלה מ-3,000 נכסים ברחבי העולם.

### מה מידת השפעתו של מנהל השקעות בנדל"ן על התשוואה של הלקוח?

"נדל"ן הוא לא שוק משוכלל כמו שווקים אחרים. אם אני ואתה נקנה באותו יום את מניית טבע, וגם נמכור אותה באותו יום, שנינו נרוויח או נפסיד אותו דבר. לכן בשוק ההון המשוכלל יש פחות בולטות לכישורי המנהלים בבחירת נכסים כמו מניות. מחקר אחר מחקר מראים כי מנהלי קרנות לא מצליחים להכות את השוק. לכן הרבה מאוד משקיעים פשוט קונים תעודות סל, וחוסכים את דמי התיווך. לעומת זאת אם שני אנשים יקנו כל

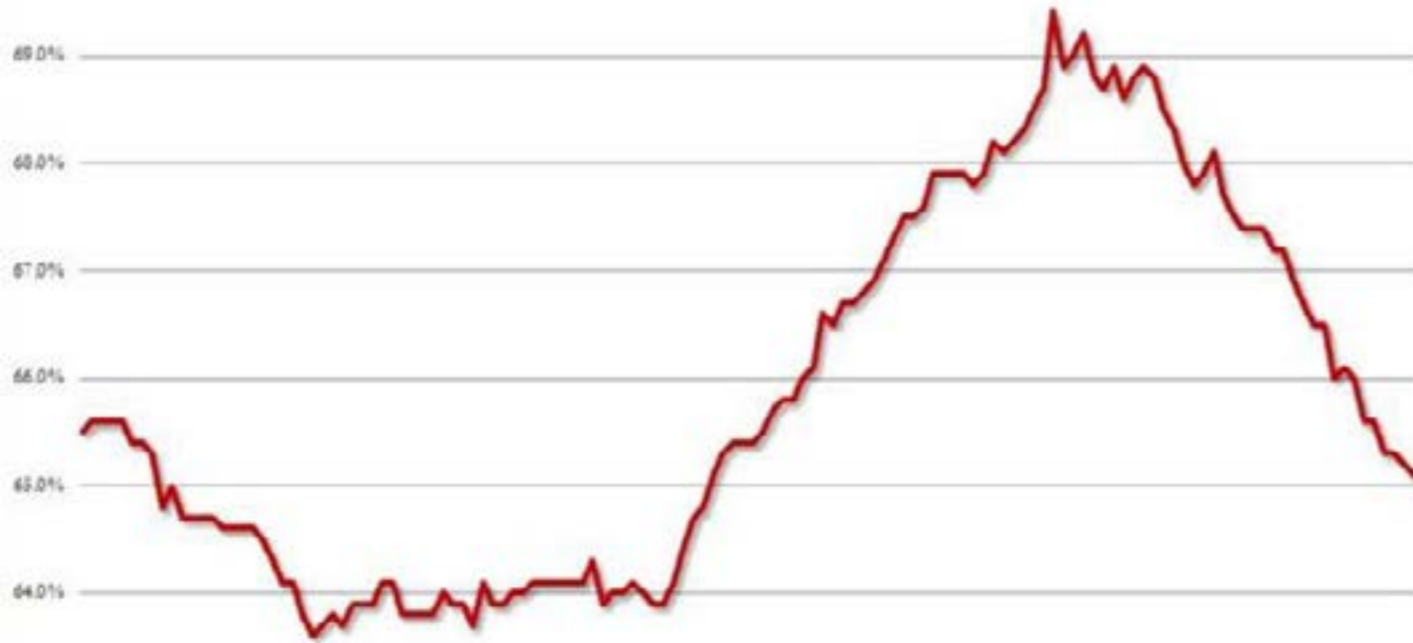
"נדל"ן מצריך ידע מקומי וידע סקטוריאלי. אחד הלקוחות שלנו קבלן תל אביבי, אמר לי פעם "אני בונה רק בתל אביב ולא בחיפה. זו אותה מדינה, אותם חוקים, והיא נמצאת בסך הכול מאה קילומטרים צפונית, אבל חיפה היא לא השוק שלי." אז על אחת כמה וכמה להשקיע במדינה אחרת? את זה הבנו מהרגע הראשון שפרופימקס הוקמה.

"חברות השקעה רבות פועלות Top down, כלומר מסתכלים על המאקרו ומשם מסיקים על המיקרו; אם כולם משקיעים במיאמי או ניו יורק אז הם יילכו להשקיע שם. אנחנו משקיעים bottom up - בודקים בכל עסקה את הדברים הבסיסיים וההגיון הפנימי הנדלני של העסקה: את המיקום, סוג אוכלוסייה, מחירים של נכסים דומים, נתוני תעסוקה באזור, הכנסה לנפש, הגירה פנימית או חיצונית באותה תקופה.

"בסיור הראשון שלי בקונטיקט, לפני למעלה מעשר שנים, השותף המקומי עימו אנו משקיעים כבר 12 שנה לקח אותי לראות אופציה להשקעה בשכונת מגורים בעיר. אמרתי לו אתה משוגע? זו מעברה. ואז הוא לקח אותי לשכונה אחרת סמוכה בה הוא ביצע כבר את השינוי. ראיתי שכונה מסודרת, יפהפייה. הוא אמר לי שהשכונה החדשה תיראה כמו השכונה הוותיקה יותר בעוד כמה שנים. ואכן כך היה. הוא דוגמה למנהל השקעות שיש לו התמחות בסוג מסוים של נכסים, באיזור מסויים ובשכונות מסוימות.

### אילו נכסים מעניינים אתכם בהשקעות שלכם?

"אני אתן כמה דוגמאות. קנינו את בית המשפט בעיר אברדין מיסיסיפי, כאשר השוכר של הבניין הוא ממשלת ארצות הברית. ארצות הברית היא מדינה אחת, אבל גם בתוכה יש חלוקה לרמות סיכון. מבחינה זו, העיר אברדין לא נמצאת בשוק הראשון להשקעה, וגם לא בשוק המשני, אלא בשוק השלישון, ולכן הוא מציע תשוואה עודפת. אחת הסיבות היא שהנדלית לא גבוהה: כמה גופים כבר ירצו לקנות בניין כזה? בכלל, יש הרבה גופים שבכלל אין להם אישור מועדת השקעות להשקיע



פרופימקס: כל אחוז של ירידה בבעלות על בתים בארה"ב מייצג כמיליון שוכרים פוטנציאליים חדשים

בשוק כזה. לשם השוואה, עבור בניין בית המשפט בושינגטון, כאשר השוכר היא אותה ממשלת ארצות הברית, התשוואה היא כשלושה אחוז. יש הרבה דברים שאני יכול לומר על אובמה, אבל אני בטוח שאת שכר הדירה החודשי הוא ישלם. הבניין חדש יחסית, הוא נבנה ב-1996, ועשינו בדיקה - בארצות הברית

יש תיעוד היסטורי מצוין - וגילינו כי בדרך כלל ממשלת ארצות הברית משתמשת באותו בניין בין 50-70 לשנה. לכן אנחנו מאמינים שבעוד 12 שנה הם יחדשו את החוזה. בנוסף, השותף המקומי שלנו הוא בעל הבית הכי גדול בארה"ב שמשכיר נכסים לממשלה. בכל ההיסטוריה שלו אין פעם אחת שהוא איבד דייר, הוא תמיד מכר את הנכס לפני תום תקופת שכירות.

"דוגמה נוספת: קנינו בניין שמושכר לבנק ברקליס בסנדרלנד בבריטניה לתקופה של 12 שנה. התשוואה היא כזו שעד סוף תקופת השכירות נקבל את כל ההשקעה בחזרה וזה לפני עליית ערך הנכס. אגב, על בניין דומה בלונדון שמושכר לבנק התשוואה היא כשלושה אחוז. במהלך בדיקת הנאותות הובא לידיעתנו כי הבנק השקיע 1.2 מיליון פאונד בבניית גנרטור מיוחד שמטרתו להבטיח שאם חלילה תהיה הפסקת חשמל העובדים בבניין ימשיכו לעבוד, מאחר ועובדי נכס זה עובדים 24 שעות ביום שבעה ימים בשבוע. וועדת ההשקעות שלנו בודקת כל עסקה ועסקה וההתעקשות הזו מצדיקה את עצמה."

עד כה המשקיעים שלנו הרויחו הון בזכותו. פרופימקס השקיעה בשנים האחרונות בהרבה מקבצי דיור להשכרה בארה"ב, מולטיפימילי, סקטור שפורח בזכות הגידול המתמשך בהעדפת האמריקאים למגורים בשכירות על פני רכישת בתים למגורים.

### יש הרבה ביקורת על מנהלי השקעות בישראל. אתה שותף לה?

"לצערי בשוק ההשקעות הישראלי אין הלימה של אינטרסים בין המשקיעים למנהלים. המנהלים מושכים משכורות מנופחות במקום להיות מתוגמלים על הצלחות. אני לא אנוקב בשמות אבל בישראל מנהלים הלכו הביתה עם הון עתק שנה אחר שנה והמשקיעים הלכו הביתה עם תספורות. לדעתי לא צריך לקרוא להן תספורות כי אחרי תספורת אתה נראה יותר טוב, וכאן המשקיעים נראים רע.

"אנחנו מגינים על המשקיעים על ידי בניית עסקה שיש בה הלימה אמיתית של אינטרסים בין המנהל המקומי ובנינו לבין המשקיעים. המנהל המקומי ואנחנו מרוויחים אך ורק אם המשקיע שלנו קיבל את כל כספו חזרה בתוספת תשוואה שנקבעה מראש ונעה בדרך כלל בין שמונה לעשרה אחוזים לשנה. אני מדגיש שלא מדובר בהבטחה של תשוואה אלא סף מסויים שאם המשקיע לא יקבל אותה, המנהלים לא ירוויחו. זה לא מבטיח שכל עסקה שנעשה תצליח אבל היא מבטיחה הלימה של אינטרסים."

## Invest for a Change - להשקיע בשינוי, להשקיע שונה, לשנות

אני רוצה לשתף אתכם בסיבה שבחרנו לחבור לאפוק-טיימס, לערב חשוב זה, שנועד להתמקד ולהתחייב ליצירת שינוי בעולם העסקים וההשקעות - ולעודד התנהלות באמצעות מצפן מוסרי.

ממרומי גילי וניסיוני בעולם העסקים, בארץ ובחול, אני רואה זאת כמטרה אישית להיות חלק מקבוצה שתחולל שינוי של ממש בעולם העסקים בישראל.

השנים האחרונות היו יוצאות דופן בעולם ההשקעות בנדל"ן והמשקיעים נהנו מתשואות גבוהות במיוחד.

אז מה צריך להשתנות?

"לא לעולם חוסן" אמר שלמה המלך בספר משלי - עושר, גדולה ועצמה אינם נצחיים.

התשואות יוצאות הדופן שהושגו בשנים האחרונות בהשקעות נדל"ן לא תימשכנה, ולכן עצתי לכם היא: היזהרו בהתמודדות עם פיתויים - גם אצל מיידוף משקיעים הרוויחו בשנים הראשונות, והרבה.

מטרתן של השקעות היא רווחיות, זוהי גם מטרתנו כחברת השקעות, אך לא בכל מחיר. לצערי, אנחנו חיים בחברה שמקדשת רווח אישי, ממון ושררה - ולא מייחסת חשיבות מספקת לאופן בו הושג רווח זה. בסביבה כזו, אין להתפלל כאשר כספי ציבור הופכים להפקר על ידי בעלי השליטה. בימים אלו, ברור מתמיד כי שיפור הסביבה העסקית צריך להיחשב ליעד הכרחי וחיוני.

**זהו השינוי שרבים מאתנו מייחלים לו - שילוב בין השקעות רווחיות לבין התנהלות שמבוססת על מצפן מוסרי, שילוב שיעלה אותנו כחברה על נתיב אחר, טוב יותר.**

החוק אמנם מנסה לפתור בעיות של הונאה, תרמיות והתנהלות לא ישרה והדבר מבורך, אבל החוק לא מספיק ואינו מכסה את כל האפשרויות. בכל מקרה, טחנות הצדק טוחנות לאט ולפיכך אין תחליף לאחריות מוסרית, בעיקר בסביבה בה אין אכיפה ואין ענישה מרתיעה.

ניהול עסקים ביושר לא מקבל את המשקל הנדרש אצל המחוקק, אצל העיתונאים ואצל הרגולטור. אולי אם נושא זה היה מקבל את תשומת הלב הראויה, היינו ערים לפחות הונאות ותרמיות, או מגלים זאת לפני שהסוסים בורחים מהאורווה, ולא נאלצים להתמודד עם הבעיה כשהנזק כבר נעשה, כשהמשקיעים כבר איבדו את כספם.

ואם בחוק עסקינן, אני רוצה לפנות למערכת החוקים והמוסר הוותיקה ביותר - היהדות; היהדות שאני גדלתי על ברכיה ולא זו שהייצוג הציבורי עושה לה עוול.

היהדות לא מתייחסת רק להימנעות מעשייה אקטיבית של מעשים אסורים, אלא גם להימנעות ממעשים שיש בהם ניגוד עניינים או ניצול חולשתו של אדם, כפי שמפורט בפרשת "קדושים":

"לא תקלל חירש ולפני עיוור לא תתן מכשול... לא תעשו עוול במשפט, לא תשא פני דל ולא תהדר פני גדול; בצדק תשפוט עמיתך, לא תעמוד על דם רעך... לא תשגא את אחיך בלבבך, הוכח תוכח את עמיתך ולא תשא עליו חטא".

חלה עלינו חובה לפעול ולהעיר לאדם שעובר עבירה ולנסות למנוע ממנו להמשיך בכך.

מצוות "לא תעמוד על דם רעך", שאף אומצה חלקית לחוק הישראלי, אוסרת על אדם לעמוד מנגד כאשר אחר נמצא בסכנת חיים, אך רבותינו החילו את המשפט לכל מקרה שבו עלול להיגרם לאדם נזק - כולל נזק כלכלי - והאחר אינו עושה הכל כדי להזהירו.

חז"ל מפרשים את הפסוק "לפני עיוור לא תיתן מכשול" באופן שהוא חל על כל אדם שחסר לו מידע בנושא מסוים. פרופ' נחמה ליבוביץ' מרחיבה את פירוש הפסוק וגוזרת ממנו מצוות "עשה" - חובה לבצע פעולה אקטיבית כדי למנוע מאדם להיכשל.

משמע, אם אנו יודעים על אדם שעשוי, בגלל חוסר ידע או חוסר ניסיון שלו, להיכנס לעסקה לא טובה או עם אנשים לא ישרים, חלה עלינו חובה לעשות מעשה על מנת למנוע ממנו לבצע השקעה זו.

הרמב"ם מפרש את הפסוק באופן בו העיוורון עשוי להיות גם רמה מוסרית נמוכה והמכשול הוא הפיתוי לדבר אסור. כלומר, אנו כחברה חייבים ליצור סביבה בה החקיקה, האכיפה והענישה לא תהיינה בבחינת הצבת מכשול בפני עיוור - אנו צריכים חברה שמוקיעה מעשי מרמה ועושק, חברה שיש לה נורמות אחרות וכלים לתגמל התנהגות שונה.

לפני מספר שנים, נודע לי על אדם שמתעתד להשקיע כספי ציבור עם גורמים שהיה ידוע לי שאינם ישרים, כיוון שחשתי אחריות להזהיר אותו והכרתי את השכן שלו, העברתי לו מסר באמצעות השכן. תגובתו של אותו אדם היתה כי ידוע לו שמדובר באנשים לא ישרים, אבל הוא בטוח שריווח איתם כסף רב. אגב, אותו אדם שוחרר לאחרונה מהכלא. יושר והיעדרו אינם יחסיים, זה עניין של שחור ולבן.

הונאה או התנהלות לתועלתו האישית של האדם בחברה מתוקנת צריכה היתה "להצליח" פעם אחת בלבד, אך לצערי, זה לא תמיד כך, נוהג זה שאדם משרת את האינטרס האישי שלו בלבד הפך זה מכבר ללגיטימי ונורמטיבי בחברה שלנו.

האם ניתן להרוויח כסף ביושר?

זה אפשרי - אבל לא קל. צריך לעבוד הרבה יותר קשה והאתגרים העומדים בפנינו, קשים ככל שיהיו, אינם נחלתם של אלו שאינם דבקים בערכים בסיסיים אלו. אבל זהו המקרה הקל יחסית. אני רוצה להתייחס דווקא למקרים אחרים, קשים יותר, בהם הבחירה לנהוג בשקיפות וביושר עשויה לכאורה לסתור את שורת הרווחיות, וזה קורה לא אחת בעולם העסקים.

השתמשתי בביטוי לכאורה כיוון שאני מאמין ששמירה על ערכים אמנם עולה כסף אבל מייצרת ערך. כאשר נותנים שירות או מוכרים מוצר, זה כרוך במחויבות מאוד כבדה, לעמוד מאחורי השירות והמוצר, ולקחת אחריות במקרים קשים. וכאשר אתה אוטוריטה בשטח מסוים, האחריות והשליחות גדלות שבעתיים. החדשות הטובות הן שמבט אחר יגלה כי שקיפות וניהול אתי ומוסרי של עסקים אינם סותרים רווחיות עסקית, להפך, אתיקה היא יעילה כלכלית. זה נקרא "מוסר חכם" או "אגואיזם נאור" - הבחירה המוסרית היא נכונה עסקית ויעילה כלכלית לטווח הארוך. זה וודאי נכון ורצוי עבור אלו מאתנו שחושבים לטווח הארוך.

בשנת 2008 אירע משבר פיננסי, החמור ביותר במאה השנים האחרונות - חברות נמחקו, מניות ואג"חים הפכו לניירות חסרי ערך. בסביבה לא פשוטה זו, לא זנחנו את משקיעינו, עבדנו קשה וללא תמורה על מנת לצמצם הפסדים. לצערי, לא הצלחנו למנוע את כולם, אך בהשקעות רבות שהיו בסכנה אמיתית להפסד כספים, הצלחנו למנוע את ההפסד ואפילו להרוויח עבור משקיענו, בעוד מנהלים אחרים דאגו רק לעצמם.

זה עלה ועדיין עולה לנו משאבים רבים. וזו אולי הנקודה החשובה ביותר - בדומה לחוק שימור האנרגיה, אני מאמין בחוק שימור הערך. עבודה קשה שנעשית, גם אם היא כרוכה בעלות לא מבוטלת, לעולם לא תהיה ברכה לבטלה, לעולם לא תהיה לחינם, הערך לא "הולך לאיבוד", גם אם אנו מאבדים משורת הרווח, הערך נשמר, הוא נשמר במוניטין, באמון הגובר של משקיעינו בנו, וכן בניסיון הרב שצברנו מהתנהלותנו בתקופת המשבר ולאחריו.

ולפיכך, למרות מקרים כאלו ואחרים שאנחנו ממשיכים לשמוע עליהם, אני מסרב להיות פסימי. אני מאמין שהתנהלות הגונה וישרה באופן קבוע היא גם היעילה והמועילה ביותר, וודאי לאורך זמן, ואני רואה את זה כמשימה של כולנו להרחיב חוגים שפועלים כך.

אם כל אחד יתרום את חלקו, בין אם יהא זה מסיבות דתיות, מסיבות מצפוניות או מסיבות של יעילות, נוכל יחד להשאיר לילדינו ולנכדינו מדינה וחברה הגונה המושתתת על התנהלות עסקית ישרה, בעולם עסקי בריא יותר.

אני תקווה כי נזכה לראות עולם עסקים טוב וישר יותר, ולהיות חלק מקבוצה שתנחיל מורשת המשלבת עסקים, ערכים ומוסר לדורות הבאים.

דברי פתיחה של אלחנן רוזנהיים

לכנס **Invest for a Change** של **EPOCH TIMES**

29 ביוני 2017, אוניברסיטת תל אביב



השקעה בנדל"ן הלא סחיר בחו"ל מחייבת פיתוח התמחות בשווקים מקומיים רבים

Dreamstime

שיקולים אלה מטילים את הכף בכיוון של השקעה בנדל"ן חו"ל לא סחיר באמצעות גוף מתמחה כחברה המנהלת קרנות נדל"ן חו"ל. כך, ניתן להשיג פיזור אפקטיבי באמצעות השקעה בודדת ופיזור בין נכסים בהשקעת משאבים סבירה, והיא פושרת את המשקיע מהצורך לפתח מומחיות מקומית בטרטוריות ובמגזרים מגוונים. בנוסף, לקרן בעלת מוניטין מגיעות ישירות הצעות רכישה ממוכרים בעלי מוטיבציה או מוכרים במצוקה והקרן יכולה לנהל משא ומתן בדרך "אחד-על-אחד" ולסכם את העסקה במהירות יחסית ללא הוצאות מיותרות.

קרנות נדל"ן סחירות וריטיות מאפשרים ספי השקעה נמוכים לעומת קרנות נדל"ן לא סחירות, בהן ספי הכניסה גבוהים יותר. ספי הכניסה להשקעה בקרנות אלו נקבעים על ידי מנהלי הקרן, בהתאם למרבית המשקיעים בקרנות אלה שהינם גופים מוסדיים. קביעת סף כניסה גבוה מהווה חסם עבור משקיעים פרטיים שאינם עומדים בקריטריונים אלו ורוצים בכל זאת להשקיע בקרן כדי ליהנות מתשואות גבוהות יותר המושגות בקרנות נדל"ן שאינן סחירות. עבור משקיעים אלה יוצרים מבנה מיוחד המאגד אותם ומאפשר להם לעמוד בתנאי הסף של הקרן וכך להצטרף. המשקיע "הקטן" במקרה זה, מצטרף אל הגופים הגדולים בשוק, כמנהלי קרנות וגופים מוסדיים בינלאומיים, ונהנה מיתרון הגודל.



השקעה בנדל"ן נחשבת כהשקעה שהולמת גם תקופות של עלייה באינפלציה ובריבית

Dreamstime

לזיקה המקומית החזקה של ההשקעות בנדל"ן לא סחיר יש מספר משמעויות. ראשית, היא מחזקת את הצורך בפיזור השקעות. אם קיימת קורלציה גבוהה יחסית בין קרנות נדל"ן סחירות שונות, הרי שהקורלציה הנמוכה בין ההשקעות השונות בנדל"ן הלא סחיר מצדיקה פיזור רחב יותר של תיק הנכסים. שנית, הזיקה החזקה לגורמים המקומיים מחייבת ידע ומומחיות שגם הם מקומיים: במגמות השוק, בדיני התכנון והבנייה, ברגולציה, בשיקולי המס וכיוצא בזה, וזאת בכל מקום בנפרד.

### אסטרטגיות השקעה מתוחכמות

יחד עם זאת, השקעה בנדל"ן הלא סחיר בחו"ל אינה פשוטה. היא מחייבת פיתוח התמחות בשווקים מקומיים רבים, במגמותיהם, באפשרויות המימון המקומיות, ברגולציה המקומית, במשטר המס, בתרבות העסקית המקובלת במקומות שונים ובמגוון נושאים נוספים. הדברים מקבלים משנה חשיבות בהתחשב בכך ששוק הנדל"ן הוא מקומי באופיו, ולכן קיים ערך רב במיוחד בפיזור ההשקעות. משקיע שיבקש להרכיב בעצמו תיק השקעות בנדל"ן לא סחיר בחו"ל, יידרש לפתח מומחיות במספר מקומות (ונלווית לכך עלות מהותית), ויצטרך להשקיע סכומי כסף גדולים (מאחר וכל פרויקט לכשעצמו מחייב השקעה מהותית, ויש להשקיע בלא מעט פרויקטים בכדי לעמוד ביעדי הפיזור הראויים).

דרך אלטרנטיבית ויעילה יותר היא באמצעות השקעה בקרן המתמחה בהשקעות בנדל"ן חו"ל. ההשקעה בקרן חוסכת את הצורך בפיתוח התמחות מקומיות ומגזריות לכל השקעה בנפרד, והיא עשויה להשיג פיזור ראוי באמצעות השקעה בודדת. קרנות נדל"ן יכולות לנצל את יתרון בהפעלת אסטרטגיות השקעה מתוחכמות, בניסיון וניהול בכל תחומי הנדל"ן, לרבות פיתוח, רכישה, העברת זכויות, מימון, השכרה וניהול, ולמקסם בכך את רווחיהן.

# קרנות נדל"ן - הדרך הטובה לפיזור וגיזור סיכונים

מי שרוצה להשקיע לטווח ארוך ולקבל פרמיה, ישקיע בקרנות נדל"ן לא סחירות. קרנות הנדל"ן מאפשרות לפזר השקעות ולהקטין את הקורלציה לשוקי ההון במכשיר השקעה אחד שבו פיזור מובנה מראש

1.9.2016



Dreamstime

השקעה בנדל"ן לא סחיר בחו"ל עשויה להניב למשקיע מספר יתרונות מובהקים

על הצלחת ההשקעה הם מקומיים, ונהנים מקורלציה נמוכה יחסית למגמות המאקרו-כלכליות ולהשקעות אחרות, כמניות, אג"ח וקרנות נדל"ן סחירות (REITs).

השקעה בנדל"ן נחשבת כהשקעה שהולמת גם תקופות של עלייה באינפלציה ובריבית, שכן בדרך כלל הסכמי השכירות כוללים סעיפי הצמדה למדד המחירים הרלבנטי. בהעדר הפרעה מצד כוחות שוק אחרים או נסיבות הספציפיות לנכס מסוים, מחיר נכסי הנדל"ן משתנה בדרך כלל יחד עם יוקר המחיה. תכונות אלה מבדילות בין השקעה בנדל"ן בחו"ל ובין השקעה באג"ח בחו"ל, שכן החלק המהותי של שוק האג"ח העולמי מורכב מאגרות חוב בריבית קבועה, שערכן דווקא יורד בעת עליית ריבית.

הנתונים המשפיעים על הצלחת ההשקעה בנדל"ן לא סחיר הם במקרים רבים מקומיים, ואין דין השקעה בנכס מסוג אחד (למשל משרדים או מגורים) בעיר מסוימת, כהשקעה בנכס מסוג אחר או במיקום אחר. יתרה מכך: לעיתים תניב השקעה באותו סוג נכס, אך ברבעים שונים של אותה עיר, תשואה שונה באופן מהותי.

בשנים האחרונות גוברת המודעות גם בקרב המשקיעים בישראל לאפשרויות ההשקעה בנדל"ן לא סחיר בחו"ל. עבור מי שמושקע ישירות בנדל"ן בארץ או בחו"ל, ובעיקר לאלו שטרם נחשפו להשקעות בנדל"ן, השקעה בנדל"ן לא סחיר בחו"ל מאפשרת פיזור ההשקעות בטרטוריות וכלכלות גדולות ויציבות ובעלות קורלציה (מתאם) נמוכה לנעשה בשוק הנדל"ן המקומי בישראל, אליו יש לנו חשיפה גדולה דרך ההשקעות המסורתיות שלנו כגון קרנות הפנסיה וקרנות הנאמנות.

השקעה בנדל"ן לא סחיר בחו"ל עשויה להניב למשקיע מספר יתרונות מובהקים. הנדל"ן הלא סחיר מספק הזדמנויות השקעה שיש להן פוטנציאל לתשואה עודפת לעומת השקעות אחרות, למשל תשואות אגרות חוב, ובנוסף לכך הוא נהנה מקורלציה נמוכה להשקעות אחרות. נכס הבסיס של ההשקעה, במקרים רבים, הוא נכס נדל"ן מניב, והתשואה המתקבלת מנדל"ן מניב לא סחיר גבוהה בדרך כלל מתשואת ההשקעה בקרנות נדל"ן סחירות או באג"ח סחיר (כשההשוואה היא לתקופה דומה וברמת סיכון דומה). זאת, כשבמקרים רבים הגורמים המשפיעים

# סקר AFIRE : תשעים וחמישה אחוזים מהמשקיעים הגדולים ישקיעו השנה בארה"ב

הסקר השנתי של פורום המחקר של AFIRE - Association of Foreign Investors in Real Estate, מצביע על ניו יורק וברלין כמרוויחות הגדולות מהברקזיט ועל פריחת ההייטק והמסחר המקוון שמשפיעים על סדרי עדיפות המשקיעים.

22.02.2017

מזה 25 שנה עורך פורום המחקר המוביל בעולם לנדל"ן של ארגון AFIRE, סקר מקיף בין 200 חבריו הפרושים ב-22 מדינות. חברי AFIRE נמנים על המשקיעים המוסדיים הגדולים בעולם המחזיקים בנכסי נדל"ן בינלאומיים בשווי של שני טריליון דולר או יותר. לישראל יש נציגות בדירקטוריון הארגון, ואחד החברים בו הוא אלחנן רוזנהיים, מנכ"ל פרופימקס, שסייע לקיים ראיון טלפוני עם מנכ"ל AFIRE, ג'ים פטגטר, לרגל פרסום הסקר השנתי.



וושנינגטון התדרדרה בצורה בולטת ועקבית: עד לפני חמש שנים העיר דורגה במקום ה-3 בעולם כיעד השקעה בקרב משקיעים זרים, אולם מאז שנת 2013 היא נעדרת מרשימת חמש הערים המבוקשות בעולם, והשנה היא דורגה במקום ה-15 בלבד.

הסקר בודק גם את הערים המובילות בארה"ב: חמש הערים המובילות כיעד השקעה בקרב המשקיעים הזרים, הן ניו יורק, לוס אנג'לס, בוסטון, סיאטל וסאן פרנסיסקו. ג'ים פטגטר, מנכ"ל AFIRE, מסביר על הסיבות שהביאו למגמות שתוארו לעיל: "וושנינגטון התדרדרה כי היא נעשתה יקרה מאוד ואין בה הרבה נכסים פנויים. כיום קשה ויקר מאוד לקנות נכס במרכז האורבאני. בעל הבית הגדול ביותר בעיר היא הממשלה שמשפיעה על הביקושים בכמה דרכים: ראשית היא הובילה לירידה בביקוש למשרדים בעלי חלל פתוח (Open Space) ולטובת נכסים שבהם משרדים סגורים. שנית, כדי לחסוך כסף קיימת מגמה לפיה משרדי הממשלה עוברים לבניינים בבעלות

הסקר שנערך ברבעון הרביעי של 2016, הצביע על ארה"ב כיעד בולט להשקעות בשנה הקרובה, כאשר 95 אחוז מהמשיבים הצהירו כי ישמרו או יגדילו את השקעותיהם בשנת 2017 בנדל"ן בארה"ב. אחרי ארה"ב ניצבת גרמניה, ובעיקר ברלין, כיעד השקעה בולט. הסקר גם הצביע על מגמת עליית הביקוש לנכסי תעשייה נוכח המשך הגידול במגמת המסחר המקוון בעולם.

## ניו יורק ממשיכה להיות מבוקשת. ברלין ולונדון מיד אחריה

לפי הסקר, ניו יורק ממשיכה לשמור על מקומה זו השנה השביעית, כעיר המבוקשת ביותר בארה"ב בקרב משקיעים זרים, והעיר המבוקשת ביותר בעולם מזה שלוש שנים ברציפות (עם ניקוד של 21%). אחריה נמצאת ברלין (12%), לונדון (11%), לוס אנג'לס (6%) וסן פרנסיסקו (5%). הירידה של לונדון בדירוג הערים הגלובליות למקום השלישי, כביטוי לברקזיט, בולטת לאחר שבחמש השנים האחרונות דורגה ראשונה או שנייה. גם

המדינה ולא בשכירות, וסוכנויות רבות אף עברו לבסיסים צבאיים ועזבו נכסים מסחריים. מגמה שונה נרשמה בערים כמו סיאטל ובוסטון שעלו בדירוג: בערים אלו יש גידול במספר חברות ההייטק שהגיעו והחלו לפעול בהן וזקוקות למשרדים, והן בתורן גם מושכות אחריהן כוח אדם תוסס שמגדיל את הביקושים. בוושנינגטון אין אנרגיה כזו, ומסורתית אנשים צעירים מגיעים לעיר כדי לעבוד עבור הממשלה. אין מקורות צמיחה אחרים שיכולים לעורר את הביקושים".

## ארה"ב תחילה, אבל לא בטוח שגם אחר כך

במונחים של יציבות וביטחון בהשקעות נדל"ן, הברקזיט בא לביטוי גם ברמת המדינה: בריטניה דורגה רק במקום החמישי מבין מדינות העולם (3% מקולות המשיבים לסקר) כיעד השקעה מועדף. קדמו לה בפער גדול ארה"ב (60%) וגרמניה (19%), ואחריהן קנדה (7%), ואוסטרליה (4%). ארה"ב דורגה על ידי המשקיעים ראשונה ובפער גדול גם במונחים של פוטנציאל תשואה על הנכסים בעקבות עליית שווי השוק עם 47% מקולות המשיבים לסקר. הם הצביעו על צמיחה כלכלית בת קיימא, חוזקו של שלטון החוק, שקיפות וביטחון כללי בהשקעה כמקורות עוצמה. אחריה הגיעה ברזיל (14%), גרמניה ובריטניה (7%) ואוסטרליה (5%). "לדעת למעלה ממחצית המשיבים לסקר, הברקזיט פועל לטובת הסטה של הון להשקעה בארה"ב ותהיה לו השפעה חיובית על מחירי הנדל"ן", מסביר פטגטר.

למרות כוונות ההשקעה בארה"ב, שלישי (33%) מהמשיבים טענו שהם יותר פסימיסטים מאשר בשנה החולפת לגבי כיוון השוק במדינה. 60% טענו שאין שינוי בעמדתם ביחס לשנה שעברה, ורק 6% חשו אופטימיים יותר: "קיימת אי וודאות בנוגע לממשלה החדשה בוושנינגטון, כמו גם לגבי שערי הריבית, ולכן אין פלא שהמשקיעים מגלים זהירות. בעבר, המרווחים בין שער הריבית לתשואות היו נוחים יותר, ולכן כעת המשקיעים נדרשים לבצע ניתוח עמוק יותר לתנאי השוק, לגלות בררנות ולבחור את הנכסים בקפידה", אומר פטגטר. מבין המדינות המתעוררות, סומנה סין על ידי 14% מהקולות של המשיבים כיעד שישקלו להשקיע בו, מקסיקו הגיעה למקום השני (13%), ברזיל (10%), הודו (8%), וצ'ילה (5%).



## עלייתם של הנכסים התעשייתיים

נכסים תעשייתיים, בעיקר מחסנים לוגיסטיים ומרכזי הפצה, דחקו את בנייני המולטי פמילי (מקבצי דיור להשכרה) כסקטור השקעה מועדף בארה"ב בקרב המשקיעים הגלובליים שהשיבו לסקר (בשנה שעברה שני הסקטורים הגיעו למקום הראשון עם ציון זהה). נכסים תעשייתיים ומולטי פמילי הגיעו למקום הראשון והשני בדירוג המשקיעים (עם ציון של 4 ו-3.69 נקודות בהתאמה). אחריהם במקום השלישי נמצאים משרדים (2.98), עלייה של מקום אחד משנה שעברה, מסחר (2.7), ירידה של מקום אחד (1.72), ללא שינוי: "כפי שראינו במכירות חג המולד וסוף השנה, המסחר המקוון נמצא בשיא ומסיט השקעות לתחום המחסנים הלוגיסטיים ומרכזי ההפצה.

חברות ענק כמו אמזון, וולמרט ואחרות נדרשות לספק את המשלוחים תוך יום או יומיים ולכן מקימות מחסנים קרוב לערים, ליד נתיבי תחבורה ומסילות רכבת, והדבר יוצר ביקושים חזקים לנכסים. המסחר האלקטרוני משפיע על הרגלי הקנייה בחנויות לרעה והמסחר המסורתי נמצא בירידה. הדבר בא לידי ביטוי בירידה בביקוש לנכסי מסחר שכן חנויות עוגן נסגרות. גם בתחום המשרדים אנו רואים פחות ביקוש למשרדים שכן השינוי בדרך שבה אנשים עובדים מצמצם את היקף המטרים הרבועים הנדרשים: כך למשל, פעם בכל משרד עורכי דין היה צורך בחללים משותפים ששימשו להקמת ספרייה וחדר עיון, ואילו כיום כל המידע נמצא ברשת ובמחשב דבר שמייצר את הצורך בשטח זה", מסביר פטגטר.

בכל הקשור לאסטרטגיות ההשקעה, השקעות מסוג "ליבה" (Core) נותרו דומיננטיות בקרב המשקיעים הגלובליים, אולם למעלה ממחצית המשיבים טענו כי יגדילו בשנה הקרובה את השימוש בשתי אסטרטגיות השקעה אחרות: ערך מוסף (Value Added) ואסטרטגיית השקעה אופרטיוניסטית (Opportunistic). הדבר יבוא לידי ביטוי בהקצאת ההשקעות בקרב מגוון גדול יותר של ערים שסומנו כבעלות פוטנציאל - כמו נאשוויל, פורטלנד, שארלוט, סאן אנטוניו, מדיסון ופיטסבורג שכן הן מייצגות מרכזים אורבניים קטנים יחסית עם צמיחה במספר המשרות וכניסה של צעירים אמידים.

ארגון AFIRE נוסד ב-1988 וחבריו מייצגים את מגזר השקעות הנדל"ן הגלובליות. חברות ב-AFIRE שמורה למנכ"לים ומנהלים בכירים בלבד. הארגון מספק פלטפורמת מידע וידע באמצעות מפגשים הנערכים בארה"ב ובאירופה, הדנים בנושאי מגמות שוק, חקיקה וסוגיות מיסוי כמו גם פרסומים מקצועיים וסקרים על מנת להבטיח שלמשקיעי נדל"ן זרים בארה"ב, כמו למקומיים, יהיה את כל המידע הדרוש והעדכני.



# האלגוריתם הישראלי מסייע לחדש את מרכזי הערים בארה"ב

**שיתוף פעולה בין פרופימקס, המתמחה בהשקעות נדל"ן בחו"ל, וחברת הטכנולוגיה הפיננסית "שלנו קפיטל" שפיתחה טכנולוגיה ייחודית לניהול סיכונים, מאפשר להשקיע בחוכמה בהלוואות להשבחת נדל"ן אמריקאי תוך השגת תשואה יציבה על ההון ברמת בטחון גבוהה**

27.04.2017

## טכנולוגיה פיננסית מתקדמת פוגשת טיט ולבנים



הלוואות אלו, ככל השקעה, טומנות בחובן סיכונים אותם יש לבחון אל מול התשואה המוצעת. למשקיע מוסדי, קל וחומר משקיע שאינו מקומי, קשה עד בלתי אפשרי לבחון יחס סיכון-תשואה זה. בני הזוג אתל אהרון-שילו ואבי שילו הקימו את "שלנו קפיטל" בדיוק כדי להתמודד עם אתגר זה: "שלנו קפיטל" פיתחה מודל מתמטי המבוסס על אלגוריתם סטטיסטי ייחודי, שאומד בזמן אמת את מידת הסיכון בהלוואות, תוך הסתמכות על עשרות נתונים היסטוריים ועדכניים. החברה הוקמה לאחר מספר שנים של מחקר בתחום ולאחר שניתחה אלפי עסקאות במסגרת פיילוט והוכיחה את הלוגיקה העסקית של האלגוריתם. בימים אלו משיקות "שלנו קפיטל" ופרופימקס שיתוף פעולה תחת השם **PRIORITY Real Estate Bonds** שמאפשר למשקיעים ישראלים להשקיע בתחום וליהנות מהיתרונות שבשילוב הידע הנדל"ני הגלובלי של פרופימקס עם המודל הטכנולוגי של "שלנו קפיטל". לרגל אירוע ההשקה של המיזם המשותף, מציגות פרופימקס ושלנו קפיטל את מודל שיתוף הפעולה שלהן והמוצר אותו הן מציעות.

## מה המאפיינים של עסקה בסיסית בענף?

אהרון-שילו: "מדובר בפרויקטים קטנים יחסית, בהיקף כולל של כ-250,000 עד שלושה מיליון דולר. היזמים מביאים הון עצמי בשיעור 20-30 אחוזים, ואת המימון הנוסף הם מקבלים מחברות חיתום אמריקאיות. חברות אלו אחראיות על בדיקה איכותית של הלווה: היסטוריית האשראי שלו, יכולותיו הכספיות והניסיון היזמי שצבר וכן מוודאות העמדת ערבות אישית של היזם, שולחות שמאי עצמאי ובלתי תלוי שבדק את מצב הנכס פיזית, ביחס למחיר שלו, וגם מוודאות את היתכנות התוכנית העסקית

של היזם. זהו תהליך מסודר, דומה מאוד להליך החיתום של משכנתא בבנק, הכולל כ-200 סעיפי בדיקה. מתוך מאות אלפי בקשות הלוואה המתקבלות על-ידי חברות החיתום, רק הטובות ביותר מאושרות. לדוגמא, Lending Home, אחת מחברות החיתום הללו, שמנפיקה חלק מההלוואות שתיכללנה במוצר זה, מאשרת רק 6% מהבקשות. רק יזם שעומד בדרישות התהליך, מקבל את ההלוואה. חברת החיתום נשארת בקשר עם היזם ומעבירה את המימון את הכסף בהתאם לקצב ההתקדמות של הפרויקט."

## מה היקף הרווחיות במיזמים אלו?

אהרון-שילו: "הרווח ברטו ליזמים יכול להגיע למכפילים גבוהים מאוד. המימון הוא לתקופה של שנה עד שנתיים בדרך כלל, פרק הזמן הדרוש להשלמת הפרויקט. היזמים לא לוקחים משכנתא הגילה, אלא נוטלים הלוואת 'בולט' (דחיה של תשלום הקרן עד לתום תקופת ההלוואה) בריבית של בין שמונה לחמישה עשר אחוזים לשנה, כי חשובה להם הגמישות במועד סגירת ההלוואה וזו גם הסיבה שלבנקים המסחריים לא משתלם להעמיד הלוואות כאלו - הן קטנות, קצרות וגמישות מדי. לעומת זאת, עבור המשקיעים הפרטיים או הגופים המוסדיים, פורטפוליו של הלוואות כאלו מהווה פוטנציאל לשיפור התשואות על ההון שהם מנהלים, כיוון שברמת סיכון נתונה, היזם מוכן לשלם ריבית גבוהה יותר. הסיבה לכונותו של היזם לשלם ריבית גבוהה יותר היא שבסופו של הפרויקט, לאחר ניכוי הוצאות המימון על ההלוואה הרווח ליזמים, על ההון העצמי שהשקיעו, עשוי להיות 50% ומעלה, בתקופה של פחות משנה, וזו הסיבה שהם מוכנים לשלם יותר על המימון, כדי לא להפסיד את העסקה."

## כיצד אתם משתלבים בתהליך?

שילו: "במקביל למתן הלוואה, הנכס משועבד לחברת החיתום, כנותנת ההלוואה. אז מתחיל השלב השני: המשקיעים המוסדיים סוקרים את ההלוואות שאושרו על ידי חברות החיתום ומחליטים אילו הלוואות לרכוש. זה תהליך שמתרחש במהירות וכמובן שההלוואות שנחשבות רווחיות ובטוחות יותר "נחטפות" מהר. זה השלב בו לנו יש יתרון עצום שכן אנחנו יודעים לזהות את רמת הסיכון בהלוואה ולקבל החלטה מהירה לגביה בזמן אמת. בעזרת אלגוריתם מתמטי המבוסס על עשרות פרמטרים, אנו מדרגים כל הלוואה לפי רמת הסיכון הגלום בה. ניקח דוגמא טריוויאלית - אנחנו בוחנים את היחס בין החוב להלוואה: אם הערך של הבית הוא מיליון דולר, וההלוואה המבוקשת היא של מיליון דולר אזי ההלוואה מסוכנת ביותר, כי כל ירידה בשווי הבית תשפיע על היכולת לכסות את ההלוואה במקרה שיהיה צורך לממש אותו. לעומת זאת, אם ההלוואה המבוקשת היא 'רק' 700 אלף דולר היא תיחשב בטוחה יותר, ההון העצמי של היזם משמש ככרית בטחון, וגם אם ערך הנכס ירד באופן משמעותי, המלווה יוכל להיפרע. פרמטר אחר לדוגמא הוא שיעור היסטורי

של שמיטת החובות בשכונה בה משופץ הנכס: אם בתקופה הקשה של 2008, שיעור משמעותי מנוטלי הלוואות הפסיקו לשלם את החוב על הבתים שלהם בשכונה ספציפית, זה עשוי ללמד על הדמוגרפיה המקומית ולכן גם כעת לא מומלץ להשקיע בשכונה זו, כי זה עלול לקרות שוב.

ולהפך: אם יש שכונה שבה גם במשבר המשיכו הלווים לפרוע את ההלוואה כסדרה, זו שכונה שתדורה במערכת כבטוחה יותר והדבר ישפיע הדירוג הכולל. מודל ניהול הסיכונים הממוחשב (האלגוריתם) פותח ונוסה על בסיס נתונים היסטורי שמכיל נתונים על אלפי הלוואות וביצועיהן לאורך זמן וכעת באפשרותו לזהות בהצלחה את מרבית הלוואות אשר לאורך זמן אכן חוו קשיים בהחזרי הריבית או הקרן.

"יחד עם זאת, גם האלגוריתם אינו כדור בדולח בעל יכולת לחזות את העתיד. אין בכוחו של האלגוריתם למנוע כליל בחירה של הלוואות שבסופו של דבר לא תעלינה יפה, אך זהו כלי נוסף שנועד לסייע לנו לבחור נכון בזמן אמת ולהעניק בטחון נוסף למוצר. בעוד חברת החיתום מכסה את נתוני המיקר, האלגוריתם בוחן את נתוני המאקרו. יתכן שבגלל ריבוי פרמטרים, תיפסלנה לא מעט הלוואות שתתבררנה כטובות בדיעבד, אך אנו מעדיפים להיות זהירים."

## עד כמה הלוואות אלו באמת נוטות להסתבר?

אהרון-שילו: "כחלק מפיתוח המוצר, סקרנו את ההלוואות שהנפיקו חברות החיתום איתן אנו עובדים בשנים 2013-2016, כ-6,000 הלוואות סך הכול. מצאנו שבכ-8% מהלוואות נוצר איחור בתשלום אשר ברובן תוקן בסופו של דבר על ידי הלווה. מתוך 6,000 הלוואות, רק 55 הגיעו למצב של חדלות פירעון קבוע, כלומר פחות מאחוז אחד מכלל הלוואות נכון לדצמבר 2016. מה שמעניין לגלות היה ש-99.5% מהכסף שהושקע בהלוואות כושלות אלו חזר בסופו של דבר למשקיעים: חברת החיתום לקחה את הנכס, הציעה אותו במכירה פומבית וקיבלה יותר כסף מאשר היא השקיעה. שיעור התאוששות גבוה זה נובע מכך שנקבע יחס סביר בין גובה ההלוואה לשווי הנכס (LTV), זאת בשילוב העובדה שאנו משקיעים בהלוואות מסחריות בלבד - הן לא ניתנות לאדם או למשפחה המתגוררת בנכס כך שהליך תפיסת הנכס מהיר ביותר. באמצעות האלגוריתם אנחנו פועלים כדי שהיחס הזה יישאר גבוה גם כאשר השוק יהיה פחות יציב ועליות המחירים ייבלמו."

שילו: "כרגע השוק יציב וחזק, ויש לו יסודות טובים מאוד: בניגוד לחלק ממדינות אירופה למשל, האוכלוסייה שפוטנציאלית אמורה לרכוש את הדירות בבניינים המשופצים רק ממשכה לגדול. ארה"ב צפויה להוסיף עוד 21 מיליון תושבים עד שנת 2025."



בני הזוג שילו ביצעו רילוקיישן לארה"ב לפני למעלה מעשור במסגרת מכירת החברה שהקים שילו עם שותפיו למייקרוסופט. החברה עסקה בפיתוח אלגוריתם להגנה על תוכנות, ולאחר המכירה שימש שילו כמנהל הפיתוח העסקי של חטיבת הענן של מיקרוסופט. בהמשך, היה שילו שותף בהקמת קרן השקעות שמבוססת על גידור סיכונים בשוק ההון, ועודנה פועלת מסיאטל. שילו גם בעל רישיון ייעוץ פיננסי בארה"ב, ובמשך השנים הוא עבד כיועץ השקעות וניהל את כספם של משקיעים, כאשר במקביל בני הזוג השקיעו בעצמם, בין השאר בנדל"ן.

הניסיון הנרכש וההיכרות עם השוק האמריקאי הם שהביאו לפיתוח איגרת החוב המשולבת עם מודל ניהול הסיכונים הממוחשב, קרי האלגוריתם, שמאפשרת לרכוש מספר רב של הלוואות שנועדו לשיפוץ של עשרות נכסים בארה"ב בכל הנפקה. עד כה ביצעה החברה חמש הנפקות של איגרת החוב, ורכשה מעל 60 הלוואות. בזכות שיתוף הפעולה עם פרופימקס, אשר מביאה עשרות שנות ניסיון מצטבר בשוק הנדל"ן הגלובלי ומוניטין בעבודה רבת שנים עם אלפי משקיעים פרטיים ומוסדיים, ה-PRIORITY Real Estate Bond מתוכנן להיקפי השקעה גדולים הרבה יותר.

### כיצד זה יתנהל?

שילו: "PRIORITY Real Estate Bond תנפיק כל חודש אגרת חוב בהנפקה פרטית, המיועדת למשקיעים. כל הנפקה חודשית תרכוש פורטפוליו מפוזר של הלוואות כנגד מבנים המיועדים לשיפוץ, ובסכומים של בין 250 אלף למיליון דולר להלוואה, כך שניתן להגיע להנפקה חודשית בסדרי גודל שיתנו למשקיעים פיזור רחב ואפקטיבי."

אסף רוזנהיים, מנהל מחלקת ההשקעות של פרופימקס מוסיף: "המשקיעים של פרופימקס רואים בנו גוף מקצועי עם מוניטין וניסיון של עשרות שנים, ופונים אלינו כדי שנרחיב את היצע ההשקעות שלנו. מוצר חוב זה הוא מוצר חלופי לאג"ח לא סחיר בשוק ההון, ומשלים להשקעות אקוויטי בנדל"ן חו"ל, שאנחנו יודעים שיש לו ביקוש גבוה. עד היום שירתנו בעיקר משקיעים שחיפשו השקעות עם פרופיל סיכון-תשואה של השקעות הון ועם סכומי השקעה של 100,000 דולר ומעלה.

המטרה של פרופימקס היא להציע למשקיעים הישראלים את הזדמנויות ההשקעה הטובות ביותר, ואנחנו שמחים ששיתוף הפעולה הזה פותח אפיק נוסף עבור משקיעים שמחפשים השקעה ברמת סיכון נמוכה יותר, תקופת אחזקה קצרה וסכום השקעה מינימאלי שהוא נמוך במעט מסכומי ההשקעה המינימאליים באקוויטי."

אלחנן רוזנהיים, מנכ"ל פרופימקס מדגיש בהקשר זה כי "אי אפשר להפריז בחשיבות הפיזור של תיק ההשקעות שלנו, הן פיזור בין אפיקי השקעה שונים, והן פיזור מובנה בתוך כל אחד מאפיקי ההשקעה. בעולם שלנו, הכוונה לפיזור גיאוגרפי, פיזור סקטוריאלי, פיזור בין אסטרטגיות השקעה ובין מנהלי השקעה שונים. אני רואה את ההשקעה בהלוואות מסוג זה כמוצר משלים להשקעות בנדל"ן חו"ל. מאחורי כל הלוואה עומד נכס הבסיס הנדל"ני, מה שמעניק לנו בטחון ביכולת הפירעון של החוב, ולצד זה ודאות גבוהה ומאפיינים של אג"ח כגון פרק זמן ותשואה ידועים מראש. לכן, בעיני זה מוצר שמקומו באלוקציה השמורה לאג"ח ומוצרי שוק ההון."

### מה היתרון של השקעה באגרת החוב? מדוע לא לרכוש פשוט את הנכס עצמו בברוקלין או בממפיס?

שילו: "המוצר חדשני ובעל יתרונות במספר היבטים. ראשית, כיום רוב משקיעי נדל"ן חו"ל הישראלים משקיעים ברכיב ההוני של פרויקטים נדל"ניים, אשר במקרה של ירידה גדולה בערך הנכס יהיה הראשון להיפגע ולכן הוא מספק תשואה פוטנציאלית גבוהה יותר מהשקעה בחוב. אולם עד היום לא הייתה דרך למשקיע הישראלי הפרטי להשקיע ישירות בחוב, וודאי שלא בפורטפוליו עם פיזור יעיל, המספק תשואה קבועה, שאינה תלויה בעלויות או בירידות בשוק הנדל"ן. החוב בו אנו משקיעים הוא חוב בכיר, ואנחנו נמצאים בשעבוד ראשון (ראשי) על הנכס, כך שאין בנק כלשהו שיכול לקחת לנו את הפרויקט. לשם המחשה, אם בפרויקט ששווה מיליון דולר אנחנו השקענו 750 אלף דולר והיזם 250 אלף דולר, והעסק נקלע לקשיים ונאלצנו להשתלט על הנכס ולמכור אותו אפילו בהפסד של 20 אחוזים, אנו לא הפסדנו אפילו סנט אחד, והצלחנו להחזיר את מלוא ההשקעה. בטחון זה הוא אחת הסיבות לתשואה הנמוכה יותר מהשקעות האקוויטי שפרופימקס עושה מזה שנים רבות.

"עכשיו נפעיל את תאוריית פיזור ההשקעות של זוכה פרס הנובל הארי מרקוביץ על פני עשרות הלוואות במיקומים שונים באחריות יזמים שונים, וקיבלת פורטפוליו השקעות מאוד יעיל עם רמת ביטחון מאוד גבוהה יחסית לשוק. נניח שכמשקיע 'הימרת' על בניין בברוקלין - הנכס יכול להתברר כהשקעה מצוינת או גרועה. לעומת זאת איגרת החוב שלנו מפזרת את ההשקעה בעשרות פרויקטים במספר רב של ערים שונות. הפיזור שאינו קורלטיבי מגן על ההשקעה שכן אפילו במשבר הגדול שחוונו ב-2008 לא כל הנכסים איבדו משווים באותו הסיפור, ויש להניח שכך יהיה גם בעתיד. ההיבט השלישי הוא האלגוריתם הממוחשב שמאפשר לבחור בזמן אמת את הלוואות הטובות ביותר ולצמצם את הסיכון שברכישת הלוואות פחות טובות.

"היתרון הרביעי הוא קריטי לחלק מהמשקיעים הישראלים, והוא בהיבט המיסוי: כאשר נכנסים להשקעה בארה"ב - ישירות בנכס או דרך קרנות כאלו ואחרות - צריך בדרך כלל להירשם כנישום אמריקאי ולשלם מיסים ל IRS. אמנם משקיעים רבים מדווחים בארה"ב ממילא ונהנים גם מהחזרי מס על השקעותיהם, אך מי שנרתע מהחשיפה לדיווח בארה"ב או למס הירושה האמריקאי יכול למצוא יתרון במוצר זה, בו ההשקעה חשופה למיסוי ישראלי בלבד. אין צורך להירשם ב-IRS האמריקאי, משלמים מס רק בישראל, ואנחנו מנכים מס במקור על הריבית שמתקבלת."

### האם המשקיעים יכולים לעקוב אחר הנכסים בהם השקיעו?

"בהחלט. הזכרנו את האלגוריתם שמסייע בבחירת הלוואות בזמן אמת אבל זה לא כל השימוש בטכנולוגיה שנעשה. אנחנו משתמשים בה גם כדי לאפשר שקיפות מלאה: המשקיעים מקבלים שם משתמש וסיסמה לפורטל אינטרנטי ויכולים לקבל נתונים על האג"ח בהם מושקעים, לעקוב בזמן אמת אחר כלל הנכסים שנרכשו מכספי האג"ח (ההלוואות בפרויקטי הנדל"ן), וגם לקבל נתונים על כל הלוואה, צפי ההחזר שלה וכיוצא באלו. הטכנולוגיה מוזילה מאוד את העלויות, ומאפשרת לנו לפעול בצורה יעילה וחסכונית. גם העובדה שמדובר בעסקה פשוטה - הלוואה אחת לנכס, וכלל הנכס משועבד לכלל הלוואה - מקלה על המעקב אחר ההשקעה."

### מריח כמו 2007

אחת השאלות עמן מתמודדים משקיעי נדל"ן היא נושא התזמון בהשקעה בנכס. לדברי אסף רוזנהיים מצב השוק כיום מחייב משנה זהירות: "התחלתי את הקריירה שלי בהשקעות בסוף 2005 לפני פרוץ המשבר הכלכלי של 2008. למרות שהייתי אז צעיר ולא מנוסה אני זוכר איך השוק 'מרגיש' כאשר מחיר הנדל"ן יקר. למעשה, המחירים של 2016 כבר עקפו את 2006, וזו בדיוק התקופה לפזר את ההשקעות: במקביל להשקעות שמרניות במרכיב האקוויטי, יש לפזר את ההשקעות גם אל החוב הבכיר. הריבית הנמוכה של השנים האחרונות, יחד עם ההזדמנויות בנדל"ן של אחרי המשבר משכו הון עצום להשקעות נדל"ן, וזו משוואה פשוטה של ביקוש והיצע, שהפכה את הנדל"ן ליקר. יש עדיין הזדמנויות נהדרות בהשקעות נדל"ן בחו"ל, אבל מי שעוקב אחרי הפעילות של פרופימקס יודע שהאטנו את הקצב מתחילת השנה ואנחנו בוחנים כל השקעה מתוך הנחה שהמכפיל שהקונה יהיה מוכן לשלם בעת המכירה בעוד מספר שנים יהיה נמוך יותר, או בעגה הנדל"נית ה-Cap Rate יהיה גבוה יותר. לכן רוב הערך צריך לבוא מתזרים המזומנים: כשני שלישי מהתשואה השוטפת וכשליש מהעלאת הערך כתוצאה משיפור התזרים. למצוא כאלה נכסים זה לא קל וכואב לנו הלב לראות את ההצעות שיש היום בשוק להשקעות בנדל"ן בחו"ל שלעיתים לדעתנו משקפים תמונה רודה מידי. אין תשואות של 15% על נכסים מניבים בשווקים יציבים, אפילו משניים, זה פשוט כמעט לא קיים. ההבדל העצום בין תקופת טרום המשבר להיום והסיבה שאני בכל זאת ישן בלילה הוא שרמות המינוף, שהיו הגורם המרכזי לקריסת שוק הנדל"ן, כיום נמוכות בהרבה, וזו בדיוק הסיבה להשקיע עכשיו גם, אם כי לא רק, בחוב."

"כיליד דור ה-X אני כמובן מאוד נמשך לטכנולוגיה ותמיד חיפשתי דרך לשלב איתה את האהבה שלי לנדל"ן. נקודת המפגש עם "שלנו" היא בדיוק האסטרטגיה שחיפשנו כדי לתת למשקיעים שלנו גישה לסוג נוסף של השקעה, שתשלים את ההשקעות האקוויטי שלנו, באמצעות מוצר חוב עם פיזור גבוה וברמת סיכון שמתאימה לתשואה שהוא מציע."

### ממשקיע לשותף

הזוג אהרון-שילו מספרים כי "כמו כל משקיע שמבקש לפזר את ההשקעות שלו בין אקוויטי לחוב, הגענו לפגישה בפרופימקס והתרשמנו מהרצינות והניסיון שלהם. נראה לנו טבעי להציג להם את החברה שהקמנו ולהציע שיתוף פעולה. לשמחתנו, אלחנן רוזנהיים, מנכ"ל החברה, התרשם גם הוא וראה במוצר שלנו אפשרות שפרופימקס תציע מוצר מתחרה להשקעה באג"ח לא סחיר בשוק ההון שיהווה מוצר משלים לסל מוצרי ההשקעה בנדל"ן שפרופימקס מציעה. לאחר בדיקה מעמיקה של פרופימקס שלא הייתה מביישת כל אחת מחברות הענק שקנו את הסטרטאפים שלנו בעבר, יצאנו לדרך משותפת. המשקיעים עם פרופימקס מרוויחים מכך: פרופימקס ממשיכה להציע למשקיעים שלה השקעות אטרקטיביות באקוויטי עם פוטנציאל תשואות גבוה. בעוד ה-PRIORITY Real Estate Bonds, שהוא תוצר של שיתוף הפעולה בין שתי החברות, מציע מוצר משלים שחי בעולם של חוב עם תשואה קבועה, אמנם ללא פוטנציאל ל-Upside, אבל בסיכון נמוך יותר. זהו שילוב מצויין למטרה של בניית תיק מאוזן."

# קרנות נדל"ן עם פיזור אופטימאלי - אחד מהאמצעים הטובים ביותר לניהול תיק השקעות יעיל

קרנות נדל"ן מבטיחות למשקיעים אלמנט חשוב ביותר בבניית תיק השקעות יעיל והוא - הפיזור. על רקע השקת קרן הנדל"ן הרביעית של פרופימקס, ביקשנו מאלחנן רוזנהיים, מייסד ומנכ"ל החברה, להסביר את היתרונות והחסרונות של כלי השקעה זה

18.01.2017

יותר ויותר משקיעים בעולם, פרטיים ומוסדיים כאחד, מכירים ביתרונות ההשקעה בנדל"ן חו"ל ומקצים לכך חלק גדול והולך מתיק ההשקעות. לעומת השקעה בשוק ההון, במניות או אג"ח, שניתן לעשותה בצורה ישירה ופשוטה יחסית, השקעת נדל"ן היא השקעה מורכבת יותר ולא נזילה המחייבת ידע מקומי וקשרים עם אנשי מקצוע בתחום. אחת הדרכים לעשות זאת היא באמצעות קרנות נדל"ן ושותפים מעבר לים.

פרופימקס מתמחה בדיוק בהשקעות נדל"ן מסוג זה. במהלך קרוב ל-20 שנות פעילותה השתתפה החברה בהשקעות ביותר מ-3,000 נכסים ועשרות אלפי יחידות דיוור במקבצי דיוור להשכרה, באמצעות פרויקטים ספציפיים, קרנות ואגדי קרנות. בחברה מתגאים כי במשך שנות פעילותה השיאה החברה למשקיעיה תשואה שנתית ממוצעת דו-ספרתית הדומה לקרנות ההשקעה הטובות והמקצועיות ביותר בעולם, נתון מרשים לאור העובדה שבתקופה זו קרה גם המשבר הפיננסי שפרץ ב-2008. ביןמשקיעיה נמצאים משקיעים פרטיים עתירי הון, חברות פרטיות וציבוריות, המגזר הקיבוצי ומשקיעים מוסדיים.

לאחרונה השיקה פרופימקס את הרביעית מתוך קרנות הנדל"ן CircleOne שבניהולה - Profimex CircleOne IV - המתמחה בהשקעות נדל"ן ואנרגיה מתחדשת. הקרן, הפונה למשקיעים כשירים בלבד (על פי הגדרת רשות ניירות ערך), תשקיע במגוון פרויקטים נדל"ניים בארה"ב ומערב אירופה ותהנה מפיזור גיאוגרפי, סקטוריאלי וניהולי. ביקשנו להבין מאלחנן רוזנהיים מה מייחד צורת השקעה זו בכלל ומה מאפיין את קרנות CircleOne של פרופימקס, בפרט.



## אילו יתרונות גלומים בהשקעה בקרנות נדל"ן לעומת השקעה בעסקה או נכס בודדים?

"היתרון הגדול הוא בפיזור הלא קורלטיבי בין מנהלי השקעות, אסטרטגיות השקעה, מטבעות ואזורים גיאוגרפיים. עד כה, השקענו יחד עם המשקיעים שלנו במאות עסקאות נדל"ן ספציפיות, וגם ב-25 קרנות - מתוכן 22 קרנות מסוג Feeder (בהן המשקיעים של פרופימקס מזרימים כסף לקרן גדולה אחרת) ושלוש קרנות CircleOne שפרופימקס מנהלת בעצמה. בעוד שבעקבות המשבר הגדול של 2008 היו מקרים בהם הפסדנו בהשקעות ספציפיות, וכמובן שהמשקיעים שהשתתפו איתנו באותן השקעות ספציפיות הפסידו יחד איתנו, בכל אחת מ-25 הקרנות שגייסנו והשקענו בהן במהלך שנות פעילותנו, באף קרן לא הפסידו המשקיעים את כספם וזאת למרות הקיצוניות שאפיינה את המשבר הכלכלי הגדול ביותר במאה השנים האחרונות, ב-2008. נכון שיש קרנות שהצליחו יותר וכאלה שפחות, ובתוך הקרנות עצמן היו השקעות מסוימות שלא הצליחו בשל אותו משבר - אבל בזכות הפיזור המובנה שבתוך הקרן, המשקיעים לא הפסידו את הונם".

"יתרון זה קיבל חיזוק ממחקריו של חתן פרס נובל לכלכלה הארי מרקוביץ שהראה כיצד פיזור הוא אחד מהאמצעים הטובים ביותר לניהול תיק השקעות יעיל. בפיזור יש חשיבות אדירה במיוחד כאשר הפיזור מבוצע בהשקעות שאינן קורלטיביות זו לזו, וכמובן בראייה רחבה יותר - לשוק ההון. גם אצלנו, בקרנות הקודמות של CircleOne, היה פיזור בין אסטרטגיות השקעה שונות, פיזור בין מנהלים, פיזור בין סקטורים שונים ופיזור גאוגרפי".

## מה היתרונות והחסרונות של אגד קרנות?

"היתרון של אגד קרנות (Fund of funds) הוא רעיון מוצלח מאוד כי הוא משקיע במספר קרנות נדל"ן עם פיזור בין מנהלים, בין אסטרטגיות ולעיתים גם בין מטבעות, פיזור הבא להגדיל את התשואה ולהקטין את הסיכון. אולם יש לו שני חסרונות גדולים: האחד הוא שכבה כפולה של דמי ניהול היוצרים עלות גבוהה המקטינה את התשואה גם בהתחשב בתשואה הנאה שאגד קרנות צפוי להניב. אצלנו דמי הניהול נעים בין 0.1-0.25 אחוז, הבטלים בשישים לעומת דמי הניהול של אגד הקרנות. החיסרון

השני באגד קרנות הוא שמנהל הקרנות קובע עם מי להשקיע, אבל אין לו מנדט לבחור אם להשקיע בעסקה ספציפית. זאת לעומת קרנות CircleOne בהן וועדת ההשקעות של פרופימקס מאשרת כל השקעה עם כל מנהל ומנהל".

## מדוע הקמתם את קרנות CircleOne?

"במהלך קרוב ל-20 שנים של השקעות נדל"ן ברחבי העולם, במהלך השתתפנו בהשקעות ששוויין מתקרב ל-50 מיליארד דולר, לרבות התמודדות עם שני משברי הנדל"ן שאחד מהם היה מהגדולים שהעולם חווה במאה השנים האחרונות, קיבלתי כמה וכמה תובנות אותן רציתי ליישם לטובת לקוחותינו על מנת להגן על כספם. משפחת קרנות CircleOne לוקחת את היתרונות שיש לאגד קרנות בלי החסרונות המובנים בהם. חשבנו איך אפשר ליהנות מהיתרונות של פיזור בין מנהלים שונים, אסטרטגיות שונות ומטבעות שונים - אבל בלי דמי ניהול גבוהים וכפולים שיקטינו את התשואה, ומצד שני שתהיה לנו יכולת להחליט איזו עסקה תיכנס לקרן שלנו. קרנות CircleOne נותנות מענה לכך: דמי הניהול השנתיים הנמוכים מאוד הם בין 0.1 ל-0.25 מההון - דמי ניהול נמוכים כאלו אי אפשר למצוא בקרנות מקצועיות דומות לשלנו. בנוסף, הקרנות הללו ישקיעו רק בהשקעות שוועדת ההשקעות של פרופימקס מאשרת תחת מדיניות השקעה קשוחה מצד אחד, עם גמישות מסוימת מצד שני על מנת לאפשר לקרן להשתתף גם בהשקעות אופרטוניסטיות כמו למשל בפיתוח נכסים, כאשר לא יותר מ-25 אחוז מכספי הקרן יכולים להיכנס להשקעות מסוג זה. הקרן תשקיע רק בארצות הברית ובמערב אירופה אבל יש לקרן רשות להשקיע עד 10 אחוזים בארצות נוספות מחוץ לאזורים אלו במידה ומנהלי הקרן יזהו הזדמנות בתחום. חשוב לציין שהקרנות פונות למשקיעים כשירים בהתאם להוראות רשות ניירות ערך".

## כיצד מבטיחים הלימות אינטרסים בין פרופימקס למשקיעים בקרנות?

"יושב ראש וועדת ההשקעות ואני התחייבנו שבכל קרן של פרופימקס נשקיע בעצמנו את יחידת ההשקעה המינימלית שעומדת על 200 אלף דולר, כך ששני מנהלים בכירים של החברה כבר השקיעו 400 אלף דולר בקרן הרביעית, כמו גם בקרנות הקודמות. ההשקעה האישית אינה ערובה לכך שכל השקעה והשקעה תצליח אבל היא ערובה להלימות האינטרסים המוחלטת בין מנהלי הקרן לבין המשקיעים. זו לא הלימות האינטרסים היחידה: חשוב לציין באותה מידה כי חלוקת הרווחים בין המשקיעים למנהלי הקרן תהיה ביחס של 90 ל-10 אחוז בתנאי שקודם כל המשקיע קיבל תשואה מועדפת שנתית של 8 אחוז לפחות לאחר החזר הקרן. כלומר, הרווח שלנו מגיע רק על בסיס הצלחה".

"יתרון נוסף של הקרן לעומת השקעה במספר עסקאות בודדות הוא במדיניות תשלום התשואה למשקיעים. נניח שמשקיע שלנו השקיע בשתי עסקאות: בעסקה אחת הרווחנו 10 אחוז לשנה, ובשנייה 6 אחוז לשנה. בעסקה שעשתה 10 אחוז יש חלוקת רווחים עם המנהלים, כי התשואה עברה את רף 8 האחוז. אבל בעסקה של ה-6 אחוז אין חלוקת רווחים והמשקיע קיבל

את אותם 6 אחוזי תשואה שנתית. עכשיו נבדוק את המקרה המקביל לפיו שתי העסקאות בוצעו במסגרת הקרן: במקרה זה מנהלי הקרן ישלמו למשקיעים תשואה של 8 אחוזים עבור שתי העסקאות, לפני שבכלל תהייה חלוקת רווחים לפרופימקס. והנה עוד יתרון של השקעה בקרנות שלנו על פני השקעות בעסקאות ספציפיות".

## האם אתם מאפשרים למשקיעים להיכנס לשלושת הקרנות הקודמות של CircleOne?

"לא. אנחנו לא מאפשרים זאת מאחר ומדובר בקרנות סגורות. אחד הדברים הכי חשובים שאנחנו מקפידים עליו הוא לשמור על הלימות האינטרסים בין המשקיעים, בינם לבין עצמם, ובין המשקיעים לביננו. בקרן פתוחה המשקיעים נכנסים ויוצאים מהשקעה בהתאם להערכות שוויו. איכותן ודיוקן של הערכות שוויו מוטלים בספק, והיו מקרים לא מעטים שבהם הערכות השוויו של חברות ציבוריות בתחום הנדל"ן או נכסים שלהם היו רחוקות מהמציאות כמרחק מזרח ממערב ומנוצלות לרעת המשקיעים ולטובת המנהלים. לכן, קרנות CircleOne הן סגורות וכל המשקיעים נכנסים לפי עלות רכישת הנכס ויוצאים בהתאם לשוויו המימוש של הנכס ולא בהתאם להערכות שוויו".

## עד כמה קרנות CircleOne נזילות ביחס להשקעות בקרנות Feeder?

"לקרנות ה-Feeder, שגם בהן אנחנו משקיעים, יש יתרון והוא שאורך חיי הקרן ידוע מראש והוא בדרך כלל שמונה שנים עם שתי אופציות להארכה של שנה ועוד שנה, ובתנאים מאוד מסוימים באישור המשקיעים אפשר להאריך מעבר לעשר שנים. בקרנות CircleOne לעומת זאת, אורך חיי הקרן יהיה כאורך חיי הנכס האחרון שימומש. עם זאת, בדרך כלל ברוב ההשקעות שאנו עושים הצפי למימוש ההשקעה הוא 4-6 שנים. יש לזכור שפרופימקס מרוויחה רק לאחר המימוש ובתנאי שהמשקיע קיבל את כל כספו בתוספת של 8 אחוז לשנה, ולכן האינטרס שלנו הוא להביא למימוש נושא רווח בתקופה זו על מנת שגם אנחנו נהנה מהעבודה הקשה שאנו עושים לאורך שנים - להעלות את ערך הנכסים ולמכור ברווח".

# משקיעי נדל"ן משקיעים בחברה טובה

**משקיעי נדל"ן של פרופימקס, נפגשו בערב גאלה מיוחד כדי להשיק את שיתוף הפעולה עם יוזמת "יכולים נותנים", הפועלת להגדיל את מספר בעלי היכולת המשקיעים במגזר החברתי. המפגש הציף את הדימיון בין ערכי פרופימקס ומעורבות חברתית אישית התורמת לשינוי חברתי.**

23.08.2017

בחודש מאי האחרון התכנסו ברעננה כ-40 משקיעי נדל"ן למפגש בתחום ההשקעות, אולם במקום לשמוע וללמוד על השקעות בנכסי נדל"ן כמשרדים, מרכזי קניות או מרכזים לוגיסטיים, למדו הנוכחים בחדר, כולם ישראלים בעלי יכולת, כיצד לעשות צעדים ראשונים בהשקעות חברתיות, או אם תרצו - למקסם את התשואה החברתית שהם משיגים. המפגש נערך בהשתתפות חברי יוזמת "יכולים נותנים" ובמהלכו תיארה מנהלת היוזמה, מיה לפיד עדות, את ההזדמנות שבהשקעה חברתית. בהמשך המפגש סיפרו שלושה מחברי היוזמה, שולה מוזס, נעם לאוטמן ויעל ליפמן, על מהות השקעתם החברתית ולאחר מכן התכנסו המשתתפים לשיחה עם חברי היוזמה ששיתפו מניסיונם הפרטי.

למרות שהיקף העושר האישי בישראל נמצא במגמת עליה חדה מזה שנים רבות, מחקרים וסקרים מלמדים כי בעלי אמצעים כאן אינם תורמים בהתאם ליכולתם ופחות מעמיתיהם בעולם, בעוד שהציבור הרחב בישראל תורם סכומים קטנים ובאופן מזדמן.



יוזמת "יכולים נותנים", קבוצת עבודה של תורמים ישראלים, פועלת בקרב בעלי יכולת - במטרה לקדם השקעה חברתית פרטית בישראל. מטרת חברי היוזמה, חלקם שמות מוכרים בקהילייה העסקית כגון שוקי ארליך (המשמש כיו"ר), אבי נאור, רוני דואק, יהודית יובל רקנאטי, נעם לאוטמן, רעיה שטראוס בן דרוך, בועז רעם ואחרים, היא להגדיל את מספר בעלי היכולת המשקיעים במגזר החברתי בישראל, באופן משמעותי ובר קיימא. זאת באמצעות עידוד בעלי האמצעים לתרום ולהיות מעורבים במטרות חברתיות.

בועז רעם, החבר מזה שנה בוועד המנהל של יוזמת "יכולים נותנים", מספר על תגובה אופיינית שהוא מקבל מצד בעלי יכולת שהוא מציע להם להצטרף למעגל המשקיעים החברתיים: "התגובה הראשונית שאני שומע לעתים היא מדוע שאני אעשה משהו שהמדינה צריכה לעשות? זו תפיסה רווחת בישראל. התשובה שלי היא שכנראה שהמדינה לא מצליחה לעשות כי אחרת לא היו צריכים אותנו".

רעם, מייסד ומבעלי ג'נרל מילס (ישראל), המחזיקה בבעלות על מותגי פילסברי, האגן דאז ונייצ'ר-וואלי ומשקיע גם בנדל"ן, תורם כבר שנים ארוכות: "הגעתי לזה כי רציתי לסייע לכינון חברה טובה יותר בישראל. התחלתי לפני עשור, כמנטור לאסיר בן 15 בכלא אופק לבני נוער במתחם כלא הדרים. בלי שום רקע, התנדבתי פעם בשבוע ובמשך שלוש שעות מזמני, ישבתי עם אסיר ודיברנו על החיים. אני עדיין בקשר איתו ועם משפחתו".

הניסיון האישי מאפשר לו לשכנע את המשקיע הפוטנציאלי ביתרון נוסף הגלום בפילנתרופיה: "בדרך כלל אנשים לא מדברים על זה, אבל התרומה שמקבלים מהשקעה חברתית היא פשוט מדהימה. אני מדבר בפירוש על שורת רווח אישית. הערכה שאתה מקבל מבני המשפחה והחברה סביבך היא דבר שתורם לתחושה הטובה שלך. התרומה החברתית גם נותנת לך קנה מידה, כי אנשים בעלי יכולת מאבדים לעתים את קנה המידה שלהם. פעילות כזו מסייעת להבין עד כמה קל לעשות שינוי חיובי בחיים של אנשים באמצעות חיבור אישי".

## אל תסתפקו בפילנתרופיית צ'קים

כחלק משיתוף הפעולה בין היוזמה לפרופימקס - "פרופימקס-משקיעים בחברה טובה" - מציעה האחרונה למשקיעי המפגשי התייעצות לצד סדנאות בהן תתאפשר למשתתפים התנסות בחוויה של השקעה חברתית תוך כדי המשך למידת תחום הפילנתרופיה החברתית. לפיד עדות מתארת כיצד משמשות הסדנאות כמאיץ לחוויית הנתינה: "במשך שלוש שעות מתנסים ומתרגלים המשתתפים תהליך מלא של השקעה חברתית. אילו שאלות המשקיע צריך לשאול את עצמו, איך מבצעים בדיקת נאותות למיזם, כיצד לבחון את האימפקט של הנתינה וכו'. כדי שהתהליך יהיה קרוב ככל האפשר לתהליך במציאות, ועל מנת שיוכלו לתרגל הלכה למעשה, מתבקשים המשתתפים להביא עמם סכום כסף סמלי שנקבע מראש שישמש לצורך התרגיל כתרומה. סך סכום הכסף שיצטבר יאפשר להוציא לפועל מיזם קטן דרך הפלטפורמה של עמותה שנקראת 'קרן בקטנה', המאפשרת להשקיע במיזמים נקודתיים, לפי בחירת משתתפי הסדנה".

אסף רוזנהיים, מנהל השקעות בפרופימקס, מסביר כי שיתוף הפעולה בין פרופימקס ל"יכולים נותנים" מאפשר למשקיעים לקבל הכוונה והדרכה בתחום ההשקעה החברתית באמצעות הקניית כלים ובניית יכולות, לצד מפגשי 'אחד על אחד' עם חברי היוזמה: "פרופימקס גאה בערכים המנחים אותה. להשקעה חברתית יש ערך לאומי של יצירת שינוי. היא מקדמת עשייה, יזמות וחדשנות חברתית. הניסיון מלמד שפרויקטים רבים שהחלו בזכות נתינה פרטית מאיצים תהליכי שינוי רחבים יותר ומאומצים בהמשך גם על ידי המדינה. אנחנו רוצים להיות חלק מעשייה זו ולכן שילבנו כוחות עם "יכולים נותנים" לקראת היובל של החברה האם של פרופימקס, במברגר-רוזנהיים בע"מ, הפועלת כבר קרוב ל-50 שנה".

לפיד עדות מסבירה כי הרעיון לסדנאות עלה בשל הקושי של חברי היוזמה להגיע לקהל היעד וההבנה שהשראה כשלעצמה אינה מספיקה: "בשנים האחרונות הירצו חברי היוזמה בכנסים ומפגשים שונים, וחישבנו שסך הכול דיברנו לפני 15 אלף איש. אנחנו לא יודעים כמה מהם באמת התחברו וצמחו בהיקפי הנתינה ורצינו להציע תהליך משמעותי וחוויתי יותר. אחת הדרכים להגיע לקהל היעד היא באמצעות חברות עסקיות שלהן קהלים אמידים כגון פמילי אופיס, בנקאות פרטית ועוד. הצענו לפרופימקס משהו תהליכי, לא חד פעמי, שיאפשר להרחיב את פורטפוליו ההשקעות של לקוחותיהם מכיוון אחר. התועלת הדדית: אנחנו מגיעים לקהל פוטנציאלי, והם מרחיבים את השירות והחוויה שהם מציעים למשקיעים. במפגש אחר עם צעירים, שוחחתי עם משקיע שעשה הון בהייטק שסיפר שכאשר בנה את הסטארטאפ הוא ידע עם מי לדבר כי האקו-סיסטם בתחום היזמות והטכנולוגיה מפותח. אבל לאחר שצבר הון אף אחד לא פנה אליו והוא לא ידע אל מי לפנות שיוכל להדריך אותו כיצד להשקיע בתחום החברתי, כיצד לתרום, מי האנשים הנכונים לדבר איתם, אילו כלים דרושים".

רעם מדגיש כי יש אינסוף אפיקים להשתלב: "אפשר לתרום כסף ובנוסף להקדיש מעט או הרבה זמן. כל אחד יכול לבחור את התחום המתאים לו. בדיוק סיימתי פגישה עם שותף להשקעות, שפנה אלי ואמר אני רוצה לעשות משהו בתחום החברתי. הסברתי לו שהוא יכול להיות למשל יו"ר של פעילות מסוימת. הוא אמר 'אני לא רוצה להיות יו"ר אלא לעבוד בשטח. להתחבר לאנשים'. לבסוף הוא החליט להשקיע סכומי כסף משמעותיים, וגם להיות במגע אישי עם השטח. אם מישהו בא ואומר לי אני לא יכול - אז אני אגיד לו אז אל תעשה, אל תראה בזה נטל אבל תבין מה ההפסד האישי שלך".

כיום רעם משקיע שעות רבות בפעילות ענפה: בנוסף לחברות ב"יכולים נותנים", הוא חבר בוועד המנהל וראש וועדת ההשקעות בעסקים חברתיים של ארגון הג'וינט העולמי, יו"ר ניפטי ישראל וחבר ב-JFN למשקיע מתחיל הוא מציע קודם כל לבחור תחום שקרוב ללב. לאחר מכן, לבדוק האם מי שמנהל את היוזמה שנבחרה והשותפים בה הם אנשים שהוא יכול לתת בהם אמון, ממש כמו בכל השקעה אחרת: "אנשים בעלי יכולת מוכחת בתחומים מסוימים אשר יוכלו להביא את היוזמה לגבהים חדשים ולהשיא תשואה חברתית".

אחד המסרים שחשוב לחברי יוזמת "יכולים נותנים" להבהיר הוא הדמיון בין השקעה עסקית לחברתית:

"גם תורמים כיום רוצים למדוד ולהעריך מה כסף עשה. פעם אנשי המגזר העסקי ביקרו את אנשי המגזר החברתי על תרבות ניהולית לוקה בחסר. היום הביקורת התחלפה בחשיבה שרואה דווקא בפער - הזדמנות, לא מכשול. הערך שלנו למגזר החברתי עצום שכן אנו מביאים את היכולות שמגשרות על הפער: הטמעת תוכנית פעולה ברורה בתוכנית חברתית, קביעת טווחי זמן מוגדרים, מדידת תוצאות ושאר כל הדברים החשובים שיש בחשיבה המאפיינת את המגזר העסקי ויכולה לסייע למגזר החברתי להתרומם גבוה יותר. אם מאחדים כוחות בין אנשים בתחום החברתי והתחום העסקי השמיים הם הגבול".

# גם אחרי הברקזיט, בריטניה אטרקטיבית למשקיעי נדל"ן

מייסדי חברת השקעות הנדל"ן הבריטית Greenridge, המתמחה בנדל"ן מסחרי ברחבי בריטניה, סבורים כי משאל העם ותופעות הלוואי יצרו הזדמנויות למשקיעי נדל"ן בעלי כיסים עמוקים. ביק בופטאני, מבעלי Greenridg, מצטט: "רוטשילד אמר תקנו כשהתותחים רועמים, תמכרו כשהחצוצרות מריעות".

13.10.2016

לושה חודשים חלפו מאז הצביעו הבריטים במשאל עם בעד התנתקות מהאיחוד האירופי. בזמן זה הסקטור העסקי והממשלה החדשה בראשות תרזה מיי החלו להפנים את ההשלכות המידיות של האירוע ולגבש תחזית ותוכניות להמשך. רה"מ מיי הודיעה כי תהליך היציאה מהאיחוד יחל במרץ 2017, וצפוי להימשך לפחות שנתיים. במגזר העסקי והפיננסי ההלם ואי הוודאות שאפיין את יולי, החודש לאחר ההצבעה, התחלפו באווירה אופטימית יותר. הפאונד אומנם ירד לשפל של 31 שנה, אבל דבר זה דווקא סייע ליצוא וגם הוזיל את שוק הנדל"ן למשקיעים זרים. הבורסה הבריטית זינקה, ומדד האמון של מנהלי הרכש עלה בחדות.



Dreamstime

מרכז מסחרי במנצ'סטר

במהלך ראיון שנערך בעת ביקורם האחרון בארץ, טוענים ביק בופטאני ושותפו פול סימונס, המייסדים והבעלים של גרינידג' (Greenridge) המתמחה בהשקעות נדל"ן באנגליה, שהתפתחויות אלו יוצרות הזדמנויות מעניינות עבור משקיעים אמידים ומהירי החלטה. הם מתבססים על ניסיון של יותר מ-20 שנה בשוק, מיליארד דולר השקעות שביצעו ותשואה שוטפת של מעל שמונה אחוזים לשנה על ההון המושקע (cash on cash), לפני רווח מעליית שווי הנכס.

החברה היא אחת משותפותיה האסטרטגיות של פרופימקס ברחבי העולם, שיחד עם הג'נטלמנים הבריטים משקיעים בגישה של cradle to grave ('מעריסה לקבר'): השותף מאתר ובודק את העסקה, מבצע אותה, מגייס את ההון העצמי הנדרש בשיתוף עם פרופימקס, משכיר ומנהל את הנכס ולבסוף מממש אותו.

## מה השתנה בכלכלת בריטניה מאז הברקזיט?

"אני מציע שראשית נסתכל מה באמת קרה מאז שנודעו תוצאות משאל העם. דירוג החוב של בריטניה ירד, התשואות על האג"ח של בריטניה ירדו, והתנהגות השווקים מלמדת כי בריטניה דווקא נתפסת כמדינה בטוחה יותר אחרי הברקזיט. חיזוק נוסף לכך הוא העובדה שמדד הבורסה המקומית, הפוטסי, גבוה בלפחות עשרה אחוזים מאשר היה קודם למשאל. עתה בואו נסתכל על המטבע: ביום הברקזיט, כאשר הסקרים נסגרו והתחילו להתפרסם תוצאות ראשונות, היה נראה שאנחנו נשארים באיחוד והפאונד התחזק על חשבון הדולר. כשנודע שהוחלט לצאת מהאיחוד, הפאונד צנח ומאז הוא נשאר חלש. זה כמובן מוזיל את עלות הנכסים למשקיעי חוץ. מעבר לכך, לפעמים קל לשכוח שעדיין לא עזבנו את אירופה: הברקזיט הוא הצהרת כוונות אבל זה לא יקרה כל כך מהר. יש להחליט קודם על המכניזם כיצד זה יקרה, ועל כך ינוהל משא ומתן ארוך, שיימשך שנים ארוכות", אומרים ביק ופול.

"עדות נוספת לחוזקה של הכלכלה הוא מדד מנהלי הרכש של מגזר השירותים שחווה קפיצה גדולה מיולי לאוגוסט. בחודש יולי הנתון היה גרוע, 47.4, שכן תוצאות משאל העם הפתיעו מאוד את המגזר העסקי. אבל באוגוסט המדד עלה ל 52.9 ומדובר בקפיצה החודשית הגדולה ביותר מזה עשרים שנה. כאשר המדד עולה מעל 50 המשמעות היא שהמנהלים במגזר העסקי צופים התרחבות בפעילות. באופן אישי אני אופטימי כי היציאה מהאיחוד תאפשר לבריטניה להגדיל את הסחר עם מדינות כמו אוסטרליה, סין ועוד. לכאורה בעתיד אנחנו נפסיד היקפי מסחר עם האיחוד, אבל בפועל אנחנו נמצאים כיום בגירעון סחר מול 28 מדינות האיחוד", אומר ביק.

## מה לגבי החשש מעזיבת בנקים ומוסדות פיננסיים את לונדון?

"יש אומרים שבנקים יעתיקו את משרדיהם לערים אחרות ביבשת, אבל אין באירופה מקום טוב יותר עבור אותם מוסדות פיננסיים מאשר הסיטי של לונדון. אולי בסופו של דבר ההנהלות של הגופים הללו יעברו לדבלין או לפרנקפורט, אבל בשום עיר אחרת באירופה אין די כוח אדם מיומן ותשתית פיננסית מתאימה כדי לפעול בהיקפים נרחבים. חוץ מזה שאנשים פשוט אוהבים לחיות בלונדון. בשורה התחתונה אפשר לומר בביטחון רב כי היסודות של בריטניה חזקים ושהיא מקום טוב לעבוד ולגור בו. זאת לפני שציינו כי בריטניה היא הכלכלה החמישית הגדולה בעולם ואי של יציבות גיאופוליטית, עם מערכת צדק טובה, ואפילו מסעדות טובות, למרות שהמסעדות שלכם יותר טובות. אנחנו מקבלים פניות רבות משותפים בכל העולם שרוצים להשקיע במדינה".

## זרם עסקאות קבוע

עבור בופטאני וסימונס ישראל היא יעד ביתי למדי. שיתוף הפעולה עם פרופימקס החל לפני שש שנים ולשניים חברים קרובים בישראל מביקורים קודמים: "אני זוכר שבביקור הראשון בישראל אחד הדברים הראשונים שעשינו היה לרוחץ בים. הילדות שלי מאוד התרגשו מכך", נזכר בופטאני במהלך הראיון שנערך במלון המשקיף על חוף ימה של תל אביב.

במפגש עם משקיעים ישראלים ונציגי פמילי אופיס הם התפלאו כי הישראלים מתייחסים אל שוק הנדל"ן בבריטניה כאל עוד שוק זר ואינם מכירים מספיק את המאפיינים הייחודיים שלו.

## מה אסטרטגיית ההשקעה שלכם?



בנין משרדים בבריטניה

Dreamstime

"החברה שהוקמה בשנות התשעים מתמחה בנדל"ן מסחרי בשמונה הערים הגדולות מחוץ ללונדון אך לא בעיר עצמה, שכן היא יקרה מדי. "יותר ממחצית מההשקעות שלנו בוצעו בבנייני משרדים: אנחנו קונים בניינים מושכרים שמייצרים הכנסה, כאשר רוב מוחלט של הדיירים הם חברות בעלות דירוג AA או AA מינוס. בעסקאות שלנו אורך החוזה הממוצע של דיירים אלו עומד על 11.9 שנים, והם נוטים לחדש אותו לתקופה ארוכה נוספת. התוכנית העסקית שלנו לא נשענת על השבחת הנכס: אנחנו מומחים בנייתו ואיתור עסקאות כדאיות, ומשלמים מחיר נמוך בהרבה על הנכסים מאשר משקיעים אחרים. יש לנו אלפי אנשים ברשימת הקשר ובעיקר קשרים במעגלים הנכונים ובזכותם אנחנו חשופים לזרם עסקאות קבוע. הדבר מאפשר לנו לבחון מדי שבוע 70 עסקאות, שהם בערך 3,500 עסקאות בשנה, כאשר בשנה טובה אנחנו עושים 20 עסקאות בלבד. לשם המחשה, 17 מ-19 העסקאות שעשינו בשנה שעברה כלל לא הגיעו לשוק (off market) מה שמעניק לנו יתרון משמעותי".

## כיצד אתם בוחרים היכן להשקיע?

"הסיבה שאנחנו ממוקדים בערים גדולות מחוץ ללונדון היא כמובן פוטנציאל התשואה. בערים אלו היה מעט פיתוח של נדל"ן מסחרי מאז שנת 2008, והדבר יצר עודף ביקוש ביחס להיצע. אנחנו מחפשים אזורי ביקוש עתידי: לצורך כך אנחנו בוחנים מידע רב בנוגע לדמוגרפיה של אנשים צעירים, משפחות, אנשי מקצוע ועוד. אנחנו בודקים למשל האם קיימים במקום מוסדות אקדמיה ומדע שיובילו ליצירת ביקושים וכן הלאה".



בנייני משרדים בליברפול

Dreamstime

# למרות טראמפ: ממשיכים להשקיע באנרגיה מתחדשת

באירופה התבססה תעשיית אנרגיה מתחדשת בעלת היגיון כלכלי ותלות יורדת ברגולציה. נמרוד גור וארז גיסין, מנהלי קרן הליוס המשקיעה בתחום, מסבירים מה הם מנועי הצמיחה של הענף והיכן החדשנות הבאה בתחום

04.06.2017

מודלים כלכליים בני קיימא, והוא אינטרס של שחקנים רבי כוח והשפעה - מסין ועד האיחוד האירופי: "לתעשייה הזו יש כיום זכות קיום משל עצמה. מחיר הפקת האנרגיה המתחדשת, משמש ורוח בעיקר, צנח והוא תחרותי גם ביחס להפקת אנרגיה ממקורות מסורתיים, וגם כאשר מחיר הנפט נמוך" מרגיע גיסין. לדבריו, התלות ברגולציה ובתמריצים להפקת אנרגיה מרוח ושמש הולכת ויורדת: "עד לאחרונה, תמיכה ישירה בייצור נעשתה באמצעות קביעת תעריף מוגדר מראש ל-20 שנה או הפקת תעודות ירוקות מטעם הרגולטור שניתנו ליצרני אנרגיה נקייה ונמכרו ליצרני אנרגיה 'מזהמים'. אבל במדינות כמו ישראל ודרום אירופה כבר אין יותר תמריצים כאלו. כיום עוברים למודלים אחרים של תחרות חופשית במכרזים יורדים, המכונים CFD, שבהם המדינה מציעה מכסות של מגה-וואטים בכל סוג של אנרגיה מתחדשת למי שמציע לייצר אותם במחיר הזול ביותר. לשם המחשה, בישראל צנחו התעריפים להפקת קילו-וואט אנרגיה ממקור סולארי מ-2 שקלים ל-40 אגורות, ובמכרזים האחרונים המחיר ירד אף ל-19 אגורות. מגמה זו מתרחשת מפולין ועד אנגליה, ומאפשרת למדינות להקטין משמעותית את העול על תקציב המדינה ולהשיג את המטרות שקבעו לעצמן בוועידת פריז בעזרת השוק הפרטי".

הודעה הדרמטית של נשיא ארה"ב דונלד טראמפ, כי יממש את הבטחת הבחירות לפרוש מהסכם פריז על אפס וחמתם של רבים ממנהיגי אירופה, תעורר וודאי את הדיון בחשיבותה של אנרגיה מתחדשת מול אנרגיה ממקורות מסורתיים. טראמפ טוען כי ההסכם - המגביל פליטת גזי חממה לאטמוספירה ומעודד שימוש באנרגיה ממקורות מתחדשים - מקשה על המשק האמריקאי לצמוח, אינו הוגן, מה גם שלשיטתו ממילא לא הוכח קשר בין פליטות גזי חממה לשינוי האקלים. הממשל היה רוצה לראות שימוש גובר בדלק שמקורו פחם ונפט ולבטל מימון של תוכניות לחיסכון באנרגיה. לא מדובר כמובן רק במכה מורלית: המאבק בשינוי האקלים הוא קטר כלכלי למדינות מובילות ובהסכם פריז סוכם על ביצוע השקעות חדשות בהיקף של מאות מיליארדי דולרים, בין השאר במתקני הפקת אנרגיה נקיה וצמצום גזי חממה. האם השקעות אלו נמצאות בסיכון?

נמרוד גור וארז גיסין, מנהלי הליוס, קרן השקעות פרטית באנרגיה מתחדשת ומשותפיה של פרופימקס, מעריכים כי התשובה שלילית בעיקרה. יתרה מזו, ייתכן שהמאבק שטראמפ מנהל בהסכם האקלים - דרמטי ככל שיהיה - הוא מעט אנכרוניסטי. זאת מאחר והמעבר לשימוש באנרגיה מתחדשת מתבסס על

"למרות זאת, אין בשוק 'מציאות', בוודאי לא בנכסים שנמצאים בחוזים ארוכי טווח ועם דיירים טובים, וגם אף אחד לא מצפה שיתרחשו מכירות חיסול בהנחות של 40-50 אחוז, כמו שראינו במשבר לאחר קריסת ליהמן ברדרס. זאת בראש ובראשונה כי אין בעיית מינוף בשוק. ייתכן שברבעון השלישי של השנה אכן תהיה ירידת מחירים, אבל היא לא צריכה להדאיג משקיעים לטווח הבינוני והארוך, כל עוד התשואות יציבות ובטוחות. מה גם שירידת ערך הפאונד של כ-10 אחוזים, למעשה יוצרת גידור גם לירידות מחירים כאלו".

"מאז שהקמנו את החברה השקענו בה מכספנו, ולא היינו רוצים לאבד אותו כמובן, ולכן ההשקעות שלנו משקפות כיום הן את האתיקה שלנו והן את עמדתנו הסולידית. ההשקעות מאופיינות בסיכון נמוך יחסית לתשואה: שוכרים מעולים, מיקומים מעולים, בניינים מעולים. חוזים לתקופה ארוכה. בעינינו, המצב הנוכחי של העדר יכולת מימון מצד חלק מהמשקיעים אינה בעיה אלא ההפך, היא ההזדמנות העומדת בפני משקיעים בעלי כיסים עמוקים שיכולים לגייס כסף במהירות. אנחנו תמיד מזכירים שרוטשילד, שעשה את הונו בתקופת מלחמות, אמר תקנו כשהתותחים רועמים, תמכרו כשהחצוצרות מריעות. לדעתנו זה הזמן לקנות".

מדוע שישראלים ישקיעו בבניין משרדים בעיר בבריטניה שרובם לא שמעו עליה, כאשר ברלין או אמסטרדם קורצות יותר?

"מבחינת נדל"ן, בריטניה עדיפה על מדינות אחרות בהמון תחומים. למשל שקיפות: בריטניה היא המדינה היחידה בעולם בה הרוכש יכול לקבל בקלות מידע מלא על הנכס כגון מי היו הבעלים בעבר, מה היה מחיר העסקה הקודמת, מידע על מחירם של בניינים סמוכים וכו'. רשויות המדינה שקופות לחלוטין מבחינת המידע הקיים, וניתן לקבל מידע ממערכת רישום נדל"ן מפורטת אליה כל אחד יכול להתחבר. זאת בהשוואה לגרמניה והולנד למשל, שם אין שקיפות כזו. יתרון שני הוא ש-100 אחוז הכנסה משכירות זה 100 אחוז נטו שכן הדייר אחראי לנכס בצורה מלאה: הוא צריך לחדש את הנכס באופן שוטף על חשבון, לשאת בעלויות התיקונים, ובסוף תקופת ההשכרה לשפץ את הנכס בעצמו. בפועל לשוכרים יקר יותר לשכור נכס בבריטניה מאשר במקומות אחרים. יתרון נוסף הוא שבבריטניה נהוג לחתום על חוזים ארוכי טווח. שלישי מהחוזים שלנו שנחתמו בשנה שעברה הם לעשר שנים ושמונה אחוזים מהחוזים הם לעשרים שנה. לפי החוק אין אפשרות 'לשבור' חוזה, ולחברה שמחזיקה בנכס שהיא לא צריכה יותר מותר להשכיר אותו לשוכר משנה. בנוסף חוזה בבריטניה מאפשר מכניזם של העלאת שכר הדירה אחת לחמש שנים, אבל אף פעם לא הורדה שלו - גם כאשר המחירים שנחתמים בחוזים חדשים בשוק ירדו. הדבר מוביל לגידול ממוצע בשכר הדירה של 4.6 אחוזים מדי שנה.

"כל אלו יוצרים ביטחון לבעלי הנכסים שיודעים כי דמי השכירות מובטחים לשנים ארוכות. יתרון נוסף הוא שבריטניה היא גן עדן מיסוי לזרים שמשלמים אפס מסים על רווחי הון, ומעט מסים על רווחים משכר דירה. זאת כמובן מעבר ליתרונות ברורים למשקיעים, לרבות ישראלים: כולם מדברים את השפה האנגלית ויש טיסות ישירות רבות לערים שונות במדינה".

איך נוצר גן עדן שכזה לבעלי נכסים?

"בריטניה היא מדינה עם היסטוריה ארוכה של ביורוקרטיה בתחום הנדל"ן והשיטה הזו נוצרה לפני כמה מאות שנים, בתקופה הפיאודלית. לכן היא מוטה לטובת הלורדים שהיו בעלי האחוזות והנכסים והשכירו אדמה ובתים לנתינים".

חזרה לימינו: גופים מוסדיים בבריטניה צמצמו אשראי למשקיעי נדל"ן. זה לא צמצם את היקף הפעילות בשוק?

"לא, הנזילות טובה מאוד: על פי הערכות, שווי הנכסים הכולל בבריטניה הוא 740 מיליארד פאונד, כאשר מדי שנה 5-10 אחוזים מהנכסים מחליפים ידיים. המשמעות היא שאם אתה רוצה למכור ולקנות נכס כלשהו תמיד תמצא שוק גדול ונזיל. יחד עם זאת בעקבות הברקזיט נוצר קושי להעריך שווי של נכסים וכיצד לתמחרם. בהעדר הסכמה הבנקים לא נותנים מימון וחלק מהמשקיעים הפרטיים יצאו מהשוק. מי שמקבל מימון הם רק הגופים הוותיקים בעלי 'מורשת' חיובית של 20 שנה: היסטוריה מוכחת של ניהול השקעות ועמידה בהתחייבויות, לרבות יכולת עמידות מוכחת במשבר של 2008. בלי זה לא ניתן כיום לגייס כסף.



## באילו תחומים קרן הליוס פועלת כיום?

גור: "אנחנו פועלים בתחום הפקת אנרגיה ממקורות מתחדשים מזה מספר שנים. כיום אנחנו מעורבים בפרויקטים בהיקפים של למעלה מ-500 מיליון יורו באנגליה, איטליה, פולין וישראל".

גיסין: "אחת המגמות המובילות שזיהינו לפני מספר שנים היא מעבר של מדינות מהשקעה בתחומים המסורתיים של אנרגיה מתחדשת, למשל שמש ורוח, לתחומים שמביאים תועלת נוספת לחברה ולסביבה כאשר התחום הבולט ביותר הוא מציאת פתרונות לנושא האשפה - אשפה עירונית, אשפה של מפעלי מזון, אשפה תעשייתית, חקלאית ועוד. מדינות רוצות למצוא תחליף להטמנה, ואם אפשר - לפתור על הדרך את בעיית ההתחממות הגלובלית. באנגליה אנחנו שחקן מוביל בתחום זה, וקרן הליוס 3 שותפה עם שלושה גופי השקעות אנגליים גדולים בשני פרויקטים שנמצאים בשלבי סיום של הקמה, ורכישת 5 מתקנים גדולים נוספים. שניים מהם כבר עובדים ושלושה נמצאים בשלבי הקמה. כך שבסך הכל השקענו בשבעה פרויקטים שייצרו 150 מגה-וואט מפסולת עץ ואשפה מוניציפלית ברמות עיבוד שונות".

## כיצד בעצם מפיקים אנרגיה מפסולת?

גיסין: "בפרויקטים האלו משתמשים בטכנולוגיה של שריפת החומר האורגני. את הגז שנוצר מתעלים לחימום דוד ולייצור חשמל, וחלק אחר של החום מוזרם לשימוש צרכנים באזור. במקביל, אנחנו פועלים גם בטכנולוגיה שנקראת עיכול אנאירובי, שהופך אשפה אורגנית ביתית, מוניציפלית או חקלאית - בעיקר פרש פרות, פרש לולים ודירים - לאנרגיה ולחום. חלק מהאנרגיה מגיע כגז מתאן שנכנס למנוע שמייצר חשמל. חלק אחר מהגז עובר ניקוי ומוזרם לרשת הגז המדינתית או האזורית ולשמש לשימושי גז כגון חימום".

## האם המודל הכלכלי להפקת אנרגיה מפסולת משתלם גם בלי תמיכה ממשלתית?

גור: "כן. הפקת אנרגיה מפסולת מקבלת רוח גבית מהעלייה בהיטלי הטמנת האשפה. מדובר במניע משמעותי להפיכת הטכנולוגיה לרווחיות ולצורך הפוחת להיעזר בתמריצים ישירים. זה הגיע לידי כך שבאנגליה יש סוגים של אשפת עץ שיותר זול לייצא מאשר להטמין בקרקע - ולכן אספני האשפה מחויבים למצוא פתרונות יעילים יותר מהטמנה כדי להישאר רווחיים. הם משלמים עבור היטל הטמנה מעל 90 פאונד לטון, ואנחנו במפעל מציעים לקנות אותו ב-70 פאונד והם חוסכים עשרות אחוזים".



## באילו מדינות אתם פועלים בתחום זה? היכן אתם נתקלים ברוח גבית?

"יש לנו מפעלי עיכול אנאירובי והפיכת אשפה לאנרגיה באיטליה ואנגליה, הגדולים בתחומם. באנגליה לדוגמה יש רשת גז מפותחת ולכן המפעלים שלנו באנגליה נהנים מתמריצים לייצור גז לרשת הגז ולא רק לייצור חשמל. אנו מקימה במדינה פלטפורמה להקמה ורכישה של מפעלים לסוגי אשפה שונים עם שותף מקומי".

"תחום נוסף שנפעל בו הוא תחום אגירת האנרגיה: מדינות אירופה, אנגליה ואחרות, מתארגנות להסדרה של השוק בתחום האגירה. הצורך הולך וגדל בגלל צמיחה משמעותית בעשור האחרון של הפקת אנרגיה מתחדשת כמו רוח ושמש. היא מייצרת אנרגיה לא סדירה: במהלך היום (שמש), או על פי סטטיסטיקה של רוחות (רוח), והדבר יוצר בעיות באיזון הייצור מול הצריכה. אחד הפתרונות המשמעותיים בתחום הוא אחסון חשמל על ידי מערכי בטוריות שנותנים למנהלי הרשת ייצוב וסנכרון לאורך שעות היממה, כולל פתרון לשינוי ב'תדר' שנוצר ברשת עקב כניסת אנרגיה ממקורות שונים. הרגולציה בתחום מסדירה את התמריצים בנושא ואנחנו מעריכים שזה גם יגיע לישראל".

## מה המדיניות שלכם בישראל בתחום האנרגיה הסולארית?

"גל הרכישות של חוות סולאריות שהוקמו די מיצה את עצמו. הליוס היתה הגוף המוביל בתחום שביצע הכי הרבה עסקאות וכתוצאה מכך יצר אגריגציה משמעותית עם קרוב ל-60 מגה-וואט ולמעלה מ-250 מערכות מותקנות. אנחנו מתארגנים לקראת השוק המשני הבא שיווצר לאור המכסות שנפתחו עכשיו והצפויות להמשך עד סוף העשור. לאור הירידה המשמעותית בתעריפים חשוב לבדוק היטב את הכדאיות הכלכלית, אך אם תהיה הזדמנות - בזכות הגודל שלנו והניסיון שלנו - אנחנו בעמדה הטובה ביותר לנצל את זה".

## האם אתם פעילים בתחום הפקת אנרגיה מפסולת גם בישראל?

גיסין: "זכינו לפני חודשיים במכרז של המועצה מקומית אילת-אילות. מדובר בפרויקט שלוקח פרש פרות וגזם דקלים ובמקום הטמנה או פיזור על קרקע חקלאית - שהיא בעייתית במידה רבה הן משיקולי סביבתיים והן משיקולי עלות - הופך אותה לאנרגיה. הפוטנציאל גדול שכן בישראל מחיר ההטמנה עולה ובעתיד אף ייאסר להטמין חומר אורגני, ולכן מועצות ועיריות רבות פונות לבצע מיון והפרדה ברמה מקומית ויוצאות למכרזים של הפיכת האשפה האורגנית לאנרגיה. אנחנו מתכוונים להשתתף בפעילות הזו. בנוסף, ישראל בונה בשנים האחרונות רשת גז מדינתית כך שאותם מפעלי הפקת אנרגיה מאשפה שיפיקו גז מתאן וינקו אותו יוכלו ככל וידרש להזרים אותו לרשת הגז הראשית".

## אנגליה עברה טלטלה לאחר החלטת הברקזיט. כיצד זה השפיע על ההשקעות שלכם במדינה?

גיסין: "ההחלטה על 'הברקזיט' שהתקבלה בדיוק לפני שנה, והחתימה על 'טופס 50' על ידי ממשלת אנגליה, הוציא לדרך את התהליך שיתרחש בשנתיים שלוש הקרובות. בנוסף יתקיימו בחירות באנגליה בשמיני ליוני השנה. כאשר הברקזיט יצא לדרך הדבר הכניס אי וודאות. מבחינת המטבע, הן הפאונד והן היורו נפגעו אומנם אבל התזמון היה טוב עבורנו שכן הוא יצר הזדמנויות השקעה חדשות וזולות יותר. לא נפגענו מכך כי רוב הפרויקטים שלנו היו עדיין בהקמה. לשם המחשה, בעיר בשם Hull יש לנו מפעל שמייצר גז חשמל מפסולת עירונית שעברה עיבוד וניקיון (RDF) שמתאים לכניסה למערכת חלוקת הגז. כשהתחלנו את הפרויקט לפני שנתיים, הפאונד היה גבוה יחסית אך למזלנו לא השקענו עדיין את רוב הכסף, כך שבסה"כ אנחנו נהנים מירידת השווי של המטבע. מצד שני, ההכנסה המתוכננת מדמי הכניסה של משאית אשפה למפעל שהייתה בזמנו אז בסביבות 50 פאונד לטון, כיום המחיר משלמים לנו עלה ליותר מ-70 פאונד לטון ובמקביל, גם מחיר החשמל ברשת עלה - כך שפרופיל ההכנסות שלנו עלה על תחזית הראשונית ויותר מפצה על הירידה בשווי המטבע".

"מאז, ההשקעות הנוספות שביצענו היו זולות ב-20 אחוז בזכות הירידה בערך המטבע. חשוב לזכור גם שמבנה הקרן מייצר גידור טבעי למטבעות שכן אנחנו משקיעים בשלושה מטבעות - הפאונד, היורו השקל. סך הכל שתי הקרנות הקודמות, הליוס 1 ו-2, סיימו את תקופת ההשקעות שלהם וכל העת הנכסים המשיכו להניב בהתאם לציפיות. אנחנו כבר למעלה מחמש שנים מחלקים כל רבעון תשואות למשקיעים שלנו וצופים שזה ימשך עד סיום תקופת הקרנות".

## מי השותפים שמשקיעים יחד איתכם?

גור: "שותף חשוב הוא פרופימקס, השותף שלנו מיום הקמת הקרן ויש לנו פעילות משותפת איתם. בנוסף אנחנו עובדים מול חברות ביטוח וקרנות פנסיה, שמשקיעות אצלנו בפרויקטים באנגליה. השותפים באנגליה הם משני סקטורים: משקיעים מוסדיים ופרטיים. בפלטפורמת הפקת האנרגיה מאשפה המכונה BIG הליוס הייתה יזם מקים של הפלטפורמה יחד עם שתי קרנות השקעה פרטיות הדומות לנו ומתמחות בתחום, ובנוסף בישראל גייסנו השקעה משמעותית מקופת גמל ופנסיה וחברת ביטוח גדולה, ובאנגליה גייסנו את ענקית הביטוח פרודנשיאל".

## להערכתכם, אילו תנאים ישררו בשוק בעתיד הקרוב,

### ועד כמה הם יתמכו בהמשך ההשקעות בתחום?

גיסין: "אנחנו לא מושקעים בארה"ב, כך שלא נהיה חשופים ישירות לשינוי במדיניות האמריקאית בתחום ואנחנו ממוקדים בעיקר באירופה. אנחנו מעריכים שבאנגליה המדיניות שהנהיגה המפלגה השמרנית בתחום האנרגיה תמשיך להתקיים. נראה גם כי העלייה במחירי החשמל תימשך, אם להסתמך על תחזיות מחירי האנרגיה שמפרסמות חברות הייעוץ בתחום. צפויה גם המשך ההתייקרות בעלות הטמנת פסולת וכל אלו ימשיכו ויספקו רוח גבית לפיתוח תעשיית האנרגיה הנקייה ולהזדמנויות השקעה בתחום".

# בזכות הצרכן האמריקאי: מרכזים לוגיסטיים הפכו סקטור משמעותי בתיק השקעות הנדל"ן

מגמת המסחר האלקטרוני בארה"ב הביאה לעליית מחירי המחסנים בשולי הערים, המאפשרים משלוחים מהירים עד הבית ומהווים יעד אטרקטיבי למשקיעי נדל"ן.

4.1.2017

איש עסקים ישראלי שהתגורר בניו יורק סיפר פעם כי ידע שאמו הישראלית מתכננת ביקור קרוב כאשר החבילות מאמזון החלו להיערם ליד דלת ביתו. המסחר האלקטרוני, שכבש את ארה"ב ואת העולם כולו, אומנם מהווה רק 8.1% מסך המכירות הקמעונאיות במדינה, אולם הוא צמח במהירות בשבע השנים האחרונות, נאמד ב-395 מיליארד דולר וממשיך להתרחב בקצב דו-ספרתי. עם ההזמנות בא התיאבון והצרכן האמריקאי כבר לא מוכן לחכות למשלוחים זמן רב: כיום מצפים הצרכנים לקבל את המוצרים שהזמינו בו ביום, במיוחד אם הם מתגוררים בערים המרכזיות.



שינוי זה הפך את ניהול הנדל"ן הלוגיסטי בחברות ענק כמו אמזון ואיביי, כמו גם באלפי חברות אחרות, לנושא בעל חשיבות אסטרטגית, המצוי בליבת העסקים ובעל יכולת להעניק לחברה יתרון עסקי משמעותי. בעבר, תוכננו המרכזים כמרכזי הפצה ענקיים המשרתים מדינה או אזור, ונדרשו להיות מתוחכמים וממוקמים היטב - למשל ליד רשת כבישים או מסילות מהירה, המספקת קישור לכל רחבי המדינה - ולא היה קושי לאתר שטח להקים אותם. כיום מרכזי הענק הם הבעיה הקטנה של החברות: האתגר הגדול יותר מתייחס לאספקת המוצרים ב"קילומטר האחרון", כלומר ממש עד לבית הלקוח. לצורך זה, על החברות להצטייד במרכזים לוגיסטיים קטנים יותר הנמצאים בשווקים משניים, בסמוך לערים ולשכונות קטנות יותר, ושטחים אלו קשים יותר לאיתור ולרכישה. זאת

## תשואות יוצאות דופן

המרוויח הגדול מכך הוא הסקטור הלוגיסטי שנמצא בצמיחה מתמדת זה שבע שנים ברציפות. הביקוש עלה על ההיצע וכתוצאה, זינקו מחירי השכרת הנכסים בעולם ב-5% בשנת 2016, זאת לפי אינדקס של פרולוגיס, המתמחה בנדל"ן לוגיסטי. אסף רוזנהיים, מנהל ההשקעות בפרופימקס, מסביר את השפעת רמת הביקוש על מחירי הנדל"ן: "זיהינו את ענף הלוגיסטיקה כאטרקטיבי לפני מספר שנים, ויצרנו שיתופי



ממוצעת גבוהה בלמעלה מ-50% מצפי התכנית העסקית. השקעה נוספת בוצעה במרכז לוגיסטי בממפיס, טנסי, וכללה משרדים ושטחים תעשייתיים ובהם 7 בניינים ברמת דירוג B+ בשטח של 48 אלף מ"ר. בעת הרכישה היה המרכז מושכר בשיעור של 90%, והניב כעבור שנה וחצי סכום המשקף תשואה שנתית ממוצעת נאה במיוחד, גבוהה כפליים מצפי התשואה על פי התכנית העסקית.

רוזנהיים מעריך כי המחירים בסקטור הלוגיסטי כבר גבוהים ולמרות שעדיין יש הזדמנויות התשואות תרדנה ופרופיל ההשקעות השתנה: כיום הוא מאופיין בסיכון נמוך, לצד תשואות נמוכות. לדבריו, השוק מאופיין בעליה במחירי נכסים בעלי דירוג B, המשרתים את הצורך בפתרון עבור "הקילומטר האחרון": "כדי לספק את המוצר, נדרש מחסן לוגיסטי יעיל ומתוחכם יחסית. לכן, מתקנים שזכו בעבר לביקוש הגבוה ביותר היו מתקנים חדשים בדירוג A שנבנו במיוחד כדי לעמוד במשימה ביעילות. הביקוש הגבוה הביא להתייקרות גם במחירים של מרכזים בעלי דירוג B במקביל, הוקמו מספר רב של פרויקטים להקמת מרכזים כאלה. כמובן ניתן היום ליהנות מתשואות נאות גם בהשקעה במיזמי לוגיסטיקה בדירוג A באזורים חזקים, אבל התשואה לא תהיה דומה כלל לתשואות מהשנים האחרונות. כדי ליהנות מתשואה גבוהה יותר אפשר להשקיע במיזמים בפיתוח, שבהם הסיכון גדול יותר, או להתמקד במיזמים בדירוג B בשווקים משניים ולהסתכן בקשיי נזילות. בנוסף, יש לזכור כי המרכזים הלוגיסטיים הם חלק מהמגזר התעשייתי שעובר שינויים בשל החלטות ממשל טראמפ להחזיר משרות ייצור לארה"ב, והשפעות צעד זה עדיין לא ידועות."

פעולה עם המנהלים המובילים בסקטור. השקענו 64 מיליון דולר במרכזים לוגיסטיים בשנים האחרונות. כאשר התחלנו להשקיע בסקטור זה, הוא היה עדיין בשלבי צמיחה ראשונים, כך שההחזרים עבור ארבע ההשקעות שמכרנו לאחרונה הניבו תשואה שנתית ממוצעת גבוהה בלמעלה מ-50% מזו שחזינו בתוכנית העסקית, ואחת ההשקעות אף הניבה תשואה כפולה מצפי התכנית העסקית."

אחת ההשקעות עליהן מדבר רוזנהיים ואשר פרופימקס נהנתה מהחזרים גבוהים בגינה, מומשה בחודש מאי השנה, אז מכרה טאורוס - משותפותיה האסטרטגיות של פרופימקס ב-13 השנים האחרונות - מספר נכסים תעשייתיים ברמת דירוג B, שבחלקם היו פרופימקס ומשקיעיה שותפים. אחד הנכסים, מרכז העסקים מנדנהול בממפיס טנסי, הוא נכס המשתרע על שטח של 61 אלף מ"ר, כולל מבנים תעשייתיים ברמת דירוג B ובעל גישה ישירה לרכבות. בעת שנרכש רק 79% משטחו של הנכס היה מאוכלס. טאורוס העלתה את דמי השכירות ואת שיעור התפוסה והנכס נמכר כעבור שלוש שנים בסכום המשקף תשואה שנתית ממוצעת גבוהה ב-60% מצפי התכנית העסקית המקורית. בהשקה אחרת נרכשו 14 מרכזים תעשייתיים המכונים 'אינדקור' באטלנטה, ג'ורג'יה, בשטח של 106 אלף מ"ר ברמת דירוג B. בעת שנרכשו, רק 76% מהנכס היו מושכרים. הנכס נמכר כעבור שנתיים וחצי הוא נמכר בסכום המשקף תשואה שנתית ממוצעת גבוהה בלמעלה מ-50% מצפי התשואה בתכנית העסקית.

גם במרכז הלוגיסטי בממפיס סאות'פארק, שכלל שני נכסים תעשייתיים ברמת גימור B, על פני 42 אלף מ"ר, נרשמו תשואות מרשימות: המרכז, שבעת שנקנה עמד שיעור השכירות בו על 88%, נמכר כעבור שנתיים בסכום המשקף תשואה שנתית



# 5 עובדות על ברלין שמשקיעי נדל"ן למגורים צריכים להכיר

ברלין צומחת במהירות, מספקת תשואות מרשימות ומהווה אי של יציבות אולם היא גם עיר מורכבת מאוד למשקיעים עם חתך כלכלי מגוון של תושבים

26.09.2016



שיתאפשר למקסם את התשואות ותרחיק סכנות. בעזרת דו"ח המחקר של CBRE ושיחות עם מומחים לברלין, ריכזנו כמה נקודות מבט חשובות על העיר שסייעו למשקיעים להרוויח יותר.

## אוכלוסיית ברלין גדלה בקצב מהיר

ברלין, בה מתגוררים קרוב ל-3.6 מיליון תושבים, היא העיר הגדולה בגרמניה; גדולה משמעותית יותר מהמבורג (1.8 מיליון תושבים) ומינכן (1.5 מיליון תושבים).

בין השנים 2011-2014 צמחה אוכלוסיית העיר ב-4 אחוזים, כאשר בשנת 2014 לבדה נוספו לעיר כ-40 אלף תושבים. הצמיחה הגבוהה נובעת בעיקר מההגירה החיובית לעיר, הן פנים-ארצית והן בינלאומית, אשר מגדילה את הביקושים לדיור יחד עם היציבות והחוסן הפיננסי של גרמניה. בין המהגרים לעיר נמצאים משקיעים מכל העולם, יזמי סטארט-אפים, צעירים גרמנים אבל גם מהגרי עבודה מאפריקה והמזרח התיכון.

## דירות רבות צפויות להיכנס לשוק

עד לפני שנים לא רבות, קצב הבנייה בברלין פיגר אחר ערים אחרות בגרמניה. הדירות שבכל זאת נבנו יועדו בעיקר לרוכשי דירות ואחוז הדירות להשכרה היה נמוך, ועמד על כ-10 אחוזים מסך הבנייה. אולם שתי מגמות אלו משתנות במהירות: בשנת 2014 נבנו בברלין 226 פרויקטים חדשים, ובהם 17,600 דירות חדשות. ב-2015 נבנו 240 פרויקטים חדשים, עם יותר מ-22 אלף דירות. מדובר בדירות בבתים משותפים, בבתים פרטיים או בדופלקסים והן מיועדות ברובן (62 אחוז) למכירה, בעיקר לפלח

האוכלוסייה שהנו בעל יכולת כלכלית ממוצעת ומעלה. חלק קטן יותר (38 אחוזים) מהפרויקטים מציעים דירות להשכרה, אולם מדובר בשינוי דרמטי. תוך שנה מספר הפרויקטים להשכרה זינק מ-39 בניינים ל-64 בניינים (ב-2015) מה שאומר שמספר הדירות להשכרה צפוי לגדול בשנים הבאות.



**דמי השכירות בעיר עלו, אבל הם עדיין נמוכים יחסית**  
הצמיחה הגבוהה בביקושים שהציג שוק הנדל"ן הגרמני הובילה לעלייה ממוצעת בדמי השכירות למטר רבוע בשיעור של כ-5.1 אחוז בשנת 2015, 6.6 אחוז ב-2014 ו-6.9 אחוז בשנת 2013. מדובר בממוצע בלבד, שכן דמי השכירות בדירות פרטיות ודירות במגדלים עלו בשיעור חד יותר, דו ספרתי.

למרות עליית המחירים, שוק ההשכרה בברלין עדיין זול בהשוואה לשבע הערים הגדולות בגרמניה, ומחזיק בשכר הנמוך של המחיר החציוני הנמוך ביותר למ"ר מבין שבע הערים הגדולות בגרמניה: פחות מ-9 יורו למ"ר, לעומת 10.45 יורו בהמבורג ו-14.9 יורו במינכן. למרות זאת, אחוז הדירות הריקות בברלין המוצעות להשכרה - 1.5 אחוז - פחות מרשים כאשר משווים אותו לערים אחרות: הוא גבוה יותר מהמבורג (0.7), וממינכן (0.4).

אחד הגורמים שמרסנים את עליית שכר הדירה בברלין הוא ה-Mietpreisbremse, ובתרגום חופשי "בלם מחירי שכירות". מדובר בחוק עירוני שברלין הייתה הראשונה לחוקק ולאכוף החל מיוני 2015. החוק משפיע על בעלי דירות קיימות ומונע מהם להעלות את שכר הדירה ביותר מעשרה אחוז מדי שנה מהתעריף שנקבע לשכונה בה נמצאת הדירה. בעלי דירות חדשות או דירות שעברו שיפוץ מקיף ומודרניזציה, מקבלים פטור מהחוק.

## עיר של פערי מחיר בין רובעים, שכונות ובניינים

ברלין מחולקת ל-12 רובעים הכוללים 190 אזורי מיקוד שונים. חלק ניכר מהתנופה, הן בקצב הגידול באוכלוסייה והן בבנייה, מרוכז במספר רובעים בולטים. מיטה (Mitte) הוא הרובע בעל הגידול המהיר ביותר במספר תושביו: בשנת 2014 הגיעו אליו 8,400 תושבים חדשים. הוא גם הרובע הצעיר ביותר, שכן למעלה משליש מתושביו הם מתחת לגיל 30. מיד אחריו נמצא רובע פנקו (Pankow) שקלט 6,835 איש, והנו הרובע המאוכלס ביותר. גם רובע זה מאופיין באוכלוסייה צעירה עם ילדים רבים, ו-16 אחוז מתושביו הנם מתחת לגיל 18. אחוז האבטלה בקרב תושבי הרובע הוא הנמוך ביותר בעיר, 9 אחוז, והוא גם מאופיין בבנייה רבה ומוביל בהשלמת דירות חדשות. בטווח הבינוני והארוך הוא צפוי ליהנות מתנופת פיתוח רבה.

לא כדאי לחשוב על ברלין כעל מקשה אחת, שלא לומר יעד השקעה בעל מאפיינים זהים: פערים חדים במחירי שכר הדירה נובעים מפער מחירים בין רובעים, בין שכונות בתוך הרובע, ואפילו בין בניינים בתוך השכונות עצמן. הדבר יוצר פערים גדולים ועלול לפגוע במשקיע שלא עשה שיעורי בית. כך למשל, הזינוק הגבוה ביותר במחירי שכר הדירה בין השנים 2014-2015 היה בשכונות מסוימות ברובע ליכטנברג (Lichtenberg), מיטה (Mitte), ורייניקנדורף (Reinickendorf) ועמד על 13.4-17.8 אחוז, בממוצע. במקביל, בשכונות מסוימות ברובעים טרפטו - קופרניק (Treptow-Kpenick), טמפלהוף-שנברג (Tempelhof-Schneberg), שרלוטנבורג-וילמרסדורף (Charlottenburg-Wilmersdorf), שטגליץ-צלנדורף (Steglitz-Zehlendorf) ובליכטנברג (Lichtenberg), אירעה ירידה חדה במחירי שכר הדירה שעמדה על -4.7-6.3 אחוזים.

## שכר הדירה מושפע מכוח הקנייה של תושבי השכונה

אחד הגורמים המשפיעים על שכר הדירה הזול בברלין, ביחס לערים אחרות בגרמניה, הוא לאו דווקא הרגולציה העירונית על מחירי השכירות, אלא כוח הקנייה הנמוך של תושבי העיר ביחס לערים אחרות: 92.9 (במדד כוח הקנייה הגרמני), לעומת 111 בהמבורג ו-132 במינכן. מאחר והצמיחה במחירי השכירות הואטה במקצת בשנה החולפת (כ-5.1 אחוז בשנת 2015 לעומת 6.6 אחוז ב-2014 ו-6.9 אחוז בשנת 2013), כותבי הדו"ח מחברת CBRE מעריכים כי הסיבה היא שמחירי השכירות פגשו את הרף העליון של יכולת השוכרים לשלם, בעיקר ברובעים החלשים יותר של העיר.

לדבריהם רוב תושבי ברלין כבר מוציאים רבע מהכנסתם על שכירות, ומתקשים לשלם יותר. אולם בשכונות מסוימות השמיים הם הגבול: כוח הקנייה הגבוה ביותר של האוכלוסייה נמצא בשכונות החזקות בשטגליץ-צלנדורף (Steglitz-Zehlendorf), ברייניקנדורף (Reinickendorf), ובשפנדאו (Spandau) ועומד על 4,400-5,000 יורו לחודש למשק בית. בשכונות מסוימות ברובע פנקו (Pankow), במיטה (Mitte) ובנויקלן (Neuklln), כוח הקנייה הוא הנמוך בעיר ונע סביב 2,300 יורו בלבד.

ניתוח שביצעו מחברי הדו"ח מעלה כי ברובע מיטה (Mitte), בשכונות האקשה מרקט ואונטר דן לינדן - מחירי הדירה ביחס לכוח הקנייה (מחושב לפי המחיר המבוקש בממוצע לשכר דירה בשכונה חלקי כוח הקנייה למשק בית) היה הגבוה ביותר - ועמד על 47.3 ו-44.3 אחוז (בהתאמה). זו הסיבה שבשכונות אלו שכר הדירה הממוצע הוא הגבוה ביותר ועומד על 12-13 יורו למטר רבוע בממוצע. לשם השוואה, ברובע נויקלן (Neuklln), בשכונת Rudow- Ost מחירי הדירה ביחס לכוח הקנייה הוא 17.5% בלבד. השילוב של הכלכלה היציבה של גרמניה יחד עם ההזדמנות שמציעה העיר ברלין בהיותה מוקד לצמיחה כלכלית הנובעת מהמחירים הנמוכים וההשקעה של הממשלה הגרמנית, הופכים את השקעת הנדל"ן בעיר לאטרקטיבית אבל בחירת ההשקעות, בעיקר למשקיעים לא מקומיים חייבת להיות זהירה, על ידי בחירת שותף מקומי ומנוסה.

# התחזית לקניונים: בידור, מסעדות ושיווק דיגיטלי

ראיון פומבי עם סקוט וולשטיין, מנכ"ל סטארבוק ריטייל פרטנרס, ענקית הקניונים מארה"ב, על הרלוונטיות של הקניונים והדרך בה יישארו רלוונטיים גם בעתיד

05.02.2017



**חלק מהקצאת הנכסים בעולם ההשקעות מופנה למרכזים לוגיסטיים, החיוניים לצמיחת המסחר האלקטרוני.**

**האם זה בא על חשבון השקעות בקניונים?**

"לחברות מסחר אלקטרוני כמו אמזון למשל, יש בעיה עם מה שנקרא ה'קילומטר האחרון' באספקת המוצר לבית הלקוח, שכן העלות שלו מאוד יקרה. לכן אפילו אמזון מדברת על פתיחת מרכזי איסוף בתוך הקניונים, והם אפילו פתחו חנויות ספרים בקניונים. מסחר אלקטרוני הוא דרך לא יעילה להפצה, ממש כמו שהיו הקטלוגים. הוא מתאים לאנשים שחשובה להם הנוחות על פני המחיר, ומוכנים לשלם עבור המשלוח. הילדים שלי למשל מזמינים הביתה חולצה שעולה 5 דולר ומשלמים 20 דולר עבור סך העסקה כולל המשלוח. אבל רוב האמריקאים לא רוצים לשלם עבור המשלוח כל כך הרבה. כוח הקנייה הממוצע של משק הבית האמריקאי הוא 54 אלף דולר לשנה, ובסכום זה צריך לשלם עבור דיוור, מזון, השכלה לילדים וקניות. אמזון יודעת את זה ולכן היא מציעה משלוח חינם, וזה עולה להם בין 10-5 מיליארד דולר בשנה. זה לא עסק רווחי והם צריכים להרוויח בדרכים אחרות. אומנם הם מרוויחים בדרכים אחרות, אבל הקמעונאיים המתחרים שלהם מפסידים כסף ולכן מה שהם באמת רוצים הוא להשתמש באינטרנט לא כדי למכור ולשלוח את המוצרים אלא להביא את הלקוחות לחנות הפיזית שלהם."

**האם הקניונים אכן גוססים?**

"עם עליית המסחר האלקטרוני נשמעת טענה שהקניונים מתים, אולם סקר מעודכן שנערך בארה"ב מראה כי שלושה מתוך ארבעה אמריקאים ביקר בקניון בחודש החולף. למען האמת, אני בעסק 30 שנה ותמיד עלתה השאלה האם הקניונים עומדים למות. פעם אלו היו הפאזאר סנטרס שכאשר הוקמו היו מי שהעריכו שיפגעו בקניונים, אחרי זה האאוטלט סנטרס, ועכשיו מצביעים על המסחר האלקטרוני כמי שמסכן אותם. אבל בכל השנים הללו הקניונים היו ונתרו הנכס הטוב ביותר להשקעה. יש נתון שמסביר מדוע הם עדיין רלוונטיים: מבחינה סטטיסטית, לפני שהאינטרנט הומצא, מכירות באמצעות קטלוגים והדואר הקיפו כ-7.5 אחוזים מהמסחר הקמעונאי וכיום אחוז המכירות באינטרנט ובקטלוגים באמצעות הדואר נותר 7.5 אחוז מסך המכירות הקמעונאיות."

"זה נכון שהקניונים משתנים. קניונים שנבנים היום מתוכננים בדרך שונה מזו שבה הם תוכננו בשנות השבעים. אז הקניונים תוכננו להיות לא נוחים, והחנויות פוזרו בצורה כזו שתחייב את הקונים לעבור בכמה שיותר חנויות בקניון. היום את החלטות הקנייה מקבלים באמצעות הטלפונים והלקוחות יודעים בדיוק לאן הם הולכים ולא מבליים הרבה זמן בשוטטות בין החנויות. ללא ספק הקניון הוא עדיין היעד המרכזי לביצוע קניות."

**אילו קניונים ואילו מוצרים עמידים יותר בפני המסחר האלקטרוני ומה לדעתך נחשב לתחום מוגן יותר?**

בראיון שקיים איתו אסף רוזנהיים, מנהל ההשקעות בפרופימקס, בועידה, אמר סקוט: "קודם כל בוא נראה מה לא: ספרים, מוזיקה ווידאו הם מוצרי האינטרנט המתאימים ביותר כי אפשר להוריד אותם, וברור שעבורם האינטרנט הוא מערכת ההפצה הטובה יותר. נהוג לחשוב שמוצרי צריכה מתאימים לרכישה מקוונת, אבל כאשר אתה צריך שירות לאן תלך? לחנות. בסט ביי למשל, משתמשים באמזון כחנות המסחר האלקטרוני שלהם, כאשר את האיסוף עושים בחנות. אני מניח שבגדים ונעליים קשה לקנות באינטרנט כי אתה לא בטוח אם המידה תתאים לך, איך זה ייראה עלייך, ועלויות המשלוח אל הלקוח, והמשלוח חזרה במקרה שהבגד לא מתאים - מאוד גבוהות. הסטטיסטיקה מצאה כי פריט אחד מתוך שלושה שנרכש באינטרנט מוחזר והמוכר הוא מי שנושא בעלות זו. מה שמעניין לגלות הוא שכאשר הוכשים באינטרנט אבל מחזירים את המוצר לחנות הפיזית, זה נרשם כאילו החנות מכרה פחות וזה משפיע על התפיסה שלנו את היחס בין היקף המכירות בחנויות ובאינטרנט."



**האם יש הבדל בין אופי המסחר בפאזאר סנטרס, מרכזים פתוחים, לבין קניונים?**

"לא ממש. בעלי החנויות רוצים שיגיעו אליהם, לא משנה להם כל כך היכן החנות נמצאת. תכננתי פאזאר סנטר גדול מאוד ורציתי שמייסיס יהיו העוגן של אזור האופנה בקניון. הראיתי לנציג של מייסיס את המיקום שתכננתי עבורם והוא שאל מדוע החנות לא יכולה להיות ליד הרשת המוזלת טארגט? כמעט נפלתי מהכיסא: אם לפני חמש שנים הייתי מציע לו את זה הוא היה זורק אותי מהמשרד שלו. המשמעות היא שסוחרים רוצים כיום תנועה של לקוחות לא איכפת להם מאיפה היא תגיע. הם פונים אלינו ביוזמתם ומבקשים שנציב מסעדות ליד החנויות, שנוסיף חוויות בידור לקניונים ובכך נגדיל את כמות התנועה ליד החנות שלהם. מייסיס ממש התעקשו שהכניסה למסעדה הסמוכה תעבור דרך החנות שלהם."

**האם קניונים יכולים להישאר אטרקטיביים גם כאשר הם לא ממוקמים במרכז העיר?**

"בערים מרכזיות כמו ניו יורק או סאן פרנסיסקו חשוב להיות במרכז העיר כי מעט אנשים נוהגים והם רוצים לבצע את

הקניות במרכז העיר כחלק מהחוויה האורבאנית שלהם. אבל במקומות אחרים, נניח בקליבלנד, אוהיו, שם אני מתגורר, אתה תקים את הקניון בפרברים כי שם נמצאים עיקר הלקוחות ויש כמות אנשים שמצדיקה קניון."

**כיצד אתם מביאים מבקרים לקניון, מעבר לאלו שבאים לרכוש בצורה ישירה?**

"השיווק חשוב מאוד. צריך למשוך קהל באמצעות קיום אירועים שונים בקניון כגון תחרויות, ירידים, כינוסים ועוד. בידור חשוב: אנחנו רואים למשל שבתי הקולנוע משקיעים הרבה בשיפור החוויה, וגם מסעדות חשובות. יש לנו קניון בדאלאס שהוא אחד הגדולים במדינה, שמושך עשרות אלפי מבקרים בשבוע. הוא ממוקד בצעירים ומשלב פרויקטים חינוכיים, מיזמי ואומנות וכו'. אתה מנסה ליצור ערבוב פעילויות שיפנה לקהלים שונים, ילדים, נוער וכו' ויגרום להם להישאר בקניון."

**כיצד קניונים יכולים לשלב חדשנות טכנולוגית?**

"יש דברים מרתקים. למשל שילוב מציאות מדומה בתוכנות שמראות בצורה מאוד ברורה תנועה של גולשים בקניון, מציעות אפשרות ניתוח של האזורים שהלקוחות מסתובבים בהם. אנחנו נראה בעתיד גם שימוש בחנויות וירטואליות: הלקוח נכנס לחנות ובמקום מדפים עם סחורה יש קירות שעליהם מוקרנים כל המוצרים, ואתה הולך ביניהם ונוגע במוצרים והם יישלחו אליך הביתה. בעצם זה יהיה היפוך מגמה: אתה תעשה את הקניות הוירטואליות בקניון והן תישלחנה הביתה. נראה דברים כאלו, אבל הדבר המרכזי הוא שהסוחרים ימשיכו לפעול בדיגיטל כדי להביא את הלקוחות לחנות."

**בעברית המלה קניון היא שילוב של קניות עם המלה חניון. כיצד השימוש בתחבורת השיתוף או הרכבים האוטונומיים ישפיע על הקניות בקניון?**

"לבניית חניה יש עלות. בארצות הברית אנחנו בונים מקום חניה לכל 1,000 רגל רבועים, ואנחנו כמובן רוצים לעשות שימוש במשאב החניה בצורה יעילה. אנחנו בודקים אילו שימושים ניתן יהיה לעשות בחנויות אם השימוש בהם ישתנה. יש קניון ליד משיגן שקנינו והתברר שיש שטח חניה נרחב שהוא כלל לא בשימוש ואנחנו בודקים כיצד ניתן לעשות בו שימוש מוצלח יותר." אסף רוזנהיים אומר לסיכום כי בסופו של דבר אנשים מחפשים את האינטראקציה החברתית: "גם כאשר החלו למכור מערכות קולנוע ביתיות היו כאלו שמיהרו להספיד את בתי הקולנוע, אבל הם שרדו גם את החידוש הזה. השינויים שמביא המסחר באינטרנט והשפעתו על תעשיית הקניונים דורשים מהשחקנים בזירה הזו להיות יצירתיים, לחפש גישות חדשות ודווקא זה יוצר הזדמנויות השקעה חדשות ומגוונות, שכולנו נוכל להמשיך ליהנות מהן."

# אמזון מערערת את שוק הנדל"ן המסחרי

סדרת עסקאות שהידקו את הקשר בין ענקיות המסחר האלקטרוני לחנויות פיזיות ובין רשתות קמעונאיות לבין אתרי מסחר אלקטרוני, מלמדת שהשמועות על מותן של החנויות הפיזיות והחלפתן במרכזים לוגיסטיים היו מוקדמות מדי

10.07.2017



אולם חברות המבוססות על מסחר אלקטרוני בלבד נתקלות גם הן בקשיים הולכים וגדלים. ראשית, הלקוחות לא ייתרו כלל על חווית הקנייה בחנות: יותר מ-55 אחוזים מהלקוחות ביקרו בחנות לפני שרכשו ממנה באופן מקוון. מחקרים גילו גם כי 49 אחוזים מהרוכשים בחנות מצהירים כי הם בחרו בחנות על פני הרשת כיוון שרצו לקחת את הפריטים עםם באופן מיידי. אמזון אמנם אימצה גישת משלוחים בו ביום, המתבססת על מרכזים לוגיסטיים ענקיים ומרכזי משלוח קטנים יותר המשרתים את "הקילומטר האחרון" עד לבית הלקוח, אולם קשה מאוד לספק מוצרים במהירות כה רבה לכל לקוח בארה"ב. לצורך כך יש לאתר עוד ועוד נכסי נדל"ן שישמשו להקמת מרכזים לוגיסטיים קטנים ולשנע את הסחורות בערים הצפופות. הקושי הגובר העלה פתרונות יצירתיים כמו שימוש ברחפנים, אולם פתרון זה בעיקר ממחיש את גודל האתגר. במקביל, עלות המשלוחים שחקה קשות את הרווחיות של אמזון ולא פחות חשוב, הלקוחות לא הבינו מדוע עליהם לשלם עבור המשלוח ולכן אמזון השיקה את אמזון פריים, שירות משלוחים בחינם בחברות במועדון הצרכנים או בקנייה מעל סכום מסוים.



בינתיים, רשתות שנולדו טרום עידן המסחר המקוון התמודדו עם האתגר בצורה שונה, לאחר שגילו שהן כבר הבעלים של פתרון נדל"ני מוכח: רשת חנויות בפרישה ארצית. רשת האלקטרוניקה בסט ביי שהתבססה מסורתית על חנויות פיזיות ושסבלה בעשור הקודם מאבדן לקוחות, בין השאר לאמזון ואי-ביי, חווה כיום פריחה מחודשת: רווחיה גדלים בעקביות מדי שנה מאז שנת 2014 ובחברה הבחינו כי מחצית מההזמנות המקוונות נאספות בחנויות הפיזיות, או נשלחות מחנות פיזיות, כאשר 70% מהאמריקאים מתגוררים במרחק של 15 דקות מאחת מהן. "שליש מהרכישות באינטרנט מוחזרות - אבל 90 אחוזים מהן מוחזרות לחנויות פיזיות, ולא נשלחות בדואר. כשאין חנות באזור, גם המכירות באינטרנט נפגעות", הסביר סקוט וולסטיין, מבכירי ענף הקניונים בארה"ב, מי שייסד ומנהל עשרות קניונים מובילים בשווי כולל של 10 מיליארד דולר, שביקר בשנה שעברה בוועידת הקניונים באילת.

ומה לגבי רשתות האופנה הגדולות בארה"ב - שרבות מהן נסגרו או עומדות בפני קשיים משמעותיים? לדברי וולסטיין, זו טעות להשליך את הקשיים שלהן על המכירות באינטרנט שכן לא מדובר במשחק סכום אפס, והסיבות למשבר אחרות: "הקושי הוא לא בעליית המכירות המקוונות, אלא דווקא בשינוי הרגלי הקנייה מצד הקונים, במיוחד אלו הצעירים: בני דור

המילניום כורעים תחת עומס הלוואות סטודנטיליות בסך כולל של 1.5 טריליון דולר, רובן הלוואות שהצטברו בשנים האחרונות. הצעירים מעדיפים להוציא את עיקר התקציב שלהם על טכנולוגיה, מוצרי טיפוח ויופי, נסיעות, מזון ומשקאות, כושר ובידור - ורק את היתרה, ככל שיש כזו, לביגוד, וההעדפה היא לטרנד האופנה המהירה והזולה על חשבון רכישת ביגוד במחיר מלא בתחילת העונה ללא מבצעים והנחות. למעשה, היקף הרכישות הכולל בחנויות הפיזיות נמצא בצמיחה אולם צמיחה זו לא בהכרח באה לידי ביטוי אצל החנויות קמעונאיות שמבוססות על מכירות במחיר מלא".

לראיה, בתחום הביגוד והאביזרים אפשר לבחון כיצד אינדיטקס, החברה האם של זארה, מדגימה מודל מנצח בשילוב בין חנויות ומסחר אלקטרוני. החברה, שמחזיקה במספר רב של מותגים מוכרים כמו פול&בר ומאסימו דוטי, מדווחת על שיא של מכירות ועלייה של 10 אחוזים ברווחיות בשנת 2016 - וזאת דווקא לאחר שפתחה רשת של 279 חנויות ב-2016 ומתכננת לפתוח 400-500 חנויות נוספות, במקביל לסגירת 150-200 חנויות קטנות ב-2017, כך לפי פרסום בוול סטריט דז'ורנל.

נראה אם כן כי בעוד שרבים צפו כי המסחר האלקטרוני יחסל את המסחר בחנויות, יותר ויותר חברות מוכיחות כי אפשר להפוך את השטחים הללו למכרה זהב: "החיבור בין לאינטרנט ולמכשירים הניידים מספקים ללקוחות חוויה רציפה שהיא הכרחית בימינו. למעשה חנויות הפכו בפני עצמן לנכס אסטרטגי, כיוון שהם משרתות שני סוגי צרכים: מאפשרות ללקוחות למשש את הסחורה, למדוד אותה ולחוש אותה, וגם מאפשרות לחנויות לשלוח מוצרים מהר יותר מהחנויות שמשמשות כמחסני שילוח בעלי פרישה רחבה", מסביר וולסטיין. הוא אף טוען כי חנויות פיזיות הכרחיות ביותר לפיתוח אסטרטגיית מסחר אלקטרוני רווחית ומערך כי צפויים איחודים רבים בין קמעונאיות מקוונות עם רשתות של חנויות פיזיות: "המנצח של המחר יצטרך לאמץ גישה רב-ערוצית. אמזון מבחינה זו נהנתה מכך שוול סטריט לא דרשה מפעילות המסחר האלקטרוני שלה להראות רווחיות, אבל זו לא גישת בת קיימא, וגם אמזון יודעת זאת".

גם דאג סטפנס, 'עתידין' בתחום הקמעונות, שעוסק בחיזוי מגמות בתחום, מחבר ספרים בתחום ומייסד ריטייל פרופיט, טוען כי חנויות פיזיות תהפוכנה למעשה למעין ערוצי מדיה: "קמעונאים חכמים מבינים את הכוח של לקוחות שמבקרים בחנות, את היכולת למדוד את הפעילות שלהם, וממנפים את החנויות כדי לעורר ולשפר את היחסים עם הלקוחות במגוון ערוצים. זה גם מה שלדעתי אמזון תעשה עם חנויות הרשת שרכשה".

## לאסוף את המוצרים מהחנות

חזרה לעסקת הרכישה של הול פודס. המסחר האלקטרוני מתקשה במיוחד לחדור לתחום המזון והמשקאות, ורובו המוחלט של המסחר בתחום זה - 98 אחוזים - עדיין מבוצע בחנויות פיזיות, כך לפני נתוני קנטל קמעונות. מסתבר כי בתחום זה החוויה הפיזית הכרחית ללקוחות, שחלקם מתעקשים לבחון את הירקות והבשר טרם הקנייה: "מכירת מוצרי מזון ברשת בעייתית מבחינת רווחיות" מסביר וולסטיין ומתייחס גם לעלות

הידיעה לפיה ענקית המסחר האלקטרוני אמזון, תרכוש ב-13.7 מיליארד דולר את רשת מרכולי הבריאות הול פודס (Whole Foods) שפונה לקהל בעל אמצעים החובב מזון טבעי ואורגני, על 460 החנויות שלה, רובן ברחבי ארה"ב ומיעוטן בקנדה ובבריטניה - ערעה את התפיסה הרווחת בנוגע להתפתחות המסחר האלקטרוני, לפיה חנויות הרחוב, כמו גם הקניונים, הינן זן נכחד, שמוחלף במהירות במסחר אלקטרוני מתוחכם, שמספק את תאוות הלקוחות לקבל את המוצרים שהוזמנו ברשת תוך יום, בין אם מדובר במיקסרים, נעלי ספורט או ירקות טריים.

לתפיסה זו היו, בין השאר, השלכות החורגות מתחום המסחר: מבחינת נדל"ן למשל. מסחר אלקטרוני מודרני מתבסס על מרכזים לוגיסטיים ענקיים ומרכזי משלוח קטנים ומשוכללים יותר המשרתים את "הקילומטר האחרון" עד לבית הלקוח. זו הסיבה שהסקטור הלוגיסטי נמצא בצמיחה מואצת מזה מספר שנים בעוד שסקטור המסחר המסורתי, הכולל חנויות רחוב ושטחי מסחר בקניונים, דועך. אבל אז הגיעה עסקת רכישת

הול פודס על ידי אמזון והוכיחה כי המציאות מורכבת יותר ויכולה אולי לנוע גם בכיוון ההפוך.

כדי להבין את מורכבות השוק, יש להכיר מספר עובדות יסוד באשר למסחר בארה"ב בכלל ולמסחר האלקטרוני בפרט. המסחר האלקטרוני (E-Commerce) בארה"ב הסתכם בשנת 2016 ב-400 מיליארד דולר. זה נשמע נתון מרשים, אולם הוא מהווה רק כ-8 אחוזים מסך המכירות הקמעונאיות (בניכוי מכירת רכבים, גז ושירותי מזון). בענפים מסוימים, המסחר המקוון דומיננטי במיוחד: 30 אחוזים ממכירות מוצרי החשמל ומוצרים למשרד מבוצעות באמצעות מסחר אלקטרוני; 17 אחוזים ממכירות בגדים ואביזרים; 10 אחוזים ממכירות ריהוט ביתי. הדומיננטיות של המסחר האלקטרוני בענפים מסוימים אחראית לתחושה כי חברות שלא תמהרנה לאמץ אסטרטגיה של מכירות מקוונות תאבדנה במהירות נתחי שוק. גם מצבן הקשה של רשתות האופנה הגדולות בארה"ב שהיו 'מלכות הקניונים' וחלקן מצטמצמות בעוד אחרות פושטות רגל, מחזק לכאורה את התחושה.

# מתחתנים מאוחר, מרוויחים מעט - ושוק הדירות להשכרה שובר שיאים

הריבית האפסית, הצמיחה המתונה והשינויים הדמוגרפיים, הפכו את מקבצי הדיור להשכרה (Multifamily) בארה"ב, לשם נרדף להשקעה סולידיית המניבה תשואות נאות. מייסון סליפר, שותף ב-The Praedium Group, שהיא אחת מהאגרגטורים הגדולים בארה"ב של מולטיפאמלי ואשר תשיק בקרוב את הקרן התשיעית להשקעה בסקטור המולטיפאמלי, מסביר מה הופך את הסקטור - ללהיט ענק

1.8.2016



מאז המשבר הכלכלי שהחל ב-2008, פונים משקיעי נדל"ן רבים להשקעות בשוק המולטיפאמלי בארה"ב, שחוזה פריחה מחודשת

ממשי באיכות גבוהה, חדש או כמעט חדש, שמספק תזרים מזומנים חזק במהלך חיי העסקה אשר מקטין את הסיכון ויכול לספק תשואה שנתית של 8-10 אחוזים, לפני התשואה הסופית במכירה.

מאז המשבר הכלכלי שהחל ב-2008, פונים משקיעי נדל"ן רבים להשקעות בשוק המולטיפאמלי בארה"ב, שחוזה פריחה מחודשת. מולטיפאמלי הם מבני דירות עם עשרות או מאות יחידות דיור - לעיתים במבנים לגובה ולעיתים במבנים נמוכים צמודי קרקע הנפרשים על שטח רחב - המיועדים להשכרה ומאופיינים במספר רב של שוכרים. בשני המקרים מוצעים לדיירים, בדרך כלל, שטחים ציבוריים כדוגמת גינות, מועדון ואף בריכה. ההבדל הגדול בין דירות להשכרה בארץ לבין

## מדוע נכסי מולטיפאמלי הפכו כל כך מבוקשים?

"היום אנחנו חיים במציאות שבה הריבית במדינות רבות נעה בין קרוב לאפס לתשואה שלילית וניתן להעריך כי תישאר נמוכה. ולכן, הסיבה הראשונה לפופולריות של השקעות בסקטור המולטיפאמלי היא פיננסית ומשקיעים ממשיכים לחפש אלטרנטיבה לתשואות הנמוכות שמספק שוק האג"ח. אנחנו מאמינים שארה"ב נמצאת בעידן של צמיחה כלכלית נמוכה, ובסביבה כזו אתה מחפש השקעה שמספקת תזרים מזומנים שוטף וחזק, אשר מקטין את התלות בצמיחה עצמה, כדי ליצור ערך להשקעה. אפשר לומר כי השקעה במולטיפאמלי היא השקעה דפנסיבית עם סיכון נמוך שכן אנחנו קונים נכס

כמו גם בעלות על רשת הפצה יעילה ותשפר את יכולת החברה לפעול ב"קילומטר האחרון" של המשלוח. למעשה, לפני הרכישה, לאמזון כבר היו 10 מיקומים פיזיים: 7 חנויות ספרים, 2 מרכזים לאיסוף תוצרת מזון טרייה, וחנויות אחת של איסוף מהיר. העסקה פשוט תגדיל את דריסת הרגל הפיזית של אמזון.

אבל לרכישת אמזון את הול פודס סיבות נוספות. במאמר שכתב סטפנס למגזין ווירד הוא ניסה להסביר מנקודת מבט עסקית מדוע אמזון השקיעה סכומי כסף כה גבוהים ברכישת רשת חנויות שסובלת כבר שבעה רבעונים רצופים מצמיחה שלילית: "עסקי המזון עצמם לא אטרקטיביים: הם סובלים מאחוזי רווחיות נמוכים להחריד, נמוכים יותר מכל קטגוריה אחרת; מחייבים ניהול קפדני למניעת אובדן סחורה, מחייבים אחסון ומשלוח בתנאים מיוחדים, והכי גרוע: חווים נאמנות נמוכה מצד הלקוחות, שכדי לחסוך יעברו מיד לסניף המתחרה. אבל אמזון היא לא חברה שמתמחה בענף או מוצרים מסוימים, אלא חברה שמשלבת מידע, טכנולוגיה, וחדשנות, אשר רק במקרה גם מוכרת מוצרים. כאשר אמזון רוכשת רשת מזון שבה מבקרים קונים רבים כל כך, היא למעשה מקבלת נגישות למידע עצום ויום-יומי על הלקוחות שלה וההרגלים שלהם. ואת זה החברה יודעת לתרגם להכנסות ורווחים" כתב. סיבה נוספת היא שאמזון שכבר ניסתה - בהצלחה חלקית בלבד - לקדם שירות שפיתחה לאספקת תוצרת טרייה, תוכל, בעזרת רשת החנויות שרכשה, להתקרב ללקוחות ותימצא במרחק קצר מנתח ניכר מסך הלקוחות האמריקאים - לא רק כדי לספק להם תוצרת טרייה אלא גם כדי לאפשר להם לאסוף הזמנות שביצעו באמזון, במתכונתה המסורתית."

את התוצאות כבר מרגישים בשטח, לפחות בכל הקשור לנדל"ן: לפני העסקה שביצעה אמזון, קרנות ריש משקיעות ברשתות קמעונאיות המהוות עוגנים במרכזי קניות, הפגינו ביצועים טובים יותר מאשר קרנות ריש משקיעות בקניונים, זאת נוכח ההבנה כי רשתות קמעונאיות בתחום המזון והמשקאות חסונות יותר בפני איומי המסחר האלקטרוני. אולם לאחר ההודעה על ביצוע העסקה, צנחו מניותיהן של קרנות ריש אלו. וולסטיין סבור כי יש לכך מספר סיבות. שתי סיבות אפשריות הן החשש מהצלחת עסקת הרכישה באופן שיאיים על שחקניות אחרות בענף וכן הצהרתה של רשת LIDI על כוונתיה להתרחבות אגרסיבית בארה"ב: "המשקיעים 'הריחו דם במים', והשילוב של שתי סיבות אלו עלול להתגלות כבעייתי מאוד עבור מרכזי קניות שרשתות המזון מהוות עבורם עוגן משמעותי". יחד עם זאת, יש לזכור שקרנות ריש, אף שהן מוצר השקעה שנדל"ן בבסיסו, בהיותן סחירות, מגיבות במהירות לטרנדים בשוק, שלעיתים שוככים באותה המהירות בה התעוררו, בעוד שרק ימים יגידו אילו השלכות אמת ניתן לזהות בשוק בפועל.

המשלוחים: "מדובר בהוצאות גבוהות להחריד. וול מארט למשל הודיעה לאחרונה כי היא מבטלת את המשלוחים בחינם ותגבה כסף עבור משלוח. לקוח שרוצה לחסוך את עלות המשלוח יוכל להזמין באופן מקוון ולאסוף את המשלוח בחנות הקרובה. אני מצפה מכל הקמעונאים לעקוב אחר המודל הזה."

הוא מצביע על כך שבאותו היום שאמזון רכשה את הול פודס, וול מארט רכשה את Bonobos רשת שמתמחה במכירות מקוונות באינטרנט, כלומר העסקה היא תמונת מראה של עסקת אמזון: "הרכישה הזו היא עדות נוספת לכך שהחיבור בין שני סוגי המסחר חיוני ביותר בימים אלו."



זו לא הייתה העסקה היחידה של וולמארט, ששולטת בכ-15 אחוז ממכירות מזון ומשקאות בארה"ב: באוגוסט שנה שעברה נודע כי היא תרכוש בכ-3 מיליארד דולר את Jet.com, אחת מקמעונאיות המסחר האלקטרוני החדשניות והצומחות בארה"ב, במאמץ לשפר את נוכחותה בתחום המכירות המקוונות. למעשה, גם וול מארט מקווה לפתח גישה רב-ערוצית למכירות ולמנף את פרישת החנויות האדירה שלה, שנמצאות במרחק 15 דקות מ-90 אחוז מאוכלוסיית המדינה.

המשלוחים: "מדובר בהוצאות גבוהות להחריד. וול מארט למשל הודיעה לאחרונה כי היא מבטלת את המשלוחים בחינם ותגבה כסף עבור משלוח. לקוח שרוצה לחסוך את עלות המשלוח יוכל להזמין באופן מקוון ולאסוף את המשלוח בחנות הקרובה. אני מצפה מכל הקמעונאים לעקוב אחר המודל הזה."

הוא מצביע על כך שבאותו היום שאמזון רכשה את הול פודס, וול מארט רכשה את Bonobos רשת שמתמחה במכירות מקוונות באינטרנט, כלומר העסקה היא תמונת מראה של עסקת אמזון: "הרכישה הזו היא עדות נוספת לכך שהחיבור בין שני סוגי המסחר חיוני ביותר בימים אלו."

זו לא הייתה העסקה היחידה של וולמארט, ששולטת בכ-15 אחוז ממכירות מזון ומשקאות בארה"ב: באוגוסט שנה שעברה נודע כי היא תרכוש בכ-3 מיליארד דולר את Jet.com, אחת מקמעונאיות המסחר האלקטרוני החדשניות והצומחות בארה"ב, במאמץ לשפר את נוכחותה בתחום המכירות המקוונות. למעשה, גם וול מארט מקווה לפתח גישה רב-ערוצית למכירות ולמנף את פרישת החנויות האדירה שלה, שנמצאות במרחק 15 דקות מ-90 אחוז מאוכלוסיית המדינה.

הרכישה האחרונה של אמזון מלמדת כי החברה נחושה למצוא נוסחה מנצחת בתחום. הרכישה תקנה לאמזון נגישות לשוק

מועדון וחדר יוגה. השדרוגים האלה מאפשרים לנו להעלות את שכר הדירה. אבל חשוב לבחור נכסים שבהם השוכרים יכולים לספוג את ההעלאות בתעריפים, גם מבחינת ההעדפה שלהם וגם מבחינת כלכלית. נכסים ברמה נמוכה יותר, שנקראים Class B & C, מתאפיינים בדיירים שלא יוכלו לשלם שכר דירה גבוה יותר. אסטרטגיה נוספת בה אנו נוקטים היא רכישת נכס חדש לגמרי מהקבלן, שבו אחוז התפוסה עומד על 20-50% מהנכס. קבלנים בונים כדי לבנות, והם מעוניינים



למכור את הנכס ולהמשיך לפיתוח הבא. למרות שבדרך-כלל הם משכירים את הדירות כדי להגיע לאחוז תפוסה גבוה, הם לא כל-כך טובים בשיווק ובתפעול משום שהמומחיות שלהם היא הייזום. לכן אנחנו קונים את הנכסים מהם בשלב השיווק הראשוני, בידיעה שהקבלן לא מיקסם את חוזי השכירות, אנחנו יכולים להגדיל את שכר הדירה שהדיירים משלמים בעת חידוש החוזה ולכן המחיר שאנו משלמים הוא נמוך מהערך של הנכס לאחר ייצוב."

### בוא נדבר על הסיכון. כיצד מיתון עלול להוות סיכון?

"הביקושים החזקים כרגע מגדרים את הסיכוי לפגיעה משמעותית בערך הנכס אבל כמוכן שמיתון כלכלי או האטה יצמצמו את היכולת לגבות דמי שכירות גבוהים. אולם תמיד חשוב לבחון השקעה בהשוואה לחלופות: מיתון יפגע יותר בשוק המשרדים או הקמעונות. בבניין משרדים אתה יכול לעבור ממאה אחוז אחוזי תפוסה לחמישים אחוז עם אובדן של דייר עוגן אחד. במולטיפאמלי אולי תרד מ 96 אחוזים ל 92 אחוזים, זה לא אידיאלי אבל פחות גרוע מהתחזית של בניין מסחרי."

### עכבר העיר ועכבר הפריפריה

סליפר עושה אבחנה מאוד ברורה בין מקבצי דירות להשכרה בערים מרכזיות, אותם הוא מוצא לא אטרקטיביים להשקעה, לבין דירות להשכרה בפריפריה, שם הוא מוצא הזדמנות להשקיע. "לאחר המשבר הכלכלי משקיעים נהרו אל מרכזי הערים, בעיקר המשקיעים המוסדיים כמו קרנות הפנסיה והבנקים הגדולים. הם ראו בהשקעה הזו השקעה בטוחה יחסית בגלל הנזילות שהשווקים האלו מציעים. בעקבות כך

הביקושים החזקים כרגע מגדרים את הסיכוי לפגיעה משמעותית בערך הנכס צריך להיות מאוד סלקטיביים כאשר משקיעים בערים מרכזיות מכיוון שהביקוש דוחף את המחירים מעלה ובחלק מהערים יש היצע גדול מידי של דירות להשכרה, אחוזי תפוסה נמוכים יותר, נתון שישפיע לרעה על היכולת להעלות את שכר הדירה. לכן אנחנו משקיעים בפרברים: שם לא הייתה בנייה מאסיבית כמו במרכזי הערים כך שהתפוסה גבוהה וקיימת יכולת להעלות את דמי השכירות. המרכיבים של תפוסה גבוהה, היכולת להעלות את דמי השכירות, חסמי כניסה לפיתוח חדש וביקוש עקבי ומתמשך, מבטיחים תשואות שוטפות לאורך חיי העסקה ותשואה טובה על ההשקעה בזמן המכירה."

### כיצד אתם משפרים את התשואה בנכסים שאתם רוכשים?

"הדרך העיקרית היא כמוכן להעלות את שכר הדירה, וכדי לעשות זאת אנו משתמשים במספר אסטרטגיות. אסטרטגיה אחת היא לשפץ את הנכסים, גם את הדירות עצמן וגם את השטחים המשותפים. בסוג הנכסים שאנו קונים, הדיירים רוצים דירה יותר מעודכנת, יותר חדשנית: הם מעדיפים רצפת גרניט או פרקט, מכשירי חשמלי חדישים ועוד. בקומפלקס אנחנו מוסיפים רשת ווי-פי חופשי, עמדת ברביקיו, מכון כושר,

המולטיפאמלי מספקים להשקעה זו הגנה ייחודית. לדוגמה, שוק המשרדים: שינויים טכנולוגיים גרמו לכך שהביקוש לשטחי משרדים קטן. שטח המשרד הממוצע לעובד בארה"ב ירד ב-30 שנה ב-40 אחוזים, מ-76 ל-46 מטר רבוע. משרדים רבים כבר לא צריכים שירותי מזכירה או ספרייה משפטית והעובדים משתמשים במחשבים ניידים בחללים שונים ולא דווקא במשרד. השינויים הטכנולוגיים הובילו לתופעה דומה של הורדת הביקוש לשטחים גם בתחום הקמעונאי, בעקבות המסחר האלקטרוני שהוריד דרמטית את הצורך בחנויות. לשם המחשה, בארה"ב יש כיום 30 אחוז עודף בשטחי קניונים. השקעה בשטחי מסחר ובמשרדים צריכה להיות מאוד סלקטיבית."



שדרוגים שמאפשרים להעלות את שכר הדירה

"לעומת זאת, בסקטור הדיור להשכרה אנחנו נהנים ממנועי צמיחה חזקים. ראשית כי אנשים עדיין צריכים מקום לגור בו. אמנם אנשים מוכנים לגור כיום בבתים קטנים יותר בערים, אבל נתוני היסוד לא השתנו. שנית, הגידול באוכלוסיית הצעירים כמו דור המילניום, אשר כולל מיליוני צעירים אשר נוטים לשכור ולא לקנות דירות. אחת מהסיבות לבחירה הזו היא הכלכלה שאומנם נמצאת בצמיחה, אך רוב המשרות שהיא מייצרת הן בשכר נמוך שלא מאפשר לקנות דירות."

"התוצאה היא שבאופן עקבי, אחוז הבעלות על בתים בארה"ב ירד מ-69 אחוזים ל 63 אחוזים. זה אולי לא נשמע הרבה, אבל כל אחוז שיוורד הוא תוספת של 1.2 מיליון שוכרים. אחוז הבעלות על בתים אשר יורד מאז המיתון בשנת 2008, ימשיך לדעתנו לרדת, גם עם השיפור בכלכלה ממספר סיבות: מאחר וכיום גיל הנישואים עולה באופן עקבי, יותר אנשים שוכרים דירות במשך יותר זמן מכיוון שרוב הקונים הקימו משפחה. בנוסף, יש עליה במספר משקי הבית של משפחות יחידניות, כלומר שבראש המשפחה עומד אדם בודד ולא זוג, למשל בקרב גרושים, שגם הם מעדיפים או יכולים לשכור ולא לקנות. נתון נוסף הם הצעירים שחזרו לגור עם ההורים - יש גידול של 5 מיליון צעירים שגרים אצל ההורים בהשוואה לנתון של לפני עשר שנים, בעקבות המיתון. אנשים אלו ייצאו מהבית של ההורים כאשר הם ימצאו משרות טובות יותר והצעד הראשון שלהם יהיה קודם כל לשכור דירה ולא לקנות בית, מה שימשיך לחזק את שוק שכירות."

המולטיפאמלי בארה"ב הוא מבנה הבעלות: בעוד שבארץ הדירות, ובמקרים מסוימים בניינים שלמים, נמצאים בבעלות יחידים רבים, מבני המולטיפאמלי נמצאים בבעלות חברה או ישות משפטית אחת.

חברה כזו היא פראדיום גרופ, הפועלת מזה 25 שנים בשוק הנדל"ן ומתמחה בתחום. עד כה השקיעה החברה ביותר מ-50 אלף יחידות מולטיפאמלי, וסך השקעותיה בנדל"ן בכלל מסתכמות בכעשרה מיליארד דולר. פראדיום, שצברה ניסיון לא רק בהשקעות בימי שגרה אלא גם בניהול נכסים בעת משבר ומיתון, היא שותפה אסטרטגית מזה שנים רבות של בית השקעות הנדל"ן הישראלי פרופימקס ובעלת רזומה של ניהול שמונה קרנות מולטיפאמלי מוצלחות. הניסיון של החברה בא לידי ביטוי בתשואות וחמש מתוך שש הקרנות הקודמות של פראדיום הובילו בתשואות בהשוואה לקרנות דומות בשוק (על פי נתוני פראדיום ובהשוואה לנתוני חברת המחקר Prequin).



מייסון סליפר, שותף ב- The Praedium Group

כעת משיקה פראדיום את הקרן התשיעית שלה ומגייסת הון ממשקיעים ישראלים, פרטיים ומוסדיים, באמצעות פרופימקס. התשואות שתציע הקרן מבוססות על תיק נכסים מגוון מבחינה גיאוגרפית בכל רחבי ארה"ב. לרגל השקת הקרן, ראינו את מייסון סליפר, שותף בחברה ואחראי על תיק ההשקעות וניהול הנכסים שלה.

### מה מייחד את שוק המולטיפאמלי לעומת סקטורים אחרים בנדל"ן, כמו משרדים או מסחר?

"ברור כי גורמים כמו כלכלה, טכנולוגיה, דמוגרפיה ועוד ומשפיעים על סקטור הנדל"ן כולו - בין אם אלו משרדים, קמעונאות או מולטיפאמלי, אולם המרכיבים של סקטור

# דירה להשכיר

דיוויד פריזייר, מייסד חברת פארדימ (Paredim) המתמחה בהשקעות ניהול ופיתוח של מקבצי דיור להשכרה (Multifamily), מסביר בראיון על היתרונות של השקעה באפיק נדל"ן זה, על המיקוד בניו יורק וקונטיקט, ומדוע הוא סבור כי טראמפ יעשה טוב לכלכלה ולענף.

24.11.2016

**מדוע אתם מתמקדים בצפון-מזרח ארה"ב?**  
"צפון מזרח ארה"ב, שהיא אחת הכלכלות החזקות במדינה, מאופיינת ביציבות יוצאת דופן ומייצגת עוצמה וחיוניות בשניים מאפיקי הנדל"ן: מקבצי דיור להשכרה ומשרדים. קונטיקט נמצאת בין ניו יורק לבוסטון, שני האזורים החזקים ביותר כלכלית במזרח ארה"ב, ובחרנו להתמקד בקונטיקט שהיא אחד האזורים המיושבים והמפותחים ביותר בארה"ב עם אוניברסיטאות מהשורה הראשונה כמו ייל, בתי חולים ועוד. חלק מהערים בקונטיקט נמצאות במרחק נסיעה של 40 דקות ממנהטן ברכבת. אם אתה עובד בניו יורק וצריך לבחור מקום לגור זו אפשרות מצוינת. במנהטן אתה תשלם עבור דירת חדר בבניין חדש שלושת אלפים עד ארבעת אלפים דולר, או אלפיים וחמש מאות דולר לדירה בבניין ישן. לעומת זאת, בסטמפורד במחוז פיירפילד דירה כזו תעלה שבע מאות עד אלפיים דולר אבל היא תהיה בבניין עם בריכה, חדר כושר, אולם קולנוע ביתי ועוד. בנוסף אתה נהנה מעיר שפועלת 24/7 עם מרכז עירוני ובו מסעדות, קולנוע והופעות".

**איזה סוג של דיירים מתגוררים במקבצים?**  
"יש לנו דיירים מסוגים שונים, החל מעובדים חסרי השכלה, שהיו גם הבסיס הראשוני ממנו החברה צמחה. סיפקנו סביבת מגורים טובה ומשכנו אלינו דיירים רבים. כיום יש לנו דיירים ברמות שונות: בעלי הכנסה ממוצעת, עובדי צווארון לבן, מבוגרים שילדיהם עזבו את הבית ועוד. למדנו שככל שנספק סביבת מגורים שעונה על הדרישות והצרכים של מחפשי הדיור כך נוכל למשוך קהלים נוספים ולאכלס את הבניינים שלנו. חלק מהצעת הערך שלנו היא ניהול איכותי יותר, שנותן לדיירים תמורה טובה יותר לכל דולר שהם משלמים מאשר במקומות אחרים".

**מדובר בערים חזקות עם ריבוי יזמים. כיצד אתם מתמודדים עם תחרות?**  
"ראשית חשוב להבין כי היתרון שלנו באזור קונטיקט הוא שקשה מאוד לבנות בניינים חדשים בשל הקושי לקבל אישורים, לאתר מגרשים פנויים וכו'. זה יוצר מחסום משמעותי לכניסת יזמים מתחרים. לכן כאשר אנחנו קונים נכסים אנחנו יודעים בוודאות גבוהה שאף אחד לא יפתח נכסים מתחרים מעבר לפינה והדבר מונע תחרות בטווח הארוך. מאחר ואנחנו מבצעים עסקאות בכ-20 מיליון דולר בשנה, אנחנו גורם חשוב ומוכר. אנחנו מנתחים כל עסקה לעומק ומקבלים יחס מועדף מצד המוכרים: הם מרוצים כאשר אנחנו ניהלים להתמודד על

לפני למעלה מעשור סייר דיוויד פריזייר בשכונה בעיר ניו הייבן, קונטיקט בה עמדה החברה להשקיע. אל פריזייר התלווה הבנקאי מהבנק שאמור היה להלוות לחברה כסף לצורך השקעה. פריזייר הראה לבנקאי את הבניין המיועד לרכישה ושיפוץ. באותם ימים ניו הייבן הייתה מוזנחת במיוחד, אבל המיקום של הבניין היה מעולה: "הבנקאי אמר לי זו חתיכת המזבלה הכי גרועה שראיתי, אבל אני מבין את החזון שלכם. הם נתנו לנו את ההלוואה, ביצענו את הפרויקט בהצלחה ועד היום מדובר בעסק רווחי".

פארדים מביאה את החזון הזה אל השקעותיה. החברה מתמחה בסגנון השקעה אופורטוניסטי, כלומר מציאת נכסים המתומחרים לפי הערכת החברה מתחת לשווי האמיתי, ובאמצעות השבחה או מיצוב מחדש מעלה את גובה דמי השכירות ובהתאמה את התשואות על ההשקעה. החברה נוסדה בשנת 2002 ולה רקורד השבחה של יותר מ-3000 יחידות דיור בשווי הנאמד בלמעלה מ-300 מיליון דולר. היא פועלת בעיקר בניו יורק ובקונטיקט. שותפתה להשקעות היא פרופימקס ולשתי החברות קשר עסקי אמיץ בן למעלה משמונה שנים.

מאז שנת 2008 הפכו מקבצי דיור להשכרה (מולטיפמילי) בארה"ב למוקד משיכה להשקעות. מדובר באפיק נדל"ן שאינו נפוץ בישראל, ומאופיין בחברות המחזיקות במקבצי דיור להשכרה ובהם מאות דירות. החברות משכירות אותן לשוכרים פרטיים לצד שירותי ניהול שונים. בעזרת פריזייר ביקשנו להבין מדוע אפיק זה הפך לחביב המשקיעים וכיצד החברה פועלת ליישם את האסטרטגיה שלה.

## מה הופך את מקבצי הדיור להשכרה לכה אטרקטיביים בעיניכם?

"כאשר התחלנו להשקיע במקבצי דיור להשכרה, לפני למעלה מעשור, זה היה בין השאר כי המימון היה נגיש יותר להשגה. בנוסף, השקעה בסקטור נדל"ן זה משמשת גם כגידור בפני אינפלציה שכן אנחנו מעדכנים את מחיר השכירות מדי שנה בהתאם למצב השוק. להשכרה תמיד יהיה ביקוש כי אחרי הכל כולם צריכים מקום לגור, אבל לא כולם יכולים לקנות בית. אנחנו רואים שאחוז הבעלות של בתים בארה"ב נמצא בירידה, לאחר שהגיע לשיאו בתקופת ממשל בוש והדבר מעיד על הביקוש לדיור להשכרה. ההשקעה באזור זה יוצרת הגנה יוצאת דופן מפני ירידות ערך בזמנים של סביבה כלכלית חלשה, עם פוטנציאל לעליות ערך מתונות, וכאמור האסטרטגיה שלנו מאפשרת להשיג עליית ערך גבוהה יותר באמצעות יצירת ערך".

## יתרון הניסיון והתגובה המהירה

כשאני שואל את מייסון מה היתרונות של ההשקעה בקרן אל מול השקעות יחידות הוא עונה בלהט: "היום אין כמעט הזדמנויות שהן 'off market'. התחרות גרמה לכך שהשוקים הם מאוד אפקטיביים ולכן שמגיעים לתהליך המכרז, למנהלי השקעות כמונו, שמאחוריהם לא רק 25 שנות ניסיון אלא גם היכולות לסגור את העסקה ללא הצורך לגייס את הכסף, יש יתרון עצום שמתבטא בקדימות בתהליך המכירה ולעיתים במחירים נמוכים יותר. ניסיון ויכולות אלה, הופכים את ההשקעה לאטרקטיבית יותר".

"היתרון הזה מצטרף למאפיינים נוספים של השקעה בקרן, אומר אסף רוזנהיים מנהל ההשקעות של פרופימקס. "קודם כל, הפיזור. השקעה בקרן מאפשרת למשקיע לפזר את ההשקעות שלו באזורים גיאוגרפים שונים ובנכסים שונים. לנסות להגיע לאותה רמת פיזור על ידי השקעה בהשקעות יחידות זה לא רק כמעט בלתי אפשרי, אלא גם מאוד יקר ולא אפקטיבי. בנוסף, המנהלים הטובים ביותר בתחום ההשקעות כמעט תמיד עובדים בקרנות, כיוון שהם רוצים לנהל תיקי השקעות גדולים עבור משקיעים מוסדיים. למנהלי הקרנות יש גם יתרון עצום בניהול הנכס בצורה אפקטיבית, לדוגמא במקרה של פראדיום, המנהלים בוחרים מנהלי נכסים מקומיים, אבל הם עצמם מנהלי ההשקעה, מה שגם הופך את העלות לנמוכה יותר. לבסוף, למנהלי קרן כמו פראדיום יש גישה לגופים פיננסיים אשר מאפשרים להם לקבל מימון מאוד אטרקטיבי. אומנם בסביבת הריבית של היום זה אולי מרגיש פחות חשוב, אבל בראייה רחוקת טווח, זה קריטי".

על ביקורו בישראל אומר מייסון: "זוהי הפעם השלישית שלי כאן. אני נהנה מאוד לפגוש את מנהלי ההשקעות בישראל, שהם ברמה גבוהה מאוד ומנהלים סכומי כסף גדולים עבור המשקיעים, המבוססים והפנסיונרים שלהם. ישראל ידועה כמתקדמת מאוד בתחום הטכנולוגיה, אבל לנו יצא להכיר גם את התעשייה הפיננסית של ישראל. אני חש באופי התוסס של הישראלים גם בפגישות עם מנהלי ההשקעות והמשקיעים עצמם, וגם ברחוב. ישבתי במסעדה בנמל תל-אביב באחד הלילות וראיתי המון אנשים צעירים ויפים, משפחות עם ילדים, וזו הרגשה של משהו מאוד חי. לכן לא מפתיע אותי שאתם כל-כך מתקדמים, ואנחנו גאים להיות חלק מההצלחה שלכם ומקווים להמשיך בכך בעתיד".



"אני ממליץ למשקיעים לבחון היטב את התוכנית העסקית, ולבדוק לא רק את התשואות, אלא גם את הסיכון"

"לא פחות חשוב מכך היא בחינה של סוג הנכס. במקרה של מיתון או האטה כלכלית, הראשונים שייפגעו יהיו בעלי הבתים של המבנים להשכרה ברמה נמוכה יותר, Class B & C. דיירים שגרים במבנים האלו לא יוכלו לעמוד בשכירויות. אנחנו רואים מנהלים אחרים שמציעים תשואות מאוד גבוהות על השקעה בנכסי מולטיפאמלי, אבל ברע שבוחנים את התוכנית העסקית אנו רואים שהמינוף הוא גבוה מידי והנכסים ברמה נמוכה. אין מקום להשוואה בין הנכסים שאנו קונים, שהם בניינים חדשים ברמה גבוהה, לבין אסטרטגיית השקעות עם מינוף גבוה ונכסים ברמה נמוכה - המשקפת השקעות ברמת סיכון גבוהה עד גבוהה מאוד הנובעת מהמינוף הגבוה, המיקום הבעייתי שלא מספק נזילות והסיכון שבקושי לגבות שכר-דירה גבוה. אני ממליץ למשקיעים לבחון היטב את התוכנית העסקית, ולבדוק לא רק את התשואות, אלא גם את הסיכון".

## מה לגבי שינויים בשערי הריבית?

"אכן עליית ריבית תייקר את המימון ותוריד את התשואה בעת מכירת הנכס. אולם, אותה עליית ריבית תנבע, בדרך כלל, מהתחזקות הכלכלה וזה סימן טוב כי הדבר יאפשר להעלות את שכר הדירה. לעומת זאת ירידה בשיעורי הריבית תוזיל את מרכיב ההלוואה".

## לסיום, על רקע ההזדמנויות והסיכונים שתוארו,

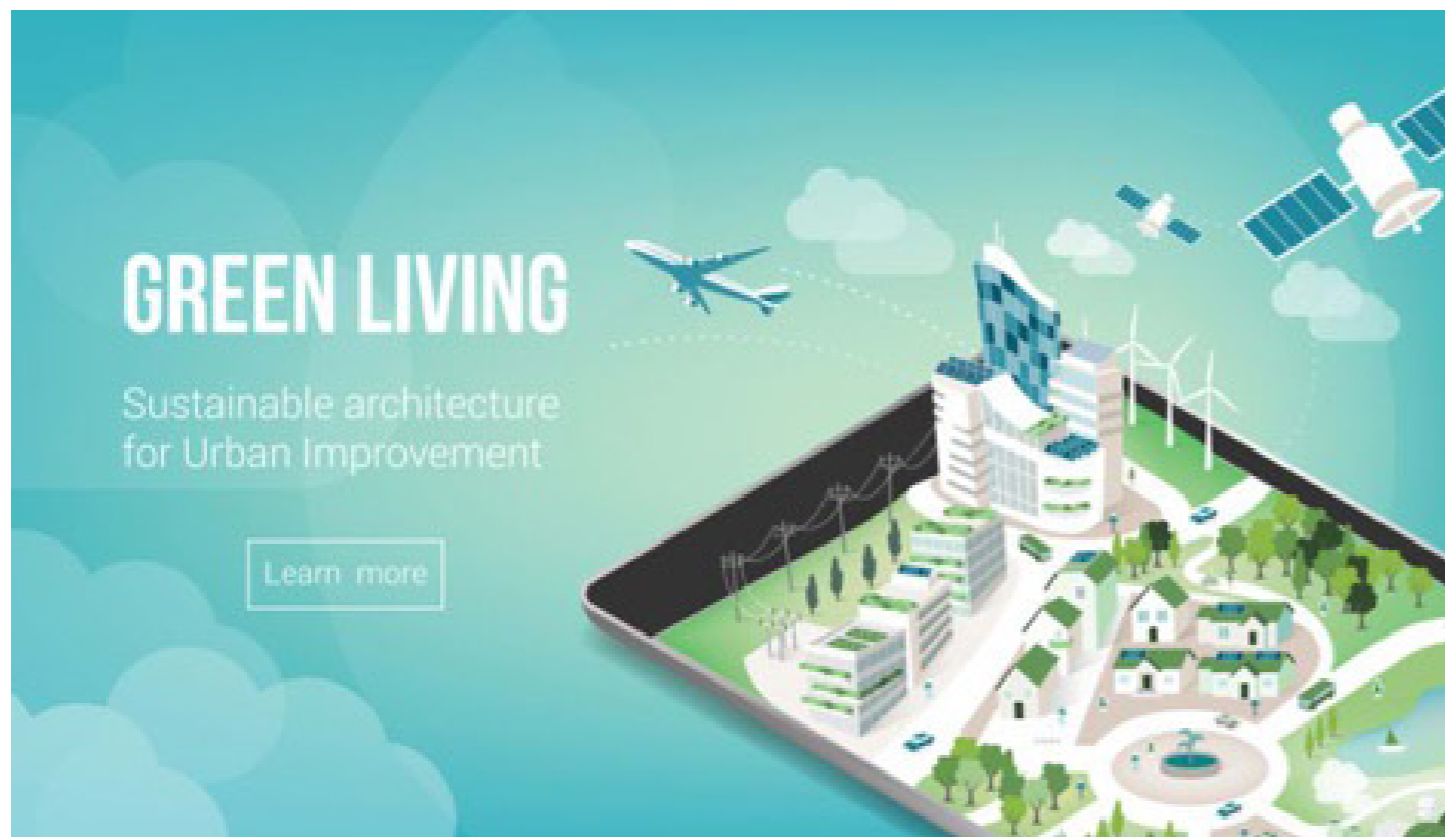
### כיצד נראה מבנה השקעה אופייני?

"אנחנו בונים השקעה כך שלפחות מחצית מהתשואה הצפויה מגיעה מתזרים המזומנים השוטף. בתיק הנכסים שלנו הצלחנו לייצר תזרים מזומנים כמעט דו-ספרתי על ההשקעה, והדבר עדיף על כל השקעה אחרת החל מאג"ח, קרנות ריש ועוד. אם אתה קונה מולטיפאמלי עם החזר השקעה צפוי, נניח של 5 אחוז בשנה ו-8% לאחר מינוף שמרני, אתה נהנה מהתשואה באופן שוטף, מקבל את הכסף ויכול לצמצם את הסיכון. לעומת זאת בקניית משרדים עם תשואה סופית דומה, אתה יכול לקוות לקבל את התשואה הזו רק כאשר אתה מוכר את הנכס כלומר בסוף התקופה ורק אם הוא נהנה מעליית ערך. זאת מאחר ובמהלך אחזקת הנכס קיימות הוצאות רבות הנובעות מבקשות וצרכים של השוכרים ועלות התחזוקה שחוקת את התזרים".

# Taurus בונה בטקסס בתים חסכוניים באנרגיה - בסיוע Google & Bosch

אלפי בתים חסכוניים באנרגיה ייבנו בשנה הקרובה במיזם ייחודי באוסטין, טקסס תוך שילוב טכנולוגיות גיאותרמיות ומערכות Nest. לא רק לעשירים

22.5.2017



בפרויקט סך הכול 7,500 בתים פרטיים ומקבצי דיור להשכרה (Multifamily), שכולם ייבנו כבתים בני-קיימא, כלומר בחישוב שנתי לא יצרכו אנרגיה ממקורות חיצוניים ויהיו מאוזנים לחלוטין מבחינת פליטת פחמן דו חמצני. כל בית בפרויקט יקבל אישור רשמי על היותו בית מאופס אנרגטית, ובכך למעשה תקים החברה את אחת הקהילות הראשונות בארה"ב שתקבל אישור זה בצורה גורפת. כך מדווח עיתון Green Builder האמריקאי במהדורת ספטמבר-אוקטובר.

לא ניתן להשיג יעד זה ללא שימוש בטכנולוגיה המתקדמת ביותר. אחת מהן היא מערכת גיאותרמית מתוצרת חברת בוש, שתותקן בכל בית. מערכות גיאותרמיות מזרימות מים לאדמה, ונעזרות בחום הקבוע (והנמוך) של האדמה כדי לשמור את הטמפרטורה בבתים קבועה, וזאת ללא בזבז אנרגיה. עבור הצרכנים חסכוני יותר לקרר או לחמם את הבית כאשר הטמפרטורה הבסיסית שלו קרובה לטמפרטורה בה אנו מרגישים נוח. בנוסף הוא שהמערכת מייטרת את הצורך בהתקנת מנועי מזגנים רועשים על הגג.

בתי 'מאופסי אנרגיה' שבחישוב שנתי מייצרים את אותה כמות אנרגיה שהם צורכים, נחשבים לתחביב של עשירים, כאלו שיכולים לרכוש את הרכב החשמלי והיקר טסלה. כדי לעמוד ביעד שאפתי שכזה יש לתכנן בקפידה את הבית כך שמצד אחד ייצר די חשמל ממקור עצמי, באמצעות פאנלים סולאריים, ומצד שני יצרו אנרגיה מעטה ככל האפשר. בתים חסכוניים כאלו גם נחשבים לנעימים ובריאים למגורים שכן הם שומרים על טמפרטורה קבועה בבית ומייתרים, בהתאם לעונות השנה, את השימוש במזגנים מרעישים או תנורים מעודדי זיהום. הסתירה היא שכדי לגור בבית חסכוני צריך להיות עשיר.

ב-Taurus מאמינים כי הצליחו לשנות מציאות זו ולהנגיש את הבתים גם למעמד הביניים. ב-Whisper Valley, לא הרחק מאוסטין, טקסס, יימסרו בעוד מספר חודשים 237 הבתים הראשונים בפרויקט ענק שמקימה יזמית הנדל"ן טאורוס (Taurus Investment Holdings) בשיתוף עם פרופימקס הישראלית. לצד מאות אלפי מ"ר של שטחים מסחריים ייבנו

"לעומת זאת אם יותר אמריקאים יקנו בתים, על חשבון שכירת דירות, זה יפגע כמובן במקבצי הדיור להשכרה. כך היה בתקופת ממשל בוש. אז היו תמריצים לרכוש בתים, וההלוואות שהיו זולות מאוד סובסדו על ידי הממשל והותאמו לממן בעלות על בתים והתוצאה של זה הייתה גרועה והביאה לרכישת בתים על ידי אנשים שלא יכלו לעמוד בתשלומים. אני לא רואה בזה גורם סיכון כי אני לא חושב שזה יקרה שוב, במיוחד לאור העלייה הצפויה בריביות בעקבות האינפלציה.

"מקבצי דיור להשכרה נהנו מרמת ההחזר על ההשקעה הגבוהים בתחום, כי בניגוד להשקעה במבני תעשייה האפיק שנמצא במקום השני מבחינת התשואות - מקבצי דיור להשכרה, שהם מעין מלאי הכרחי. הביקוש למבני משרדים מיושנים מהזן הקלאסי, נמצא בירידה כי אנשים עוברים לעבוד מהבית במקום מהמשרד, חולקים משרד או משתמשים במשרדים וירטואליים. בענף הנדל"ן לקמעונאות יש קושי כי הקמעונאות המסורתית מתחרה במסחר אלקטרוני והחנויות והקניונים צרכים להמציא את עצמם מחדש. אי אפשר לגור באינטרנט. אפשר לשכור דירה באינטרנט, ובסופו של יום אנשים זקוקים לדירה אמיתית. זו הסיבה שמקבצי דירות להשכרה ימשיכו להיות אטרקטיביים כל כך".

עסקה, גם אם ההצעה שלנו לא הכי גבוהה, שכן המשמעות היא שהוודאות שהעסקה תיסגר גבוהה יותר. אנחנו שמחים שיש מתחרים נוספים על עסקה כי יש בכך איתנות עבורנו שהשוק רואה בעסקה אטרקטיבית, וההערכות שלנו מקבלות חיזוק".

## כיצד תוצאות הבחירות בארה"ב יכולות להשפיע על השוק?

"זו שאלה חשובה שמטרידה את כולם. אני מצפה, וגם לפי מה שראיתי בשווקים ובשיח שהתפתח מאז הבחירות, שטראמפ הנשיא הנבחר הוא לא אותו האיש מהקמפיין של טראמפ המועמד. אנחנו מצפים שהוא יהיה טוב לכלכלה, כי הוא בעד צמיחת הכלכלה. צריך לזכור שטראמפ הוא ביסודו יזם שיוודע להציב חזון. אני עוד זוכר כיצד בשנות השבעים מערב ניו יורק היה מזבלה, וטראמפ כיזם השקיע בשטח של כמה עשרות דונמים, פיתח אותו, וכיום האזור פורח. יזמים צריכים דמיון, והאומץ והכסף לעשות.

"אנו מניחים כי הוא יספק יותר נגישות לאשראי למעמד הבינוני והגבוה, שיתורגם ליכולת לעבור לדירות טובות יותר אם כי בסך הכל אחוז הבעלות על בתים יישאר נמוך, במיוחד אם יתממשו הציפיות לאינפלציה שתייקר את הריבית ואת עלות רכישת הבתים. זו תהיה סיבה נוספת להשקיע במקבצי דיור להשכרה כי הם מספקים גידור בפני אינפלציה - אנחנו פשוט מצמידים את מחירי החוזים למחיר השוק כל שנה. כאשר האינפלציה תרים ראש, אנחנו נוכל להעלות את מחירי השכירות.



# 5 תובנות על הקשר בין תשואה לנדילות

מי שמגלה סבלנות בהשקעותיו, מתוגמל בפרמיה גבוהה יותר בצורה משמעותית. תמצתנו עבורכם 5 תובנות על הקשר בין תשואה לנדילות שכדאי למשקיעים אמידיים להכיר.

6.9.2016



כדי למקסם את היתרון של השקעה בנדל"ן בהפחתת סיכון ובמקסום תשואה, יש לוודא הקצאה נכונה של תיק הנכסים" Dreamstime

לנכדים? רכשו יצירות אומנות, והמליצו גם לנכדים לגלות סבלנות.

גיוון התיק מגדיל את התשואה, מקטין את הסיכון ואת התנודתיות שלו, אבל גם מצמצם את הנדילות שלו. האם זה רע? לא בהכרח. בעזרת מחלקת המחקר של פרופימקס תמצתנו כמה מהעקרונות והתפישות המאפיינים את הקשר בין תשואה לנדילות. המלצות אלו מיועדות למשקיעים אמידיים אולם גם משקיעים פחות אמידיים צריכים לאמץ כמה מהכללים בבואם לבנות תיק השקעות מגוון יותר.

## ככל שהנדילות נמוכה יותר - כך התשואה גבוהה יותר

ככל שטווח ההשקעה ארוך יותר (או שההשקעה פחות נזילה) כך אפשר לקבל תשואה גבוהה יותר - זאת הפרמיה על אי הנדילות. דיויד סוונסון, מנהל ההשקעות הראשי של אוניברסיטת ייל משנת 1985 ואחד המשקיעים המוערכים בעולם, הבין כבר לפני עשרות שנים שההתעקשות על נדילות בתיק ההשקעות היא בלתי רצויה שכן בהתעקשות על נדילות משלם המשקיע מחיר כבד המתבטא בתשואה נמוכה יותר.

**ה**עולם כיום הוא חסר סבלנות, תזזיתי וסובל מאי וודאות פוליטית רבה לכן, גובר הצורך בתכנון השקעות חכם וצופה פני עתיד. הכלכלן הארי מרקוביץ זכה בפרס נובל עבור מחקריו שעסקו בשאלה כיצד ניתן ליצור תיק השקעות יעיל והראה כי ניתן לעשות זאת באמצעות תיק השקעות מגוון שבו בוחנים את התשואה, הסיכון ואת הקורלציה בין מרכיבי ההשקעה השונים בתיק. ככלל, תיק השקעות מגוון כולל מזומן, השקעות בשוק ההון (השקעה נזילה) והשקעות בנדל"ן (השקעה לא נזילה/לא סחירה), אבל גם יכול לכלול אפיקים נוספים שמשך הזמן שלהם נע בין הטווח המידי ועד חצי מאה ולמעלה מכך.

מה נחשב השקעה לטווח ארוך יותר ומה פחות? ובכן, השקעה במזומן היא האפיק המידי ביותר. טווח הזמן של מניות נמדד בימים. קרנות השקעה פרטיות ונדל"ן נחשבים לטווח בינוני: הם נמדדים בתקופות של שלוש עד חמש שנים, ואילו השקעות נדל"ן של גופים מוסדיים, נעות סביב 8-11 שנים. רוצים השקעות לתקופות של 50-60 שנה? השקיעו בתשתיות. רוצים להשקיע לתקופות ארוכות עוד יותר, ולהבטיח תשואה

תנאי להצלחה היה קביעת תג מחיר סביר עבור קהל הרוכשי הבתים, במיוחד זוגות צעירים. לצורך כך טאורוס פיתחה גישה ייחודית שמאפשרת הנגשת המערכות השונות לקבלנים, כדי שהתקנתן לא תייקר את הבנייה. כך למשל, תכננה טאורוס מערכת אספקת אנרגיה תרמית מרכזית, במקום מערכת נפרדת לכל בית: "במקום לבקש מחברת הבנייה להתקין כל מערכת בנפרד, יצרנו שדה גיאותרמי משותף שמשרת את כלל התושבים בצורה יעילה יותר", מצוטט בכתבה דאגלס גילילינד, נשיא טאורוס טקסס. המשמעות היא שכל בית יכול משאבת חום, מערכת חימום מים והתקנים מתאימים למטבח. לכל הבתים מערכת פוטו-וולטאית על הגג או הכנה להתקנה של פאנלים שיאפשרו ליהנות מהתמריץ הכלכלי המשמעותי הקיים להתקנת מערכת כזו.



## בתים חכמים בעזרת גוגל

פנימי נוח לדיירים. מגמה זו מובלת על ידי צרכנים המודאגים מהשפעתם האישית על התחממות כדור הארץ, כמו גם מהשפעת בתיהם, ומקבלת רוח גבית מהיזמים ומהיצרנים שפועלים להציע חומרים ודרכי התקנה טובים וחסכוניים יותר. אלו מגובים במדיניות ממשלתית המעודדת את התעשייה כולה לאמץ קודי בנייה מחמירים יותר.

הפרויקט של טאורוס מאפשר להפנים כי ניתן וכדאי להפוך את המערכות השונות לזולות ונגישות יותר גם לרוכשי הבתים הממוצע כבר כיום. המשמעות היא שבתים בעלי ביצועים חסכוניים באנרגיה שנחשבו עד כה לחיזיון נדיר יהפכו נפוצים בהרבה.

כחלק מהרצון לספק את מכלול הצרכים הטכנולוגיים של הדיירים, כל הבתים יחוברו לאינטרנט מהיר ביותר באמצעות רשת הסיבים של גוגל, המספקים קצב הורדה או העלאה של 1 ג'יגה לשנייה. בנוסף, התאורה, החימום וצריכת החשמל לתאורה בבתים אלו ינוהלו בצורה קפדנית בעזרת טכנולוגיה של חברת Nest, אותה רכשה גוגל, המתמחה בטכנולוגיית 'בית חכם'. היא תסייע לדיירים לחסוך בחשמל ואף תתריע על התפשטות עשן וגז בישול.

סך הכול ייהנו הדיירים מבתים התומכים בסגנון חיים בריא יותר ופולטים פחות פחמן דו חמצני ביום יום. בנוסף מתכננת טאורוס מאות דונמים של אזורים פתוחים לרווחת התושבים הכוללים שבילים ופארקים, גן אורגני, לרבות פיתוחים שיאפשרו השבת מים להשקיה.

תג המחיר של הבתים, כ- 200 אלף דולרים, והחיסכון האנרגטי האישי והסביבתי שהם יספקו צפויים לסמן את הדרך לעתיד הבנייה בארה"ב כולה. הטכנולוגיה בה נעשה שימוש צפויה להחליף בהדרגה את סגנון הבנייה הקיים כך שבתים ייבנו במעטפת חסכונית יותר באנרגיה, תוך שילוב מוצרים ומערכות לחיסכון בחשמל ובמים שיוצרים אקלים



תיק ההשקעות של ייל מאופיין בהקצאה משמעותית מהתיק הכולל בהשקעות בקרנות השקעה פרטיות (Private Equity), לאורך שנים ארוכות. זה השתלם: התשואה השנתית הממוצעת של אוניברסיטת ייל לתיק ההשקעות הכולל למשך 20 שנה היא קרוב ל-14%.

מדוע זה קורה? אחת הסיבות היא ששווקים בלתי נזילים מאופיינים בחוסר יעילות היוצר תמחור לקוי אשר זיהוי שלו עשוי להניב תשואות גבוהות ביחס לשווקים הנזילים. חשוב לזכור כי גם השקעות בלתי נזילות כגון נדל"ן, טומנות בחובן אלמנטים מסוימים של נזילות לאורך חיי ההשקעה, כגון חלוקות תזרים בגין דמי שכירות וחלוקות בגין מימושים. (במהלך חיי קרן).



“ככל ששווה ההשקעה ארוך יותר כך אפשר לקבל תשואה גבוהה יותר”  
Dreamstime

### הכל עניין של קורלציה

בעיתונות הכלכלית ובפרסומים של גופי השקעה שונים מרבים לעסוק בשיעור התשואה הצפוי או הרצוי בתיק ההשקעות. רק חלק מהם עוסקים או מסוגלים להסביר מהו הסיכון שיש לקחת כדי להשיג תשואה זו. רק לעתים רחוקות רואים בחינה של המרכיב השלישי בבניית תיק השקעות יעיל: המיתאם (קורלציה) בין סוג השקעה אחד למשנהו, כמו למשל השקעה בנכסים אלטרנטיביים כנדל"ן אל מול השקעה סחירה כמו מניות בשוק ההון. מיתאם נמוך משמעותו הורדת הסיכון הכולל של תיק ההשקעות.

פיזור תיק ההשקעות באפיקים הסחירים, בין מניות ואגח שונים ובמדינות שונות, אינו יעיל עוד כפי שהיה בעבר. בעולם גלובלי, בו מגמות גובה הריבית ותנודות כלכליות של מדינות משפיעות במהירות על מדינות אחרות, אפקט הפיזור מצטמצם מאוד ואף נמחק. אפקט הפיזור להפחתת סיכון ממשיך להתקיים באופן יעיל כל עוד המיתאם בין הנכסים בתיק ההשקעות הוא נמוך, מה שקיים, למשל, בין נכסי נדל"ן באחזקה פרטית לשוק ההון.

ולכן מי שרוצה להגן על תיק ההשקעות מסיכונים שוק ההון, צריך להקצות חלק ממנו לאפיק בעל מיתאם נמוך אליו למשל נדל"ן אך לא נדל"ן סחיר בשוק ההון (כולל קרנות ריט). בהוספת נדל"ן לתיק ההשקעות, ניתן להניב תשואה גבוהה יותר באותה רמת סיכון, או אם תרצו - להניב את אותה רמת תשואה בסיכון נמוך יותר.

מי שרוצה להפחית את הסיכון עוד יותר, יעשה זאת באמצעות פיזור ההשקעה באפיקי השקעה שונים ובעלי מיתאם נמוך לשוק ההון. אם למשל תרכשו עוד ועוד דירות בעיר מסוימת, אומנם כל עסקה יחידה היא בעלת מיתאם נמוך לשוק ההון, אולם כל דירה נוספת תקטין רק במעט את סיכון השוק המסוים (למשל עקב ירידת מחירי שכירות או שינוי רגולציה). לעומת זאת אם כל עסקה שתוסיפו תהיה בסקטור נדלני אחר (למשל בלוגיסטיקה או משרדים), במדינה אחרת ועם שותף או מנהל אחר, המיתאם בין העסקאות השונות יירד לאפס ואף מתחת לו, ואיתו הסיכון. כמובן שלמשקיע בודד קשה לפזר בצורה זו את השקעותיו ולכן הפתרון הוא השקעה באמצעות קרן השקעה פרטית (Private Equity Fund).



“פיזור תיק ההשקעות באפיקים הסחירים, בין מניות ואגח שונים ובמדינות שונות, אינו יעיל עוד כפי שהיה בעבר”  
Dreamstime

### השקעה בחברות נדל"ן וב'ריטים' (קרנות השקעה סחירות ונזילות בנדל"ן), אינן תחליף להשקעה ישירה בנדל"ן

סף הכניסה הנמוך להשקעה במניות ואגרות חוב של חברות נדל"ן או בקרנות ריט, יוצר אשליה כי ניתן בצורה זו ליהנות מכל העולמות: גם להשקיע בנדל"ן וגם ליהנות מנזילות. זה לא מדויק: להשקעות אלו מיתאם גבוה לשוקי ההון ותנודתיות גבוהה יחסית. הערך של האחזקה לא נקבע על ידי הערך של הנכס אלא על ידי הערך של המכשיר הפיננסי שמושפע משוק ההון ומתגובות של המוני המשקיעים. למעשה רק החזקה ארוכה מאוד במוצרים אלו תדמה השקעה בנדל"ן לא סחיר. לכן משקיע מתוחכם יעדיף להשקיע בנכס לא נזיל לטווח ארוך, באמצעות קרן השקעה, וליהנות מהפרמיה המאפיינת סוג השקעות זה.

### במשבר כלכלי גם השקעות נזילות הופכות ללא נזילות

מוצרים פיננסיים רבים נחשבים נזילים עד שמגיע משבר כלכלי והמשקיעים מגלים כי יש קושי למנהלי הקרן או הנכסים למצוא להם קונים (כלומר, להנזילם). במקרים רבים מנהלי נכסים שאמורים להיות נזילים יחסית למשל מנהלי קרנות ריטים נאלצים למכור נכסים טובים במחירים נמוכים ביחס לשוויים כדי לאפשר למשקיעים לקבל את כספם (גם אם בהפסד). מקרים אלו הם ההזדמנויות של משקיעים מתוחכמים כמו קרנות השקעה פרטיות שמנצלים את ההזדמנות וקונים נכסים

יקרים בזול. לקרנות אלו מנהלים שנהנים מניסיון, חופש פעולה ואורך נשימה ולכן הם יכולים לפעול ולהשיג תשואה גבוהה למשקיעים. הרי כבר אמרנו כי הסבלנות משתלמת.

### גם בנדל"ן חייבים לפזר

כדי למקסם את היתרון של השקעה בנדל"ן בהפחתת סיכון ובמקסום תשואה, יש לוודא הקצאה נכונה של תיק הנכסים. פיזור כזה כולל פיזור בין אזורים גיאוגרפיים שונים, מגזרי נדל"ן שונים, מנהלים שונים, אסטרטגיות שונות ועוד. קרנות ההשקעה 'סירקל וואן' (Circle One) של פרופימקס, הפונות למשקיעים כשירים, כלומרמשקיעים שעומדים בדרישות רשות ניירות ערך להיות בעלי הון עצמי ניכר, מיישמות את עיקרון הפיזור ומאפשרות גיוון מצויין. בין ההשקעות של הקרנות הקודמות של פרופימקס ניתן למנות רכישת בנייני משרדים, מרכזים

קמעונאים (ריטייל), לוגיסטיקה, מקבצי דיור להשכרה ופיתוח - באירופה ובארה"ב.

“המילה 'המתנה' מכילה בתוכה 'מתנה'. 'תמתין והזמן יעניק לך מתנה', מצטט עמית סגל, אנליסט בפרופימקס, פתגם ברסלבי. “חשוב לנו, בפרופימקס, לשלב המתנה, עם גישה פרואקטיבית. אנחנו בוחנים את אי הנזילות בעיניים פקוחות, היא לא מפתיעה אותנו ולכן גם לא מפחידה אותנו. אנחנו משלבים בחינה פרטנית ומדוקדקת של כל אחד מהמנהלים איתם אנו משקיעים, עם בחינה של כל עסקה וניהול נכסים פעיל שמתחיל מיד לאחר ההשקעה. פעולות אלו יחד עם מחקר שוק שוטף, נותנים למשקיעים שלנו את האמונה שהמתנה שלהם אכן תשיא מתנה.”

# להפשיט עסקת נדל"ן עד השלד

**איציק גדרון, יו"ר וועדת השקעות של פרופימקס, בית השקעות המתמחה בנדל"ן בחו"ל, מסביר כיצד לבחור שותף להשקעה, מה כולל ניתוח יסודי של השקעה וכיצד לחשוף את פניה האמיתיים של עסקה, ללא איפור פיננסי**

23.11.2014

המשבר הכלכלי שהתפתח עם התפוצצות בועת הנדל"ן והפיננסים של שנת 2008, הותיר צריבות קשות בכלכלה העולמית ובמיוחד בקרב אלו שהיו מעורבים בשתי תעשיות ענק אלו. חברות רבות נמחקו כתוצאה מהזעזוע שהדיו הורגשו בכל העולם אבל מי ששרד אותו וגם הפיק ממנו לקחים, יצא מחוזק וערוך יותר למשבר הבא, כשיבוא.

בפרופימקס, בית ההשקעות שייסד אלחנן רוזנהיים, הפועלת בתחום ההשקעות בנדל"ן בחו"ל כבר 17 שנה, הצליחו לרתום את המשבר להפקת לקחים. בניגוד לחברות השקעות שנסגרו במשבר, או חברות אחרות שנפתחו אחריו, פרופימקס המשיכה להיות פעילה באופן רציף, עם אותות זעזוע הניכרים היטב בגרף התשואה שהם מייצרים עבור לקוחותיהם האמידים. גם כאן, בניגוד לחברות אחרות, לא מנסים ליפות את המציאות ומדברים על כישלונות ומבצעי הצלה של נכסים באותו להט בו מציגים את ההצלחה יוצאת הדופן שלהם בהשקעות רבות.

מי שמכיר את פרופימקס משנת 2002, תחילה כמשקיע ובהמשך כיו"ר וועדת ההשקעות של החברה, הוא איציק גדרון, לו ניסיון של עשרות שנים בעמדות ניהוליות בחברות פרטיות וציבוריות. הוא עוסק בנדל"ן משנות השמונים, כאשר במסגרת תפקידו הראשון ברפאל כיהן כסגן מנהל מחלקת בינוי ותשתית. לאחר כשמונה שנים ברפאל, הצטרף בשנת 1994 לקבוצת יצחק תשובה, אשר באותם הימים של לפני ההשתלטות על חברת דלק הייתה ממוקדת בענף הנדל"ן והחלה לעשות את צעדיה הראשונים בהשקעות נדל"ן בחו"ל. ב-17 שנותיו בקבוצה מילא שורת תפקידים בזרוע הנדל"ן הציבורית של קבוצת תשובה, חברת דלק נדל"ן ובחברת הבת DGRE שהתמחתה בהשקעות נדל"ן בחו"ל. לצד פעילות זו, עסק איציק גדרון בנוסף, במתן יעוץ עסקי לחברות תוך התמחות בביצוע הערכות שווי והערכות ונזק כלכליות ושימש לא אחת כעד מומחה בבתי משפט שדנו בסוגיות אלו. גם הפן האקדמי לא נפקד מסדר היום שלו - גדרון משמש שנים רבות כמרצה במוסדות אקדמיים. לאיציק גדרון תואר ראשון ושני בהנדסה תעשייה וניהול מהטכניון.



איציק גדרון: "הרבה מנהלי השקעות יודעים להשקיע רק את כספם של אחרים, אבל לא את כספם האישי"

"בכל עסקה השותף שלנו בחו"ל מנהל ישירות את העסקה או מצרף מנהל בעל מוניטין שעומד בקריטריונים שלנו. כמעט תמיד אנחנו גם דורשים מהשותף להשקיע מכספם, כיוון שלדעתנו הדבר יוצר זהות אינטרסים בין כל השותפים בעסקה. גם עיקר התגמול של השותף המנהל ופרופימקס יהיה תמיד בסוף חיי העסקה ומותנה בהחזר קרן ההשקעה ותשואה מועדפת שנקבעה מראש. דבר זה נותן תמריץ לשותף להביא את מקסימום התוצאות.

"עקרון נוסף הוא הצטרפות שלנו להשקעות בחו"ל שמבצעות חברות וקרנות ענק כגון חברת הביטוח 'מטליף'. לחברות אלו יש מחלקות מחקר גדולות, קרבה לשוק והכרות עם השותף שדרכו גם אנחנו מגיעים, כך שהמשקיעים שלנו, שהשקיעו כל אחד רק מאה אלף דולר, מוצאים עצמם משקיעים לצד חברות ענק שהשקיעו 90 אחוז מהאקוויטי (לעיתים עשרות מליוני דולרים). הנגישות של השותף לעסקאות עם שותפים כאלה נותנת איתות שמדובר בעסקה איכותית".

"עקרון חשוב נוסף מבחינתנו הוא עקרון המוכר בשם ה-"no cherry picking", כלומר השותף שלנו מחויב להביא לנו כל עסקה שהחליט לבצע בלי לסנן עסקאות. אצלנו אין מצב שהמנהל המקומי יעשה את עסקאות הטובות לבד ולטובות פחות יכניס את הישראליים".

## מה התפקיד של וועדת ההשקעות?

"התפקיד של וועדת ההשקעות הוא לבדוק האם יש הלימה בין הביצועים או התשואה הצפויה של העסקה לסיכון הגלום בה, זה המבחן האמיתי. אם אין הלימה חוזרים לשותף כדי לנסות לבנות את העסקה אחרת, או לשנות את מבנה העמלות או לשנות את חבילת המימון של העסקה.

## כיצד היא פועלת?

"עוד לפני שעסקה מגיעה לוועדה צוות מצומצם בהובלתו, מעבד את המידע הרלוונטי ואנו מקבלים החלטה ראשונית האם לדחות או להעביר את העסקה לוועדת ההשקעות. העיבוד כולל בדיקה נטו של הנכס עצמו: בהתאם לסוג הנכס אנחנו בודקים רשימה של פרמטרים שקשורים לסביבת המיקרו של הנכס כגון זהות השוכרים, מערך ההכנסות וההוצאות של הנכס ועוד. מערך שני של בדיקות עוסק בסביבת המאקרו: אילו עסקאות וכמה בוצעו בסביבה, מחירי קניה או שכירות וכד'. אנו מבקשים לקבל מהשותפים פרטים על עסקאות מקומיות שניתנות להשוואה בפרמטרים דומים".

"חשוב לנו להשוות את נתוני הנכס לנתוני הסביבה העסקית המקומית, אבל בעירבון מוגבל - כיוון שלעתים אין הלימה בין מחיר הנכס למחירים בסביבה. במקרה כזה דווקא ייתכן שמדובר ב'מציאה': אולי מדובר בנכס שנמצא בכינוס נכסים ולכן המחיר אטרקטיבי, אולי זה נכס שמנוהל גרוע ומבריח דיירים כך שהמשכיר נאלץ להוריד שכר דירה, או שיש בו אחוז שטחים ריקים גבוה ביחס למקובל באזור. במקרה כזה הנכס מהווה הזדמנות להשבחה ושיפור התזרים התפעולי באמצעות החלפה בניהול יעיל, כזה שימשוך דיירים ויאפשר להעלות את תעריפי השכירות. אנו מנסים גם להבין מדוע הנכס נמכר בזול, תוהים על קנקנו של המוכר. אתן דוגמה מהימים האחרונים:

שותף שלנו זיהה עסקה לרכישת תיק השקעות ובו 14 בניינים בעיר אטלנטה, כיום בבעלות ענקית הנדל"ן בלקסטון. הבניינים המשמשים לתעשייה קלה ולוגיסטיקה, אולם הקרן שמחזיקה בהם החליטה להנפיק נכסים מקלאס A, בעוד שנכסים אלו הם מקלאס B. בדיקה העלתה שהקרן פשוט בחרה אסטרטגית שלא להתמקד בנכסים הללו וכתוצאה מכך אחוזי התפוסה בהם נמוכים. זו כמובן הזדמנות עבורנו".

"במקביל למודל העסקי שבונה השותף שלנו בחו"ל, אני בונה לכל עסקה מודל לפי העקרונות שלנו, וזאת כדי לחוש את המספרים בעצמי ולא להסתמך רק על המודלים של השותף. אני קורא לזה להוריד את "המסיכה" מהעסקה. כחלק מהמודל אני 'מפשיט' את העסקה מאלמנט המינוף והעמלות שכרוכות בעסקה, ושואל איך תיראה העסקה בעיני משקיע מקומי שחי בשוק ויש לו הון עצמי מספיק לממן את כל העסקה ולא משלם עמלות. התוצאה היא הבנה של עסקת הנדל"ן נטו. בשלב שני אני לוקח את העסקה וממנף אותה, ומסתכל על הביצועים. בשלב השלישי אני מוסיף את העמלות.

"להשלמת התמונה, אנחנו גם מסתכלים מה יקרה בתסריט פסימי יותר, אם למשל השותף לא יצליח לעלות את אחוזי השכירות; האם במקרה כזה עדיין הנכס ישרת את החוב. זה הוכיח את עצמו בפרויקטים בהם עצרנו חלוקת העודף התזרימי על פי התכנית כי המצב לא איפשר להמשיך ולשלם, אבל לפחות לא היינו תחת איום של הבנק או לא היינו צריכים לדרוש מהמשקיעים להזרים כסף נוסף לעסקה. בעסקאות בעלות פרופיל סיכון/תשואה גבוה, למשל כשיש דייר מרכזי ששוכר לתקופה ארוכה וחלק מהסיכון הוא שהוא לא יחדש את השכירות בתום התקופה, אנחנו בודקים כמה מההון המקורי שהושקע צפוי לחזור למשקיע עד סיום החוזה".

## כיצד משוקללים שיקולי מימון לקבלת החלטת השקעה בנכס?

"אני טוען שחבילת מימון פיננסית היא כמו קוסמטיקה: אפשר לקחת עסקת נדל"ן גרועה ולתפור לה חבילה פיננסית אטרקטיבית שלכאורה תהפוך אותה לעסקה אטרקטיבית עם ביצועים טובים, אבל כאלה הנובעים מהמבנה הפיננסי של העסקה. במקרה כזה יש להבין כי מדובר בעסקה פיננסית שנתוני הליבה הנדלניים שלה לא מצדיקים את קיומה וככזו היא לא מעניינת את וועדת ההשקעות, ולפיכך תידחה. יכול להיות גם מקרה הפוך - חבילה פיננסית גרועה יכולה להפוך עסקת נדל"ן טובה לעסקה גרועה. למשל במשבר של 2008 היו עסקאות שנתנו תשואה פנטסטית למשקיעים אבל אלו הן היו עסקאות במינוף גבוה עם התניות מאוד מכבידות מצד הגוף המממן. המשקיעים חשבו שהשוק ימשיך לעלות וברגע שהשוק החל לקרטע או נכנס למשבר, כלכליות העסקה התהפכה לחלוטין והמשקיעים עמדו בפני איבוד הנכס לבנק והפסד כל ההון המושקע בעסקה.

"במקרים רבים אגב, הנכסים לא היו גרועים אלא להפך: נכסים שתפקדו בצורה טובה במהלך כל המשבר. למשל באחת ההשקעות בהן הייתי מעורב, נרכש בניין משרדים שהממשלה הבריטית שכרה לתקופה ארוכה. גם בשיא המשבר הפעילות

# אנרגיה מתחדשת ונקיה: הבשורה לשוחרר כדור הארץ ולמשקיעים

תשואה שנתית קבועה, סיכון נמוך ותשואה סופית מרשימה, מושכים משקיעים לאחד התחומים הצומחים בעולם: מתקנים להפקת אנרגיה מתחדשת ונקיה, תחום הנהנה מרוח גבית עזה מאז וועידת האקלים בפריז. פרופימקס וקרן הליוס הישראליות כבר שם.

26.5.2016

אחת מהקרנות הגלובליות הפועלות בתחום פועלת מישראל: קרן ההשקעות הפרטית הליוס, בניהולם של ארז גיסין ונמרוד גור, המשקיעה בפרויקטים לייצור חשמל ממקורות אנרגיה מתחדשים. לקרן, משותפותיה של פרופימקס, השקעות בישראל ובאירופה בתחומי ביומס, ביוגז, אנרגיה מפסולת, אנרגיית שמש ואנרגיית רוח. בישראל, קרן הליוס היא הקניין הגדול בשוק המשני של מערכות פוטו-וולטאיות: "בבעלותנו אחד מתיקי הנכסים הגדולים בארץ הכולל 300 מערכות ייצור מסחריות ובינוניות, בהיקף כולל של למעלה מ-60 מגה-וואט ושווי נכסים המוערך במיליארד שקל. אנחנו קונים מערכות שסיימו את שלב המימון, הנמצאות בתהליך הקמה או שכבר פועלות ומייצרות חשמל. ההתמחות שלנו היא ניהול המערכות, שיפור היעילות התפעולית ואופטימיזציה של המבנה הפיננסי של הפרוטפוליו באמצעות עבודה מול בנקים, גופים מוסדיים ומשקיעים פרטיים", מסבירים השותפים.

ההשקעות של הליוס מבוצעות בשלוש קרנות, בפרוייקטים מניבים של אנרגיה בישראל באיטליה ובאנגליה. בשנה החולפת השקיעה הקרן יחד עם שותפיה למעלה ממיליארד שקל בתחנות כוח באנגליה המייצרות חשמל מאשפה. המשקיעים בקרנות הם בעיקר משקיעים מוסדיים וכמו כן משקיעים פרטיים.

## מה מודל הפעולה של הליוס?

"פרוייקט לייצור אנרגיה ממקורות מתחדשים מתחיל על ידי יזם שמפתח אותו לאורך תקופה ארוכה, לפעמים במשך שנים. הפיתוח כולל למשל רכישת קרקע, קבלת היתרים לבניה והפקת אנרגיה מול רשויות מקומיות וממשלתיות ועוד. בסופו של דבר התהליך רוחי אולם יש בו סיכון,שכן חלק מהפרוייקטים לא מגיעים לקו הגמר. כאשר היזם נמצא בשלב מתקדם יחסית או כאשר כבר קיבל את האישורים, אנחנו נכנסים להשקעה ולוקחים אחריות על הפרוייקט מבחינה פיננסית וניהולית. אנחנו מגייסים הלוואות מהבנקים, מזרימים את ההון העצמי, שמהווה בדרך כלל כעשרים עד חמישים אחוז מההשקעה, ומלווים את שלב ההקמה ובהמשך את התפעול. אנחנו נמצאים בקשר באופן קבוע עם יזמים ומלווים אותם, כדי להיות מסוגלים להבטיח להם ולנו את ההזדמנויות להשקעה כאשר הן מבשילות" מסביר גיסין.

פרוייקט סולארי במשאבי שדה בבעלות חברה מקבוצת הקרנות של הליוס לדבריו, ככל ששוק האנרגיה הופך גלובלי יותר ויותר, הליוס מנצלת את הידע שלה כדי לפעול במדינות

הסכמות שגיבשו מדינות העולם בוועידת האקלים בפריז בשנה שעברה, היו בשורה טובה לא רק לשוחרר כדור הארץ אלא גם לקהילה העסקית. מדינות העולם התחייבו לצמצם בצורה דרמטית את פליטות גזי החממה, בעיקר פחמן דו חמצני, ולצורך כך התחייבו להשקיע בשנים הקרובות מאה מיליארד דולר מדי שנה, זאת בנוסף למאות מיליארדי הדולרים המושקעים כבר כיום. חלק ניכר מההשקעות מיועדות לפיתוח מתקנים לייצור חשמל מאנרגיה מתחדשת, כגון אנרגיית שמש, רוח, אנרגיה מפסולת וסוגים נוספים שיחליפו תחנות כוח המופעלות על פחם, ישדרגו תשתיות הולכה ועוד.



מתקנים להפקת אנרגיה מתחדשת ונקיה הם אחד התחומים הצומחים בעולם Dreamstime

השקעות אלו משנות את שוק האנרגיה העולמי. שינוי בולט הוא המעבר מייצור חשמל בתחנות כוח גדולות וארציות מופעלות פחם הנמצאות בבעלות חברות חשמל לאומיות, לייצור חשמל נקי באופן מבוזר ממתקנים קטנים יותר המזינים את רשת החשמל הארצית. ההשקעות יצרו הזדמנויות עסקיות והפכו את התחום לאטרקטיבי עבור חברות ותאגידי ענק, קרנות השקעה פרטיות (פרייבט אקוויטי) ועבור משקיעים מוסדיים ופרטיים.



פרוייקט סולארי במענית בבעלות חברה מקבוצת הקרנות של הליוס

## ב'מבצע הצלה' שכזה מי שלא משתתף מרע את מצבו?

"במידה ומבצע כזה מצליח, מי שבוחר להזרים הון אכן יקבל עדיפות על ההון שהוסיף ביחס למי שאינו משתתף בהזרמת ההון. זאת בשל העובדה שעל הגדלת החשיפה לעסקה יש לקבל פיצוי הולם. אתן כדוגמה את אחת העסקאות בהן השקעתי אישית דרך פרופימקס בבניין דירות בברוקלין, שנקנה ערב המשבר במחיר שיא וסבל מפגיעה קשה בשווי שלו ובשכר הדירה ששילמו הדיירים. מתוך אמונה בשותף ומאחר ומדובר בנכס איכותי, ביצענו בנייה מחדש של עסקת המימון וצמצמנו את המינוף. לפני מספר חודשים מימשנו את הנכס ולשמחתי ההון החדש שהזרמתי בתוספת התשואה המועדפת פיצה על ההפסד של ההון שהושקע במקור. למצער, מי שלא השתתף במימון הנוסף הצליח להציל רק 25 אחוז מההשקעתו.

"במקרה אחר, בעסקה בעיר בודפשט נקנה ערב המשבר בשנת 2008 נכס שתומחר בשווי של 4.7 מיליון אירו. השוכרים בנכס היו מצוינים - רשת הרהיטים השבדית איקאה ורשת הסופרמרקטים מהגדולות באירופה אלדי ועדיין, לאחר המשבר, הבנק שהעניק את המימון לרכישת הנכס דרש הקטנת המינוף. אנו, כדי להציל את ההשקעה הגענו איתנו להסכם של הפחתה מואצת של הלוואה, כלומר כל התשלומים שהגיעו מהשוכרים, שימשו במשך מספר שנים לתשלומי הריבית והקרן. לאחרונה, לאחר שההלוואה פחתה משמעותית וחדשנו את החוזה עם איקאה הבנק אישר שחלק מההכנסות יגיעו שוב למשקיעים. להערכתי תוך חמש שנים נראה כ-50 אחוז מהאקוויטי בחזרה, ונהיה הבעלים של נכס שבינתיים שוויו מוערך בכ-5 מיליון אירו. ההמתנה השתלמה בסופו של דבר שכן יכולנו לאבד את הנכס".

## מניסיונכם, אילו לקחים בתחום מימון עסקאות ראוי משקיעים יישמו בעקבות המשבר הפיננסי?

"אני מציע להתרחק מעסקאות מימון בריבית משתנה ומציע למשקיעים שירכשו הבנה לעומק של אמות מידה שנקבעות והקשורות במינוף ותפעול הנכס. הבנה והכרות של אמות מידה אלו, מאפשרות לבנות באופן נכון מבחינה פיננסית את העסקאות. אנחנו למשל משתדלים להימנע מאמת מידה המכונה "יחס הלוואה לשווי נכס" כאמור. אם אי אפשר להימנע מכך, ניקח מרווח גדול מהשווי של הנכס, כלומר ניקח מינוף נמוך יותר. גם באמת מידה נוספת - שיעור הריבית ביחס לתזרים שהנכס מייצר (interest coverage ratio), עם או בלי החזרי קרן תקופתיים, חשוב להבין כי יש לשמור על יחס טוב המספק הגנה גם בעיתות של משבר וחולשה בשוק. עם אמת מידה זו קל יותר להתמודד שכן היא בעלת אופי תפעולי - שמנהל הנכס יודע בד"כ להתמודד איתה - בניגוד לשווי הנכס שמושפע מנתוני מקרו של מחירי הנכסים ואינו נמצא בשליטתו של מנהל הנכס".

השוטפת לא נפגעה, ממשלת בריטניה לא קרסה כמובן והנכס המשיך לייצר תזרים ללא כל פגיעה. הבעיה הייתה פיננסית - שכן המשבר הוא זה שגרר ירידה בשווי הנכס. במידה ובתנאי ההלוואה שהציב הבנק בעת שהעמיד את ההלוואה הייתה מה שמכונה 'אמת מידה פיננסית' בעייתית, היינו נדרשים להזרים סכום כסף גדול כדי לתקן את ההפרה מול הבנק או להפסיד את העסקה. לשמחתנו לא כך היה הדבר ולימים הנכס אף נמכר ברווח גדול.

"אני אפרט מעט יותר: אמת המידה שמוכנסת לתנאי ההלוואה הינה כזו שבוחנת את היחס בין ההלוואה לשווי הנכס (בעגה המקצועית: loan to value covenant). ברגע ששווי הנכס יורד בשל מגמות מאקרו בשוק נוצרת למעשה הפרה של אמת המידה. המשקיעים הופכים בעל כורחם לבני ערובה בידי הבנק, שדורש תיקון של ההפרה, כלומר הזרמה של הון נוסף, אחרת, הוא מאיים שיקח את הנכס וימכור אותו, דבר שימחוק את ההשקעה.

## כיצד אתם מנטרים את סוגיית המטבע?

"מי שמשקיע דרכנו חשוף למט"ח. כדי לצמצם חלק מאי הוודאות, אנחנו חותרים לעסקאות מימון בריבית קבועה כדי לא לחשוף את הנכס לתנודות הריבית במדינה. במקרים בהם כן משתמשים במימון עם אלמנט של ריבית משתנה אנחנו מגדרים את החשיפה לריבית. באופן כללי אנחנו נמנעים מעסקאות בהם יש מורכבות בחבילה הפיננסית, בעיקר כדי להמנע מלוליינות פיננסית.

"לסיכום פרק זה, רק אחרי שביצענו את כל הבדיקות הללו אנחנו מביאים את העסקה לוועדת ההשקעות. בוועדה עולות סוגיות שונות מצד המשתתפים ולפעמים נוצרת נקודת מבט חדשה בעד או נגד עסקה. אם יש צורך מדברים עם השותף ומבקשים מידע נוסף. מספיק שאחד החברים בוועדה מתנגד לעסקה כדי שהיא תיפסל".

## כיצד התמודדתם עם צניחת שווי הנכסים שלכם ברחבי העולם בשיא המשבר הכלכלי?

"המשבר של 2008 יצר משברים, אבל החזקה של פרופימקס ושותפיה בחו"ל באה לידי ביטוי בכך שבעסקאות שזיהינו כבעייתיות לא ויתרנו ועשינו שימוש בניסיון וביצירתיות של שותפיו ושלנו לביצוע מה שאנו מכנים 'מבצעי הצלה'. חלק מאסטרטגיית ההצלה הייתה הקטנת המינוף: כל משקיע הוסיף הון חדש בהתאם לחלקו היחסי, ההון החדש נצבע בצבע מיוחד, וקיבל ריבית טובה יותר ואף קדימות בסוף העסקה. בכך נמנענו את אובדן הנכס לידי הבנק המלווה.

לחילופין, היו גם לא מעט השקעות שכלל לא הושפעו מהמשבר. למשל, עסקת רכישה של מקבץ דירות להשכרה (multifamily) בשנת 2004 שהשתתפתי בה כמשקיע, הניבה לאורך השנים, כולל שנות המשבר, תשואה יציבה של כ-8% לשנה על ההון; במהלך של מימון מחדש שבוצע לאחרונה קיבלו המשקיעים עוד פעמיים ממהון שהשקיעו, כך שבסך הכל המשקיעים קיבלו פי 3 מהשקעתם המקורית ועדיין הנכס בחזקתם וממשיך להניב.

נוספות: "אנחנו מביאים את יכולת המימון והניהול, ובעזרת שותפים מקומיים מאתרים השקעות בחברות שמפתחות מתקנים חדשים או מפעילות מתקנים קיימים".

### השוק האנגלי מספק תשואות גבוהות

את צעדיה הראשונים בחו"ל עשתה קרן הליוס 1 באיטליה בשנת 2011, כאשר השקיעה בארבעה מתקנים סולאריים, וכיום היא מחזיקה בבעלות על עשרה מתקנים סולאריים וארבעה מתקני ביו-גז.

בשנת 2015, בוצעה השקעה בהיקף של מעל מיליארד שקל באנגליה בתחום הפקת אנרגיה מאשפה, באמצעות חברת אחזקות שהוקמה לצורך כך. תחנה ראשונה תוקם באזור מנצ'סטר באנגליה ותייצר 21.5 מגה-ואט חשמל - כמות שמכסה תצרוכת של כ-40 אלף בתי אב. התחנה תשתמש בטכנולוגיית גאזיפיקציה של פסולת עץ. מדובר בתהליך תעשייתי של פירוק העץ לרכיביו על ידי שילוב של חשיפה לטמפרטורה גבוהה ושליטה בכמות החמצן בתהליך. תחנה שנייה תקום באזור האל (Hull) באנגליה. הפרויקט הנו בהיקף של 25 מגה-ואט וישתמש בטכנולוגיית גאזיפיקציה של פסולת ביתית מעובדת (RDF). הפרויקט יאפשר ייצור חשמל שמכסה תצרוכת של כ-43 אלף בתי אב.

### מדוע בחרתם להשקיע באנגליה?

"אנגליה היא מדינה עם רגולציה יציבה וניתן להשיג בה תשואות טובות בתחומים אלו" אומר גור. "כבר בשנת 2014 נכנסנו לראשונה לשוק האנגלי עם השקעות קטנות בתחום הביו-מסה לחימום בניינים ברחבי אנגליה, עם שותף מקומי מהעיר לסטר. הדבר אפשר לנו ליצור תשתית של שותפים וספקי שירותים והכרות עם המאפיינים של התחום באנגליה והיווה קרש הקפיצה לשותפות הגדולה שהקמנו ב-2015".

"את ההשקעה ב-2015 ביצענו במסגרת קרן הליוס 3, ולפרויקט זה גייסנו קונסורציום של קרנות אנגליות. יחד איתם גייסנו כסף מ-Infra Capital מקבוצת פרודנשיאל, קבוצת הביטוח הענקית, לצד גיוס כסף ממשקיעים מוסדיים בישראל. ההשקעות הללו הפכו אותנו לאחד השחקנים הגדולים באנגליה בתחום. כעת אנו ממשיכים להיות מעורבים בניהול החברה ופיתוח פרויקטים נוספים בבעלותה".

"זו דוגמה לאסטרטגיה שעוסקת בקידום פלטפורמות דומות במדינות אחרות וסקטורים שונים, למשל בתחום הפקת אנרגיה מאשפה, שכן יצרנו מערכות יחסים עם קבלנים בינלאומיים שניתן למנף למדינות אחרות".

### מה היתרון שלכם מול קרנות גדולות יותר?

"אחד היתרונות שלנו מול קרנות ענק אחרות הוא שהן מגיעות מתחום התשתיות ומבנה ההשקעות שלהם בנוי על השקעות בהיקפים מאוד גדולים, בתשואות יותר נמוכות יחסית. אולם ההתפתחות של ייצור אנרגיה מבזר יוצר סיטואציה שלא מתאימה לקרנות הענק, שלא ישקיעו עשרות בודדות של מיליוני יורו או דולרים במתקנים מקומיים. לכן ההזדמנות של הליוס היא להיות גוף מוביל במתקני אנרגיה מבזרים, לאגד אותם ביחד ולמכור אותן בסוף לקרן ענק או למשקיעים מוסדיים", אומר גור.

### גיוסים נוספים ממשקיעים פרטיים ומוסדיים

קרן הליוס הוקמה ב-2010 על ידי גור, שהיה שותף מייסד בפרסיד, קרן השקעות בתחום הקלינטק שהוקמה בשיתוף הקרנות פיטנגו ואוורגרין. גור היה יו"ר בחברת ה-EPC סולארפאוור. גיסין היה שותף מייסד בבראק קפיטל תשתיות, שמשקיעה בתחומי המים והאנרגיה בסין. אחרי המשבר הפיננסי של שנת 2008 זיהו השניים כי ההזדמנויות לא נמצאות רק בפיתוח טכנולוגיה עתידנית אלא בפרויקטים בשלים יותר, כאלו שכבר מייצרים אנרגיה נקיה בפועל ולכן מאופיינים ברמת סיכון נמוכה מהשקעות בחברות הזנק: "התיאבון של המשקיעים השתנה והשקעות אלו התאימו במיוחד למשקיעים שחיפשו מאז פרופיל השקעות הכולל תשואה שנתית קבועה, פרופיל סיכון נמוך יחסית, ותשואה סופית מרשימה", הם אומרים.

מאפיינים אלו מזכירים השקעות בנדל"ן ולכן לא מפתיע שהליוס הצטרפה בשנת 2010 לחברת ההשקעות הפרטית בנדל"ן חו"ל, פרופימקס הישראלית. בפרופימקס רואים בפעילות המשותפת עם קרן הליוס המשך טבעי למדיניות ההשקעה שהם מציעים למשקיעים שלהם: "יש דמיון בין השקעות בנדל"ן לבין השקעות באנרגיה. לשניהם אלמנטים של נכס מניב המאפשרים ליצור תזרים מזומנים יציב עם פוטנציאל השבחה או תשואה עודפת. המשקיע מקבל נכס אלטרנטיבי שמספק תשואה שנתית שוטפת כאשר בנדל"ן מקורו בשוכרים, ובאנרגיה בחוזים מול מדינה או חברות חשמל" אומר אסף רוזנהיים, מנהל הפיתוח העסקי בפרופימקס.

יתרון נוסף הוא גיוון בהשקעות: "משקיעים מתעניינים לרוב בתשואה, לפעמים מתעניינים בסיכון אבל לעתים נדירות הם מודעים לנושא הקורלציה בין שוק ההון לתיק ההשקעות שלהם. היתרון של השקעות בנדל"ן בחו"ל דומה לענף האנרגיה בארץ ובחו"ל בכך שהקורלציה לשוק ההון נמוכה" אומר רוזנהיים ומדגיש גם את הפן האישי: "הליוס חולקים עמנו את אותו סט של ערכים, שכולל אמינות והגינות. בנוסף היה 'קליק אישי' בין מנכ"ל פרופימקס, אלחנן רוזנהיים, לגור וגיסין, מנהלי הליוס. זה חשוב כי עסקים עושים עם אנשים".

פרופימקס הייתה שותפה בכל שלושת הקרנות, אולם בעוד בקרן הליוס 1 גויס כסף רק ממשקיעים פרטיים, מישראל ומצפון אמריקה, קרן הליוס 2 והליוס 3 גויסו הן ממשקיעים פרטיים והן ממשקיעים מוסדיים. כמו בהשקעות אחרות של פרופימקס, חשוב לרוזנהיים לציין שגם כאן ההשקעה של המשקיעים הפרטיים נעשית בצמידות להשקעה של המוסדיים ובתנאים דומים.

### למשקיע הישראלי לא פשוט יותר לקנות מניות או אג"ח של חברות אנרגיה?

"אם משקיע ישראלי רוצה להשקיע באנרגיות מתחדשות הוא יכול לעשות זאת על ידי רכישת מניות ואגרות חוב של חברות ישראליות או גלובליות נסחרות, שמשקיעות בתחומים קרובים לשלנו. מכשירים פיננסיים אלו הם מאוד קורלטיביים לתנודות בשוק ההון ובדרך כלל מניבים באופן שוטף פחות מאשר השקעה בנכס המניב עצמו. משקיע ישראלי אינו נגיש בד"כ להשקעות ישירות בפרויקטים מניבים ולכן האפשרות

הפתוחה בפניו היא השקעה דרך קרנות כמו הליוס ופרופימקס, המשקיעות בפרוטפוליו של פרויקטים מניבים ומציעות פיזור גיאוגרפי ופרויקטואלי", אומר רוזנהיים.

### גידור סיכונים

לא חסרים אתגרים בהשקעות במתקנים להפקת אנרגיה מתחדשת בפריסה גלובלית. אחד מהם הוא התמודדות עם תנודתיות מחיר הנפט והשפעתו על מחיר החשמל בעולם. לדברי גור, הקורלציה נמוכה: "מאז משבר האנרגיה בשנות השבעים העולם המערבי החליט להקטין את התלות בנפט לייצור חשמל. למעשה בעשורים האחרונים ייצור החשמל לא נעשה על ידי נפט אלא בעיקר ע"י פחם וגז. מחיר הגז לעומת זאת אמנם קשור לחשמל, אולם הגז הוא מוצר מקומי. במקומות מסוימים הגדלת ההיצע של הגז אמנם השפיעה על מחירי החשמל בעולם, אבל לא תמיד".

### מה לגבי העובדה שאתם תלויים בלקוחות עוגן בודדים, כמו חברת חשמל לאומית?

"אנחנו בונים עסקה ויוצרים גידור לסיכונים השונים. סיכונים רגולטורים אנחנו מגדרים על ידי שותפים מקומיים, הכרה של הרגולציה וחתומה על חוזים ארוכי טווח מול רשתות החשמל הלאומיות הנותנות לנו מחירים קבועים ושקופים הכוללים בטוחות לגבי תזרים המזומנים של מכירת החשמל".

"במדינה ממוצעת באירופה יש כעשרה גופים שמנהלים את רשתות החשמל המקומיות או האזוריות. כל אחד מהגופים היא חברת ענק גלובלית. אנחנו סוגרים מולם חוזה לעשר שנים במחיר ידוע מראש. תמורת ההתחייבות לקנות את החשמל הוא נותן בטוחה פיננסית שמסתמכת על המאזן שלו, כלומר ערבויות בנקאיות שניתן לממש במקרה של הפרה שיפצו על הפגיעה הפיננסית במשקיעים שלנו. גם לגבי מתקנים להפקת אנרגיה מאשפה אנחנו חותמים על הסכמים ארוכי טווח עם ספקי אשפה שנותנים לנו ערבויות מתאימות.



פרוייקט סולארי באיטליה בבעלות חברה מקבוצת הקרנות של הליוס

"יתרון נוסף שיש בתחום הוא הקורלציה הנמוכה לשינויים בכלכלה של אותן מדינות, שהיא מאוד נמוכה יחסית לסקטורים אחרים, כיון שהתחום לא חשוף לתנודות שוק בטווח הקצר. גם בתקופות של האטה כלכלית, יש הסכם למחיר החשמל ולכמות החשמל והתחייבות לרכוש את מלוא הייצור במחיר שנקבע", מסביר גור.

רוזנהיים מחדד כי עבור המשקיעים מדובר בהשקעות בסיכון נמוך יחסית: "זאת בשל הפיזור, הן בתוך הסקטור בסוג המתקנים והטכנולוגיה, והן בזכות פיזור בין מדינות שונות. בנוסף, בדומה לנדל"ן, המשקיעים זוכים לקבל חלוקות שוטפות, דבר שמצמצם את הסיכון. זו הסיבה שאצל מנהלי השקעות רבים בעולם, תחום תשתיות, נדל"ן ואנרגיה נכנסים תחת הגדרה של נכסים ריאליים".



פרוייקט סולארי באיטליה בבעלות חברה מקבוצת הקרנות של הליוס

### מה לגבי הסיכון בשינוי רטרואקטיבי במדיניות ממשלתית, כמו הנסיגה שביצעה ממשלת ישראל מהמכרז להפקת חשמל בטכנולוגיית תרמו-סולאר?

"תחום התרמו-סולאר זניח יחסית שכן הוא מתאים אך ורק לפרוייקטים קרקעיים גדולים (היקפים של מאות מיליוני שקלים) ובכך הוא שונה במאפיינים שלו מתחום הסולאר PV שהנו מאוד מודולרי ומאפשר הקמת מתקנים על גגות של בתים פרטיים, מבנים מסחריים וקרקעות. מספר הפרוייקטים בעולם מועט ועל כן טכנולוגיית התרמו-סולאר לא חוותה ירידת מחירים בדומה לטכנולוגיית ה-PV.

בישראל, במקביל לשחרור מכסות הסולאר PV, קיימה המדינה מספר מכרזים לפרוייקטים של תרמו סולאר אולם כתוצאה ממורכבות תהליכי המכרזים והקושי בהשגת ההיתרים להקמת הפרוייקטים, השלמת המכרזים התעכבה במספר שנים ובתקופה הזאת החל להיווצר פער משמעותי לטובת הסולאר PV הן מבחינת פשטות ההקמה והן מבחינת עלויות ההקמה ויצור החשמל. תופעה זו דחפה את גופי הרגולציה למצוא דרכים לשינוי הפרוייקטים התרמו-סולאריים על מנת למנוע מצב של תשלום תעריף גבוה ולחסוך בעלויות כבדות למדינה ולצרכני החשמל. הפתרון שנמצא לבסוף היה להסב חלק מפרוייקטי התרמו-סולאר (אלה שעדיין לא החלה הקמתם), לפרוייקטי סולאר PV אשר יכולים לפעול גם בתעריף נמוך יותר. לגבי פרויקטי תרמו-סולאר אשר הקמתם החלה, הנושא מורכב יותר ונמצא בברור בין המדינה והיזמים.

מכיון שהליוס מתמקדת בישראל בשוק ה-PV המישיני ורוכשת ומנהלת אך ורק פרויקטים אשר חוברו לרשת ועברו את כל האישורים הרגולטוריים הנדרשים, פרויקטים אלו אינם חשופים לסיכונים שינויים רגולטוריים כפי שמדובר בתחום התרמו-סולארי. בנוסף, התעריפים בתחום הסולאר PV בישראל עודכנו בצורה רציפה ומתמסכת על פני השנים ולא נוצר מצב של היקפי פרויקטים גדולים המתומחרים בתעריפים שאינם מסוכרנים עם שאר השוק" מסביר גור. מה ההזדמנויות הבאות בתחום?

# 6 טכניקות לניתוח השקעת נדל"ן בחו"ל

משקיעים ישראלים, כמו משקיעים ברחבי העולם, הם קהל יעד מצוין להשקעות נדל"ן.

"המדריך להשקעות נדל"ן בחו"ל" מציע כללי ניתוח בסיסיים שיאפשרו לכם להשקיע בתבונה

28.12.2015

בעיתונים, בהן מוצעות השקעות אטרקטיביות, תוך הבטחה לתשואות גבוהות ובמיוחד לאלו המציעות תשואה מובטחת לתקופה של מספר שנים. לא מעט חברות הוסיפו את התשואה המובטחת למחיר הנכס, כך שלמעשה המשקיע מממן לעצמו את התשואה, מכיסו. עסקה כזו, בתום תקופת ההבטחה, תעמיד את המשקיע במצב שהתשואה שיקבל, אם בכלל, תהיה נמוכה משמעותית מהתשואות שמשקיעים אחרים יקבלו, ההכנסה שיקבל לא תשרת את תשלומי המשכנתא, והגרוע מכל, שיהיה על המשקיע למכור את הנכס בהפסד גדול.

ואכן, משקיעים ישראלים, כמו זרים אחרים, הם קהל יעד מצוין לרכוש דירות שאף משקיע מקומי לא יתקרב אליהם. לעומת זאת, משקיע שטורח ללמוד כיצד לנתח עסקה כמו מקצוען יכול ללמוד כיצד לאתר נכסים טובים ולהימנע מהשקעות כושלות. בעזרת פרופימקס ובהתבסס על ניסיונה הרב, ריכזנו שישה כללים ושיטות ניתוח שיאפשרו למי שעומד בפני רכישה נכס כזה לקבל החלטה מושכלת.

## 1. אין ארוחות חינם - כבר אמרנו?

אם הנתונים אודות הנכס היו אמיתיים (המחיר, התשואה וכו'), הרי שהמקומיים העוסקים בנדל"ן היו קופצים על המציאה וחוטפים את העסקה, וכמובן משפיעים (לרעה מבחינת המשקיעים) על הנתונים של הנכסים באזור. לפיכך, אם מתחייבים בפניכם על תשואה של 11%-12% בטורונטו, בניו יורק או בערים אחרות בעולם, כשהבדיקה הפשוטה ביותר תוכיח כי ממוצע התשואות בנדל"ן באותן ערים הוא כמחצית ואולי אף פחות מזה, הדבר חייב להציב בפניכם סימן שאלה אחד גדול על כל העסקה.

## 2. מי משלם לעורך הדין?

סיוע של אנשי מקצוע מקומיים, הגונים ובעלי מיומנות, ניסיון ומוניטין בענף הנדל"ן - הוא הכרחי בעת רכישה נכס נדל"ן בחו"ל. עורך דין מקומי הוא אחד מהם וזאת נוכח הצורך בבדיקה והעברת בעלות על נכס, תשלום מיסי עיר ומדינה וכן הלאה. חשוב להעסיק עורך דין שאינו תלוי בגוף המוכר או המתווך בעסקה. בחינת מקרים שבהם רוכשים ישראלים הונג, מגלה כי העסקאות היו אלו שבהם עו"ד של חברת התייוך או של המוכר ייצג גם את המשקיע התמים.

## 3. תשכחו מבריכה ונוף מהדירה

אסור להתייחס להשקעה באופן אמוציונאלי, להבדיל מהמקובל ברכישת דירה למגורים. ברכישת נדל"ן להשקעה יש להתייחס לפרמטרים שונים מהמקובל בעת רכישת דירה למגורים. אין הצדקה לשלם תוספת לנוף הנשקף מהדירה. אין הצדקה לבריכת שחיה בבית בפלורידה או באריזונה. נהפוך הוא, המחיר הנוסף שמשלמים ברכישה לא יצדיק את עצמו בחישובי התשואה. בעלות על בריכת שחיה מחייבת הוצאות שונות

ישראלים רבים פועלים לגוון את תיק ההשקעות שלהם באמצעות השקעה בנדל"ן חו"ל. בין היתרונות שניתן למנות בהשקעה כזו הוא השגת יציבות בתיק ההשקעות, שכן התשואה על נכסי נדל"ן תגודתית פחות לעומת ניירות ערך ובעלת מתאם נמוך ביותר להשקעות פיננסיות. הבחירה בחו"ל גם מנתקת את ההשקעה מהשוק המקומי ומגדילה עוד יותר את הגיוון של התיק (גיאוגרפית) ומכאן - את היציבות שלו. בנוסף, שווקי הנדל"ן במקומות רבים בעולם הציגו תשואה עודפת כאלטרנטיבה להשקעה סולידית, ולעתים אף לשוקי ההון.



ניתוח השקעות תוך כדי צמצום סיכונים Sergey Tarasov | Dreamstime

מטבע הדברים, את מירב העניין מושך תחום המגורים, ומרבית העסקאות שמבצעים ישראלים פרטיים הן רכישת דירות בודדות. בין היעדים האטרקטיביים לרכישות אלו נמצאות ערים מרכזיות בארה"ב, ביניהן ניו יורק או טורונטו בקנדה, כמו גם ערי בירה באירופה במיוחד ברלין, מדריד ולונדון אבל גם יעדים אחרים. לעתים, נחשף המשקיע הישראלי גם להצעות השקעה אקזוטיות יותר במדינות עולם שלישי כאלו או אחרות.

להשקעה ברכישת נדל"ן בחו"ל יש מאפיינים ייחודיים לעומת השקעה בניירות ערך או בנכס נדל"ן בישראל. השקעה מעין זו מחייבת היכרות עם שוק הנדל"ן המקומי, לעתים במיקוד של שכונה או רחוב. היא מחייבת הכרות עם חוקי המס המקומיים, והפנמה של העמלות והאגרות שתהליך הרכישה יחייב. בהמשך, השכרת הנכס מחייבת מעורבות של איש קשר מקומי לאיתור שוכרים והחתמתם, תחזוקת הנכס בעזרת בעלי מקצוע מקומיים ובהמשך - יכולת לנצל את ההזדמנות הטובה ביותר והתזמון המתאים למכירתו.

לדברי אלחנן רוזנהיים, מנכ"ל פרופימקס, המתמחה בהשקעות נדל"ן בחו"ל, האמרה "אין ארוחות חינם" חייבת לשמש נר לרגלי כל אותם המשקיעים המבקשים להשקיע בנדל"ן בחו"ל: "יש לזכור אמרה זו היטב, עת שאנו מעיינים במודעות המתפרסמות

בפליטות נמוכות מאוד. אגב, בחלק מהמתקנים משלמים לנו כדי שנקבל את האשפה במקום להטמינה, וזה חלק מהתזרים והתכנית העסקית שבונים לכל טכנולוגיה ולכל מדינה שבה אנחנו פעילים. להליוס 3 יש השקעות מתוכננות בעסקאות לקראת סגירה, שכוללות פלטפורמה או חברת אחזקות לרכישת פרויקטים של ביו-גז באיטליה, בהיקף של 40 מיליון יורו, עסקאות במתקנים בהם מתבצעת הפקת אנרגיה מרוח בפולין בהיקף של 25 מיליון יורו, פלטפורמה בהקמה לפרויקט ביו-גז באנגליה ובהולנד ועסקאות נוספות בישראל."

## עד כמה התחום עדיין זקוק לסובסידיות ממשלתיות?

"לפני חמש ועשר שנים היה צורך בתמריצים כדי להביא את השוק הפרטי להשקעה והתקנה" אומר ג'יסין. "אבל בשנים האחרונות גם בתחום הרוח וגם בתחום השמש מגיעים לגריד פאריטי, כלומר יכולת לספק חשמל במחיר ייצור החשמל הפחמי במדינה ולהתחרות בתחנות הכוח הקונבנציונאליות, ובמקומות מסוימים בהם קרינת השמש גבוהה ותעריפי החשמל גבוהים כבר אין צורך בסובסידיה של הממשלה. כתוצאה מכך, גדל הביקוש לייצור חשמל ממקורות מתחדשים ותהליך הגדלת הביקוש מביא לשיפורים תפעוליים וטכנולוגיים שהורידו את העלויות לקילו-וואט. הדבר נכון בכל הסקטורים, לרבות ביו-גז וביו-מסה, כך שככל שהביקוש עולה והרגולציה תומכת יש ירידה בעלויות התפעול והטכנולוגיה."

"היעד העולמי המקובל הוא ש-20 אחוז מייצור החשמל יהיה ממקורות נקיים בשנת 2020. אנחנו מעריכים כי ברגע שהביקוש להקמת מתקנים כאלו יגדל כך מחיר הטכנולוגיה ירד, ממש כמו שמחירים של פאנלים סולאריים צנח ב-80 אחוז משנת אלפיים ועד היום" מסביר ג'יסין.

"הזדמנות שניה היא המעבר מייצור אנרגיה מרכזית בתחנות גדולות לייצור מבוזר של אנרגיה. סיבה עיקרית לכך היא שרשת החשמל נמתחת כדי לעמוד בקצב ייצור החשמל והנעתו לאזורים שונים, ונוצרים צווארי בקבוק שדורשים השקעות אדירות בשדרוג רשת החשמל. בנוסף, תהליך ייצור חשמל מרכזי כמו בתחנות כוח הוא מאוד לא יעיל, וניצול האנרגיה הטמונה בפחם הוא לא יותר מחמישים אחוזים, כל זה כמובן עוד לפני נזקי הזיהום. לכן, הבינו בעולם כי הפתרון הוא להקים תחנות כוח מסוגים שונים הקרובות לנקודת הצריכה כגון תעשייה ומגורים, המאפשרות גם לנצל את החום שנפלט כתוצאה מייצור החשמל למטרות נוספות כמו חימום או קירור בתעשייה, ובכך להגדיל את הניצול של ייצור האנרגיה ל-80-90 אחוזים, דבר הנותן דחיפה נוספת להקמת מתקנים מקומיים."

"הזדמנות נוספת היא בתחום האשפה: עד לא מזמן, מדינות הטמינו אשפה אולם בשנים האחרונות יש חקיקה משמעותית נגד זה בגלל בעיות סביבתיות כגון זיהום מי תהום. המענה ניתן על ידי פיתוח טכנולוגיות מוכחות להפיכת האשפה - אשפה ביתית, אשפת עץ, וכו' - טיפול בה והפקת אנרגיה מתחדשת,

# ממיסוי ועד אירוע טרור: הסכנות שאורבות להשקעת נדל"ן בחו"ל

משקיעי נדל"ן בחו"ל מושפעים מגורמים רבים שעלולים לפגוע ברווח מההשקעה ואפילו למחוק אותה כליל. הבטחה הטובה: אפשר לנהל את הסיכונים ולהגיע לתשואה הרצויה. מדריך סיכונים בהשקעות

31.1.2016

**ב**כל השקעה בנדל"ן ישנם סיכונים שניתן לשקלל מראש לצד סיכונים שמהם לא ניתן להימנע, ולכן בבואנו לקבל החלטה לגבי השקעת נדל"ן בחו"ל, עלינו לבחון אותה על פי כל הסטנדרטים בניהול סיכונים. לגבי הסוג הראשון של הסיכונים, השוואה וניסיון בהשקעות יכולים לצמצם אותם.

כך למשל, יש לבחון האם אופי הפרויקט שבו אנו מתכננים להשקיע מתאים לפרופיל ההשקעות שלנו מבחינת היחס בין סיכון וסיכוי ולהימנע מסיכונים גבוהים מדי שלא מתאימים לנו. שנית, יש לבחון האם הסיכוי תואם את הסיכון של הפרויקט, כלומר האם התשואה הצפויה משקפת את רמת הסיכון של ההשקעה. יש לזכור כי בהשקעה ברמת סיכון גבוהה הצפי לתשואה גבוהה, אך הסיכוי להפסד גם הוא גבוה יותר. בין הסיכונים שלא ניתן להימנע מהם ניתן למצוא סיכונים כלליים שמושפעים ממגמות מאקרו-כלכליות (לדוגמה, המשבר שחווה העולם ב-2008). הכרות עם סיכונים אלו תאפשר למשקיעים לשקלל אותם בכל הקשור לכדאיות ההשקעה מחד, ובמקרים אחרים לרכוש הגנות (כגון גידור מטבע למשל) שיצמצמו את הסיכון. סיכונים אחרים נובעים משוק הנדל"ן עצמו. להלן תיאור קצר של סיכונים מאקרו שחשוב להכיר:



Dreamstime

הגורמים המשפיעים על השקעות נדל"ן בחו"ל

זמן, של נכסים דומים באותו אזור. כמו כן ניתן להשוות מחיר למטר מרובע של דירות דומות באותו אזור.

הפרמטר השלישי: מבחן התשואה. דהיינו, השוואת גובה התשואות המוצעות למשקיע לתשואות המקובלות באותה נקודת זמן, לנכסים דומים באותו אזור. בבחינת פרמטר זה, אין להסתפק אך ורק בהשוואת התשואות בהווה, אלא יש לבחון את רמת התשואות העתידיות, תוך התחשבות בשינויים העתידיים להתרחש.

וביטוחים יקרים מאוד, תוספת הוצאה שתוריד את התשואה לרמה לא כדאית. בכלל, יש להיזהר לא להשקיע במקומות בהם ערך הקרקע זניח ובאזורים בהם יש עתודות קרקע רבות. להבדיל, כאשר מדובר במקבצי דיור להשכרה (Multifamily), בריכת שחייה, מועדון ספורט ושטחים ציבוריים אחרים, הם חלק מהמתקנים המשותפים שמאפשרים תנאי מחייה ברמה גבוהה והופכים את הנכס לאטרקטיבי.



Sebastian Czapnik | Dreamstime

לבחור בחכמה "קרקע" להשקעה

## 4. התמקדו בעליית השווי, לא בתשואה השוטפת

ההשקעה בנדל"ן חייבת להיות מנוטרלת מרגשות וחייבת להיעשות בשיקול כלכלי מחושב, תוך בחינה קפדנית של מכלול המרכיבים המלווים את העסקה, כשהשורה התחתונה מתמקדת ברווחיות שההשקעה תניב. הרווחיות בעיקרה חייבת לנבוע מעליית ערך הנכס ולא מהתשואה השוטפת. הכלל שתשואה גבוהה מצביעה על סיכון ועל חשש לירידת ערך הנכס נכון כמעט בכל המקרים. נובע מכך שתשואה שוטפת נמוכה מצביעה על סיכון נמוך יחסי מחד, וצפי לעליית ערך הנכס, מאידך.

## 5. למה להשוות?

משקיע נבון, המבקש לבחון את ערכו האמיתי של הנכס אותו הוא מתכנן לרכוש כהשקעה, מתמקד בשלושה פרמטרים. הראשון: מבחן עלות הבניה, כלומר השוואת עלות הבניה בתוספת רווח מקובל של הנכס אותו הוא מבקש לרכוש לעלות הבניה של נכסים דומים באותו אזור. השוואת עלות הבניה בין הבניינים, דירות או כל נכס אחר באזור מהווה מדד מצוין לשוויון האמיתי של הנכס אותו מבקש המשקיע לרכוש. הפרמטר השני: מבחן מחיר הרכישה. במילים אחרות - השוואת מחיר הנכס אותו מבקש המשקיע לרכוש, למחירים, באותה נקודת

## 6. נהלו את הסיכונים

עסקת נדל"ן יש לבחון על פי כל האלמנטים של ניהול סיכונים. סיכון עסקי מקובל משמעו שהתשואה המוצעת למשקיע שווה לתשואה המקובלת באותו שוק לאותו נכס ובאותה נקודת זמן. כאשר התשואה המוצעת גבוהה מהתשואה המקובלת לדירה דומה, המשקיע חייב לדעת כי הוא מכניס את עצמו לסיכון מעבר לסיכון המקובל.

אחד הסיכונים שיש לקחת בחשבון הוא ירידה בתשואות, בשל בנייה עודפת באזור שתיצור עודף ותוריד את מחיר השכירות אבל גם את מחיר הרכישה שלהם. במקרים אלו ייתכן שיהיה קושי למכור את הנכס ברווח, ואף שההכנסות משכירות לא ישרתו את תשלומי המשכנתא עליהם התחייב המשקיע.

ככלל, בהשקעות נדל"ן מבחן המכירה/המימוש הוא ללא ספק המבחן החשוב ביותר בבחינת כדאיות העסקה. בצעו אם כן בדיקה יסודית ככל שניתן בדבר הסיכויים למכור את הנכס בעתיד ברווח, כבר בעת רכישת הנכס ובכל התהליך הקודם לרכישתו. נסו לברר מה הסיכויים למכירתו בעתיד, וברוח, תוך בדיקה קפדנית של כל הפרמטרים הקשורים לנושא.

חשוב לבחון את התרחיש האופטימי ביותר, אך לא פחות חשוב לבחון את התרחיש הפסימי ולהיות מודע לרמת הסיכון.

## 1. מצב כלכלי ופוליטי

המצב הכלכלי והפוליטי באותן המדינות בהן עתידות להתבצע ההשקעות, עשוי להשפיע באופן מהותי על פעילות ההשקעה בשל שינויים ביכולת הכלכלית של האוכלוסייה, פגיעה ביכולת התשלום של דיירים, הגבלת יכולת המימוש של נכסים שונים, שינויים בשערי ריבית במשק וכו'. מאחר שההשקעות הן ברובן לטווח ארוך, כמעט בלתי אפשרי לאמוד את השפעת השינויים כאמור על תוצאות פעילות ההשקעה. כך למשל, לשינויים בשיעורי ריבית של הלוואות, השפעה לגבי יכולת וכדאיות מינוף עסקאות, מימון מחדש להלוואות קיימות (Refinance) ועמידה בתשלומי הריבית בגין הלוואות שנתקבלו, וכן יכולת המימוש של עסקאות שנעשו המותנית ביכולת של רוכשים פוטנציאליים לקבלת מימון בתנאים נוחים. זאת ועוד: שוק הנדל"ן מושפע מתחושת יציבות או חוסר יציבות כלכלית, אשר בעקבותיה משתנה הגישה לגבי מועד ביצוע השקעות הנדל"ן.

## 2. תקנות ממשלתיות

בעלות על נכס ותפעולו נתונים באופן ישיר ובאופן עקיף לרגולציה ארצית, אזורית ומקומית. אכיפה של תקנות וחוקים חדשים או פרשנות מחדשת של תקנות, עשויים להשפיע בצורה שלילית על ניהול ההשקעות ותפעולן. בנוסף, אין וודאות שלחוקים קיימים או עתידיים לא תהיה השפעה שעשויה להקטין את רווחיות ההשקעה.

כך למשל, אכיפת תקנות וחוקים חדשים בנושאי איכות הסביבה יכולה לגרום להשפעה כלכלית שלילית על פרויקטים ועל ההשקעות עצמן: תחת מגבלות וחוקים שונים, בעליו של הנדל"ן הוא בעל אחריות ישירה לזיהומים הנובעים מהנכס, כולל האחריות הפיננסית לטיפול ונטרול זיהומים ורעלים שנמצאו בנכס. החוק כופה חובות אלו על בעל הנכס גם אם אינו אחראי לזיהום ואף לא ידע עליו טרם הרכישה. עלויות הטיהור יכולות להעלות את ההוצאות על נכס מסוים מעבר להוצאות שהוקצו בתוכנית המקורית על ידי מנהלי ההשקעה. הימצאות חומרים אלו או כישלון בטיהור המזהמים, יכולים לגרום השפעה שלילית על יכולת המימוש והמימון מחדש של הנכס, השפעה שלילית על הכנסות מהנכס וכפועל יוצא, על ערך הנכס עצמו.

## 3. אסונות טבע ופגעים

ישנם אירועים שאינם זכאים לכיסוי ביטוחי או שאינם כדאיים כלכלית לביטוח דוגמת התקפות טרור, רעידות אדמה ואירועי טבע נוספים. למקרים אלו תהיה השפעה שלילית על ההשקעות.

## 4. סיכוני מס

ישנם סיכוני מס משמעותיים על כל השקעה. כמו כן, חוקי המס סבוכים ונתונים לשינויים ועדכונים בכל זמן נתון. דו"חות המס המוגשים מדי שנה נתונים לביקורת שלטונות המס בהתאם לתקנות ולחוקים הנאכפים באותה שנה, ובהתאם למדינת ההשקעה וחוקיה. ביקורת מס על מנהלי ההשקעה עשויה לגרום ביקורת מס גם על המשקיע. במקרה זה עלולות להיות הוצאות נוספות למשקיע כגון הוצאות משפטיות והוצאות בגין תשלום למס הכנסה, כאשר המשקיעים יידרשו לכסות הוצאות אלו. בנוסף, ישנם חוקי מס שונים המחשבים באופן פרטני,

ולכן על כל משקיע להיוועץ עם יועץ המס שלו על מנת לוודא את משמעות חוקי המס השונים על רווחי ההשקעה הצפויים בהתאם לסטטוס וישות המשקיע.

## 5. תחרות

ירידה בהזדמנויות השקעה נאותות הנדל"ן מחריפה את התחרות בענף בין חברות הנדל"ן, קרנות הריט וגופי השקעות נוספים המחפשים תדיר הזדמנויות השקעה הנדל"ן ומייקרת את הנכסים.

## 6. שחיקת רווחיות

הרווחים מההשקעות מבוססות הון עצמי הנדל"ן תלויים בהכנסה השוטפת מהנכס, מההוצאות סביב ההשקעה ובעיקר מעליית ערך הנכס. אם הנכסים אינם מייצרים הכנסה שעומדת בהוצאות התפעול שלהם כולל החזרי הון והוצאות מימון, ההכנסות תפחתנה וחלוקת הרווח למשקיעים תיפגע בהתאם. לעומת זאת, הוצאות כגון תשלומי משכנתה והוצאות תחזוקה, אינן מופחתות במקרה של הרעה בתנאי השוק, דבר שעלול לגרום לפגיעה ברווחים.

## 7. פגיעה בתשואה הפנימית

התחזית לרווחים הנה על בסיס ההחזקה של הנכס ועל ההנחה שניתן למכור את הנכס בהתאם לתוכנית העסקית. מדיניות מימוש הנכסים מושפעת מגורמים רבים כולל ירידה בהכנסה השוטפת, שינויים בשיעורי הריבית ובתנאי שוק ההון והעדר ביקוש. גורמים אלו וגורמים נוספים עלולים לגרום לעיכובים במימוש הנכס ביחס לתקופה המתוכננת בתוכנית העסקית דבר העלול לגרום לשינויים בתשואה הפנימית למשקיעים על השקעתם, מאחר והתשואה הפנימית מחושבת על בסיס מועד קבלת הכספים.

## דבריו של אלחנן רוזנהיים בערב הגאלה For a Change by EPOCH TIMES

31 במרץ 2016, אולם סמולרש, אוניברסיטת תל-אביב

"מהג'וב הראשון שלי, לאחר סיום ההתמחות, התפטרתי לאחר 4 שעות. זה היה תפקיד בכיר במשרד ממשלתי. הבנתי שעלי להיות שותף לדברים אסורים לדעתי, אך זה היה כנראה רק לדעתי. מאז למדתי כי הרבה דברים שאני רואה כלא מוסריים, כלא נכונים, אינם נחלת הכלל.

מוסר הוא חלק בלתי נפרד מעסקים. בגמרא נכתב שכאשר אדם מגיע לבית דין של מעלה הוא נשאל: "האם נשאת ונתת באמונה?" כלומר, האם ניהלת את חייך ביושר? - השאלה הראשונה שנצטרך להשיב עליה היא לא האם נסענו בשבת, שמרנו כשרות או הלכנו לבית הכנסת.

תארו לכם איך היה נראה עולם העסקים שלנו אם כולם היו מתנהלים כך, בסביבה עסקית של יושר ואמון הדדי.

התנהלות מוסרית היא יעילה והיא תואמת לעיקרון של win win. אין בעיה שכולנו נרצה להרוויח בעולם העסקי. כמנהל בתחום ההשקעות המטרה שלנו היא יצירת תשואה עודפת, וזה לעולם לא מתנגש עם הרעיון שתמיד נמליץ ללקוחות להשקיע את כספם אצל אנשים הגונים, ישרים ומקצועיים שנבחרו בקפידה.

אני מאמין שעדיף להפסיד עם אנשים ישרים מאשר להרוויח עם נוכלים. מובן, שדרך המלך, וזו העדיפות שלנו, היא להרוויח יחד עם אנשים ישרים.

לצערי, אנו חווים אטימות משפטית, ערכית ומוסרית. את בתי הסוהר מאכלסים נשיא מדינה, ראש ממשלה, שרים, רבנים, יושבי ראש ונשיאי חברות.

אני רוצה להאמין שאחרי ההתפרקות המוסרית תגיע תקופה של בנייה מחדש. שכל אחד מאתנו יזכה לעבוד עם אנשים מוסריים, שמקיימים הסכמים, שמנהלים את עסקיהם ביושר ושחושבים מעבר לטובתם האישית בלבד.

אני מאמין שנשיג את זה ברגע שהחברה שלנו תוקיע כל גורם שלא עומד באמות מידה מוסריות. שבתי המשפט יענישו על עדות שקר, נבחרו ציבור שסרחו לא יוכלו לשוב ולכהן והשוק לא יתן עוד הזדמנות למי שלא התנהל ביושר. ברגע שנפגין אפס סובלנות להתנהגות שאינה מוסרית, כל עולם העסקים יתיישר בהתאם.

פרופסור רנדי פאוש שהתפרסם בנאומו "ההרצאה האחרונה" אמר:

"אילו יכולתי לתת רק עצה של שתי מילים היא הייתה "דברו אמת". אילו היו לי עוד שתי מילים, הייתי מוסיף "כל הזמן". יושר לא רק נכון מבחינה מוסרית, הוא גם יעיל...".

המתנה הכי גדולה שאנו יכולים להעניק לילדינו, ובגילי אני יכול להוסיף לנכדינו, היא מורשת של יושרה.

אני מקווה שיגיע יום ובו כל אדם בעולם העסקים יוכל להגיד בלב שלם שהוא נשא ונתן באמונה."

### 3 אסטרטגיות השקעה שונות בנדל"ן - ויישומן

להשקיע בנכסים בלי להבין באיזו אסטרטגיה אתם פועלים משולה ליציאה לקרב ללא תכנית. הבנה של מרכיבי העסקה כגון הסיכון, הסיכוי, הנזילות וכו' תאפשר לקבל החלטות מושכלות ולהרוויח. פרק נוסף ב"מדריך להשקעות נדל"ן בחו"ל".

14.3.2016

השקעות נדל"ן נבחנות זו מזו בשורה של פרמטרים, כגון רמת הסיכון, הנזילות של ההשקעה, המינוף שלה ועוד. נהוג לסווג את אסטרטגיות ההשקעה לשלוש קטגוריות עיקריות: ליבה (Core), ערך מוסף (Value Added/Enhanced) ואופורטוניסטית (Opportunistic/High) Return.



Dreamstime

חשוב לדעת באיזו אסטרטגיה אתם משקיעים בנדל"ן

נראה רמת מינוף נמוכה יותר, ובאסטרטגיה אופורטוניסטית ההשקעה תהיה ממונפת ברמה גבוהה. מטבען השקעות נדל"ן הן בעלות נזילות נמוכה, אולם משקיעים שבחרים באסטרטגיות ליבה יוכלו לממש את ההשקעות בטווח קצר יותר לעומת משקיעים באסטרטגיות אחרות.

#### אסטרטגיית ליבה וליבה פלוס: משרדים במרכזי הערים

במסגרת אסטרטגיית ליבה המשקיעים יבחרו בעיקר השקעות בנכסים מניבים שאמורים לספק תזרים מזומנים קבוע מדמי שכירות של הנכסים. השקעה מסוג זה עומדת דרגה אחת מעל אג"ח מבחינת פרופיל הסיכון והתשואה, כלומר היא מניבה תשואה עדיפה במקצת על זו של האג"ח ורמת הסיכון שלה גבוהה במעט מזו של אג"ח ממשלתיות או קונצרניות

בעלות דירוג גבוה. מסיבה זו יש להשקעה זו קורלציה גבוהה לשעורי הריבית. הנכסים הטיפוסיים בהם ישקיעו המשקיעים באסטרטגיה זו הם נכסי נדל"ן מניב מסקטורים שונים כגון משרדים, מסחר, וכד'. אלו יהיו נכסים במרכזי הערים המרכזיות והגדולות בכל מדינה, ברמת גימור גבוהה (Class A - Trophy), המושכרים במחירי השוק, בתפוסה כמעט מלאה, לשוכרים טובים. כך למשל, אם מדובר בנכסים מסחריים שמושכרים לחברות, איכות השוכרים תבוא לידי ביטוי בדירוג החברות (חברות בעלות דירוג גבוה) וכמובן באורך החוזים. רמת המינוף באסטרטגיה זו נמוכה יחסית (עד 35%) ולעתים הנכסים הללו נרכשים ללא מינוף כלל. המשקיעים הטיפוסיים של אסטרטגיה כזו הם גופים מוסדיים, בעיקר קרנות פנסיה וקופות גמל שיש להן התחייבויות קבועות והן מחפשות תזרים פחות או יותר קבוע כנגד התחייבויות אלו.

אסטרטגיית ליבה פלוס (+Core) היא אסטרטגיה דומה, בעלת פרופיל סיכון/סיכוי מעט גבוה יותר והדבר יכול לבוא לידי ביטוי, למשל, ברמת מינוף גבוהה יותר ( 55-35%); בהשקעה בנכסים בעלי רמת תפוסה נמוכה יותר; בנכסים במיקום פחות מרכזי או בשווקים משניים בתוך כל מדינה. גם השוכרים באסטרטגיה יהיו בדרך כלל בעלי איתנות פיננסית נמוכה יותר מאלה של אסטרטגיית ליבה קלאסית. כך שנוסף סיכון מבחינת השוכרים שפחות נפוץ באסטרטגיית הליבה. גם בליבה פלוס עיקר ההכנסה היא משכירות; אם כי כאן ניתן לצפות למרכיב קטן של השבחה בשווי הנכס כתוצאה מהשבחת השכירות.

מבחינה גאוגרפית, באסטרטגיית ליבה או ליבה פלוס משקיעים בשווקים בעלי סיכון נמוך, כלומר שווקים מפותחים ולא שווקים מתעוררים, וגם את סיכויי השוק הללו ניתנהפחית על ידי פיזור גאוגרפי כלומר השקעה באסטרטגיה זו בכמה מדינות במקביל.

#### אסטרטגיית ערך מוסף: להחליף את מנהל הנכס

אסטרטגיית הוספת ערך כרוכה ברמת סיכון גבוהה יותר אך מאפשרת תשואה גבוהה יותר, זאת ביחס לאסטרטגיות הליבה השונות. התשואה העודפת נובעת משני רכיבים: הגדלת דמי השכירות ועליית ערך הנכס. יש כמובן קשר ישיר בין שני הגורמים: עליית ערך הנכס באה במקרים רבים מעלייה בשכר הדירה.

עליית ערך הנכס יכולה לנבוע ממגוון גורמים: שיפור איכות הניהול ואף החלפת הצוות הניהולי, הכנסת שיפורים בנכס המושכר כגון תיקוני 'קוסמטיקה' קלה, הרחבת הנכס כגון הוספת קומות או מבנים, פתרון בעיות במבנים בעייתיים, וכמובן עקב עליית מחירים בשוק הנדל"ן.

עלייה בתשואה מדמי שכירות יכולה לנבוע מהחלפת דיירים בדיירים שישלמו דמי שכירות גבוהים יותר. כך לדוגמה, במרכז מסחרי ניתן להחליף דייר עוון, שבדרך כלל משלם שכר דירה מופחת, במספר דיירים קטנים יותר שישלמו שכר דירה גבוה יותר. הסיכון מתבטא בכך שהוצאת דייר עוון יכולה לפגוע בכל המרכז המסחרי עקב ירידה בתנועת הקונים או בכך שלא ניתן יהיה להשכיר את כל השטח שיפנה דייר העוון. דוגמה אחרת להשבחת ערך הנכס יכולה להיות הוספת מרכז קניות קטן בלובי של בניין משרדים. באופן זה מקבלים תוספת דמי שכירות מהנכסים המסחריים, וכמו כן הדבר עשוי להעלות גם את האטרקטיביות של בניין המשרדים ולהביא לעלייה במחירי השכירות המשרדים עצמם.

רמת הסיכון הגבוהה יותר באסטרטגיה זו נובעת מהשקעה בשווקים מפותחים. סוג אחר של סיכון שניתן לקחת באסטרטגיה

זו הוא סיכון תפוסה: כלומר להשקיע בנכסים המושכרים רק בחלקם אולם בכל מקרה בתפוסה הגבוהה מ- 50%. רמת המינוף באסטרטגיה זו עשויה להגיע ל- 60%.



Dreamstime

אסטרטגיית ליבה וליבה פלוס

#### אסטרטגיה אופורטוניסטית: לפעול בשווקים במדינות מתפתחות

באסטרטגיה אופורטוניסטית רמת הסיכון הגבוהה ביותר אולם גם בעלת תוחלתתשואה הגבוהה ביותר. עיקר התשואה מהשקעה באסטרטגיה זו נובעמעליית ערך הנכס כלומר יצירת רווחי הון. בדרך כלל באסטרטגיה זו משקיעים בנכסים שאינם מניבים הכנסה שוטפת, וגם אם כן - ההכנסה משכירות אינה מנצלתאת פוטנציאל ההכנסות.

השבחת ערך הנכס יכולה להיות מושגת במגוון דרכים: שינוי יעוד, עליית ערך הקרקע, תוספות בנייה, וכד'. מרבית ההזדמנויות ליישום אסטרטגיה זו נמצאות במדינות מתפתחות, או בשווקים מתפתחים בארצות מפותחות, שם בדרך כלל מתרחשים תהליכים מסיביים של פיתוח, והשבחת הנכסים בהן היא תהליך מהיר יחסית.

הסיכון במדינות מתפתחות בא לידי ביטוי בדרכים רבות כגון בירוקרטיה ורגולציה לא ידידותיים; ההגנה על משקיעים פחות יעילה מאשר במדינות מפותחות; מטבע שעשוי להיות לא יציב ולכן פיחות בשער המטבע, עבור משקיע חוץ, עלול לנטרל אולבטל את רווחי ההון וכד'. למעשה, ניתן לממש אסטרטגיה זו בכל השווקים ואפילו בערים מרכזיות, כאשר ההשקעה מלווה בסיכויי אי ודאות להצלחת הפרויקט.

טווח ההשקעה הצפוי באסטרטגיה זו ארוך יחסית בעיקר בשל התקופה הנדרשת לרכישת הקרקע, פיתוחה, תקופת הבניה וההשכרה של הנכסים. עם זאת תקופת ההחזקה עם סיום הפיתוח מתוכננת להיות קצרה יחסית שכן המשקיע באסטרטגיה זו, שלמעשה יוצר נכסים בסיכון נמוך, מוכר אותם למשקיעים באסטרטגיות סיכון נמוכות יותר אסטרטגיית ליבה.

באסטרטגיה זו רמת הסיכון הגבוהה יחסית באה לידי ביטוי גם ברמת המינוף הגבוהה שעשויה להגיע ל- 85-80%. כדי לצמצם את הסיכון הגבוה ניתן לצמצם את הפוטנציאל להפסד (המכונה Downside Protection). כך ניתן, למשל, למכור חלק מהפרויקט עוד בשלב התכנון במחיר נמוך יחסית. באופן זה מקטינים אמנם את הרווח הכללי של הפרויקט כולו, אך מקטינים את הסיכון העתידי הגלום באי הוודאות לגבי התפוסה בפרויקט, שתתברר רק עם השלמתו. אפשרות אחרת לצמצום הסיכון היא למצוא דייר עוון, שאמנם ישלם דמי שכירות מופחתים מאחר והחזזה עמו נחתם בשלב מוקדם טרם האכלוס, אך יבטיח התעניינות רבה של שוכרים אחרים שירצו להיות קרובים לאותו דייר עוון המושך קונים למקום.



# רוצים להרוויח בנדל"ן? חפשו את פוטנציאל ההשבחה

השבחה של נכס מעלה את ערכו, וככל שפוטנציאל ההשבחה גבוה יותר כך משתלם יותר לרכוש אותו.  
פרק נוסף ב"מדריך להשקעות נדל"ן בחו"ל" של פרופימקס

6.4.2016

השקעת נדל"ן היא השקעה מוצלחת אך ורק אם יש סיכוי למכור אותה ברווח שינבע מעליית ערך הנכס ולא כדי להרוויח תשואה שוטפת. רכישת נכס לשם השגת תשואה שוטפת בלבד הינה שגויה. ישנן שתי סיבות עיקריות לעליית ערך הנכס (שאינן כוללות סיבות הנובעות משינויים מאקרו כלכליים עליהם אין לנו השפעה): רמת המחירים בשוק ועלייה בהכנסות שמניב הנכס כלומר-השבחה. השבחה הנה פעולה שנמצאת בשליטתנו, והינה הוספת ערך על-ידי נקיטת פעולות מגוונות כגון העלאת שכר הדירה, ייעול הניהול (שיביא להקטנת הוצאות), שינוי אופן השימוש, הגדלת שטחי השכירות, שינוי ייעוד הנכס וכיוצא בזה.



Dreamstime

רוצים להרוויח בנדל"ן? חפשו את פוטנציאל ההשבחה

ככל שפוטנציאל ההשבחה של הנכס גדול יותר, כך גדלה אטרקטיביות הרכישה שלו. ברור שלמומחים בתחום המהווים חלק מהמעגל הפנימי, יש סיכוי לרכוש נכס בעל פוטנציאל השבחה גדול יותר. יתרון מיוחד קיים למומחי נדל"ן מקומיים שנהנים מנגישות למספר רב של עסקאות (Deal Flow) בהן יש סיכויי השבחה. הם מכירים את השוק המקומי, חיים אותו ויכולים לפעול מהר יותר לסגירת עסקה מוצלחת. כמו כן, הם יודעים מאיזה נכסים כדאי להיזהר מאחר שערכם עלול לרדת. סיכויי ההצלחה של משקיע שאינו מקורב לשוק הנדל"ן בו הוא רוצה להשקיע ואינו חלק מאותו מעגל מומחים מקומי, קטנים בהרבה.

ככל שפוטנציאל ההשבחה של הנכס גדול יותר, כך גדלה אטרקטיביות הרכישה שלו. ברור שלמומחים בתחום המהווים חלק מהמעגל הפנימי, יש סיכוי לרכוש נכס בעל פוטנציאל השבחה גדול יותר. יתרון מיוחד קיים למומחי נדל"ן מקומיים שנהנים מנגישות למספר רב של עסקאות (Deal Flow) בהן יש סיכויי השבחה. הם מכירים את השוק המקומי, חיים אותו ויכולים לפעול מהר יותר לסגירת עסקה מוצלחת. כמו כן, הם יודעים מאיזה נכסים כדאי להיזהר מאחר שערכם עלול לרדת. סיכויי ההצלחה של משקיע שאינו מקורב לשוק הנדל"ן בו הוא רוצה להשקיע ואינו חלק מאותו מעגל מומחים מקומי, קטנים בהרבה.

יתרון נוסף של גוף כזה גלום בבקיאיותו בשטח, בכוחות המובילים אותו, הניסיון והמוניטין שצבר במרוצת השנים.

## כמה מרוויח שותף מקומי מסך הרווחים?

ביסוד מיזם משותף (Joint-Venture) עומד אינטרס רווחיות הדדי: ככל שתגדל תשואתו המצטברת של הנכס, כך יגדל הרווח של שני הצדדים. בעוד שהשותפים המוגבלים בעסקה (קרי המשקיעים) מסכנים את ההשקעה שלהם בלבד, ונהנים הן מהרווחים השוטפים והן מהערך המוסף המושקע על ידי השותף המנהל, זה האחרון מטפל בכל 'כאבי הראש' של ההשקעה וניהול הנכס. הוא לוקח על עצמו אחריות וסיכונים רבים במסגרת ההכנה, היזום והניהול השוטף של העסקה. כך למשל, הוא ערב אישית לתשלומי המשכנתא ותשלומי המס ומסכן את המוניטין שלו; הוא מבצע בדיקת נאותות, מנהל משא ומתן לסגירת העסקה, מטפל בהשבחה, בפיתוח וכו'. מיזמים משותפים יכולים להיות סינדיקציה בין גורמים בין לאומיים, או בין מספר שותפים פרטיים, כאשר מטרת ההשקעה היא הגדלת הרווחים.

עבור העבודה, האחריות, הניסיון והסיכונים הרבים שנוטל על עצמו השותף המנהל, הוא מצפה לתגמול. תגמול זה נקבע על פי כללים פשוטים וברורים כאשר את התגמול מקבל השותף רק לאחר חלוקת רווחים תקופתית. בדרך כלל נקבע כי המשקיעים זכאים לתשואה של 8%-12% על ההון שהשקיעו לפני שהשותף מנהל זכאי לקבל תגמול. על כל תשואה נוספת, מעבר לאותה תשואה, מתחלקים המשקיעים עם השותף המנהל ביחס שנקבע מראש. לדוגמה: 33% לשותף המנהל ו-67% למשקיעים. לעתים תיתכן חלוקה שונה: כך למשל בעסקאות פיתוח בהן יש יותר סיכון, עבודות הכנה, ייזום ומעקב אינטנסיבי. אז החלוקה בין השותף המנהל למשקיעים תהיה כזו: החזר כספי מלא של ההשקעה בתוספת התשואה שנקבעה מראש (מכונה 'תשואה מועדפת'), לדוגמה 10% לשנה, ולאחר מכן חלוקה שווה של יתרת התשואה קרי 50% מהתשואה לכל אחד מהצדדים. אופן תגמול זה ממריץ את השותף המנהל לדאוג לרווחיות קבועה שתעלה על הסף המוסכם מראש.

## החזר השקעה מלא למשקיעים

התגמול על התשואה השוטפת אינו המניע העיקרי של השותף המנהל: התגמול המשמעותי לו זכאי השותף המנהל יגיע רק לאחר שהמשקיעים יקבלו את מלוא השקעתם ובנוסף יקבלו את התשואה המועדפת. הדבר ייעשה על ידי תהליך מימון מחדש (Refinance) או לאחר מכירת הנכס (ראו להלן) ולכך שואף השותף המנהל להגיע, שכן משלב זה הוא יהיה זכאי לחלוקה מהרווחים כפי שנקבעה בין הצדדים (למשל 67% למשקיעים ו-33% לשותף המנהל) כבר מהדולר הראשון. זוהי דוגמה קלאסית של Win Win Situation, הטוב לכל הצדדים: החלוקה אמנם מהדולר הראשון אך היא מתאפשרת רק לאחר החזר מלא של ההשקעה למשקיעים בתוספת התשואה המועדפת לשנה. בשלב זה המשקיעים קיבלו את התשואה המועדפת שנקבעה מראש בתוספת החזר מלא של השקעתם. יחד עם זאת, מהרווח המשמעותי ביותר - רווחי ההון, ייהנה השותף המנהל רק לאחר המכירה של הנכס שכן אלו הרווחים

הצפויים להיות המשמעותיים ביותר בחיי העסקה.

גם מבחינת ניהול סיכונים, המשקיעים נמצאים כעת במצב הטוב ביותר: כל השקעתם חזרה בתוספת תשואה צפויה שנקבעה מראש (ואף תשואה גבוהה יותר). כלומר הסיכון בהשקעתם ירד. זאת ועוד: הם ממשיכים להיות בעלי הנכס ואת עיקר הרווח יקבלו בעת המכירה. ברור שהמוטיבציה של השותף המנהל בנקודת זמן זו חשובה ביותר, שכן היא ערובה להגדלת הרווחיות השוטפת ומקסום הרווח במכירת הנכס.

## מה זה מימון מחדש?

כדי להבין כיצד מימון מחדש מאפשר למשקיעים לקבל את השקעתם בחזרה, נבחן לשם המחשה השקעה בנכס ששווי 10 מיליון דולר ומניב תשואה (Cap-Rate) של 10% כלומר מיליון דולר בשנה. לאחר פנייה של השותף-המנהל, הבנק הסכים לממן השקעות בנכסים מניבים בכ-70% מערך הנכס, כלומר התקבל מימון בנקאי של 70% משווי הנכס (שהם 7 מיליון דולר). את יתרת 30% הדרושים (3 מיליון דולר) השקיעו המשקיעים. לאחר פרק זמן מסוים הצליח השותף המנהל להשביח את הנכס, והגדיל את ההכנסות ממנו לשני מיליון דולר. בחישוב תשואה של 10%, ונוכח הגידול בהכנסה השוטפת מהנכס, עלה כעת שווי הנכס ל-20 מיליון דולר ולאחר פניית השותף-המנהל, הבנק מוכן להגדיל את המשכנתא ל-14 מיליון דולר (שהם כעת 70% אחוז משווי הנוכחי של הנכס). השותף המנהל יבקש להגדיל את המשכנתא ב-3 מיליון דולר בלבד - גובה ההון העצמי שהושקע על ידי המשקיעים. כעת המשכנתא החדשה היא בסכום של 10 מיליון דולר. תוספת המשכנתא (3 מיליון דולר) תחזור למשקיעים שיקבלו את מלוא הקרן בחזרה (בהנחה שעד אותה נקודת זמן לא הוחזר חלק מהקרן למשקיעים אך שולמה כל התשואה). מהלך כזה מכונה מימון מחדש (Refinance). בהשבחת נכס וה-Refinance שמבוצע לאחר מכן טמון הרווח המשמעותי של המשקיעים והשותף-המנהל, עד לנקודת המכירה של הנכס.

לאחר שהמשקיעים קיבלו חזרה את השקעתם בתוספת התשואה שהצטברה לאורך התקופה בה שימשה הקרן את הפרויקט, תתבצע חלוקת הרווחים מהדולר הראשון בין המשקיעים לשותף-המנהל: כלומר 67% מכל רווח יועברו למשקיעים, ו-33% יועברו לשותף-המנהל. כמובן שחלוקה זו הנה לצורך הדוגמה, ותיתכן חלוקה שונה בהתאם לסוג העסקה, רמת הסיכון וכמובן מדיניות השותף-המנהל.

חיסרון בולט הנעוץ בהשקעה במיזם משותף הוא שהיציאה מהשותפות היא בהתאם ללוח זמנים קבוע מראש, בדרך כלל בין 4-6 שנים (מלבד עסקאות פיתוח לצורך מכירה שלהן טווח קצר יותר, בין 2-5 שנים). חסרון זה הוא החלק העיקרי בפרמיית הסיכון, שבצד אחד של המשוואה שלה נמצאות רמת סחירות ונדילות נמוכה, ובצד השני מקסום התשואה. בנוסף, השקעה לא ישירה בנדל"ן עם שותף-מנהל היא למעשה "השקעה" בשותף-המנהל יותר מאשר ההשקעה בנכס, לפיכך, אמינותו, יושרו והניהול האתי (Ethical Organization) של השותף-המנהל, הם האלמנטים החשובים ביותר בהחלטה האם להשקיע או לא.

# האם גם הבית הלבן יכול להיות השקעת נדל"ן אטרקטיבית?

השקעה בנכסי נדל"ן בארה"ב המושכרים לממשלה, מאפשרת למשקיעים לקבל תשואה בסיכון נמוך יחסי הדומה לאג"ח ממשלתית: הצצה לתחום הנכסים המושכרים למוסדות ממשלה בחוזים "המגובים בערבות מדינה"

3.7.2016



Dreamstime

הבית הלבן . הסיכון שרשות ממשלתית בארה"ב לא תשלם שכר דירה הוא נמוך מאוד

לרשויות ממשלתיות יושכרו בו זמנית לרשות אחת או שתיים בלבד. יש הרואים בנכסים בעלי דיירי עוגן מעטים כנכסים בעלי סיכון גבוה יותר בהשוואה לנכסים המושכרים לדיירים רבים, עקב התלות בדייר בודד. אך האם הדבר נכון גם כאשר מדובר בשוכר ממשלתי? בחינה של מאפייני עסקאות מתחום זה תראה שלא כך הדבר.

## וודאות גבוהה לתשלום שכר הדירה ולחוזקו הפיננסי של השוכר

ענף הנדל"ן הממשלתי מציע למשקיעים נכסים המושכרים בחוזים אשר "מגובים בערבות של מדינה", בדומה לביטחונות שמציעה איגרת חוב של המדינה. הסיכון שרשות ממשלתית בארה"ב לא תשלם שכר דירה הוא נמוך מאוד, והרבה יותר קרוב לסיכון שמדינה לא תעמוד בהתחייבותה לפרוע את האג"ח שלה מאשר לסיכון שדייר פרטי לא ישלם שכ"ד.

ענף הנדל"ן הממשלתי בארה"ב חווה שגשוג בשנים האחרונות, זאת בעקבות משקיעים רבים אשר יצאו מ"אזור הנוחות" שלהם והחליפו השקעות באג"ח ממשלתי בנכסי נדל"ן המושכרים למדינה. כמובן, שחלק מהתהליך הוא החלפת השקעה נזילה (אג"ח) בהשקעה לא נזילה אבל משקיעים מתוחכמים יודעים שתיק השקעות יעיל, הוא תיק שיש בו מרכיבים של נזילות עם מרכיבים של חוסר-נזילות אשר מספקים תשואה עודפת. השקעות בנדל"ן ממשלתי, יוצרות תזרים מזומנים חד-סיפרתי גבוה ותשואות סופיות דו-ספרתיות נמוכות.

לנכסים מסוג זה יש מספר מאפיינים שחשוב להכיר לפני ביצוע ההשקעה. בשל היקפי פעילות גדולים והצורך במרחב המתאים לקבלת קהל, דורשות הרשויות הממשלתיות שטחי משרדים ותפעול נרחבים. על כן, ברוב המקרים, נכסים המושכרים



Dreamstime

חפשו פוטנציאל להשקעה

השקעות אלו, בדרך כלל, הינן השקעות בהן המשקיעים מצפים לשיעור תשואה פנימי (IRR) של 8% לפחות, זאת בזכות שיטת התגמול של השותף המנהל, בדיקת הנאותות המקצועית והמעמיקה, בניית תחזית עסקית שמרנית ומקצועית ובעיקר הסתמכותנו על כך שאנו משקיעים עם מנהלים בעלי יושרה (Integrity).

יש לזכור תמיד כי תשואות שהושגו בעבר אינן מהוות אינדיקציה לעתיד. לא ניתן להבטיח תשואות. רק עם מימוש ההשקעה (Exit), ידע המשקיע האם אכן ההשקעה השתלמה משום שרק אז מתאפשר חישוב התשואה הסופית שהניבה ההשקעה וממנה נהנה המשקיע.

# באתי, השבחתי, מכרתי

גונת'ר רייבלינג, שותף-מייסד בטאורוס, מדגיש את חשיבות תפקיד מנהל ההשקעות בתחום השקעות נדל"ן בעולם, מסביר כיצד מצליחה החברה לנצל את ההזדמנויות בשוק הנדל"ן האמריקאי התוסס ומספר מדוע לפעמים כדאי למכור נכס גם כאשר מחירו צפוי עדיין לעלות

26.12.2016



## מה הסיבה למשיכה הגוברת מצד משקיעים להשקיע בנדל"ן כחלק מתיק ההשקעות שלהם?

באופן יחסי מדובר בהשקעה מאוד יציבה ובעולם מבינים כיום כי יש להקצות לה 20-40 אחוזים מהתיק. אנו רואים כי משקיעים מוסדיים משקיעים יותר הון בתחום, כי זו דרך טובה עבורם ליצור הכנסה יציבה וגבוהה יחסית בעידן של ריבית נמוכה. משקיעים פרטיים, הנכנסים לתחום זה כל הזמן, מגדילים את הקצאתם באופן עקבי. חשוב לזכור כי נדל"ן הוא תחום מאוד מגוון, ואנו למשל מגייסים כסף רק אחרי שאנו מבינים איזו הקצאה של נדל"ן חו"ל מתאימה למשקיע. אנחנו מדברים תמיד על ביזור וניצול הזדמנויות: חשוב להבין מה המשקיע רוצה מההשקעה: האם הוא רוצה לקבל החזר קבוע, גבוה או נמוך, להגדיל את הסיכון או להקטין אותו, וכך הלאה. אנחנו גם מייחסים חשיבות לבחירה של הלקוח במה להשקיע: ייתכן שהוא ירצה להשקיע בסקטור התעשייתי במדינה מסוימת כי להערכתו יש מעבר במדינה הזו ממסחר לייצור, או להשקיע בנכס מניב או ביוזמת נדל"ן מסוימת. בשיטה שלנו, בתור חברת ניהול השקעות שכל אחת היא יישות בפני עצמה, כל אחד בוחר באיזו השקעה מסוימת הוא רוצה להשקיע.

תפקידו של מנהל ההשקעות בהצלחת הפורטפוליו הוא עצום, מדגיש שוב ושוב גונת'ר רייבלינג, סגן יו"ר ושותף מייסד של טאורוס (Taurus) בשיחה עם משקיעים ישראלים הנערכת במשרדי שותפתה הישראלית, פרופימקס. בהמשך יספק דוגמאות מוחשיות לחשיבות הידע המקומי שמביא מנהל הנכס ויסביר כיצד הפרטים הקטנים שהם כמעט פיקנטריה - כמו היכן מתגורר המנכ"ל של החברה ששוכרת את המשרדים או מה יודעת המזכירה על מצב החברה יכולים לעשות את ההבדל בתשואה שתשיג ההשקעה.

טאורוס, המשקיעה בארה"ב ובמדינות נוספות ביניהן קנדה, גרמניה ובריטניה, נוסדה ב-1976 והיא מתמחה בניהול גלובאלי של נכסים בסקטורים של מגורים, משרדים, תעשייה, קמעונאות, מלונאות ושימושים מסחריים אחרים, עבור משקיעים פרטיים עתירי הון וגופים מוסדיים. רייבלינג, יליד גרמניה, הגיע בשנת 1972 לארה"ב והוא אחד משלושת השותפים בחברה (שותף אחר הוא אחיו). רייבלינג ביקר לאחרונה בישראל במסגרת השותפות האסטרטגית ארוכת השנים עם פרופימקס. הרצה בפני המשקיעים וקהל שוחר ידע וביקר בשני ימי ועידת ישראל לעסקים 2016 של גלובס. שמענו ממנו על האסטרטגיה של החברה, כיצד ניתן להשיג תשואות גבוהות בשוק הנדל"ן האמריקאי המושך יותר ויותר משקיעים מקצוענים (וחובבנים) מכל העולם ומה היתרונות של חברת ניהול במודל של טאורוס.

פרופימקס המאמינה בפיזור בהשקעות בסוגי נכסים שונים (כמו גם פיזור גיאוגרפי, ניהולי ואסטרטגי), משקיעה בסקטור הנדל"ן הממשלתי באנגליה ובארה"ב. בארה"ב משקיעה פרופימקס עם Elman Investors, אחת משותפותיה האסטרטגיות, המנהלת נכסי נדל"ן ממשלתי למעלה מ-25 שנים ובעלת ניסיון מוכח בענף. יחד עם Elman Investors, ביצעה פרופימקס,



מבנה בית המשפט הפדרלי של ארה"ב, באברדין, מיסיסיפי בו השקיעו פרופימקס ומשקיעיה. הניב תשואה דו-ספרתית גבוהה

עד כה, שבע עסקאות בסקטור זה ביניהן, עסקה לרכישת בית המשפט הפדרלי באברדין, מיסיסיפי. "במסגרת העסקה הצטרפנו לאלמן ברכישת מבנה בית המשפט הפדרלי של ארה"ב, באברדין, מיסיסיפי בשנת 2013 כאשר הנכס נבנה בשנת 2005 והותאם במיוחד לפעילותו של בית המשפט", מציין אסף רוזנהיים, מנהל תחום ההשקעות, פרופימקס.

"בעת ביצוע העסקה, התוכנית המקורית הייתה להחזיק בנכס למשך כ-12 שנים. הנכס כבר היה מושכר לממשלת ארה"ב למשך כ-8 שנים, ובחינת ההכנסות התפעוליות שלו הראתה היסטוריה תפעולית יציבה", מציין רוזנהיים.

"לאחר רכישת המבנה, המשיכו תשואות האג"ח הממשלתיות לטווח ארוך בארה"ב לרדת. בחינה של התשואות של העסקה אל מול תשואות אג"ח 10 שנים ארה"ב, מדגימה אפקט מעניין", אומר איציק אמדו מפרופימקס, אשר לו מעל 20 שנות ניסיון בתחום שוקי ההון. "רידת התשואות על אגרות החוב הארוכות יצרו רווחי הון בכל השוק, אך בעסקת הנדל"ן הרווח היה גבוה יותר. לדוגמה, מי שקנה אג"ח ארה"ב ל-10 שנים ביום עסקת הנדל"ן ומכר אותה ביום מימוש עסקת הנדל"ן, השיא תשואה של 6.2%, לעומת הקופון של האג"ח אשר היה 2.8%. לעומת זאת, בעוד התשואה השוטפת הצפויה של עסקת הנדל"ן לפי התוכנית העסקית עמדה על 8% והתשואה השנתית הממוצעת הכוללת (IRR) עמדה על 10% לפי התוכנית העסקית, ה-IRR במכירה עמד על 38%, כמעט פי ארבע מהצפי המקורי". מסכם אמדו.

"עבודה עם שותף מקומי בעל ניסיון באסטרטגיות שיכולות להשיא תשואה גבוהה גם בשוק הזה, הוכיחה את עצמה, ובהשוואה לאג"ח הממשלתי של ארה"ב, השקעה זו הוכיחה עצמה הן מבחינת רמת הביטחון, אשר יש שיתענו שהינה גבוהה אף יותר מרמת הביטחון של אג"ח ממשלתי של ממשלת ארה"ב (כיוון שממשלות לא תשלמנה אג"ח לפני שלא תשלמנה דמי שכירות), והן מבחינת התשואה שהניבה העסקה בהשוואה לתשואת האג"ח הממשלתית באותה תקופה".

לכן, השכרת נכס לרשות ממשלתית משולה לעיתים לאיגרת חוב של המדינה, שכן מצב שבו המדינה לא תוכל לשלם לבעל הנכס את חובותיה "שווה ערך" לאי תשלום חובות המדינה למחזיקי איגרת החוב. בנושא זה ישנם סייגים הנובעים מהמבנה השלטוני בארה"ב. מבנה השלטון האמריקאי יוצר שני סוגים של רשויות ממשלתיות: רשויות פדרליות ורשויות ברמת המדינה (State). מהות ההבדל הינה בתנאי החוזים אל מול הרשויות. לרשויות ברמת המדינה ניתנת האפשרות להפר חוזה בתוך 60 ימים במקרה ומופסק מימון על ידי המדינה, ועל כן, הן רגישות לשינויים פוליטיים וכלכליים במדינה. מנגד, בחוזים אל מול רשויות פדרליות, לא קיימים סעיפים מתירים אלו. עקב הסעיפים המתירים, כאשר אנו בוחנים השקעה בנכס המושכר לרשות ברמת המדינה, יש לבחון את מהותיות הרשות וכן את היציבות הכלכלית והפוליטית של המדינה.

## תקופת שכירות ארוכה

רשויות ממשלתיות אינן עוברות משרדים בתדירות גבוהה, דבר המהווה בטחון כלכלי בהערכת העסקה. לכן, מספר סיבות: הראשונה נעוצה באופי עבודתן של רשויות אלו המצריך קבלת קהל. העתקת משרדי הרשות מנכס לנכס בתדירות גבוהה, יוצרת בלבול אצל קהל הפונים ולכן רשויות נוטות להישאר באותו מיקום זמן רב. השנייה, נעוצה בבירוקרטיה הרבה הקיימת במוסדות הממשלתיים: תהליך חתימת חוזה עם רשות ממשלתית יכול להימשך מספר חודשים, דבר המעמיד את המערכת במצב של אי וודאות. כדי להימנע ממצב זה, חוזי השכירות עם רשויות ממשלתיות הינם ארוכי טווח.

הסיבה השלישית הינה הדרישות המיוחדות של הרשות מהמבנה, לדוגמה התחברות למסדי מידע ארציים, לוגיסטיקה הקשורה לקבלת קהל (חנייה, למשל), שטחי אחסון גדולים, התקנת מערכות אבטחה ברמה גבוהה מאוד ועוד. ראייה לכך ניתן למצוא במשך השכירות הממוצע של רשויות ממשלתיות בארה"ב, העומד על כ-23.3 שנים. נתון זה מוסיף לוודאות של המשקיע בנוגע לביצועי הנכס.

## בעל הנכס אחראי לתחזוקה

סוג השכירות האופייני לנכסים ממשלתיים הינו שכירות בה בעל הנכס הינו אחראי לתחזוקתו, החל מההוצאות השוטפות ועד לביצוע השיפורים במושכר. מבנה שכירות זה מטיל אחריות רבה על בעל הנכס אשר טומנת בחובה אי וודאות, ועל כן, מבנה שכירות זה דורש מבעל הנכס ידע, ניסיון וניהול אקטיבי.

סיכון זה ניתן לגדר על ידי השקעה עם מנהלים בעלי ניסיון מוכח בתחום הבעלות על נכסים המושכרים לדיירים ממשלתיים, וכן על ידי השקעה בנכסים בהם עבודות שיפור ותחזוקה נעשו באופן שוטף ובסמיכות לזמן ההשקעה.

## ההזדמנות להשקעה אטרקטיבית בעלת סיכון נמוך ביחס לשוק

ענף ההשקעות בנדל"ן הממשלתי טומן בחובו הזדמנות להשקעות אטרקטיביות בעלות סיכון נמוך ביחס לשוק, הנובע בעיקר מחוסנו הכלכלי של השוכר וחוזי שכירות ארוכי טווח המבטיחים לבעל הנכס את הכנסותיו. מנגד, יש לזכור שנכסים ממשלתיים דורשים השקעה רבה, אם ברמה היומיומית של תפעול הנכס או בתקופת חידוש החוזים הדורשת הבנה של ההליך הבירוקרטי ולכן, השקעות כאלו יש לעשות רק עם מנהלים בעלי ניסיון רב ומוכח בתחום. השקעות שיעשו עם השותף נכון, טומנות בחובן פוטנציאל אדיר.

## באיזה סוג עסקאות אתם מתעניינים במיוחד?

"חלק ניכר מהעסקאות שלנו הוא השקעה בפרויקטים של הוספת ערך. לקנות נכס רק כדי לאסוף שכר דירה לא מעניין אותנו. עסקה קלאסית שלנו תהיה קניית בניין בן 20 שנה שהיה בבעלות משפחה שרק 'חלבה' אותו ולא השקיעה בו, ועכשיו מוכרת אותו מסיבה כלשהי. אני בודק בכמה אוכל להעלות את שכר הדירה אם אחדש את המטבח, אפרוש שטיחים חדשים וכו'. לשם כך דרוש כמובן צוות מקומי שמבין את העסקאות שאנחנו מבצעים ומכיר היטב את השוק והאזור."



## אתה מרבה להזכיר בדברייך את חשיבותו של מנהל הנכס בהשקעות. מדוע?

"מנהלים בעלי ניסיון המתמחים בסוג נכסים או בשוק מסוים, יכולים להצליח גם בשוק עולה וגם בשוק יורד. אם אתה מנהל טוב תוכל לעשות השקעות טובות גם בשוק רע; אם אתה מנהל רע תוכל להזיק להשקעות גם בשוק טוב. כל אחד יכול לקנות נכס, השאלה היא אם תעשה כסף מזה. יש לנו מומחים לתחום המולטיפימילי (מקבצי דיור להשכרה), לתחום המשרדים ולשאר הסקטורים. אגב, לדעתנו מנהל טוב חייב גם להשקיע בעצמו בכל השקעה שהוא עושה. אנחנו בהחלט מאמינים במשפט 'שים את כספך במקום בו פיך נמצא'."

## מהו הליך איתור הנכסים שלכם? כיצד אתם מחליטים מהו נכס אטרקטיבי?

"ראשית נדל"ן הוא קודם כל תחום מקומי, כך שהחלטות כאלו מתבססות על הכרות עם השכונה, העיר והאזור. נדל"ן הוא גם תחום מאוד מגוון עם סוגי נכסים רבים. השאלה שיש תמיד לשאול לגבי כל נכס היא האם הוא במקום הנכון, במחיר הנכון והאם העיתוי לקנות או למכור הוא הנכון. האם היום היינו קונים פרויקט מולטיפימילי בניו יורק? כנראה שלא. מחירי שכר הדירה כבר גבוהים מאוד ויהיה קשה להעלות אותם. האם נעשה זאת בצפון קרוליינה? ייתכן שכן. האזור צומח כי אנשים יכולים להרשות לעצמם לגור שם ולא דווקא בניו יורק."

"שנית, משקיעים רבים בודקים את הנתונים הממוצעים של העיר, ואם הם גרועים הם אומרים 'אני לא אוכל להביא את זה לוועדת ההשקעות שלי' ומוותרים. אנחנו לא מתעצלים, נוסעים לבדוק את הנכס עצמו, את השכונה המסוימת, מנסים לזהות את המעסיקים הגדולים באזור. באחת ההשקעות קנינו בניין מולטיפימילי בעיר בעלת נתוני פתיחה לא טובים במיוחד שהשיג תשואה חד-ספרתית גבוהה. ביקרנו במקום וגילינו שהנכס צמוד למגרש גולף, משקיף על הנהר ושענקית המסחר המקוון אמזון עומדת לפתוח ממש מולו מרכז ענק שיעסיק 1,000 עובדים, שהם פוטנציאל להיות השוכרים של הדירות וחלקם כבר מתגוררים בהן. בזכות הנתונים הללו שגילינו קנינו אותו וכעבור כמה שנים מכרנו אותו בתשואה של דו-ספרתית, Cash on Cash."

"כאמור, יש חשיבות רבה לידיע המקומי שמביא מנהל הנכס. כאשר מנהל מביא עסקה לוועדת ההשקעות הוא צריך לשכנע אותנו לבצע את העסקה. לפני שנה קנינו בבוסטון בניין שהמשקיעים שרכשו אותו לפנינו לא היו מרוצים מתוצאות הניהול וגם לא חשבו שהשוק יעלה. מנהל הנכס שלנו הצביע על כך שהמנכ"ל של החברה ששוכרת את המשרדים ומהווה "שוכר עוגן", גר ממש מעבר לפינה. אין מצב שמנכ"ל שמדי בוקר מגיע למשרד בהליכה נינוחה של חמש דקות יעביר את המשרדים לעיר אחרת, מה גם שבאותו אזור לא היו בניינים אטרקטיביים נוספים. לכן ראינו פוטנציאל ברכישה של הנכס, בהשכחה ובהעלאת שכר הדירה של הדיירים שעמדו בפני חידוש החוזה."



## האם אתם משקיעים בכל עסקה אטרקטיבית שמגיעה אליכם?

"לא, אין לנו יכולת להשקיע בכל עסקה. אנחנו חברת החזקות שמנהלת השקעות: כל השקעה היא כלי משפטי שונה ולכן קיימת הפרדה בין כל נכס. לפעמים אנחנו בוחנים 90 עסקאות בו זמנית, ואין לנו יכולת או רצון להשקיע בעצמנו בכולן. יתרה מכך, אם בתחילת הדרך השקענו בעצמנו בכל עסקה כחלק מדרישתם של המשקיעים והשותפים 'שנהיה במשחק', כיום יש לנו שותפים רבים שכלל לא רוצים שנשקיע בעסקאות, כדי שנוכל להשקיע את ההון שלנו באיתור ההשקעות ובהכנתן לגיוס המשקיעים. אנחנו מרוויחים יותר מהתשואות שאנחנו מקבלים אחרי שהמשקיעים מקבלים את התשואה הצפויה מההשקעה, מאשר התשואה שנקבל אם נשקיע את הכסף שלנו כתף אל כתף עם משקיע רגיל. בסופו של דבר המשקיעים מזרימים הרבה כסף לעסקה, אז אם הם לא סומכים עלינו עדיף כבר שלא ישקיעו איתנו. זה לא משנה אם אנחנו נשקיע יחד איתם אחוז או עשרים אחוז."

"עיקר המאמץ שלנו מושקע בבחירת ההשקעות. מי שאחראית לסינון הסופי היא וועדת ההשקעות שלנו שכוללת מספר מנהלים, והחלטה להשקיע חייבת להתקבל בה פה אחד. אחרי שקיבלנו החלטה, אנחנו מתחילים בתהליך בדיקה וגילוי נאות על העסקה. זה עולה כסף כי צריך לתת פיקדון אם כי אפשר לקבל אותו בחזרה. עוד מאפיין שלנו הוא שאנחנו לא מאשרים השקעה בלי לבדוק אותה בעצמנו פיזית - אנחנו נגיע לנכס ונבדוק את מצבו, מצב הסביבה, התחבורה במקום ועוד. אם למשל נגלה שהגג דולף נדרוש לתקן אותו על חשבון המוכר לפני שנקנה. כמובן שאנחנו בודקים גם את הצדדים המשפטיים וכו'. כל העלות של התהליך הזה היא על חשבון

טאורוס, כך שאם העסקה 'נופלת' או שלא נצליח לגייס את ההון הדרוש להשקעה נפסיד מאות אלפי דולרים. בשלב הבא אנחנו ננהל משא ומתן עם המוכר, נבחר את אסטרטגיית הגידור של העסקה ובשלב האחרון גייס את הכסף מהמשקיעים. מבחינה סטטיסטית, ב-95 אחוז מהעסקאות שמאושרות בוועדת ההשקעות ושילמנו פיקדון עבורן, אנחנו גם נשקיע בסוף."

## מדוע אתם לא מחזיקים בנכסים לטווח ארוך אלא מוכרים אותם כעבור מספר שנים?

"בתור חברה עסקית המטרה שלנו היא קודם כל להרוויח. אנחנו נכנסים לעסקאות רק כאשר אנחנו יודעים לבנות תרחיש של מכירתן ברווח - כאשר חשוב להדגיש שטאורוס מרוויחה מפרויקט רק אחרי שהמשקיעים קיבלו את ההון העצמי ואת התשואה הצפויה המופיעה בתוכנית העסקית. פרויקט טיפוזי נמשך 3-5 שנים אבל גם אם עברו רק שנתיים נניח, והגענו ליעד התשואה שהצבנו כי השוק היה טוב מאשר חשבנו, למשקיעים, אנחנו ככל הנראה נמכור את הנכס, זאת אפילו אם יש סיכוי לעליה נוספת בתשואה. לדעתנו לא תמיד כדאי להחזיק פרויקט כדי להרוויח עוד קצת, כי לצד הרווח יש גם סיכון. כמובן שנעשה זאת לאחר שנעדכן את המשקיעים."

"אני אתן דוגמה: קנינו בניין משרדים בשכר דירה של 20 דולר למטר, כיוון שהאמנו שאחרי השבחה של הנכס נוכל להעלות את שכר הדירה ל-26 דולר למטר. לאחר שהשגנו יעד זה, נראה לנו שהשוק יכול לתמוך בהעלאה נוספת של שכר הדירה ל-28 דולר למטר. האם זה זמן טוב למכור או להמשיך ולהחזיק בנכס? לדעתנו התשובה לכך תלויה במספר גורמים. סביר להניח שנחכה לחידוש החוזים עם הדיירים וננסה להעלות את שכר הדירה. אם נראה שהם לא מוכנים להעלות את שכר הדירה ל-28 דולר אולי נסיק מכך שכדאי למכור את הנכס מאחר והשוק עצר. אגב, מניסיון גילינו ששווה לשוחח לעתים עם המזכירה בלובי, שכן היא זו שיודעת לפעמים הכי טוב מה קורה בשוק: אם השוכרים מתכוונים לשכור עובדים, אולי המצב טוב ונוכל להמשיך ולהעלות את שכר הדירה. לצערי בעקבות המשבר הפיננסי הגדול היו לנו גם פרויקטים שבהם טאורוס לא הרוויחה, כי ההתאוששות מהירידות נמשכה זמן רב מעבר לתחזית, והצלחנו להרוויח רק את התשואה שצפינו למשקיעים. אנחנו מחויבים קודם כל אליהם כי הם אלו שנתנו לנו את הכסף וצריכים לקבל את מה שצפינו במידה וזה אפשרי."

## האם ניהול הפרויקטים שטאורוס משקיעה בהם הוא מרכז רווח בפני עצמו?

"לא ממש. עקרונית אין לנו רצון לנהל פרויקטים רק בשביל לנהל פרויקטים, אבל הבנו מזמן כי הניהול המוקפד הוא זה שיוצר את הרווחיות. בהתחלה התלבטנו האם להעביר את הניהול לצד שלישי, אבל בסופו של דבר הבנו שחשוב לשלוט בתהליך ובמידע כדי למקסם את הרווח מהעסקה."



## האם עדיין יש הזדמנויות בשוק האמריקאי?

"התשובה לשאלה נובעת כמובן גם מהציפיות: אי אפשר לצפות לקבל את אותה תשואה באותה רמת סיכון בניו יורק ובסאן אנטוניו (טקסס). אנחנו מעריכים כל הזמן את המדיניות לכל שוק וסקטור, ופועלים בהתאם. תמיד יש הזדמנויות ולנו כחברת ניהול יש שני יתרונות חשובים שמאפשרים לנו לנצל אותן: ראשית אנחנו מאד גמישים ולא חייבים למכור נכס. אם למשל יצא מהנכס דייר העוגן והשווי של הנכס ירד, אנחנו לא נמכור את הנכס בזול כי אנחנו לחוצים למכור. קודם נמצא דייר חזק, נחזק את שווי הנכס, ורק אז נמכור. מצד שני, אנחנו לא נמצאים תחת לחץ להשקיע ונעשה זאת רק כאשר יש עסקה טובה. לפעמים אין לנו עסקאות, אז אנחנו ממשיכים לבחון עד שמוצאים עסקה טובה."

"זה נכון שיש יותר שחקנים שרודפים אחרי הנכסים בשוק כיום מאשר בעבר ולמשל התשואות של סקטור המולטיפימילי יורדות כי הרבה כסף נכנס לשוק. לנו יש יתרון שנובע מכך שאנחנו פועלים בשוק כבר 40 שנה ועסקאות מגיעות אלינו בזכות המוניטין של שחקן רציני שרכשנו במהלך השנים. יש חברות שמוכרות נכסים ולא רוצות לעורר גלים בשוק, אז הן באות ל 4-5 חברות שמתמחות בתחום, וטאורוס היא אחת מהחברות הללו. אנחנו סוגרים עסקאות והשוק יודע זאת. לכן, גם בשוק שבו לכאורה אין יותר עסקאות טובות, יש עסקאות טובות שמגיעות אלינו. בשוק יודעים מה היתרונות לעבוד איתנו: אם למשל המוכר יצא לתהליך של מכירה ולפתע הוא צריך עוד זמן - אנחנו מספיק גמישים כדי לדחות עסקה ולבצע אותה מאוחר יותר."

"יש מצבים שבהם המוכר לא יבחר בהצעה הגבוהה ביותר שקיבל אלא בהצעה שלנו כי הוא יודע שיצליח לסגור את העסקה איתנו בסיכוי גבוה יותר. היו גם מקרים שבהם המוכר בוחר בהצעה כספית גבוהה משלנו, אבל גם אחרי כמה חודשים הוא עדיין לא הצליח לסגור את העסקה עם הקונה. אני אספר אנקדוטה - לפני המיתון של שנת 2008 הלכתי למשקיעים והצגתי להם השקעה עם שיעור תשואה פנימי (IRR) של 18 אחוזים. לפנינו היו אצלם נציגי בנק ההשקעות גולדמן סאקס שהציעו להם השקעה עם תשואה 30 אחוז. ההבדל היה במימון - הם הציעו מימון של 90 אחוז מהעסקה. אבל כאשר הם נדרשו להוציא את העסקה לפועל הם לא הצליחו לגייס את ההון הדרוש והחזירו את הנכס לבנק. 4 מיליון דולר מכספי המשקיעים הלכו לאיבוד ב'סיבוב' הזה. אנחנו לעומת זאת עושים שימוש ב-65 אחוז מימון בלבד, ואנחנו תמיד משיגים את ההון העצמי הדרוש. אגב, אתם חושבים שהם לא השקיעו שוב עם גולדמן סאקס? בוודאי שהשקיעו."

## מה מעניין אתכם כיום?

"רוב הפרויקטים שלנו כיום הם בארה"ב. היו לנו פרויקטים בקנדה אבל המחירים הפכו למושגים אז מכרנו את הכל. אולי נחזור לשם עוד כמה שנים, אנחנו מעריכים את המצב שם ובמקומות אחרים באופן שוטף. בנוסף אנחנו מחפשים כיום השקעות בגרמניה בעיקר בתחום הלוגיסטיקה. כמו שאמרת, הזדמנויות תמיד יש."

# פירסומי מחלקת המחקר של פרופימקס

בשנים האחרונות, קמו גופים רבים שמציעים למשקיע הישראלי אפשרויות השקעה בנדל"ן בחו"ל, אך טרם נמצאה דרך להגן על המשקיעים הפרטיים באופן מוחלט מחד, מבלי להגביל את יכולתם להיחשף להשקעות מגוונות, מאידך. מאמר זה מרכז עבורכם 8 פרמטרים לבדיקת מנהלי השקעות פרטיים. פרמטרים אלו נסמכים על מחקרים אקדמאים, המלצות Gatekeepers מובילים בעולם ועל ניסיונם של מנהלי השקעות מוסדיים בארץ ובחו"ל.

### מתכננים השקעה בנדל"ן בחו"ל? בראש ובראשונה, השקיעו בבחירת המנהל!

הפרמטרים שיפורטו להלן יסייעו לכם לבדוק את מנהלי ההשקעות הנכונים ביותר עבורכם ועבור הלקוחות שלכם. חלק מהפרמטרים ניתנים לכימות, אך חשוב להסתכל על הפרמטרים כמכלול, בו על סך המרכיבים להיות חיובי.

## 1. האם למנהל רגולציה עצמית ויכולת התאמה של ההשקעה למשקיעים?

צפי התשואות בתחום השקעות הנדל"ן הפרטיות בחו"ל עשויה להיות גבוהה, ולכן הפיתוי להשקיע הוא גדול. השאלה היא האם ההשקעה בנכס שאינו נזיל, בה קיים סיכוי לרווחי הון משמעותיים, אך לצדו, כמו בכל השקעה, גם סיכון, מתאימה לכל משקיע? התשובה הברורה היא שלילית. ככלל, בחירת סוג ההשקעה היא סובייקטיבית ותלויה בהעדפות ומאפיינים פיננסיים של המשקיע.

ככל ההשקעות, גם השקעות שאינן נזילות טומנות בחובן אי וודאות. לכן, אם מנהל השקעה כלשהו מבטיח לכם תשואה, או מתחייב שלא תפסידו את כספכם, הרי שאינו המנהל הנכון להשקיע עמו.

השקעות שאינן נזילות מתחום ההשקעות האלטרנטיביות (ביניהן נדל"ן, Private Equity, אג"ח קטסטרופה ו-Life Settlement) משלמות פרמיה עודפת בהשוואה להשקעות נזילות, אך כרוכות בסיכון שאינו מתאים לכל משקיע. למי הוא כן מתאים? ללא יעוץ מקצועי לא ניתן לקבוע זאת, אבל הרגולטור קבע שרק משקיעים כשירים, יוכלו לקבל מידע מלא על השקעות פרטיות (בנוסף ל-35 ניצעים נוספים). לכן, אם יש ספק, השקעות בתחום הנדל"ן הפרטי בחו"ל צריכות לשרת רק משקיעים כשירים, או משקיעים שישקיעו עם גוף בעל מוניטין רב שנים וניסיון מוכח בעתות משבר.

לצערנו, בסביבה זו, נוצרה "פרצה הקוראת לגנב" ובמשך 20 השנים האחרונות, חברות קמו ונפלו, תוך שהן לוקחות עמן את חסכוני חייהם של משקיעים רבים. ישנן חברות ששומרות על רגולציה עצמית כדי לוודא שהמשקיעים עמן עומדים בקריטריונים שתואמים את הסיכון המגולם בהשקעות מסוג זה. לשם המחשה: גם מעבר להגבלות השונות שיצרו המחוקק או רשות ניירות ערך בישראל, יכולות החברות לבחור בתנאי סף על פי אמות מידה בינלאומיות, דוגמת הצהרה שהמשקיע הוא USA Accredited - דרישה להצהרה של המשקיע על שווי מינימלי של הון - אמנם בפרמטרים שונים מהגדרת המשקיע הכשיר הישראלי, אך מתוך כוונה דומה.

ישנן חברות המציעות למשקיעים להשתתף בהשקעות גם בסכומים נמוכים, על מנת לאפשר למשקיע עם הון מוגבל להיחשף להשקעות נדל"ן בחו"ל. עם זאת, כדאי לזכור שבנוסף לחשיבות הפיזור, יש חשיבות רבה גם לפיזור בתוך תיק השקעות הנדל"ן. לכן, השקעה בודדת בנדל"ן אינה מספקת את ההגנה שמעניק פיזור השקעות וחברות שמציעות ספי כניסה נמוכים להשקעות בודדות, עלולות, גם אם שלא במתכוון, לשים בכך "מכשול בפני עיוור".

חברה שראויה לאמונכם היא חברה שיש לה Compliance Officer, שהמנדט שלו הוא לשמור באדיקות על קיום הוראות החוק להגנת המשקיע, כמו גם על כללי אתיקה פנימיים מחייבים.

# השקעות נדל"ן בחו"ל

8 כללי זהב

לבחירת מנהל ההשקעות הנכון

## 2. "ברומא, השקע כרומאי" - חפשו את השותפים המקומיים

השקעה בנדל"ן שאינו סחיר בחו"ל אינה פשוטה. השקעה זו מחייבת פיתוח התמחות בשווקים מקומיים רבים, במגמותיהם, באפשרויות המימון המקומיות, ברגולציה המקומית, במשטר המיסוי, בתרבות העסקית המקובלת ביעדי השקעה שונים ובמגוון נושאים נוספים - לגופה של השקעה. הדברים מקבלים משנה חשיבות בהתחשב בעובדה ששוק הנדל"ן הוא מקומי באופיו ולכן נודע ערך רב במיוחד לפיזור ההשקעות.

משקיע שיבקש להרכיב בעצמו תיק השקעות מפוזר בנדל"ן שאינו סחיר בחו"ל, יידרש לפתח מומחיות במספר שווקים מקומיים (מומחיות הכרוכה בעלויות גבוהות) ולהשקיע סכומי כסף גדולים (מכיוון שכל פרויקט כשלעצמו יחייב השקעה מהותית ויש להשקיע במספר לא קטן של פרויקטים, על מנת לעמוד ביעדי פיזור ראויים). לכן, על כל מנהל השקעות ישראלי להשקיע לצד מנהל השקעות מקומי, בעל התמחות אסטרטגית או גיאוגרפית, נגישות מקומית וקשרים שיקנו לו גישה להזדמנויות השקעה אטרקטיביות.

### מנהל השקעות ישראלי המשקיע לצד מנהל השקעות מקומי, יהנה מגישה להזדמנויות השקעה אטרקטיביות

#### כדי למצוא את מנהל ההשקעות המקומי, על המנהל הישראלי לפעול בשלושה אופנים:

- לבחון את מנהל ההשקעות המקומי באמצעות בדיקת נאותות מקצועית ומוכחת
- ליצור מערכת יחסים, בה מנהל ההשקעות המקומי אינו תלוי בהון הישראלי בלבד אך בוחר לגייס אותו בכל זאת
- ליצור מערכת יחסים מאוזנת, שבה למנהל הישראלי יש כוח מיקוח, גם כאשר סכום ההשקעה בעסקה יחידה הוא נמוך

#### בדיקת נאותות:

החלק החשוב ביותר בתהליך בחירה וניתוח של השקעה, מתחיל הרבה לפני שהעסקה קורמת עור וגידים - בבדיקת הנאותות של המנהל המקומי. למיקומו הגיאוגרפי של המנהל חשיבות רבה מבחינה מהותית, אך גם חשיבות טכנית - אם המשקיע הישראלי יצטרך לעלות על מטוס בכל פעם שהוא ירצה לבחון עסקה בחו"ל, הוא יאבד עסקאות בגלל התהליך האיטי ויהפוך את המודל שלו ללא-כלכלי.

השאלה הראשונה שיש לשאול את מנהל ההשקעות הישראלי היא: "האם יש לך תהליך מובנה לבדיקת נאותות של מנהלי השקעות מקומיים?" בחלק מהמקרים לא יהיה תהליך מובנה ומנומק, ועבודה עם מנהל השקעות מקומי שלא נבחן באופן יסודי עלולה לחשוף את ההשקעה והמשקיעים לסיכון משמעותי. אם התשובה לשאלתכם זו שלילית או מתחמקת, בחרו מנהל אחר.

תהליך בדיקת הנאותות הוא תהליך שאמור לקחת מספר חודשים, חייב להתבסס על בחינה שיטתית וחשוב מכל - המנהל חייב לדבוק בתהליך שהוא קבע מראש ולא להתאים אותו למנהל אותו הוא בוחן כדי להגיע לתוצאות הרצויות.

#### בין הפרמטרים המשמשים לבדיקת נאותות:

בחינת אסטרטגית ההשקעה והאם היא יכולה לעמוד בתנאי שוק משתנים (הסתמכות על ארביטרז' בלבד עלולה להיות הרת-אסון). ביקור במשרדי החברה, בדיקת תוצאות העבר והלקחים שנלמדו מטעויות עבר, בחינת זהות המשקיעים עם החברה וקבלת המלצות, עריכת בדיקות רקע לשותפים והעובדים הבכירים וחשוב מכל - בירור לגבי זהות המנהלים ומקבלי החלטות וכיצד מתקבלות החלטות אלו. יש לזכור כי אלו המנהלים ששיקול דעתם ישפיע על גורל ההשקעה ולכן, על מנהל ההשקעות להשתכנע כי באפשרותו לתת אמון מלא בשיקול דעת זה.

לסיכום: נדל"ן הוא "עסק של אנשים". הכרת ההיסטוריה של המנהלים, מה מניע אותם, האם יישארו בחברה והאם הם חולקים סולם ערכים זהה, הם חיוניים לצורך בחירת שותף.

#### מערכת היחסים בין המנהל הישראלי למנהל המקומי:

חשוב לזכור שהמשקיע המקומי הוא שיזהה ראשון את הפוטנציאל של כל השקעה ולכן השקעות אשר "נמכרות" למשקיעים זרים בלבד, צריכות לעורר חשד. ישנם גופי השקעה בחו"ל המגייסים כספים רק ממשקיעים ישראליים. על המשקיע הישראלי לשאול את עצמו מדוע. האם המקומיים לא מעוניינים בהשקעות אטרקטיביות אלו? ככלל, על המשקיע הישראלי לחפש את המנהלים שמשקיעים לצדם משקיעים מקומיים. אחת הדרכים החשובות ביותר להבטיח את איכות ההשקעות המוצגות למשקיע הישראלי, היא קיומו של תנאי לפיו המנהל הישראלי מקבל זכות סירוב ראשונה לגבי כל השקעה שעברה הליך בדיקת נאותות קפדני של השותף המקומי. כך תוכלו לוודא שאינכם מקבלים רק השקעות שהמשקיעים המקומיים לא רצו בהן. שותף מקומי לא יסכים לתנאי שכזה, אלא אם כן מדובר בשותפות ארוכת טווח, ולכן, כדי לקחת חלק בהשקעות הטובות ביותר חשוב להצטרף למנהל ישראלי שיש לו הסכם המבוסס על ייצוג בישראל וכולל ניהול ההשקעות ולא רק גיוס חד פעמי. רק יחסים כאלו יוכלו להגן על האינטרסים של המשקיעים הישראליים לאורך זמן.

#### כוח מיקוח למנהל הישראלי:

יש לזכור שרק לגופים המוסדיים הגדולים בארץ, דוגמת חברות ביטוח ופנסיה, ולגופים הפעילים בשוק הנדל"ן בחו"ל שנים רבות, יש כוח והשפעה על השותף המקומי, בזכות מערכת היחסים ביניהם ומיליארדי השקלים שהשקיעו יחד.

## 3. מהי רמת השקיפות במידע שמועבר למשקיעים על ידי מנהל ההשקעות?

שקיפות מלאה כוללת פירוט של מלוא העמלות, התגמולים והתשואות ברוטו ונטו במסמכי ההשקעה. (בקשו לעיין גם בנתוני השקעות פעילות או השקעות עבר עם אותו מנהל השקעות, הצפי שהוצג למשקיעים בהשוואה לתוצאות בפועל):

#### מהי התשואה הצפויה נטו?

מחקרים מראים כי קיים פער עצום בין ביצועי מנהלי השקעות נדל"ן פרטיות על פי דירוגם המקצועי. לפי מחקרים אלו, ביצועי המנהל חשובים מביצועי הסקטור. לפיכך, מנהל טוב מגדיל את סיכויי הצלחה ולכן הוא זכאי לגבות עמלות המשקפות את המקצועיות והניסיון שלו ואת ההוצאות הכרוכות בהשגת תשואות יתר - ועדיין להציג תשואות גבוהות ממתחריו המקצועיים פחות.

#### האם העמלות סבירות?

מנהל טוב לא ינצל את ההזדמנות לגבות עמלות גבוהות מהמקובל בתקופה בה יש הון רב שמחפש השקעות. מנהלים אלו יגבו את העמלות המקובלות בשוק ולא ינצלו את מצוקת המשקיע לטובתם האישית.

#### האם תגמול המנהל מבוסס הצלחה?

על התגמול של המנהלים להיות מבוסס הצלחה. בהשקעות Private Equity ישנם מספר מרכיבי תגמול למנהל: עמלות ודמי הצלחה.

עמלות אשר נקבעות מראש ומבוססות על אחוזים מהעלות, המחזור או ההון המושקע, אינן צריכות להוות מרכז רווח עבור המנהל, אלא לכסות הוצאות הכרוכות בפעילותו השוטפת. הרווח למנהל חייב להגיע בעיקר ממקום אחד: דמי הצלחה. בעסקה טיפוסית קיים מרכיב של תשואה מועדפת (לעולם לא "מובטחת") וחלוקת רווחים לאחר השגת תשואה זו. אחד היתרונות המרכזיים של השקעות Private Equity טמון בשיעור התשואה המועדפת, בניגוד למבנים בהם התגמול מבוסס על מספר טרנזקציות, או על גודל הנכסים - ללא קשר ישיר לתשואות. מודל של תגמול על בסיס הצלחה מבטיח שהאינטרסים של מנהל ההשקעות יהלמו את אלו של המשקיע. מודל של תשואה מועדפת מהווה אינדיקציה לכך שמנהל ההשקעות מאמין שבהשקעה טמון פוטנציאל לתשואה כוללת גבוהה מהתשואה שנקבעה כתשואה מועדפת.

## הרווח למנהל חייב להגיע בעיקר ממקום אחד: דמי ההצלחה. הימנעו ממנהלים הגובים גם תגמול קבוע גבוה

### 4. "אין חכם כבעל ניסיון" - התנהלות ואיתנות המנהל בעת משבר

חוק הטבע הוא שכל מה שעולה, חייב גם לרדת... הכלכלה בנויה ממחזוריות, שאינה פוסחת גם על תחום השקעות הנדל"ן ולכן, בחינת התנהלות המנהל המקומי בזמן משבר היא חיונית לצורך בחירת מנהל נכון. מנהלים רבים אשר השאירו מאחוריהם "אדמה חרוכה" לאחר משבר, משנים את שמם ופותרים דף חדש לטובת ניצול הזדמנויות הקיימות בשוק משברי.

מנהל הראוי לאמונכם יציג בפניכם את התנהלותו גם בעת משבר. אל תחששו להשקיע באמצעות מנהל שהפסיד כסף, כל עוד הוא מוכיח לכם שנהג באחריות ומוסריות ונלחם על כספם של משקיעיו. רק היוצאים מן הכלל יוכלו לנהל את ההון שהפקדתם בידיהם בעתות שפל ואין חכם כבעל ניסיון, לכן, מנהל השקעות שיציג היסטוריית ביצועים שכוללת את משבר 2008, הוא בעל ניסיון בניהול נכסים בזמן משבר.

גם מבנה החברה והבעלות ישמש מרכיב חשוב בהגנה על האינטרסים של המשקיעים בזמן משבר, מכיוון שדווקא אז, יש צורך במנהלים מהמעלה הראשונה ובמקורות פיננסיים איתנים. בעוד שההכנסות למנהלי השקעות קטנות עד למינימום, רק חברות עם גב כלכלי איתן תוכלנה לשמור על האינטרסים של המשקיעים בהשקעות הקיימות, גם במקרה של הפסקת ההשתתפות בהשקעות חדשות, לכן, חשוב להבין את החוסן הכלכלי של מנהל ההשקעות ואת העומדים מאחורי החברה. בנושא זה, סימן ההיכר של חברה הראויה לאמונכם, היא חברה אשר לה היסטוריית ביצועים מוכחת ומבוקרת על ידי פירמת רואי חשבון מובילה. וודאו כי היסטוריית הביצועים כוללת את פעילות אנשי המפתח של החברה גם בתקופת המשבר הכלכלי.

## אל תחששו להשקיע באמצעות מנהל שהפסיד כסף בעת משבר - כל עוד הוא מוכיח לכם שנהג באחריות ובמוסריות ונלחם על כספי משקיעיו

### 5. האם למנהל יש קשרים ארוכי טווח עם גופים פיננסיים?

העדיפו מנהלים עם קשרים מוכחים וארוכי טווח עם גופים פיננסיים. לפרמטר זה מספר השלכות, מתוכן, נתמקד בשתיים: **תהליך מתן ההלוואות** בתקופה של חוסר וודאות, לדוגמה, בעקבות הברקזיט, נוצר קושי להעריך את שוויים של נכסים ואת אופן התמחור שלהם. בהיעדר הסכמה לגבי שווי הנכס, הבנקים עוצרים את מתן ההלוואות ובכך גורמים לחלק מהמשקיעים הפרטיים לצאת מהשוק. מי שזוכים למימון בנקאי הם רק גופים ותיקים, בעלי "מורשת" חיובית של עשרות שנים: היסטוריה מוכחת של ניהול השקעות ועמידה בהתחייבויות, לרבות יכולת עמידות מוכחת במשבר 2008. ללא רקורד כזה, לא יעמידו הבנקים הלוואה למנהל ההשקעה. עבודה עם מנהל השקעות ותיק ומנוסה שיזכה ליטול הלוואות גם בעתות משבר, תאפשר למשקיע להנות מתשואה עודפת שעשויה להיות מנת חלקם של גופים אלו, בזכות חופש הפעולה שתאפשרנה להם הלוואות אלו.

#### אופי ניהול המשכנתאות

במרבית המקרים, הבנק אינו מעוניין להיות הבעלים של נכס עבורו נתן משכנתא. אם ערך הנכס יורד אל מתחת לאמות מידה פיננסיות אותן קבע הבנק (ה-Loan to Value Ratio) הבנק יעדיף להימנע מלקיחת בעלות על הנכס.

לכן, במקרה שהלווה הוא מנהל מצוין שיש לו יכולת לייצב את שווי הנכס, הבנק יעדיף לתת לו להמשיך להחזיק בבעלות על הנכס ולנהל אותו מכיוון שהבנק יודע שבעוד שדרך הפעולה היחידה שעומדת בפניו כבנק היא מכירת הנכס לכל המרבה במחיר, למנהל מקצועי יש סיכוי טוב יותר לייצב את הנכס ולהשיב את הערך שלו למצבו הקודם. בתמורה, הלווה, (כלומר: בעלי ההון, המשקיעים) יקבל הלוואה בתנאים טובים יותר (Restructuring): הבנק עשוי למחוק חלק מההלוואה, להוריד את הריבית או לתת למנהל תקופה ללא תשלומים. אם המנהל אינו מנוסה, הבנק יעדיף לקחת את הנכס לבעלותו ולנסות למכור אותו כדי לכסות ולו חלק מההפסדים בגינו. מהלך זה עלול לגרום לבעלי ההון להפסיד את כל כספי השקעתם. בבחינת אופי ניהול ההשקעות, חשוב לבחור מנהלי השקעות אשר מראים אחריות בקביעת שיעור המינוף. סביבת ההלוואות בשנים 2005 עד 2007, יצרה תנאים פיננסיים, שנוצלו על ידי מנהלים רבים, שמינפו את ההשקעות שלהם, אף אל מעבר ל-100% מערך הנכס.

### 6. רגע לפני ההשקעה, בחנו את העסקה!

בדקו מי עומד מאחורי בחירת ההשקעות שלכם, כיצד מתקבלות ההחלטות, מהו הניסיון שמביאים עמם בעלי התפקידים המאשרים את העסקה ומאילו דיסציפלינות הם מגיעים. חשוב שכל השקעה תיבחן על ידי אנשי נדל"ן ואנשי כספים.

#### האם יש היגיון בתכנית העסקית?

האם הגוף שינהל את הנכס הוכיח כי הוא מסוגל לעמוד ביעדים אותם הוא מציג כהנחות יסוד בתכנית העסקית (לדוגמה: האם התכנית העסקית כוללת העלאת דמי השכירות והתפוסה בנכס? האם מנהל הנכס הוא בעל ניסיון מוכח בשיפור נתוני תפוסה, בניהול דיירים ובהעלאת דמי שכירות?)

#### האם נלקחו בחשבון נתונים השוואתיים?

יתרה מכך: האם נתונים השוואתיים נלקחו בצורה שמרנית, או שבנקודות אי וודאות נלקח בחשבון התרחיש האופטימי ביותר? במקרים אלו, קיים חשש שהתכנית העסקית אינה משקפת נאמנה את מה שיתרחש בפועל. לכן רצוי לבחון תמיד גם את התרחיש הגרוע ביותר (The Downside Scenario).

#### מהי רמת הסיכון במקרה של קטסטרופה פיננסית?

לעיתים יציג מנהל ההשקעות שני תרחישים אפשריים ויבחן את הביצועים בהתקיים כל אחד מאלו, באופן שימחיש למשקיע את סיכוני ההשקעה.

#### האם בוצע גידור סיכונים?

למשל: תנאי הלוואה אשר מגדרים את הסיכון מפני עליית ריבית. גידור סיכונים אינו חייב להיות גידור אקטיבי, אלא בחינה של קריטריונים של ההשקעה וכיצד הם מגנים על המשקיע מפני סיכונים אפשריים.



## 7. האם עומדת לרשותכם, כמשקיעים, מחלקת ניהול פורטפוליו?

על כל מנהל השקעות לשמור על איזון - מצד אחד, חשוב מאוד שהגישה להשקעה תהיה של ליווי צמוד משלב בדיקת הנאותות של השותפים, דרך בחינת כל עסקה לגופה, ניהול של הפורטפוליו ולבסוף המימוש. כל אחד משלבים אלו מלמד על השלבים האחרים וחשוב שיהיה ביניהם היזון חוזר. מצד שני, בדרך כלל, אנשי המקצוע שמתמקדים בניית עסקאות, הם לא בהכרח המתאימים ביותר לניהול ההשקעות, אשר בנדל"ן הוא תהליך של שנים. לכן, יש חשיבות רבה למחלקת ניהול פורטפוליו אשר גם מספקת דו"חות למשקיעים בצורה מקצועית ושקופה. בנושא זה, חברה הראויה לאמונכם, היא חברה שיש לה מחלקה ייעודית לניהול פורטפוליו ההשקעות ו/או מחלקת דיווחים. חלק מהמנדט של מחלקת ניהול הפורטפוליו היא בחינה מתמדת של ההשקעות ושמירה על ערוצי תקשורת ודיווח שוטף למשקיעים בטרם מתעוררות השאלות.

**יש חשיבות רבה למחלקת ניהול פורטפוליו, המספקת למשקיעים דו"חות בצורה מקצועית ושקופה - בטרם מתעוררות השאלות...**

## 8. רמת המחויבות והנאמנות למשקיעים הפרטיים

פרמטר זה קשה לכימות ויש לבחון אותו על-ידי התבוננות בהיסטוריה של החברה, שיחות עם משקיעים קיימים, בחינת חזון החברה והערכים על פיה היא מתנהלת. המרכיב האנושי חשוב לא פחות מהמרכיב האנליטי. כדאי לפגוש את בעלי התפקידים ולהתרשם מהם באופן בלתי אמצעי.

### לסיכומם של דברים:

השקעה בנדל"ן היא מורכבת וכוללת השפעות צולבות של גורמים רבים, שחלקם אינם נתונים לשליטה או לניבוי מראש, כך שלא ניתן להבטיח הצלחה בכל מצב, אך יישום כללים אלו בתהליך בחירת חברה המתמחה בהשקעות נדל"ן בחו"ל, יאפשר לכם ליהנות מהשקעה מוצלחת, מרמת סיכון פחותה ומתשואה גבוהה יותר.

טלי הדרי-אבני, עו"ד, פרופיקס

## ZOOM-IN

# השקעות נדל"ן בחו"ל

## 4 כלים אנליטיים בסיסיים

## שכל משקיע נדל"ן בחו"ל צריך להכיר

מטרת נייר זה הינה להקנות היכרות ראשונית ובסיסית עם עולם השקעות הנדל"ן והמונחים הקשורים בו. נייר זה אינו כולל את כלל ההיבטים והתרחישים אותם יש לקחת בחשבון לצורך קבלת החלטות מקצועיות והוא מהווה, כאמור, כלי מידע בסיסי וכללי מאד לניתוח השקעות נדל"ן. להבנה וניתוח מלאים בבחינת השקעות נדל"ן, מומלץ להתייעץ עם מומחים. אין לקבל החלטה בנוגע להשקעה בנדל"ן על בסיס מסמך זה בלבד. אין באמור במסמך זה כדי להוות בכל צורה שהיא עצה או הצעה בקשר לביצוע השקעות נדל"ן.

## ZOOM-IN להשקעות בחו"ל: 4 כלים אנליטיים לבחינת השקעת נדל"ן

למרות שחלק מהשחקנים הישראלים בשוק שיווק השקעות הנדל"ן בחו"ל היה רוצה שנחשוב שהשקעה באזור גאוגרפי כמו ניו-יורק או בסוג נכס מסוים כמו מולטיפאמלי, מספיק כדי להבטיח השקעה מוצלחת, המציאות היא הפוכה. דווקא הנהירה להשקעות האלו הפכו אותם ליקרים יותר ולעיתים רבות לפחות אטרקטיביים.

כדי לבחור השקעה טובה, בהחלט יש להתייחס למרכיבים המקרו-כלכליים, כמו המיקום או סוג הנכס, אבל לא פחות חשוב מכך יש לנתח את מרכיבי העסקה כולה. כדי לנתח עסקת נדל"ן, צוות האנליסטים מבצע מחקר מעמיק ובדיקות רבות. ארבעת הצעדים הראשונים בבחינת השקעת נדל"ן, מתוך עשרות, הם: מיקרו-דמוגרפיה, הנחות היסוד, המינוף וה- cap rate.

השניים הראשונים משפיעים בעיקר על ההכנסה השוטפת, והאחרונים על רמת הסיכון ומחיר המכירה במימוש. הנה הכלים שאנו האנליסטים משתמשים בהם כדי לנתח כל עסקה:

### 1. מיקרו-דמוגרפיה

באופן הפשוט ביותר, נתונים מיקרו-דמוגרפיים הם אלו אשר יקבעו את הפוטנציאל ליצור גידול בהכנסות משכירות. ככל שנתוני הדמוגרפיה המקומית (כפי שיפורטו להלן), לעיתים עד רמת השכונה, חזקים יותר, כך יוכל היזם להעלות את דמי השכירות ולהשפיע על תזרים המזומנים ובסופו של דבר על ה-NOI.

- **גידול באוכלוסייה** יגרום לגידול בביקוש וכך יעלה את רמת דמי השכירות
- **רמת שכר ממוצעת** - רמה גבוהה מצביעה על יכולת לשלם דמי שכירות גבוהים יותר ומקטינה את הסיכוי שדיירים לא ישלמו את שכר הדירה שלהם. שיעור אבטלה גבוה מגדיל את הסיכוי שדיירים לא ישלמו את שכר הדירה.
- **הנתח שמהווה שכר הדירה מתוך ההכנסה** - שיעור גבוה מסך ההכנסה יגדיל את הסיכוי שדייר לא יעמוד בתשלומי השכירות ויפגע בהשקעה. נתון זה רלוונטי גם לנכסי מגורים וגם לנכסים מסחריים.
- **היצע בשוק** - נכסים פנויים בשוק או נכסים שעתידיים להבנות בקרוב משפיעים על היצע הנכסים הקיים אשר עשוי להשפיע על דמי השכירות הממוצעים בשוק וכן על שיעור התפוסה בנכס הנרכש.
- **רמת נגישות** - האם האזור בו ממוקם הנכס נגיש מבחינה אווירית, ימית, יבשתית. רמת נגישות גבוהה תומכת לרוב בגידול דמוגרפי והתפתחות כלכלית.
- **בחינה אקולוגית** - האם האזור מועד לאסונות טבע - מזג אוויר קיצוני, סופות, רעידות אדמה והצפות.
- **סכנות ספציפיות** - האם קיימות באזור סכנות כגון שלטון לא יציב, רמת פשיעה גבוהה, זיהום וכיוצא באלו.

### 2. הנחות היסוד

להנחות היסוד בתכנית העסקית יש תכונה של "אפקט הפרפר", באדפטציה שלנו: שינויים קטנים בהנחות היסוד של תכנית עסקית לא לינארית עשויים לגרום לשינויים גדולים בגין השפעות בטווח הרחוק.

הדוגמה הפשוטה ביותר, היא גידול בשכר דירה שנתי של 3% אל מול 4% - אחרי חמש שנים יתבטא הבדל שנתי של 1% בגידול בשכר דירה בהבדל של 36% בין שתי התוכניות העסקיות. ולכן, חשוב לוודא כי ההנחות עליהן מתבססות התוצאות הצפויות של ההשקעה מבוססות על נתוני העבר ונתוני השוק, ועדיף לבחור בתחזית שמרנית.

- **גידול בדמי השכירות** - יש לבדוק שדמי השכירות עליהם מבוססת התכנית העסקית של הפרויקט עולים בקנה אחד עם דמי השכירות המקובלים בשוק. כפי שראינו לעיל, להכנסות הפרויקט השפעה ישירה על מחיר המכירה של הנכס, ולפיכך על ביצועי ההשקעה.
- **שינוי בהוצאות** - יש לשים לב כי שינוי צפוי בהוצאות תואם את הנתונים בשוק ואת השינויים בשיעורי התפוסה של הנכס. גם להוצאות יש השפעה על מחיר המכירה של הנכס ולפיכך על ביצועי ההשקעה.
- **שיעור התפוסה** - משפיע באופן ישיר על ההכנסות וההוצאות של הנכס ויש לבדוק שהוא דומה לנכסים אחרים באותו האזור.
- **אופי ההשקעה** - תזרים המזומנים מושפע מאופי ההשקעה בנכס וחשוב לוודא כי התזרימים המוצגים בתוכנית העסקית תואמים את אופי ההשקעה. לדוגמה בפרויקט פיתוח לא נצפה לראות תזרימי מזומנים בתחילת הפרויקט (במהלך תקופת ההקמה) אך לאחר התקדמות הפרויקט נצפה להופעתם של תזרימים ולעלייה גבוהה בהם יחסית להשקעות בעלות אופי שונה. דוגמה נוספת היא השקעות בפרויקטים בהם צפויה להתבצע הוספת ערך משמעותית, בפרויקטים כאלו נצפה לעליית תזרימי מזומנים לאחר השיפור בנכס, לעומת השקעות בהן לא קיים שיפור מהותי

כמו בכל העולם, גם בישראל משקיעים רבים מחפשים אפיקי השקעה אלטרנטיביים בחו"ל. מאז המשבר הגלובלי, עשרות אם לא מאות של "יזמים בנדל"ן בחו"ל" צצו כפטריות אחרי הגשם ומציעים את מרכולתם בישראל. חלקם הגדול של משווקי השקעות אלו הם אנשי שיווק, שנוקטים באסטרטגיה של שיווק אגרסיבי, המסתמך על סיסמאות וסלוגנים ריקים. "מולטיפמילי", "ברלין החמה" או "ניו יורק רותחת" הן חלק מהסיסמאות שמציפות את השוק והפכו לשם נרדף להשקעות נדל"ן בחו"ל.

### עם סיסמאות לא בוחרים אפיק השקעה בנדל"ן. עם כלים כן.

צוות האנליסטים של פרופימקס בנה עבורכם המשקיעים 4 כלים אנליטיים לבחינת השקעה בנדל"ן. אנו סבורים כי כללים אלו אינם מספיקים כדי לקבל החלטה על השקעה בעסקה מסוימת, ולכן אנו ממליצים להשקיע עם חברות שעורכות תהליך של בדיקת נאותות של מנהל ההשקעה המקומי וכן בוחנות כל השקעה בקפדנות, אבל יישום של הכלים במאמר זה, עשוי לפחות להצביע על "דגלים אדומים", במקרים בהם יש להיזהר.

### ? איך שולטים בעסקת הנדל"ן

במקרים רבים לשני יזמים שונים, אין את אותו המידע המלא לגבי עסקה מסוימת, ולכן נדל"ן עדיין נחשב להשקעה לא משוכללת. לדוגמה: יזם אחד יכול לדעת שחברת תעשייה מתכננת לפתוח מפעל גדול שיתרום לגידול בתעסוקה בחלק של העיר, ולכן יהיה מוכן לשלם על נכס בחלק זה של העיר יותר מאשר יזם אחר. כאשר מדובר בנכסים פרטיים, אין חובת גילוי, בניגוד להשקעות ציבוריות.

עם זאת, בשנים האחרונות, מאגרי המידע המתוחכמים, יחד עם ההון הרב שזרם לתחום הנדל"ן, הפכו את שוק הנדל"ן ליותר ויותר משוכלל וההבדל בין ביצועיהם של מנהלי השקעות שונים מושפע פחות מהידע שיש להם ביחס לאחרים ויותר מכישוריהם וניסיון העבר שלהם ולכן יש חשיבות רבה ליכולות המוכחות של מנהלי ההשקעות.

בסופו של דבר, כיוון שהשווקים הפכו לשווקים של מוכרים, ולא של קונים, כמעט כל השקעה עוברת תמחור בצורה של bidding ואין ליזם דרך לשלוט במחיר הרכישה, הוא יכול לקנות, או שלא, המחיר נקבע על-ידי השוק. ההבטחה לרכישה off market היא אשליה.

הדבר דומה גם במימוש הנכס, מחיר המימוש ייקבע על-ידי השוק בשקלול של שני מרכיבים עיקריים: ה-NOI, שהוא הרווח הנקי מתפעול הנכס וה- cap rate (בשמו העברי: שיעור ההיוון של הנכס). גם ה- cap rate הוא מרכיב שאין ליזם שליטה עליו, הוא נקבע על-ידי השוק בהתחשב בסוג הנכס, מיקומו ואיכותו.

### ? איך יוצרים ערך בהשקעה

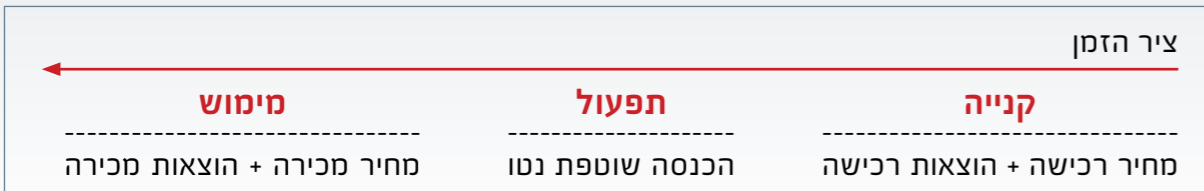
אם מחיר הקנייה והמכירה נקבע ברובו על-ידי השוק, היכן ליזם יש כוח ליצור ערך? התשובה היא בהכנסה השוטפת. גובהה של ההכנסה השוטפת חשוב מאוד בבחינת ההשקעה, וזאת משתי סיבות עיקריות:

הראשונה היא שככל שהעסקה תחלק תשלומים בשלב מוקדם יותר, נוריד את הסיכון הכרוך במימוש. הסיבה השנייה, היא שמרכיב ה-NOI של ההכנסה השוטפת הוא אלמנט מרכזי במחיר המכירה יחד עם ה- cap rate. ב- cap rate לא ניתן לשלוט, ועם זאת ככל שההכנסה השוטפת וכתוצאה מכך ה-NOI יהיו גבוהים יותר, כך גם יהיה מחיר המכירה במימוש.

**אנו מאמינים כי בכלכלה עם צמיחה מתונה וריביות נמוכות, על מנת להשיג את התשואות המבוקשות, על ההשקעה להסתמך יותר על ההכנסה השוטפת מאשר על עליה בערך הנכס.**

## למי שמעוניין: המתמטיקה מאחורי המספרים (לעסקה לא ממונפת)

תשואה בהשקעות נדל"ן בחו"ל בדרך-כלל נמדדת על-ידי IRR, שהוא שיעור התשואה הפנימי של ההשקעה, אותו אפשר להשוות להצעות השקעה אחרות. אבל איך מגיעים אליו? לשם כך נעקוב אחרי מחזור חיים של עסקה מניבה באמצעות שלושה שלבים פשוטים:



באופן הפשטני ביותר, הרווח מעסקת נדל"ן שווה ל:

$$\text{מחיר רכישה} - (\text{הכנסה שוטפת} + \text{מחיר מכירה}) = \text{רווח}$$

אם נחלק את מחיר המכירה וההכנסה השוטפת במחיר הרכישה, נקבל את המכפיל:

$$\text{מכפיל רווח} = \frac{\text{מחיר מכירה} + \text{הכנסה שוטפת}}{\text{מחיר רכישה}}$$

נוסיף לכל אלו את מרכיב הזמן ונקבל את ה-IRR. בהינתן שתי עסקאות עם אותם תזרימי מזומנים, ככל שתזרימי המזומנים החיוביים יהיו מוקדמים יותר, ה-IRR יהיה גבוה יותר.

בדומה להערכת שווי של חברות, שבהם מכפילים את מרכיב ההכנסה או הרווח במכפיל, המחיר של נכס נדל"ן נקבע על-ידי חלוקה של ה-NOI (הכנסה שוטפת) ב-Cap Rate:

$$\text{מחיר מכירה} = \frac{\text{NOI}}{\text{Cap Rate}}$$

ולכן, המרכיב העיקרי שיזם יכול לשלוט בו כדי ליצור רווח גבוה ככל האפשר, הוא ההכנסה השוטפת מהנכס.\*

$$\text{מחיר רכישה} - (\text{הכנסה שוטפת} + \text{מחיר מכירה}) = \text{רווח}$$

נפצל את מחיר המכירה:

$$\text{מחיר רכישה} - (\text{הכנסה שוטפת} + \frac{\text{הכנסה שוטפת}}{\text{Cap Rate}}) = \text{רווח}$$

ננטרל את כל המרכיבים שאי אפשר לשלוט בהם:

$$\text{מחיר רכישה} - (\text{הכנסה שוטפת} + \frac{\text{הכנסה שוטפת}}{\text{Cap Rate}}) = \text{רווח}$$

**נותרנו רק עם ההכנסה התפעולית השוטפת, באופן מכליל, כל השאר הם מרכיבים הקסגונים.**

חשוב להבהיר שקיימים מרכיבים רבים שנכנסים למשוואה הזו, כמו התזמון, המיסוי המקומי ועוד, אבל המרכיבים שצוינו מעלה, הם בעלי המשקל הכבד ביותר לקביעת רווחיותה של עסקה.

\* התשואה השוטפת כוללת מרכיבים נוספים מלבד ה-NOI, אך לצורך ההסבר אנו מתייחסים ל-NOI ולתשואה שוטפת כאלמנט יחיד.

בנכס, בהשקעות אלו נצפה להכנסות פחות או יותר קבועות.

- **הוצאות הוניות** (לשיפוץ הנכס) - לרוב בהשקעות נדל"ן עולה צורך בביצוע שיפורים בנכס על מנת להגדיל את ההכנסות ממנו, אשר, כאמור תשפענה על מחיר המכירה ועל ביצועי ההשקעה בפרויקט.
- **מינוף** - מגדיל את התשואה ואיתו את הסיכון, ולכן הוא מקבל חלק נפרד בניתוח ההשקעה.
- **Cap Rate** - ייקבע את מחיר המכירה על בסיס ה-NOI, בגלל המשמעות שלו, גם הוא מקבל חלק נפרד בניתוח ההשקעה.
- **בחינת רגישות** - יש לבצע בחינות רגישות להנחות העבודה שנלקחו בחשבון ולבדוק כיצד שינויים בהן משפיעים על התשואות.

## 3. מינוף

לרמת המינוף יש השפעה ישירה על תשואות הפרויקט כאשר מינוף גבוה יותר יביא לשיפור בתוצאות הפרויקט, אך מינוף גבוה גם מגדיל את הסיכון לחדלות פירעון מול המלווה.

- **מבנה החזר ההלוואה** - קיימים מבני החזר הלוואה שונים כגון: הלוואת בלון, שפיצר, תשלום קרן קבוע או קרן הצמודה למטבע או מדד. לסוג ההלוואה יש השפעה מהותית על הפרויקט ועל הסיכונים הכרוכים בו.
- **ריבית** - ישנן הלוואות עם ריבית קבועה, ומנגד הלוואות עם ריבית משתנה וכן שילוב בין השניים.
- **שיעור המינוף (LTV)** - בחינת רמת המינוף לעומת מחיר הקניה של הפרויקט.
- **תפעוליות** - לדוגמא: יחס החזר ריבית או ריבית + קרן מההכנסות התפעוליות
- **שווי** - שמירה כך שהיחס בין החוב לבנק בכל רגע נתון לחלק בשווי הנכס בעת ביצוע החישוב, לא יעלה על יחס מסוים.
- **ערבוביות** - ברוב המקרים ידרוש המלווה ערבוביות בגין הלוואה. הערבוביות מתבצעות בשני קונסטלציות עיקריות: Nonrecourse - במקרה זה הערבות היא הנכס עצמו ו-Recourse - אשר במקרה זה הערבות אינה מוגבלת לנכס בלבד ויכולה לכלול גם חלקים מהחברה הלווה, או ערבוביות אישיות של השותפים. חשוב לבחון את מבנה הערבוביות בכדי להעריך את הסיכונים הנובעים מאי החזר ההלוואה.
- **עלויות נלוות להלוואה** - חלקם קבועים וחלקם מחושבים לפי חלק יחסי מסך ההלוואה.

## 4. Cap Rate (בשמו העברי: שיעור ההיוון של הנכס)

Cap Rate הוא המנה של ההכנסה השוטפת (NOI) ועלות הנכס. כאשר קובעים את שווי של נכס מניב, לוקחים בחשבון את ההכנסה השוטפת של הנכס ואת ה-Cap Rate המקובל באותו אזור, לאותו סוג נכס, וכך מחשבים את מחיר המכירה. על כן, בעת בחינת רווחיות ההשקעה יש לבחון האם שיעורי ה-Cap Rate תואמים לנתוני נכסים דומים באזור.

בחלק מהמקרים, שיעור ה-Cap Rate הוא נתון אקסוגני לגמרי אך לעיתים הוא נקבע גם על סמך משתנים שתלויים בנכס עצמו. קיימות דרכים מסוימות בהן מנהל הנכס יכול לשנות את ה-Cap Rate (לדוגמא באמצעות שיפור הנכס עד לרמה של שנוי Class, אורך חוזי השכירות ואיכות השוכרים).

ככל שה-Cap Rate נמוך, כך כל יחידה נוספת בהכנסה מתורגמת למחיר מכירה גבוה יותר, על כן, על מנת להעריך בשמרנות את התשואה הצפויה מהחזקת נכס, יש להניח כי ה-Cap Rate בעת מכירתו יהיה גבוה מאשר ברכישתו. לעיתים, מתבססים יזמים על ירידה ב-Cap Rate לצורך יצירת רווחים מההשקעה, יש לבחון האם הירידה בשיעור ה-Cap Rate נובעת מיכולת הניהול של הנכס ולא מתוך ההנחה כי הרווחים מהפרויקט ייווצרו משינויים בשוק ולא יהיו תלויים ביכולת הניהול.

לסיכומם של דברים, השקעה בנדל"ן היא מורכבת וכוללת השפעות צולבות של גורמים רבים, שחלקם אינם נתונים לשליטה או לניבוי מראש, כך שלא ניתן להבטיח הצלחה בכל מצב. השקעה עם מנהל מקצועי מקומי, יאפשר לכם ליהנות מהשקעה מוצלחת, מרמת סיכון פחותה ומתשואה גבוהה יותר. כדי לבחור מנהל מתאים, תוכלו לקרוא את: **"השקעות נדל"ן בחו"ל: 8 כללי זהב לבחירת מנהל ההשקעות הנכון"**.

# מדריך ב-5 דקות: ההשפעה של מרחבי עבודה משותפים על השקעות נדל"ן

כמשקיעי נדל"ן, ראינו את קונספט מרחבי העבודה המשותפים מתפתח מטרנד שולי למודל שכירות נפוץ, שמהווה חלק בלתי נפרד מסקטור המשרדים בשוק הנדל"ן בערים המובילות בעולם. התפתחות זו השפיעה לא רק על האופן בו אנשים עובדים יחד, אלא גם על תעשיית הנדל"ן באופן כללי, ובכלל זה השפיעה על בעלי נכסים, יזמים וכמובן משקיעים.

## התפתחות הקונספט של מרחבי העבודה המשותפים

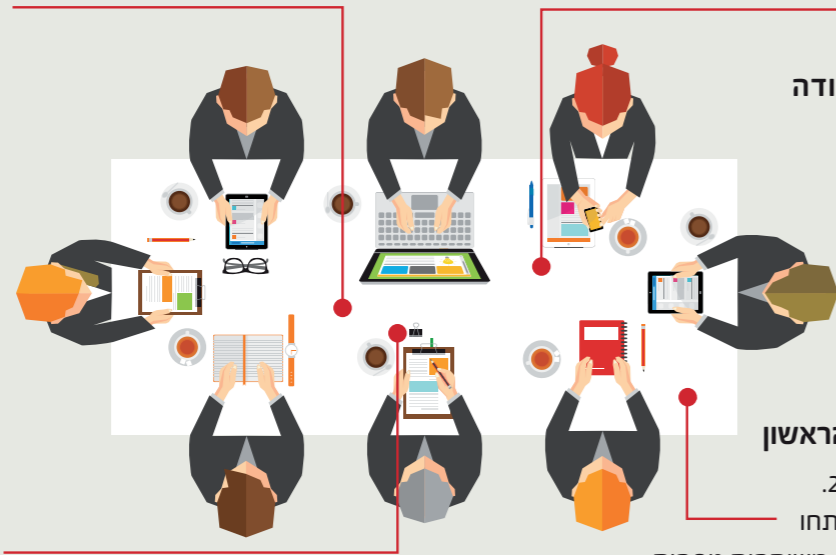
טרנד מרחבי העבודה המשותפים תפס תאוצה דרמטית בשנים האחרונות, ומגמה זו צפויה להימשך.

**2018**

מספר מרחבי העבודה המשותפים צפוי להגיע עד סוף 2018 לכ- **37,000** ברחבי העולם.

**2017**

עד שנת 2017 קמו כ- **13,800** מרחבי עבודה משותפים ברחבי העולם.



**1995**

שיתוף ראשון במקום עבודה

החל בעיר ניו יורק ב-1995, כאשר חברת 42 West 24 הציעה השכרת עמדות עבודה בחוזים לטווח קצר.

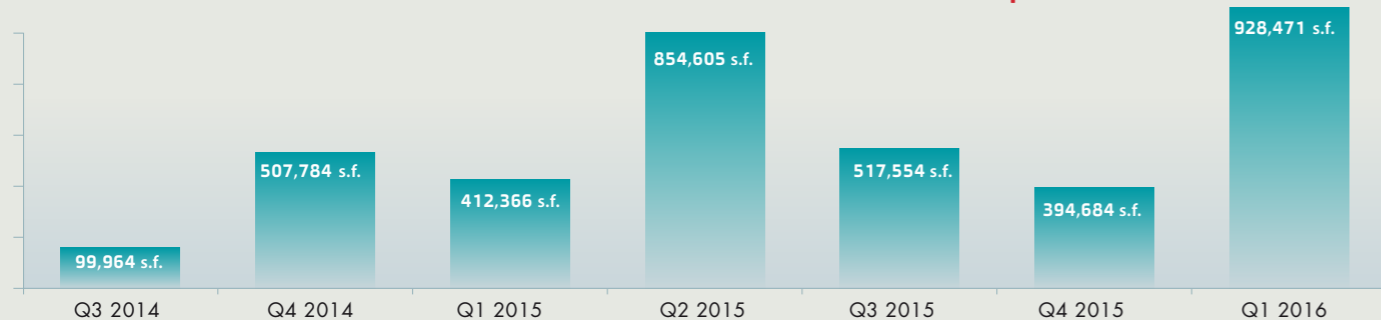
**2005**

מרחב העבודה המשותף הראשון

הוצע בסן-פרנסיסקו ב-2005. באותה שנה ובלי כל קשר, נפתחו בלונדון ובברלין מרחבי עבודה משותפים נוספים.

על פי JLL Research, מאז אמצע 2014, חברות המציעות מרחבי עבודה משותפים השכירו למעלה מ-3.7 מיליון רגל רבוע בארה"ב בחוזי שכירות של 20,000 רגל רבוע ומעלה, מה שמביא את היקף התעשייה הזו ליותר מ-27 מיליון רגל רבוע. על אף צמיחה מתמדת בשנים האחרונות, השוק עדיין בתחילת דרכו, ומהווה רק 0.5% מכלל שטחי המשרדים להשכרה בארה"ב. לפיכך, אנו סבורים כי קיים פוטנציאל רב להמשך צמיחה.

### שוק מרחבי העבודה המשותפים נמצא בצמיחה מתמדת



מקור הנתונים: JLL Research

## בחינת השקעת הנדל"ן

בדקו מי עומד מאחורי בחירת ההשקעות שלכם, כיצד מתקבלות ההחלטות, מהו הניסיון שמביאים עמם בעלי התפקידים המאשרים את העסקה ומאילו דיסציפלינות הם מגיעים. חשוב שכל השקעה תיבחן על ידי אנשי נדל"ן ואנשי כספים:

### האם יש היגיון בתכנית העסקית?

האם הגוף שנהל את הנכס הוכיח כי הוא מסוגל לעמוד ביעדים אותם הוא מציג כהנחות יסוד בתכנית העסקית (לדוגמה: האם התכנית העסקית כוללת העלאת דמי השכירות והתפוסה בנכס? האם מנהל הנכס הוא בעל ניסיון מוכח בשיפור נתוני תפוסה, בניהול דיירים ובהעלאת דמי שכירות?)

### האם נלקחו בחשבון נתונים השוואתיים?

יתרה מכך, האם נתונים השוואתיים נלקחו בצורה שמרנית, או שבנקודות אי וודאות נלקח בחשבון התרחיש האופטימי ביותר? במקרים אלו, קיים חשש שהתכנית העסקית אינה משקפת נאמנה את שיתרחש בפועל. לכן רצוי לבחון תמיד גם את התרחיש הגרוע ביותר (The Downside Scenario).

### מהי רמת הסיכון במקרה של קטסטרופה פיננסית?

לעיתים יציג מנהל ההשקעות שני תרחישים אפשריים ויבחן את הביצועים בהתקיים כל אחד מאלו, באופן שימחיש למשקיע את סיכוני ההשקעה.

### האם בוצע גידור סיכונים?

למשל: תנאי הלוואה אשר מגדרים את הסיכון מפני עליית ריבית. גידור סיכונים אינו חייב להיות גידור אקטיבי, אלא בחינה של קריטריונים של ההשקעה וכיצד הם מגנים על המשקיע מפני סיכונים אפשריים.

## מה הוביל לתהליך ומה מעצב את פניו כיום?

נדמה כי אין גורם אחד לתאוצה בהתפתחות מרחבי עבודה משותפים, אלא היא מונעת על ידי שינויים עמוקים שחלו באורח חיינו ובמאפייני העבודה בעידן המודרני

### התחדשות עירונית



ההגירה של אוכלוסיות בכל העולם מאזורים כפריים ופרברים אל מרכזי הערים השפיעה על הביקוש לשירותים עירוניים. תושבי הערים התרגלו לרעיון של מודלים שיתופיים, משום ששירותים מסוימים קרסו תחת לחץ הביקוש. ככל שרעיונות כגון נסיעות שיתופיות, שיתוף חניה וכיוצא באלו נעשו מקובלים יותר בקרב האוכלוסייה, גם הרעיון של מרחבי עבודה משותפים צבר פופולריות.

### טרנדים טכנולוגיים



חידושים טכנולוגיים מאפשרים לעובדים לנהל את עבודתם מחוץ למשרדים הסטנדרטיים, הודות לאפשרות לשמור מידע בשירותי ענן וליהנות מנגישות למידע מכל מקום בעולם. פגישות מרחוק, הזמנות מקוונות ועזרים וירטואליים מאפשרים לעבודה להתבצע מכל מקום.

### מקום עבודה אחד לכל החיים



חלק מבני דור המילניום מתרחקים מהמודל הישן של מקום עבודה יציב באחת מהחברות הגדולות למשך כל שנות התעסוקה שלהם, בשאיפה להתקדם עם הזמן בסולם הדרגות, ומעדיפים לעבוד עבור חברות בסדר גודל קטן עד בינוני, סטארט-אפים, או עבור עצמם. כ-35% מכוח העבודה בארה"ב עובדים כפריילנסרים או כעצמאיים, ושיעור זה צפוי לעלות ל-50% עד שנת 2020.

### שינוי בסביבת העבודה



על אף שפריילנסרים וחברות יחיד זקוקים למרחב עבודה, ברוב המקרים, שכירות של משרד סטנדרטי אינה כדאית עבורם; לרוב, עבודה משולחן המטבח בבית מבודדת מדי, ואילו בתי קפה, בעוד שהם פופולריים במידה מסוימת, הם צפופים והומים ואין להם את הצידוד המשרדי שנותן מענה לצרכים הבסיסיים של סביבת עבודה. בנסיבות אלו, מרחבי עבודה משותפים מהווים פתרון מושלם לסוג מסוים של עבודה ושל עובדים. מגוון השירותים המוצעים במרחבי עבודה משותפים מתאים בעיקר לעסקים קטנים ובינוניים ולסטארט-אפים, שזקוקים לשירותים אלו, אך חוששים להתחייב לשטח משרד קבוע. ככל שמרחבי עבודה משותפים הפכו פופולריים יותר עבור עובדים, גם תאגידים בינלאומיים גדולים החלו לפעול במרחבי עבודה משותפים.

### חסכוני יותר ומאפשר גמישות רבה יותר



בעסקת השכרת שטח משרד מסורתית, נדרשת התאמה מושלמת בין צרכי השוכר לבין השטח הקיים. תהליך ההשכרה כרוך בהוצאות שכר טרחה של עורך-דין ומתווך, ולאבדן בעת ההמתנה לשוכר שישפץ את המרחב לפני כניסתו. לפיכך נוצרים פערים גדולים בתזרים המזומנים של בעלי הנכס ואי-ודאות רבה כאשר חוזה השכירות עומד לפקוע. לאור הזמן והעלות שכרוכים בעיצוב מרחבי משרדים סטנדרטיים והתאמתם לצרכים של דיירים חדשים, לעיתים נדרשים השוכרים לחתום על חוזה שכירות לעשר שנים או יותר, או לשלם דמי שכירות גבוהים משמעותית במקרה של שטחים קטנים או של הסכמים קצרי מועד. דרישה זו מהווה מכשול עבור חברות צעירות שאינן יכולות לחזות את השטח לו יזדקקו במשך עשר השנים הבאות. אם תשכרנה שטח שמתאים לצרכיהן כיום, הן עלולות למצוא את עצמן ללא פתרון הולם במקרה שתתרחבנה, להיאלץ להפר את החוזה, לשלם קנסות ולחוות את אי הנוחות הכרוכה במעבר לשטח גדול יותר. מצד שני, עסק צעיר שמתכנן קדימה ומעדיף לשכור שטח גדול בתקווה להתרחב בהמשך, ישלם דמי שכירות ומיסים עבור שטח ריק ולא נחוץ.

## כיצד מרחבי העבודה המשותפים משפיעים על שוק הנדל"ן?

מרחבי עבודה משותפים חוללו מהפכה במספר היבטים בשוק הנדל"ן המסחרי:

### השימוש בשטח

תופעת מרחבי העבודה המשותפים הפחיתה את שיעורי השטחים הפנויים בנדל"ן מסחרי. בניינים ללא שימוש כגון מפעלים ומחסנים, שבעבר היה קשה לאכלס, הוכיחו עצמם כאידאליים במתכונתם החדשה כמרחבי עבודה משותפים. בעלי הנכסים שמיהרו לנצל את הפוטנציאל של מרחבי עבודה משותפים, התאימו מחדש קומות או בניינים שלמים למטרה זו. חברות שבונות נכסים מסחריים חדשים משלבות שטחים דינמיים שניתנים להתאמה מחדש ומוסיפות מתקנים ושירותים ציבוריים, כגון בתי קפה ומכוני כושר, במטרה למשוך שוכרים לעבודה במרחבים משותפים. מגמה זו הביאה עסקים צעירים וחדשים לתוך אזורים מסחריים שאליהם לא יכלו להיכנס בעבר בשל חוסר היכולת לשלם עבור שטח משרד מרכזי. אמנם מרחבי עבודה משותפים בנויים באופן שמאפשר ניצול אופטימלי של השטח ולכאורה עשויים לאכלס יותר עובדים, אך בממוצע, לאור מודל ההעסקה הגמיש, התפוסה היומית אינה עולה על 70%, ולפיכך, אין חשש מצפיפות יתר או השפעה של מרחבי עבודה משותפים על שכונות סמוכות.



### בנקים

באופן כללי, מרחבי העבודה המשותפים החדשים השפיעו באופן חיובי על בנקים ומוסדות פיננסיים. מוסדות פיננסיים רבים מוצאים במרחבי עבודה משותפים "השקעה בטוחה" בגלל הגיוון הרב של השוכרים במרחבי עבודה אלו. שטחי משרד או מפעלים בעלי תכלית יחידה תלויים בהצלחה העסק היחיד המאכלס אותם. אם המפעל נכשל או העסק חדל פירעון, לבנק אין דרך להחזיר לעצמו את רוב המימון. לעומת זאת, מרחבי עבודה משותפים אינם תלויים בלקוח או חברה יחידים לשם הצלחתם. עבור הבנק, קל יותר לממש ולתפעל, בעת הצורך נכס שמשמש, או יכול לשמש, כמרחב עבודה משותף.



### מתווכי נדל"ן

כאשר החלה התופעה של מרחבי עבודה משותפים, מתווכי נדל"ן רבים התקשו להבין את מאפייני המודל הייחודי. עבור חלק ממתווכי הנדל"ן, חוסר ההבנה גרם עד מהרה לחשש מפני מודל אכלוס משרדים זה, והשפעתו על שוק הנדל"ן המסחרי המסורתי והמוכר להם. חלקם ניסו להיצמד לשיטות הישנות, בעוד אחרים זיהו את הפוטנציאל העצום של מרחבי עבודה משותפים, אימצו את ההזדמנויות הטמונות בכך ואת האפשרות להיות חלק מקונספט חדשני זה.



### בעלי נכסים

טרנד מרחבי העבודה המשותפים שיפר גם את מצבם של בעלי הנכסים. בשוק המסורתי, היו המשכירים עשויים להפסיד את דמי השכירות בתקופת החיפוש אחר שוכרים ושיפוץ הנכס על מנת להתאימו לצרכיהם, וזאת בנוסף לעלויות שכר הטרחה של עורכי הדין והמתווכים. מרחבי העבודה המשותפים מאפשרים גמישות והתאמה לצרכי השוכר ובכך מקצרים פרקי זמן אלו. בנוסף, לעיתים בעלי הנכסים יסבו חלק מהשטחים המסורתיים למרחבי עבודה משותפים, כשטח שתורם לרווחיות ובד בבד מוסיף לאווירה החיובית בנכס וכך הופך את הנכס לאטרקטיבי יותר משטח מסורתי עבור שוכרים פוטנציאליים.



### הסדרה

הדין שחל על שכירות של מרחבי עבודה משותפים עודנו מתעצב במטרה לעמוד בצרכים של שוק חדש זה. היבטים משפטיים, כגון שכירות משנה ומגבלות על שימושים עסקיים, עלולים לעכב הקמת מרחבי עבודה משותפים. נושאים משפטיים שעשויים לעלות בעת השכרת מרחבי עבודה משותפים כוללים זכויות בשטח, חבות תשלום של עלויות בלתי צפויות וחבויות אחרות. הגמישות שמתאפשרת בחלק ממרחבי העבודה המשותפים לחברות בכל הסינפים, עלולה להקטין את מידת השליטה של בעל הנכס בהרכב השוכרים ובאופי מרחב העבודה המשותף. יחד עם זאת, בעל נכס שישתמש בהסדרי שכירות כדי להשיג שליטה נוקשה מדי על אוכלוסיית השוכרים שלו, עלול לנחול כישלון בניהול מרחב העבודה המשותף.



## מיפוי מגזרים

שוק מרחבי העבודה המשותפים מורכב משחקנים רבים, כשרובם המכריע שחקנים קטנים ומקומיים ורק מקצתם חברות בינלאומיות ברמה גבוהה

### Regus

Regus שהוקמה בבריטלי, ומשרדיה שם, מציעה מרחבי עבודה משותפים במגוון מודלים החל משנת 1989. לאחר שכמעט קרסה ב-2003, החברה נבנתה מחדש וכעת היא מתופעלת על ידי IWG ובעלת קרוב ל-3,000 סניפים ב-100 מדינות. סניפים המציעים מרחב משרדי, משרדים וירטואליים, מקומות בשולחן לעבודה משותפת וחדרי ישיבות ברחבי העולם. עובדים שנוסעים לעיתים תכופות יכולים לרכוש חברות גמישה המעניקה גישה לכל אחד ממרחבי העבודה המשותפים של Regus ברחבי העולם. שטח המשרד והשולחן שלהם ניתן להשכרה על בסיס יומי, חודשי או שנתי, וחדרי הישיבות ניתנים להשכרה לפי שעה או יום. Regus מתגאה באתרי עבודה מעוררי השראה ומתקדמים, המספקים פתרונות משרד גמישים.

### NextSpace

מרכזת של NextSpace בסנטה-קרוז, קליפורניה, שם נפתח מרחב העבודה המשותף הראשון שלה בשנת 2008. כיום קיימים 7 סניפים של NextSpace ברחבי קליפורניה ואחד בשיקגו, עם תוכניות להמשך ההתרחבות. NextSpace מציעה חברות וירטואליות שמקנה גישה לחדרי ישיבות ואירועים, כניסות יומיות וחברות חודשיות במשרדים וירטואליים, שולחנות משותפים וייעודיים ומשרדים פרטיים. חברי NextSpace נהנים גם מגישה יומית בלתי מוגבלת לאתרי NextSpace נוספים. השירותים של NextSpace כוללים אירועים יזמיים, הזדמנויות ליצירת קשרים עסקיים ואירועים חברתיים. NextSpace מיצבה את עצמה כבעלת מרחבי עבודה משותפים נוחים ומקצועיים כאחד, במטרה לגבש קהילת עבודה תוססת.

### ImpactHub

ImpactHub פתחה את אתר העבודה המשותף הראשון שלה בלונדון בשנת 2005 וכיום מנהלת למעלה מ-80 אתרים ב-45 ערים ברחבי העולם. הערך המוסף של ImpactHub הוא החזון של קהילה תוססת בעלת יצירתיות והפריה הדדית, המייצרת סביבת עבודה מעוררת השראה. החברה מציעה משרדים פרטיים ושטח שולחן משותף וייעודי, ומשווקת את עצמה כחממה של רעיונות טובים וכזרז לחדשנות ופרודוקטיביות במקום העבודה. ImpactHub מספקת גם תכנות תומך כדי לעודד שגשוג של סטארט-אפים ומיזמים צעירים.

### Mindspace

Mindspace היא חברה ישראלית שנוסדה בשנת 2014 ומנהלת רשת בינלאומית של מרחבי עבודה משותפים, מעוצבים בקפידה ומנוהלים היטב במיקומים מרכזיים. מרחבי העבודה המשותפים כוללים שטחי עבודה מתוכננים בקפידה, פתוחים ו/או בעלי פרטיות מסוימת, כמו מטבחים מאובזרים, משרדים סגורים, מרחבי משרדים פתוחים, חדרי ישיבות מאובזרים היטב בגדלים שונים, מתחמי אירועים ושירותים נוספים. נכון להיום, בישראל ניתן למצוא אתרים של Mindspace בתל-אביב ובהרצליה, בברלין, המבורג ומינכן בגרמניה, בוורשה, פולין ובלונדון, בריטניה. Mindspace היא חברה מובילה, בגלל שהיא מעודדת יצירת קהילות ומחברת בין מגוון רחב של פריילנסרים, יזמים, חברות סטארט-אפ בשלבים מוקדמים ובינוניים. Mindspace מציעה לחבריה מגוון של אירועים אקסקלוסיביים, תוכן ערכי, הנחות אטרקטיביות מספקים מקומיים ופעילויות חברתיות מהנות.

### WeWork

WeWork נוסדה במידטאון ניו-יורק בשנת 2010. WeWork מציעה פתרונות משרד גמישים, שולחנות במרחב פתוח וחדרי ישיבות ביותר מ-150 אתרים ב-16 מדינות. חברים יכולים לשכור עמדת עבודה או משרד על פי הסדר חודשי או ארוך יותר בהתאם לצרכי המקום והזמן שלהם, בעוד שחדרי ישיבות ניתן לשמור מראש על פי שיטת תשלום באשראי. לצד מתקנים משרדיים, WeWork מציעה ביטוח בריאות, פעילויות מהנות, אירועים חברתיים והזדמנויות ליצירת קשרים עסקיים כחלק מהחזון ליצור קהילות עבודה פיזיות ווירטואליות.

## שוק מרחבי העבודה המשותפים

### ההבדלים בין מרחבי עבודה משותפים שונים

אף שהנחות היסוד העומדות בבסיס מודל מרחבי העבודה המשותפים דומות, קיים שוני ניכר בהיבטים הנוגעים למיקומם ולהתנהלותם של מרחבי עבודה משותפים שונים

### מגוון מרחבי העבודה

1 היחס בין אזורי שימוש שונים במרחבי עבודה משותפים - המכונה על ידי המעצבים "המרחב שלי/שלנו" - משפיע על האווירה במרחב ועל אופי העובדים שבחרים להשתמש בו ומעצב את הצלחתו.

### מגוון השוכרים

2 מרחבי עבודה משותפים משמשים מגוון רחב של שוכרים. חלק מבעלי הנכסים בוחרים במתכוון ברב-גוניות כדי להבטיח שילוב של פריילנסרים וסטארט-אפים, עסקים קטנים וצעירים ועסקים בוגרים יותר, ומגוון של תעשיות כדי לספק סביבה עשירה ומעוררת השראה. אחרים יתמקדו בתעשייה או סגמנט מסוימים מהשוק ויצרו מרחב עבודה משותף הומוגני יותר. בחלק ממרחבי העבודה המשותפים, התמהיל של העובדים משתנה מעת לעת, ומרחבים אחרים מכילים מאגר יציב של חברות ועצמאיים.

### עיצוב

3 אלמנטים עיצוביים כגון ריצוף, אומנות קיר ופתרונות ישיבה מסייעים לשדר את האופי המיוחד של כל מרחב עבודה משותף, ולא בהכרח דורשים השקעה ניכרת. לחברים חדשים, אפילו פרטים קטנים כגון בידוד אקוסטי, שקעים חשמליים ונקודות הטענה עשויים להיות גורם מכריע בהחלטה לבחור בעבודה במרחב זה.

### ההבדלים בין מודלים עסקיים שונים

מרחבי עבודה משותפים שונים פועלים על פי מודלים עסקיים שונים. חלקם מציעים אפשרויות חברות חודשית או שנתי, עם תעריפים שונים הנגזרים מגודל ומסוג המרחב הנדרש ומהשירותים הנוספים הכלולים בו. בנוסף, חלק מהחברים במרחבי עבודה משותפים אלו אינם שוכרים עמדות עבודה כלל אלא מתקשרים על בסיס חברות בקהילה לצורך פיתוח קשרים עסקיים. חלק ממרחבי העבודה המשותפים מתמחרים את השכירות על פי יום או אפילו על פי שעה, או מציעים אפשרות כניסה יומית לאורחים. מרחבי עבודה משותפים ללא כוונת רווח או כאלו הממומנים על ידי ספונסורים, מתבססים לעיתים על שימוש של החברים בשירותי המקום ללא תמורה, תוך התחייבות להעניק חזרה לקהילה במרחב המשותף. חלק ממרחבי העבודה המשותפים מאפשרים לחבריהם שימוש בכל אחד מהסניפים שלהם.

### קהילה

4 קהילתיות היא אחד המאפיינים הבולטים של עבודה במרחבי העבודה המשותפים, אך גם היא משתנה בין מרחב אחד למשנהו. מרחבי עבודה משותפים רבים כוללים מנהל שנמצא במקום כדי לסייע ביצירת קשרים בין החברים המחפשים תמיכה, שיתוף פעולה או חלוקת שירותים מקצועיים. המקום מעודד את השוכרים לשתף את פרטיהם באמצעות מסד נתונים משותף. מרחבי עבודה משותפים בעלי תחלופת דיירים גבוהה מציעים קהילה בעלת אופי שונה מאלו שמשרתים לקוחות קבועים ומבוססים יותר.

### שירותים

5 חלק ממרחבי העבודה המשותפים הם לא יותר משטח משרדי משותף, אחרים מציעים ערך מוסף רב לחבריהם, עם שירותים נוספים למתקני המשרד הבסיסיים.

### מיקום

6 מיקום מרחב העבודה המשותף משפיע רבות על האופי הכולל של המרחב, החל מהגיל הממוצע של החברים בו ועד לנורמות העבודה. מרחבי עבודה משותפים באזורים עסקיים או פיננסיים שמרניים נוטים להיות רשמיים יותר מאלו הממוקמים באזורי תעשייה שעברו שינוי ייעוד.

# היתרונות של מרחבי עבודה משותפים

## מיקום

כתובת במרכז העיר היא יתרון משמעותי בשוק העסקי, אך מיזמים צעירים אינם יכולים לעמוד בעלות הגבוהה של דמי השכירות שדורש מיקום כזה. מחוזות מסחריים פופולריים שבהם אין התרחבות טבעית נוספת, כגון מנהטן או לונדון, לעיתים קרובות אינם יכולים לספק את השטח הדרוש. שכירות במרחב עבודה משותף במיקום מרכזי מביאה עמה את כל היתרונות של עבודה במרכז העסקים, כמו גם את האפשרות להתהדר בכתובת במקום מרכזי.

## סביבת עבודה

היתרונות של מרחבי עבודה משותפים לא ניתנים להערכה בכסף. מרחבי עבודה משותפים מתוכננים להיות מעוררי השראה וחדשניים. רבים מציעים פעילות חברתיות כגון מפגשים, הרצאות, מכון כושר ובריכת שחייה במקום. מחקרים שונים מראים כי רווחה במקום העבודה וחוויות עובדים עשירות מובילות לפרודוקטיביות רבה יותר ולתחלופת עובדים נמוכה יותר. על ידי שכירות של שטחים במרחב עבודה משותף, סטארט-אפ קטן יכול לספק סביבת עבודה עשירה מבחינה חברתית ומבחינת תנאי ההעסקה שלא נופלת מזו של חברות בינלאומיות גדולות, אך ללא הטרחה הארגונית והעלויות הכרוכות בכך.

## עלות

התשלומים עבור אינטרנט במהירות גבוהה, שירותי הדפסה, סריקה ופקס, ואפילו תה וקפה מצטברים הם משמעותיים לחברות קטנות ובינוניות. במרחב עבודה משותף, העלויות בדרך כלל נמוכות יותר באופן כללי עקב תפעול יעיל ויתרון לגודל. על ידי שימוש בשירותים אלו שניתנים על ידי מנהלי מרחבי העבודה המשותפים בתשלום, חברות יכולות להחליף עלויות משתנות ולא ודאיות בעלויות צפויות וקבועות מראש. זהו הבדל חשוב למיזמים חדשים שמאזנים את התקציב שלהם בקפדנות. גם העלות ביחס למספר העובדים קטנה יותר במרחבי עבודה משותפים.

## גמישות

מרחבי עבודה משותפים מאפשרים לחברות להגן על עצמן מפני סיכונים הכרוכים בהתרחבות או צמצום עתידיים. שנה היא פרק זמן ניכר, וודאי שהתחייבות בחוזה לשלוש, שבע או עשר שנים קשה עבורם. מרחבי עבודה משותפים מאפשרים לחברות להתרחב ולהצטמצם כפי הנדרש, ולשלם רק עבור המרחב שבו הן עושות שימוש בפועל. גם חברות גדולות ומבוססות מבינות את היתרון המשמעותי עבורן, בהשוואה למודל השכירות המסורתי הנוקשה, בניסיון להגן על עצמן מפני מיתון.

## שירותים

ניהול משרד כשלעצמו גוזל זמן ואנרגיה מהחברה. במרחב עבודה משותף, מטלות אדמיניסטרטיביות מטופלות על ידי ההנהלה במקום על ידי החברים. על פי רוב, סטארט-אפים בתחילת דרכם הם בעלי משאבים מוגבלים ולפיכך ירצו להעסיק כמות מינימלית של עובדים. לכן, אם במסגרת מרחבי עבודה משותפים הם יכולים לחסוך את הטרחה הכרוכה בניהול ובתחזוקה, לרבות מזכירות, שירותי מחשב וטיפול במטלות אדמיניסטרטיביות, הם ייהנו מיתרונות משמעותיים הרבה מעבר לחיסכון כספי.

## מוטיבציה ופרודוקטיביות

85% מהעובדים מעידים על עצמם שהמוטיבציה שלהם עלתה וגדלה מאז שעברו למרחבי עבודה משותפים. הגמישות הרבה של מרחבי עבודה משותפים מאפשרת לעובדים לבחור את שעות עבודתם, וכך הם מגיעים מוכוונים לעבודה, בתנאים האופטימליים עבורם, וממקסמים את הפרודוקטיביות. לעבוד בקהילה מוכוונת עבודה מעודדת פרודוקטיביות הרבה יותר מעבודה מהבית, או ממשרד שומם. אין ספק שקשה יותר להיכנס לדפוס חשיבה פרודוקטיבי בפיג'מה בשולחן המטבח.

## יצירת קשרים עסקיים

תכנון נכון של מרחבי עבודה משותפים ויזמות של אירועים חברתיים ואחרים במסגרת הקהילה, מספקים הזדמנויות רשמיות ולא-רשמיות ליצירת קשרים עסקיים. חברים במרחבי עבודה משותפים עשויים להרוויח מהכישורים ומהשירותים שכל אחד מהם מציע, וליצור קשרים בין-תעשייתיים בעלי ערך. סטארט-אפים הממוקמים במרחבי עבודה משותפים הם בעלי שיעור הצלחה גבוה יותר, בעיקר הודות לניסיון ולייעוץ שהם יכולים לקבל מחברי הקהילה.



## (המשך מהעמוד הקודם)

## ההיבט החברתי

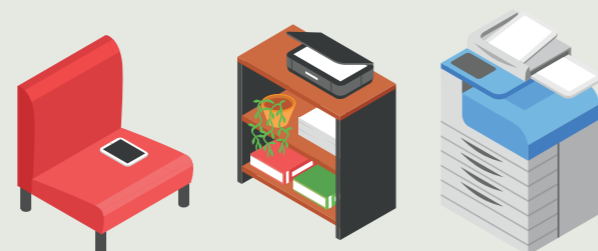
גלי ההגירה לערים הגדולות השאירו עובדים רבים בודדים. אך מרחבי עבודה משותפים ממלאים את החלל שנוצר באווירה של אחווה: בילויים בסופי השבוע, ערבי סרטים, בתי קפה במתחם ושטחים משותפים המעודדים קשרים חברתיים הינם רק חלק מהיתרונות החברתיים הרבים שמרחבי עבודה משותפים מעניקים. כמו כן, ככל שהעבודה הופכת גמישה מבחינת זמן ומקום, עובדים רבים מוצאים את עצמם עובדים שעות ארוכות ומכל מקום ולכן מצפים לשלב עבודה והנאה.

## רעש והסחות דעת

סביבת עבודה משותפת יכולה להיות תוססת, אך גם רועשת ומסיחה את הדעת. קשרים שנוצרים לעיתים, מקשים על המיקוד בעבודה. חלק מהעובדים מתנהלים טוב יותר במשרדים סגורים בתוך מרחב העבודה המשותף, כך שהם יכולים ליהנות מהאווירה המשותפת, אך גם לסגור את הדלת ולהתמקד בעבודה. זה נכון בעיקר לאלו העושים שימוש רב בשיחות טלפון לפעילותם העסקית, משם שמרחבי עבודה פתוחים נוטים להיות רועשים מדי לשיחות עבודה.

## פרטיות, סודיות ואבטחה

השמירה על פרטיות בשולחן במרחב עבודה פתוח וצפוף עלולה להיות קשה. ביצוע שיחות טלפון במרחבים משותפים כוללת סכנה של הדלפת סודות מסחריים או פגיעה לא מכוונת בפרטיות של הלקוח. רשת אינטרנט משותפת וישיבה בשולחנות ציבוריים עלולים להוות פוטנציאל לפגיעת אבטחה, על אף שלעיתים נעילת מסך אוטומטית וארונות בעלי מנגנון נעילה הינם פתרונות מספיקים. שמירה על זכויות קניין רוחני היא אתגר נוסף בסביבות עבודה משותפות, בעיקר בעת עבודה במרחב משותף עם מתחרה ישיר. חברות רבות תתקשינה עם אי הנעימות של חלוקת מקום עם מתחרים מאותו התחום.



## ה"באז"

כאשר הנאמנות לחברה נמוכה, עסקים עומדים בפני האתגר של משיכה ושימור של כישרונות. חברות הפועלות במרחבי עבודה משותפים מצאו כי ה"באז" של המרחבים המשותפים גורם לעובדים פוטנציאליים לתפוס אותן כמקומות עבודה אטרקטיביים. העסקה ושימור של עובדים טובים הופכת קלה, זולה ומהירה יותר עבור חברות במרחבי עבודה משותפים.

# האתגרים של מרחבי עבודה משותפים

## היעדר תרבות ארגונית

בעת שיתוף מרחב עבודה עם מיזמים אחרים, ייתכן שיהיה קושי ליצור תרבות ארגונית ייחודית לחברה ספציפית. קשה לחגוג הצלחה כאשר החברה בשולחן הסמוך מתמודדת עם תקופה קשה מבחינה עסקית, ואף פעילות גיבוש חברתית עשויה להיות נעימה פחות בסביבה משותפת.

## היעדר רשמיות

על אף שאווירה רגועה ויצירתית היא אחד היתרונות וחלק מחווית העבודה במרחב עבודה משותף, היא עשויה להוות חיסרון עבור חברות השואפות להציג אופי רשמי ורציני. ניתן להיסנע מכך על ידי התאמה זהירה בין החברה ומרחב העבודה המשותף ובחירה מושכלת של איזורי העבודה בתוך המרחב.



# מדריך 5 הדקות: השלכות תוצאות הבחירות בארה"ב על השקעות הנדל"ן שלך

## עולם כמנהגו נוהג



בחירת טראמפ לנשיאות ארצות הברית היא המשך מגמה עולמית של בידול והסתגרות לאומית על חשבון ערכי הגלובליות. מגמה זו החלה עם החלטת העם היווני להתנתק מהאיחוד האירופי, דרך החלטת העם הבריטי שהחליט גם הוא לעזוב את האיחוד וכעת ממשיך עם החלטת העם האמריקאי לבחור בדונלד טראמפ, אשר לאורך הקמפיין הצהיר על צעדי שינויים מהותיים בכלכלה האמריקאית. מגמה זו מעלה שאלה שחשיבותה הולכת וגוברת למשקיעים ברחבי העולם: כיצד שומרים על ערך השקעה גבוה בשווקים הבינלאומיים בעולם אשר הולך ומתכנס לתוך מדינות הלאום?

למרות התחזיות הפסימיות של גופי תקשורת רבים (בעולם וגם כאן בישראל) להשפעות מרחיקות לכת של בחירת טראמפ על השווקים, הבוקר שלמחרת הבחירות החל בירידות שהתמתנו במהלך היום וכבר בשעות הצהריים של יום רביעי ה-9 בנובמבר, חזרו שווקי המניות להיצבע בירוק. נתוני השווקים מזכירים את התגובה להחלטה על ה-Brexit שקיבל העם הבריטי ביוני האחרון, כאשר בשני המקרים מדובר על מהלך מפתיע הנוגד את התחזיות המוקדמות ומעדיף את ההסתגרות הלאומית על פני הכלכלה הגלובלית.

במשך 18 השנים האחרונות, פרופימקס, זרוע הנדל"ן והאנרגיה המתחדשת של במברגר-רוזנהיים בע"מ, שמה לעצמה לתת למשקיע הישראלי הזדמנות השקעה בנדל"ן ואנרגיה ירוקה בחו"ל אשר מאפשרת פיזור שתורם לתיק השקעות אופטימלי - בהגנות, יושרה ושקיפות. בשנים האלו, כולנו היינו עדים לשינויים משמעותיים בעולם הכלכלי. אין ספק שבחירתו של המועמד הרפובליקני, דונלד טראמפ, לנשיא ארה"ב, היא אחד מאותם רגעים היסטוריים.

לאור ניסיונו הרב ובעקבות המשברים שהתרחשו בכלכלת העולם, יצרנו בפרופימקס אסטרטגיית השקעה אשר מאפשרת לנו להימנע (ככל שניתן) ממשברים נקודתיים, דוגמת שינוי כלכלי הנובע מהחלטות הממשל. כחלק מאסטרטגיה זו, אנו משקיעים עם שותפים מנוסים, אשר הוכיחו בעבר את התנהלותם ואת חוסנם בעת משבר ואנו מאמינים כי הם יגיבו בהתאם גם בעתיד. אספקט נוסף של אסטרטגיית ההשקעה של פרופימקס, היא התמקדות בהשקעות בהן הרווחיות נובעת מאיכות ומקצועיות הניהול ולא מסתמכת על צמיחה אקסוגנית (Exit Cap) נמוך מ-Cap In). בנוסף, אני גאה בעבודתה של ועדת ההשקעות שלנו, אשר התמקדה בשנים האחרונות בבחינת הסיכונים הטמונים בהשקעות ואפשרויות גידורם. למדנו מטעויות העבר, ונמנענו מהשקעות בסקטורים שעשויות להציע תשואות גבוהות, אך בימים טרופים אלה חשופות לסיכון של הפסד עצום.

תוצאות הבחירות בארה"ב יוצרות בלבול ואי וודאות, ולא ניתן לחזות בצורה מדויקת כיצד ינהג הנשיא הנבחר של ארה"ב. לכן, גם לא ניתן לדעת מה עתידו של השוק. היום יותר מתמיד יש להישאר דרוכים לגבי השקעותינו ולוודא כי הרווחיות של ההשקעות נובעות מפעולות ניהוליות אקטיביות ולא מסתמכות על צמיחה חיצונית של השוק. אם החודשים הקרובים יספקו לנו הזדמנויות לרכישת נכסים במחירים נמוכים, נבחן הזדמנויות אלו בהירות רבה. בנוסף, אני רואה חשיבות בהתמדה במדיניות השקעה, מבלי לתת למגמות באות והולכות בשוק לשנות מדיניות זו. זה המקום להזכיר את דבריו של אלפרד אקירוב: "בנדל"ן, מי שיש לו יכולת להחזיק מעמד כמה שנים, בסוף העסקאות שלו נראות טוב".

אסף רוזנהיים, פרופימקס



### מקורות וקריאה נוספת:

- CBRE United States - Co-Working Spaces can be more Cost-Effective than Traditional Leases in Pricy Gateway Markets - March 2017
- JLL United States - Shared Workspaces - Spring 2016
- CBRE - Wellness in the Workplace - 2016
- Martin Prosperity Institute- The Rise of the Global Startup City
- Adaptive Office Resources - The Modern Occupancy Paradigm - November 2015
- JLL Research - A New Era of Coworking - 2016
- Harvard Business Review-Will the Gig Economy Make the Office Obsolete? - March 2017

המידע המובא במדריך הוא לצורך מידע כללי בלבד. פרופימקס אינה אחראית לשלמות המידע והוא נכתב על-פי דעות ומידע שהיו זמינים בעת כתיבת המדריך. אין לראות במידע זה המלצה להשקעה או נקיטת פעולה.

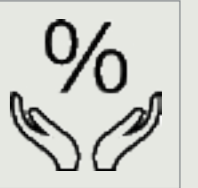


## השלכות המאקרו של בחירת טראמפ על שוק הנדל"ן האמריקאי

- ישנו קושי מובנה בבחינת ההשפעות של בחירת דונלד טראמפ לנשיא על סקטור הנדל"ן בארה"ב מכמה סיבות:
1. קמפיין הבחירות של טראמפ אופיין לא פעם בסתירות באשר לכוונותיו באופן כללי, ולגבי מדיניותו הכלכלית בפרט. אי לכך, קשה לצפות את כוונותיו האמיתיות באשר לכלכלה האמריקאית.
  2. למרות שלנשיא טראמפ יהיה רוב בשני הבתים, לא ברור מה יהיו יחסיו של המנהיג עם המפלגה הרפובליקנית, שהפנתה לו עורף לא פעם, לאורך קמפיין הבחירות הממושך. מצב זה יוצר חוסר וודאות באשר לכוחו של טראמפ לממש מדיניות.
  3. חשוב לזכור את האינטרס האישי של דונלד טראמפ בנוגע לשוק הנדל"ן. מדובר באיל נדל"ן אשר יושפע רבות מירידת ערך נכסיו במידה ותחול ירידת ערך בשוק. פוזיציה זו עלולה ליצור אמביוולנטיות בין האינטרסים האישיים שלו לבין האינטרס של אוכלוסיות אותן התחייב לייצג במערכת הבחירות שלו.

למרות גורמי אי הוודאות הרבים, ננסה כאן לנתח את ההשפעות המאקרו-כלכליות של בחירת טראמפ לנשיאות ארה"ב:

### שיעור הריבית



העלאת שיעור הריבית מעלה את מחיר המימון ובכך עלולה להפוך רכישת נכסי נדל"ן לכדאית פחות מבעבר. בנוסף, ריבית גבוהה יותר מאפשרת השקעה בנכסים "ללא סיכון" (כמו אג"ח ארה"ב) תוך קבלת תשואה נאותה על ההשקעה, לכן באופן כללי עליית ריבית מצמצמת את הביקוש לנדל"ן. יחד עם זאת, קשר זה אינו חד-ערכי והוא תלוי בגורמים נוספים. אחד הגורמים המהותיים הוא קצב העלאת הריבית וגורם מהותי נוסף הוא המרווח שבין התשואות בשוק הנדל"ן לבין ההשקעות "חסרות הסיכון" (איגרות החוב הממשלתיות).

סביר להניח כי העלאת הריבית תתבצע בקצב איטי ביותר - העלאה בשיעורים גבוהים עשויה למוטט את הכלכלה האמריקאית. בהתחשב בעובדה שהמרווח בין התשואות הנובעות מהשקעות נדל"ן לבין התשואות על איגרות החוב הממשלתיות בארה"ב הוא גבוה (עומד נכון לסוף סרץ 2016 על כ-4.36%), הרי שכדי שעליה בריבית תורגש בענף הנדל"ן, עליה להיות משמעותית ביותר.

### רפורמה בענף הבנקאות



דוגמא נוספת להבטחה מצד טראמפ היא ביצוע של רפורמה בתחום הבנקאי על ידי ביטול חוק גאלאס-סטיגל הקובע (בין היתר) את הגבלת הריבית המקסימאלית אשר ניתן לבנקים לגבות, ביטול חוק זה עשויה לגרום לקושי בנטילת הלוואות על ידי האזרחים, במקרה כזה תחום הנדל"ן למגורים (בתים פרטיים) עשוי להיפגע שכן פחות אזרחים יוכלו לרכוש בתים, ומנגד ישכרו דירות במבני מולטיפמילי, דבר שיוביל לעליית מחירים במגזר זה.



### מדיניות הסחר

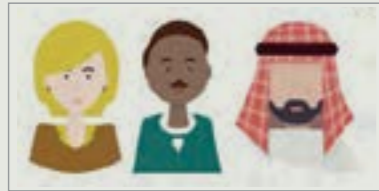
לאורך קמפיין הבחירות שלו, הביע טראמפ את רצונו להחזיר את פסי הייצור לארה"ב, זאת בין היתר על ידי הטלת סנקציות כנגד חברות יצרניות אמריקאיות אשר מפעילות קווי ייצור מחוץ לארה"ב. במידה והחלטה זו תיושם, היא עלולה מצד אחד לפגוע בהכנסות החברות המקומיות ובכך לפגוע בענף המשרדים, ומצד שני לגרום לעליית ביקושים בשוק הנדל"ן לנכסים תעשייתיים ולמרכזים לוגיסטיים. בנוסף, הצהיר טראמפ על כוונתו לצמצם את הסכמי הסחר של ארה"ב, מדיניות אשר עלולה להוביל לאינפלציה בשוק האמריקאי, אך בעיקר יוצרת חוסר וודאות בנוגע לעתיד.



### רגולציה

בתקופת שלטונו של אובמה, ובייחוד מאז חקיקת חוק דוד-פרנק, גבר באופן ניכר הפיקוח הממשלתי על ענף הפיננסים. גישת הימין הכלכלי כלפי שוק ההון היא גישת אי התערבות ולכן, אפשר שעלייתו של טראמפ לשלטון תוביל להקלה ברגולציה. ההקלה יכולה להתבטא הן ברגולציות הנוגעות ישירות לשוק הנדל"ן, לדוגמא אפשרות חזרתם למרכז הבמה של אגח"ים מגובי משכנתאות, והן ברגולציות הנוגעות לאפיקי ההשקעה האלטרנטיביים, לדוגמא, הקלות במודל התימרוץ של מנהלי השקעות. מודל תימרוץ אשר מבוסס על הצלחת ההשקעות הוגבל בעבר בשל הסיכון שהוא משקף למשקיע שאינו מתוחכם. אם תבוטל רגולציה מסוג זה, צפוי גידול ברווחי ההשקעה בשוק ההון, לצד גידול בסיכון הכרוך בהשקעה זו.

### מדיניות הגירה

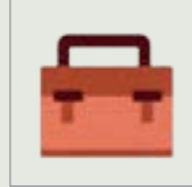


### מדיניות מס



כמועמד רפובליקני, טראמפ הצהיר לא פעם על כוונתו להפחית את שיעורי מיסי החברות והמיסים על הכנסה פרטית. החלטה שכזו צפויה להגדיל את ההכנסה הפנויה של הצרכנים וכך לעודד צריכה בכלל ושל דירות למגורים בפרט. הפחתת שיעור מס החברות צפויה גם לעודד פעילות יצרנית בטווח הארוך ובכך לחזק את הכלכלה האמריקאית ולהשפיע על הביקוש לנכסי תעשייה, לוגיסטיקה ומסחר. יחד עם זאת, הורדת שיעור המס תהיה חייבת להיות מתונה לאור יחס חוב-תוצר גבוה של ארה"ב לכן, בשלב ראשון, לא ברור אם יהיה שינוי מהותי במדיניות המיסוי.

### תעסוקה



מדיניותו של טראמפ צפויה לעודד תעסוקה (הפחתת המס, הקשחת מדיניות ההגירה והעמקת הגירעון הלאומי). הגדלת התעסוקה צפויה בתורה ליצור ביקוש נוסף לנדל"ן ולכן לייקרו. לצד המדיניות הצפויה של טראמפ יש להתחשב במחזוריות של הכלכלה. נתוני התעסוקה של חודש אוקטובר מעידים כי שיעור האבטלה נפל אל מתחת לשיעור הטבעי של כ-5% ולפי נתוני העבר נתון זה מעיד על תקופת מיתון שעלולה להתרחש בתוך 12-36 חודשים.

## איך תשפיע תוצאת הבחירות בארה"ב על סקטורי הנדל"ן השונים?

### מקבצי דירות להשכרה



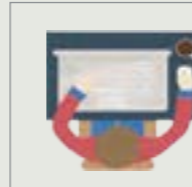
כל עוד לא תתבצע העלאה מהותית של הריבית, שווי נכסי המולטיפמילי לא יושפע מתוצאת הבחירות באופן נרחב. כאמור לעיל, רפורמות בענף הבנקאות עשויות להוריד את הביקוש לרכישת דירות וכך ליצור ביקוש נוסף למולטיפמילי. שינוי במדיניות המיסוי על חברות עלול לשנות את ערך הנכסים, שכן מדובר על נכסים להשקעה שמושפעים מאד מערכה של האלטרנטיבה. באופן מקומי, מולטיפמילי, שיש בו אחוז גבוה של מהגרים, עשוי להיפגע משינויים במדיניות ההגירה.

### בתים פרטיים ודירות למכירה



בטווח הקצר, אנו עשויים לראות ירידות נקודתיות בביקושים לדירור באזורים בהם קיים רוב למפלגה הדמוקרטית, הנובעים מאי וודאות. בטווח הארוך, ובהתאם למדיניות אשר תוארה לעיל, עשויים להיות שינויים נוספים.

### מבני משרדים

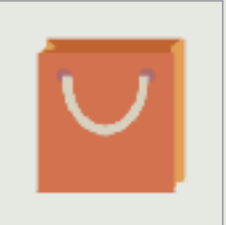


ענף זה מושפע מאוד מהפעילות העסקית במשק. נכון להיום, מדדי המניות שומרים על יציבות מסוימת. חלק מהצהרותיו של טראמפ מיטיבות עם הסקטור העסקי וחלקן מרעות עמו, ועל כן לא ניתן לחזות את התמורות הצפויות בסקטור זה.



**נכסי תעשייה ומרכזים לוגיסטיים**

חלק מהצהרותיו של טראמפ, כדוגמת החזרת הייצור לארה"ב, עשויות ליצור עלייה משמעותית בביקושים, הן לנכסי תעשייה והן למרכזים לוגיסטיים, בייחוד באזור "חגורת החלודה" שלמעשה הבטיחה לטראמפ את הניצחון בבחירות. מנגד, התבטאויותיו כנגד הסכמי הסחר, יכולות ליצור טלטלה שהשפעותיה אינן ברורות.



**נכסים קמעונאים**

בטווח הקצר, אי הוודאות עשויה ליצור צמצום בהוצאות האוכלוסייה וכך לפגוע בעסקים הקמעונאיים. יחד עם זאת, טראמפ הצהיר כי יפעל להורדת מיסי החברות ומיסים על הכנסה, פעולה הצפויה להגדיל את ההכנסה הפנויה של הצרכנים ולהגדיל את הצריכה, מה גם שהצרכן האמריקאי מאופיין בשיעור צריכה גבוה מתוך הכנסתו הפנויה, ולכן פעולה זו עשויה לתרום בטווח הארוך לעליית ערכם של נכסים קמעונאיים.



**בתי מלון**

ההשפעה על בתי המלון צפויה להישען על מספר גורמים: **שער החליפין** - ענף המלונאות מושפע מערך שער החליפין, שכן הוא משפיע ישירות על כדאיות החופשה בארה"ב לתיירים זרים. בטווח הקצר, עלול לחול פחות בערך המטבע האמריקאי לאור חוסר הוודאות שנוצר בעקבות בחירתו של טראמפ, אך בטווח הארוך קשה לצפות את התנהגות המטבע. **מיסוי** - הורדת המיסוי תגדיל כאמור את ההכנסה הפנויה, ולכן את כמות התיירים המקומיים. יתרה מכך, שינוי במדיניות המיסוי על רווחיות בתי המלון עשויה להוביל גם היא לשינוי בערך הנדל"ן המשמש למלונאות. **עלות העבודה** - שינוי מצמצם במדיניות ההגירה צפוי להקטין את היצע העובדים של בתי המלון ובכך להעלות את עלויות כוח העבודה.



**משרדים רפואיים ובתי חולים**

טראמפ הכריז מספר פעמים כי יבטל את רפורמת הבריאות של הנשיא המכהן (Obama Care). צעד זה, יחד עם מדיניות ההגירה, הוא אחד הנושאים הבודדים עליהם טראמפ מסכים עם המפלגה אותה הוא מייצג. יחד עם זאת, בעוד רפובליקנים רבים רוצים לזנוח את תוכנית אובמה-קאר, מכיוון שהם אינם מאמינים בביטוח ממלכתי, הנשיא הנבחר דווקא מאמין בביטוח בריאות ממלכתי והביקורת שלו על החוק הקיים נוגעת לסרבול וחוסר היעילות שלו.

חברות התרופות חששו מאוד מבחירתה של קלינטון אשר הציגה קו ניצי בנוגע למחירי התרופות ובחירתו של טראמפ מהווה עבורם הקלה, למרות שגם הוא הבטיח לטפל בנושא המחיר, אך הוא צפוי לנקוט קו רך יותר בנושא זה. בעוד שחוסר הוודאות המלווה את בחירתו של טראמפ צפוי לגרום לאי נוחות בקרב חברות שונות בתחום הרפואי, סביר להניח שהשקעות הנדל"ן בתחום לא תסבולנה, מכיוון שבסיס הצמיחה של סקטור זה, ובעיקר ההזדקנות של דור הבייבי בום לצד עליה מתמדת בתוחלת החיים, עדיין חזק.



**תשתיות**

לאחר היוודע תוצאות הבחירות, התחייב טראמפ כי הוא יתקן את תשתיות הערים, הכבישים, הגשרים, המנהרות, שדות התעופה ובתי החולים. בנוסף, הצהיר טראמפ כי ירחיב את החוב האמריקאי ועל כן ייתכן שיוזנקו פרויקטי תשתיות רבים אשר ישפיעו על השוק באופן חיובי. מנגד, כאמור לעיל, מימוש ההתבטאויות כנגד הגירה והסכמי הסחר עשויים להוביל לעלייה בעלויות הבנייה, ומכאן לבעיה תקציבית במימוש פרויקטים רבים בזמנית. בימים שלאחר הבחירות, עלו מניותיהן של חברות הבנייה, השכרת ציוד לבנייה וחברות המספקות חומרי בנייה, דבר ששידר בטחון בתחום הזה.

"בעוד הניצחון המפתיע של טראמפ יוצר אי-ודאות בשווקים, אנו מאמינים כי היסודות המוצקים וכוחו הבסיסי של שוק הנדל"ן לצד שקיפות, יוכלו להקל על חלק מההלם הראשוני. בטווח הקרוב, שותפינו למסחר והשווקים בכלל לא צפויים לראות בעין יפה את בחירתו של טראמפ. בטווח הארוך, לא ברור עד כמה האג'נדה של טראמפ תיושם בפועל. במובן זה, אנו עומדים בפני תרחיש דומה להצבעת ה-Brexit בחודש יוני, וככזה, אנו מאמינים כי הגישה הטובה ביותר להשקיע היא לתת להלם הראשוני לשקוע ולהתמקד בהשלכות של המינויים לקבינט ובהצעות המדיניות המקודמות.

בחודשים הקרובים, אנו נקדיש תשומת לב לדעותיו של טראמפ בנוגע למדיניות מוניטרית, הגירה, מסים ומדיניות חוץ. נכון לעכשיו, הפד משדר גישה מאוד מדודה להעלאות ריבית, אם כי טראמפ רמז שהוא עלול לערער את עצמאותו של הפד, מה שעלול להשפיע מאד על המדיניות המוניטרית. בכל הנוגע להגירה וסחר, אנו מצפים שטראמפ יציע רפורמה משמעותית, אם כי הצורה והמידה של הרפורמה עדיין אינם ברורים. בסוף היום, היסודות הבסיסיים של שוק הנדל"ן בארה"ב הם עמוקים ואנו מאמינים שיידרש זעזוע אקסוגני מאוד משמעותי כדי לשבש את השוק. בעוד ניצחנו של טראמפ הוא בהחלט הלם, לא סביר שהוא מספיק בכדי להפוך את כיוון ההתקדמות של השוק, בייחוד לאור האיזונים והבלמים שעדיין נמצאים במקומם."

מייקל גטלי, ראש מחלקת מחקר נדל"ן, ברינגס

**דונלד טראמפ, איל נדל"ן או אין נדל"ן?**

דונלד טראמפ הוא אחד מאנשי העסקים המוכרים ביותר בעולם, לחיוב ולשלילה. לצד היותו איש עסקים אשר עשה הונו מנדל"ן, הנשיא הנבחר השנוי במחלוקת של ארה"ב, הוא גם בעלים של קזינו, מחברם של 20 ספרים, כוכב תכנית ראליטי והופעות אורח בסרטים וסדרות, נשוי שלוש פעמים ואב לחמישה ילדים.



אביו של דונלד טראמפ, פרד, היה יזם נדל"ן אמריקאי מצליח אשר החל דרכו בתחום בשנות העשרים של המאה הקודמת. דונלד ירש את העסק מאביו ובמהלך השנים הפך אותו לאימפריית נדל"ן והשקעות, אשר רכשה, בנתה וניהלה למעלה מ-500 נכסים, חלקם אף נושאים את שמו של טראמפ. סך הונו של טראמפ הוא אניגמה, שכן רוב החברות אותן מחזיק טראמפ אינן חייבות דיווח אך הערכות לגבי שווי נכסיו נעות בין 3 ל-4 מיליארד דולר, כאשר הערכות שווי חובותיו נעות בין 600 ל-800 מיליון דולר.

עם זאת, לא הכל ורוד בהיסטוריה העסקית של טראמפ, הוא הכריז על 4 פשיטות רגל מאז שנת 1991, והיה מעורב במספר פרשיות. טראמפ ניצל את המבנה המסועף של החברות שבבעלותו בכדי להכריז פשיטות רגל מקומיות ולא פשיטת רגל אישית ובכך שמר על מרבית נכסיו למרות כישלונותיו העסקיים. ההיסטוריה של דונלד טראמפ מציגה בפנינו איש עסקים שנוי במחלוקת, אשר מצד אחד הפך את עסקיו של אביו לאימפריה אך מנגד נכשל בהשקעותיו יותר מפעם אחת.

**הזווית הישראלית**

בחירתו של טראמפ מייצרת הרבה השערות, תחזיות, תקוות וגם אזהרות לגבי עתידה הכלכלי והמדיני של ארצות-הברית וההשפעות שיהיו למדיניותו על העולם וגם על ישראל. בין היתר על רקע הבטחותיו במהלך הקמפיין לשינויים משמעותיים במערכת המיסוי האמריקאית, סבורים חלק ממומחי המס בארץ שמשקיעים ישראלים צריכים להיות עם היד על הדופק, וייתכן שעתידות להיפתח הזדמנויות מעניינות למשקיע החכם.

לדברי עו"ד מונטי סילבר, מומחה למיסוי אמריקאי ממושרד איתן מהולל שדות, לשעבר עו"ד ב-IRS ובבית המשפט האמריקאי למס, "בהתבסס על מדיניות המס עליה הצהיר דונלד טראמפ בקמפיין הבחירות שלו, לניצחוננו עשויות להיות השפעות משמעותיות על אזרחים ישראלים המבקשים להרחיב את ניהול עסקיהם או השקעותיהם אל עבר ארצות-הברית".

טראמפ הצהיר בין היתר כי בכוונתו להוביל הפחתה דרסטית של מס החברות הפדרלי החל בארצות-הברית. כיום, שיעורי מס החברות בארה"ב נחשבים גבוהים במיוחד ומורכבים ממס פדרלי בשיעור של כ-35%, בתוספת מס מדינתי של 7%-8% לעומת מס החברות הישראלי העומד על 25%. על פי הצהרותיו של טראמפ, הוא מעוניין להפחית את מס החברות הפדרלי עד לשיעור של 15% בלבד.

# מדריך 5 הדקות: השלכות ה-BREXIT על השקעות הנדל"ן והאנרגיה שלך

שוקי ההון הגיבו במהירות: הלירה שטרלינג צנחה בשיעור של מעל 8% מול הדולר, והגיעה לרמתה הנמוכה ביותר מזה 3 עשורים. שוקי ההון הגלובליים חוו ירידות של בין 3% ל-9%. ה-FTSE 100 ירד ביותר מ-8%, בעוד שמניות הבנקים צנחו באופן חד. אך כידוע נדל"ן הוא נכס לטווח ארוך, ותכונה זו תוכיח את עצמה כיתרון עבור סוג נכס חשוב זה.

התרחיש שהסקרים ניבאו כבלתי סביר, הפך למציאות: 51.9% מציבור המצביעים בבריטניה בחרו בעזיבת האיחוד האירופי, ובכך גרמו למידה רבה של חוסר ודאות ויצרו מציאות חדשה עבור נוף ההשקעות של הממלכה המאוחדת, כמו גם של אירופה והעולם כולו.

לא קיים תקדים היסטורי לתהליך ההיפרדות והוא עשוי להימשך שנים. רק במהלך תקופת יישומו, ובהתאם לתוצאות המו"מ באשר ליציאתה של בריטניה מהאיחוד, נוכל להתחיל להבין את ההשפעה האמיתית של ה-Brexit על שוק הנדל"ן הבריטי. על כן, בפרופימקס אין לנו כרגע עמדה ברורה באשר להשלכות ה-Brexit על הכלכלה הגלובלית ושוקי הנכסים.

ידוע ששוקים לא אוהבים אי-ודאות. היסטורית, תקופות של תגובות שוק קיצוניות לאירועים מאקרו-כלכליים היו קצרות. באופן כללי, הגורמים הבסיסיים המניעים ביצועי נדל"ן לא השתנו מאז ה-24 ביוני ונקודות החוזק של הכלכלה הבריטית נותרו בעינן. נדל"ן מהווה נכס ארוך טווח, ובהיותו כזה, נמשיך להביט אל האופק ולא נאפשר למידה מסוימת של חוסר יציבות בטווח הקצר לטשטש את חזון ההשקעה שלנו. נמשיך לפקח מקרוב על התפתחויות, הן ברמת המאקרו והן ברמת המיקרו, כדי להבטיח שנוכל לתת מענה בהשקעותינו הקיימות, כמו גם לדעת לנצל את ההזדמנויות שהתקופה הקרובה תציב בפנינו.

ל-Brexit תהיינה השלכות עבור האיחוד האירופי - שותף הסחר הגדול ביותר של בריטניה; אך ההשלכות לא תהיינה אחידות בכל האזורים; כלכלות קטנות יותר ובעלות קשרי סחר חזקים עם בריטניה, כמו אירלנד, הולנד ובלגיה, עשויות להיות מושפעות באופן חזק יותר, אך עדיין מוקדם לדעת בבירור. בטווח הרחוק אנו עשויים להיווכח כי ההשלכות החשובות ביותר הן דווקא פוליטיות. הסיכון הוא באפקט הדומינו, אשר עלול לזעזע את האיחוד האירופי עצמו.



"התסריט הסביר ביותר הוא כזה שכבר ראינו הרבה פעמים בעבר בתקופות של משבר - 1987, 1998 ו-2008 - תקופות בהן השוק נעצר והפעילויות היחידות בוצעו על ידי האמציים או הנואשים במיוחד"  
צ'רלי אלינגוורת' - מנהל חברת Property Vision

עו"ד סילבר סבור כי "לשינוי שכזה תהיינה השלכות נרחבות על משקיעים ישראלים המעוניינים לרכוש נדל"ן בארה"ב, וכן על חברות טכנולוגיה ישראליות רבות המבקשות לבסס את עסקיהן בארה"ב. אם טראמפ יצליח להפחית את מס החברות, משקיעים ישראלים צפויים ליהנות הן מחיסכון מס משמעותי, והן מהיעדר הצורך להיעזר בתכנוני מס מורכבים ויקרים הנדרשים כיום לצורך פעילותם בארה"ב".

"בנוסף, אומר עו"ד סילבר, "אנו ככל הנראה צפויים לראות גל של חברות הזנק ישראליות אשר יבחרו לפעול מתוך ארה"ב ולהירשם כחברות אמריקאיות, תוך שהן מותירות בישראל את מרכזי המו"פ שלהן בלבד - בשונה מן המצב כיום בו הן מעדיפות לפעול תחת חוקי המס הישראלים ולעשות שימוש במרכזי מכירות מצומצמים בלבד בארה"ב".

"בכל מקרה, יישום תוכניתו של טראמפ צפוי להביא לעלייה משמעותית בהיקף ההשקעה בארה"ב מצדם של אזרחים ישראלים - הישג בלתי מבוטל עבור ארה"ב".

טראמפ הכריז עוד על כוונתו להפחית את מס רווחי ההון המוטל על יחידים לשיעור מקסימלי של 20% - הזהה למס בישראל; וכן לפעול לביטול המס על העיזבון בתנאים מסוימים. "כיום", אומר עו"ד סילבר, "אזרחי ישראל המחזיק בהשקעות או נכסים פיננסיים אמריקאיים, גם אם הם מוחזקים מוחץ לארה"ב, עשוי להיות מחויב במס עיזבון של עד 40%, מעל תקרת הפטור שעומדת כיום על 60,000 דולר. ככל שטראמפ יצליח להביא לביטולו של המס על העיזבון, יוסר מדרכם של אזרחים ישראלים מכשול משמעותי שעד כה סיכל השקעה בנכסים אמריקאיים".

לדבריו, "בהתאם למסורת מן העת האחרונה, טראמפ, ככל הנראה, צפוי להכריז בקרוב על היעדים שהוא יבקש לכבוש ב-100 הימים הראשונים לכהונתו. יעדים אשר בהינתן השליטה המוחלטת של המפלגה הרפובליקנית בשני בתי הקונגרס האמריקאי, הוא אינו צפוי להתקל בקשיים משמעותיים בדרכו להשגתם. מדיניות המס עליה הצהיר תהווה, ככל הנראה, את אחד המרכזיים שבהם".

גלובס, 10/11/16

## מקורות וקריאה נוספת:

- The end of 'insane regulations'? D-FW, national real estate markets weigh potential Trump effect, DallasNews, 10/11/16
- How Would Trump's Wall Impact U.S. Real Estate, Barron's, 14/10/16
- How a Trump presidency could affect your investment portfolio, The Washington Post, 9/11/16
- Trump victory: corporate winners and losers Financial Times, 11/11/16
- Real estate: The impact of rising interest rates, TIAA, SUMMER 2016
- Commercial property outlook in a rising rate environment, EY, September 2015
- How the Trump Administration Could Impact the Apartment Market, AXIOMetrics, 11/11/16
- What effect the Trump administration will have on the housing market, The Washington Post, 10/11/16
- What Donald Trump's election could mean for home prices, MarketWatch, 10/11/16
- Donald Trump's Fortune Falls \$800 Million To \$3.7 Billion, Forbes, 28/9/16
- Trump Is Richer in Property and Deeper in Debt in New Valuation, Bloomberg, 19/7/16
- President Trump and travel: Six ways the election could affect US travel, Independent.ie, 13/11/16
- Trump Wins: Supply Chain Implications Of Stated Policies, Forbes, 10/11/16
- Trump's Policies Could Damage America's Retailers, Bloomberg, 10/11/16
- הערכות: טראמפ ישקם את ההרתעה הצבאית האמריקאית, גלובס, 10/11/16
- Election Impact, JLL November 2016

המידע המובא במדריך הוא לצורך מידע כללי בלבד. פרופימקס אינה אחראית לשלמות המידע והוא נכתב על-פי דעות ומידע שהיו זמינים בעת כתיבת המדריך. אין לראות במידע זה המלצה להשקעה או נקיטת פעולה.

# איך ישפיע ה-BREXIT ברמת המאקרו?

## אינפלציה



הופעה מחדשת של אינפלציה כתוצאה מפיחות, עשויה לדחוף את המשקיעים אל עבר נכסים מניבים.

## כלכלה



כלכלה בהאטה ואבטלה גוברת, ישפיעו על הכנסות משקי הבית, כמו גם על נטייתם של המשקיעים.

## שערי חליפין



פיחות בלירה שטרלינג יוביל להפחתת הערך היחסי של נכסי נדל"ן קיימים. עסקאות חדשות תיווצרנה עבור משקיעים אופורטוניסטיים.

## הערכות נכסים



שילוב של אינדיקטורים רגשיים ירודים וצמצום יחסי בערך נכסי הנדל"ן (בשל פיחות בלירה שטרלינג), יגרמו להאטה בפעילות עסקאות הנדל"ן. המשמעות היא שמסלולי הביקוש וההיצע בשווקים צפויים להישאר בעינים, תוך שמירה מבנית על מצב של מחסור בהיצע, אשר ירסן כל סיכוי להשפעה משמעותית בטווח הקצר. עבור אנשים שבבעלותם נכסי נדל"ן, זהו הזמן להתאזר בסבלנות.

## תיאבון מוגבר של משקיעים זרים



השילוב בין ירידות מחירים ופיחות במטבע הבריטי, צפוי למשוך משקיעים זרים אופורטוניסטיים המעוניינים לרכוש נכסים בבריטניה מיד לאחר התיקון הראשוני. מטבע חלש יותר גם ימשוך כמויות גדולות יותר של מבקרים ממדינות שמעבר לים, מה שישפר את מחזור ההכנסות של ענף המלונאות.

## מדיניות מוניטרית



נראה כי הבנקים המרכזיים של אנגליה, יפן והאיחוד האירופי ימשיכו להחזיק במדיניות המוניטרית המרחיבה שלהם. הדבר עשוי להוביל לאמון מחדש בשוקי ההון במהלך החודשים הקרובים. ירידה בהכנסות מאגרות החוב צפויה לתמוך ביתרון ההכנסות היחסי של רכוש נדל"ני, ולהפוך אותו לסוג נכס מועדף. בנוסף, שיעורי ריבית נמוכים עשויים לגרור אחריהם סביבת מימון טובה יותר.

# איך ישפיע ה-BREXIT על סקטור הנדל"ן?

## מבני מגורים בבריטניה



בהינתן אי הוודאות המתמשכת, ביטחונם העצמי של הצרכנים ימשיך לצנוח בטווח הקצר. חוסר הוודאות עשוי גם לגרור ירידה נוספת במספר הבתים הנכנסים לשוק, מה שיוביל בתורו למחסור בהיצע במחירי רצפה. בטווח הרחוק, כל עלייה באינפלציה תגרור עלייה בריבית הבסיסית, אשר תתורגם לעלויות משכנתא גבוהות יותר.

## מבני מגורים יוקרתיים בבריטניה



הדרישה לנדל"ן יוקרתי בלונדון מונעת על ידי טווח רחב של גורמים שאינם מושפעים על ידי משאל העם, ביניהם היקפו של אשכול העסקים של לונדון, עומק הכישורים, החינוך, השפה וכו'. המשקיעים יתקשו לזהות יעד אלטרנטיבי ברור.

סביר להניח כי המשך ההתנהלות סביב נושא יציבות גוש היורו ישמר את התדמית האטרקטיבית של לונדון כחוף מבטחים.

## מבני משרדים



אין זה מן הנמנע שעסקים יעברו שינוי מבני ותפעולי, אך ההיסטוריה מוכיחה כי לעסקים יכולת גבוהה להסתגל לסביבות תפעול משתנות.

מבני משרדים הממוקמים מחוץ ללונדון נדרשים פחות להסתמך על שירותים פיננסיים, ועל כן יהיו פחות רגישים להעתקת מקומם של חדרי עסקאות האירו.

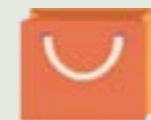
## משרדים במרכז לונדון



בטווח הקצר חלק מהדיירים עשויים לדחות התחייבות למעבר למשרדים חדשים, תוך שהם בוחנים את משמעות הנוף החדש עבור העסק שלהם.

כמו כן צפוי פינוי מסוים של שטחים משרדיים בשל הידוק החגורה על ידי חלק מהעסקים. עם זאת, רמת הזמינות הנוכחית היא נמוכה במיוחד והצפי לפרויקטי פיתוח נותר מוגבל יחסית. השוק מסוגל לספוג עלייה בהיצע.

## רכוש קמעונאי



צרכנים עשויים להידרש להידוק החגורה ולשינוי סדרי עדיפויות בכל הנוגע להוצאותיהם, אך הם לא יפסיקו לגמרי להוציא את כספם.

ישנו פער גדול בין היקפי המכירות הקמעונאיות וערכן. האינפלציה תעזור לצמצם את הפער הזה, אם הקמעונאים יימנעו מהעלאת המחירים לצרכן.

## בתי מלון



שוק בתי המלון בבריטניה כבר הרגיש את השפעת משאל העם בכך שרשם האטה בהיקף השקעות מאז תחילת השנה.

מטבע חלש יותר ימשוך דרישה גוברת לחדרים בבתי מלון מכיוונם של תיירים המגיעים ממדינות שמעבר לים.

**PROFIMEX** - זרוע הנדל"ן של במברגר-רוזנהיים בע"מ המוסיפה ערך ללקוחותיה כבר 49 שנים ביושר, בהגנות ובשקיפות מלאה. במהלך 20 שנות פעילותה, השתתפה **PROFIMEX** עם משקיעיה, לצד שותפיה הגלובליים, בהשקעות במעל 3,000 נכסים ועשרות אלפי יחידות דיור להשכרה (Multifamily), בשווי כולל של מעל 50 מיליארד דולר.



**פרופימקס** מתמחה בהשקעות באמצעות חברה לשותפים מקומיים ברחבי העולם, בעלי היסטוריית ביצועים מוכחת, המשקפת ניסיון ארוך שנים בזמני גאות ושפל.



**פרופימקס** מוכיחה מחוייבות ונאמנות למשקיעיה לאורך שנות פעילותה.



**פרופימקס** מתוגמלת על בסיס הצלחה ומנהליה משקיעים בכל השקעה.



ההשתתפות בהשקעות **פרופימקס** מיועדת למשקיעים הנמנים עם התוספת הראשונה לחוק ניירות ערך.

ניתן לקבוע פגישה  
09-777-4444



לקבלת פרטים על CircleOne IV  
קרן הנדל"ן הרביעית בניהולה של פרופימקס

בנוסף ל-22 קרנות הנדל"ן שהקימה עם שותפיה האסטרטגיים והמנוהלות על ידיהם

PROFIMEX | רחוב זרחין 10 | ת.ד. 1155 | רעננה | profimex@profimex.com | www.profimex.com

האמור לעיל הינו בגדר פרסום כללי בנוגע לפעילות PROFIMEX והאפשרות לבצע השקעות נדל"ן באמצעותה והוא אינו מהווה הצעה או הזמנה לבצע השקעה כלשהי, או לרכוש ניירות ערך כלשהם. משקיעים פוטנציאליים המעוניינים לבצע השקעה באמצעות PROFIMEX ישולבו בהליך השקעה אשר יתבצע בהתאם לדיני ניירות ערך הרלוונטיים.

## ...ואיך ישפיע על סקטור האנרגיה?

שוק האנרגיה בבריטניה עומד בפני אי-ודאות כתוצאה מההחלטה להיפרד מגוש היורו, בדומה לשוקי ההון והנדל"ן. ביקשנו מנמרוד גור וארז גיסין, מייסדי ומנהלי קרן הליוס לאנרגיה מתחדשת, הפעילה, בין היתר, גם באנגליה, לחוות דעתם לגבי השפעת ההחלטה על תחום האנרגיה באנגליה:

### רגולטורית



אין סימנים לשינויים רגולטוריים. מרבית הרגולציה שמקורה באיחוד האירופי, כבר הומרה לחקיקה בבריטניה ונאכפת כיום על ידי השלטון המקומי. בריטניה הייתה ידועה כסביבה יציבה מבחינה רגולטורית וההסתברות לשינויים רטרואקטיביים נמוכה מאוד. שינוי אפשרי בהרכב הממשלה עשוי להוביל לשינויים עתידיים (מכרזי CFD המתוכננים לסוף שנת 2016, עלולים להתעכב), אבל המערכת הפוליטית מאוד מחויבת להסכמות שהושגו בהסכם פריז להפחתת ייצור הפחמן. בסקטור הפיכת פסולת לאנרגיה, קיימת לבריטניה מחויבות חזקה מאוד ל"מס הטמנה" אשר הונהג, ואשר הוביל את הצמיחה בענף, וזה לא צפוי להשתנות.

### מחירי החשמל



מאז המשאל עלו מחירי החשמל, שכן בריטניה היא יצואנית גז מהאיחוד האירופי, והציפייה לעזיבתה את האיחוד האירופי עלולה להוביל לעלייה במחירי הגז והחשמל. עובדה זו עשויה לתמוך בזרם ההכנסות מתחנות כוח בעתיד הקרוב.

### WASTE GATE FEES



עמלות הפסולת, המשמשת לייצור אנרגיה, עשויות לעלות בשל נפילת שער הלירה שטרלינג מול האירו והקטנת יצוא RDF מבריטניה לאיחוד האירופי, דבר העשוי להוביל לעליה נוספת בהכנסות תחנות הכח לייצור אנרגיה מפסולת בבריטניה.

### שער הלירה שטרלינג



תנודתיות שער הלירה שטרלינג צפויה להימשך בטווח הקרוב ולגרום לאי-ודאות. עם זאת, הפיחות במטבע הבריטי עשוי לפתוח הזדמנויות להשקעות CAPEX בתחום האנרגיה.

### תשתיות



לסקטור התשתיות והאנרגיה, יש קורלציה נמוכה מאוד לשוקי ההון. התנודתיות בשוקי ההון עלולה לגרום לנהירה להשקעה בתחומי התשתיות והאנרגיה המאופיינים בהכנסות לטווח ארוך, צמודות למדד המחירים לצרכן/RPI ומוגנות מפני התנודתיות המאפיינת נכסים נזילים. שיערה הנמוך של הלירה שטרלינג יכול לספק הזדמנויות השקעה אטרקטיביות עם תשואה יציבה בטווח הארוך.

### מקורות מידע:

Knight Frank - Research - UK EU Referendum Result - Impact of the leave vote on UK property - 24 June 2016  
CBRE Global Investors - A reaction to Britain's decision to leave the European Union - 24 June 2016  
Fidelity International - Brexit and European real estate - March 2016  
Global Economics Update - Brexit is not a disaster for the world economy - 24th June 2016  
AF Advisory- Brexit Client Briefing - Looking beyond the noise - June 2016

The information contained in this document was prepared by PROFIMEX with the exception of the text by Elchanan Rosenheim. The opinions and data in this document do not reflect the opinions of PROFIMEX, Bamberger-Rosenheim or any employee thereof.



..... פרופימקס בע"מ .....

רחוב זרחין 10 • ת.ד. 1155 • רעננה 4310101 • טלפון: 09-7774444 • פקס: 09-7774400  
profimex@profimex.com • www.profimex.com

