

קרנות השקעה בנדל"ן מסוג ¹Reit

מאת

ד"ר בועז ברזילי, שמאי מקרקעין*

מהי קרן השקעה "ריט"?

ענף הנדל"ן מעסיק כיום כמאתיים אלף עובדים המהווים כעשרה אחוז מכוח העבודה האזרחי בישראל. מדי שנה נוספים בארץ למעלה מ-9,000,000 מ"ר של מבני נדל"ן ולמעלה מ-40,000 יחידות דיור חדשות. ענף הנדל"ן מהווה ענף מרכזי במשק. בהסתכלות ארוכת טווח ניתן בדרך כלל לומר, כי מדובר בענף יציב, ולפיכך הוא מושך אליו משקיעים רבים.

השקעה בנדל"ן דורשת, ככלל, סכומי השקעה גדולים, שאינם מצויים בכיסם של חלק גדול מבעלי משקי הבית הממוצעים. האם נגזר על מי שחסך 50,000 ש"ח או 100,000 ש"ח או אפילו 200,000 ש"ח להדיר רגליו מהשקעות נדל"ן? האם הפך הנדל"ן כלי להתעשרות בעלי הון, תוך דחיקת רגליהם של משקיעים אחרים מהמשחק? לשם לכך נוצרו קרנות ההשקעה בנדל"ן המכונות קרנות "ריט" (Real Estate Investments Trust, Reit).

קרן ריט היא ישות משפטית-כלכלית חדשה בארץ, שקמה בעקבות תיקון מספר 147 לפקודת מס הכנסה מחדש אוגוסט 2005.² קרן ההשקעה בנדל"ן החלה דרכה כרעיון אמריקאי עוד בשנות השישים של המאה הקודמת ותכליתה היתה לאפשר למשקיעים קטנים להיות שותפים בנכסי נדל"ן מניב. הרעיון המרכזי של הקרן הוא השקעת מרבית כספיה בנכסים מניבים, כאשר תזרים המזומנים בדרך כלל ידוע מראש (איכות הנכסים שבידי הקרן ידועה מראש); לפיכך, ניתן לחשב את התשואה בסיכון נמוך יחסית, תוך חלוקת 90% מרווחי הקרן למשקיעים אחת לשנה.

מבנה הקרן והמגבלות המוטלות עליה מאפשרים פיזור הסיכון הכלכלי המוטל על המשקיע בשילוב עם שקיפות גבוהה יחסית. הקרן מנוהלת על-ידי צוות מקצועי, ללא מאמץ מצד המשקיע, ולפיכך עלויות ניהולה מצטמצמות לעומת ההוצאות של ניהול משותף על-ידי משקיעים רבים. יתרון נוסף של הקרן הוא, שהיא יכולה להפוך את ההשקעה לסחירה באמצעות מכירת מניותיה, וכך להתגבר על הקושי לממש נכסי נדל"ן בפרקי זמן מיידיים.

במידה שקופות גמל וקרנות פנסיה תיכנסנה להשקעות בקרנות הריט, הרי שמעבר לתשואה לעמיתי הקופות, עשוי המשק בכללותו ליהנות מצמצום מצוקת המימון בענף הנדל"ן,

¹ פורסם לראשונה ב מקרקעין ה/4 יולי 2006.

* הכותב הינו שמאי מקרקעין בעל משרד פעיל בהרצליה, גיאוגרף מומחה לתכנון עירוני, חבר ועדת ערר מס שבח מקרקעין - חיפה.

1. פרק שני לחוק לתיקון פקודת מס הכנסה (מס' 147), התשס"ה-2005, ס"ח 2023 (להלן: "תיקון 147").

מהקטנת המינוף וכתוצאה מכך מהפחתת רמת הסיכון הגלומה בענף. מתוך הנחה שקרנות הריט תהווה מנוף כלכלי, ועל מנת לעודד ההשקעה בקרנות אלו, הקנתה הממשלה הטבות מס שונות למשקיעים (ראו להלן).

על אף האופטימיות האוחזת כיום במשק בקשר לקרנות הריט, כדאי להביא בחשבון את חבלי הלידה והסכנות העלולות להתלוות לקרנות ריט ולהפוך אותן, במקרים מסוימים, למלכודת למשקיעים בהן.

הציבור המשקיע את כספו מסתמך על מצגים הנמסרים לו, ובכלל זה על האומדן השמאי. מטרת מאמר זה היא להציג את הכשלים האפשריים בהשקעה בקרנות ריט, תוך העלאת הצעות להתאמת האומדן השמאי לנסיבות הספציפיות של אומדן נכסי הקרן, וזאת לצורך מניעת כשלים אפשריים וצמצום הסיכונים למשקיע.

תנאי הסף להקמת קרן השקעה במקרקעין

על מנת שקרן תיחשב קרן השקעה במקרקעין, עליה לעמוד בכל התנאים הבאים:

- * הקרן נועדה להשקעה בנכסים מניבים בלבד.
- "מקרקעין מניבים" מוגדרים בתיקון 147 כמקרקעין שמהשכרתם ומפעילות נלווית להשכרתם הופקה או צמחה לקרן הכנסה (דמי שכירות, תמלוגים, פרמיות וכד') שמקורם במקרקעין, ובלבד שבנויים עליהם מבנים המנצלים לפחות 70% מהשטח המירבי המותר על-פי הוראות תכניות בניין עיר החלות במקום (לרבות מיטלטלין המשמשים במישרין לפעילות במקרקעין).
- * מניות הקרן צריכות להירשם למסחר בבורסה בישראל בתוך 12 חודשים מיום התאגדותה ולהיסחר בה.
- * ב-30 ביוני וב-31 בדצמבר בכל שנת מס:
- שווי נכסיה של הקרן שהם מקרקעין מניבים, אג"ח נסחרות בבורסה, מילוות מדינה, פקדונות ומזומנים לא יפחת מ-95% מכלל נכסיה.
- שווי נכסיה של הקרן שהם מקרקעין מניבים ונכסי הנפקה ותמורה (כהגדרתם בתיקון 147) לא יפחת מ-75% משווי כלל נכסיה ומסכום של 200 מליון ש"ח (השווי המאזני המינימלי להקמת קרן ריט הינו 200 מיליון שקל).
- שווי הנכסים שהם מקרקעין מניבים בישראל לא יפחת מ-75% משווי כלל הנכסים של הקרן שהם מקרקעין מניבים.
- אם הקרן לקחה הלוואות (לרבות בדרך של הנפקת אג"ח או שטרי הון), סכום ההלוואה לא יעלה על 60% משווי נכסי הקרן שהם מקרקעין מניבים בתוספת 20% משווי נכסיה האחרים.

* תנאי הניהול של הקרן מבטיחים, שלפחות 90% מההכנסה החייבת של הקרן (למעט רווח הון ושבח מקרקעין במכירתם של המקרקעין) יועברו לבעלי המניות עד 30 באפריל בשנה שלאחר הפקת ההכנסה.

* מגבלה נוספת, שנועדה למנוע את ריכוז השליטה בקרן בידי גורם אחד ולהבטיח כי ההשקעה בהון המניות תפוזר, קובעת, כי 50% או יותר מאמצעי השליטה יוחזקו, במישרין או בעקיפין, בידי לפחות חמישה בעלי מניות. הגבלת השליטה בקרן נועדה לנטרל שיקולים אינטרסנטיים זרים הקיימים לעתים אצל בעלי שליטה בחברות ציבוריות.

כשלים אפשריים

קרן ההשקעה ריט היא יצור חדש בכלכלה הישראלית. במשך הזמן יצטבר ניסיון מקצועי שיאפשר לבחון הן את הכשלים והן את היתרונות ביישום הגישה במשק הישראלי. יחד עם זאת, כדאי לתת את הדעת ולהתכונן כבר כעת למספר כשלים אפשריים:

1. קיים חשש שהקרן תהווה מקום מפלט ליזמים ובעלי הון, ש"ישליכו" לתוך הקרן נכסים "בעייתיים" אשר קשה להשכיר אותם או שהתשואה בגינם נמוכה. עקב מגבלה נוספת שתתואר להלן (גישת השומה), עלולים המשקיעים במקרה זה למצוא עצמם מרוויחים מעט מאוד ואף מפסידים.
2. מגבלת ההשקעה בנכסים מניבים - כאמור, קרן הריט מוגבלת להשקעה בנכסים מניבים בלבד. בעוד משקיע פוטנציאלי מעוניין במידע על שיעור התשואה ("שווי השקעה"), גישת ההשוואה השמאית מבססת את האומדן על שווי השוק של הנכס. השווי בשני המקרים עלול להיות שונה.³
3. הגדרתה של הקרן כקרן להשקעה במקרקעין מניבים מחייבת בחינה של העקרונות לאומדן השווי, אשר לצד הגישה ההשוואתית (המלמדת, בדרך כלל, על שווי השוק של הנכס בצורה האמינה ביותר) יעניקו משקל נרחב לאומדן שווי בגישת היוון ההכנסות (שתביא בחשבון את שיעור התשואה למשקיע, הגם שהיא עלולה להכיל הטיות באומדן השווי).
4. הכללת מטלטלין המשמשים לפעילות העסק (שאינם מתחום מומחיות השמאי) כחלק מנכסי הקרן.
5. התנאי בדבר ניצול 70% לפחות מהזכויות התכנוניות מתעלם ממקרים בהם ניצולו היעיל של הנכס אינו דורש ניצול מלוא הזכויות התכנוניות.

2. ראו בהרחבה: בועז ברזילי שמאות מקרקעין, עקרונות, גישות ותהליכים פרק 1 (הוצאת בחור, 2006).

6. הגדרת השווי - הגדרות שונות של שווי עשויות לגרור תוצאות שונות באומדן. אומדן שווי השקעה, שהוא המבחן לפיו הציבור בוחן את כדאיות ההשקעה בקרן, יכול, בתנאים מסוימים, להביא לערכים שונים משווי השוק של הנכס.

האומדן השמאי

תקנות שמאי המקרקעין (אתיקה מקצועית), התשכ"ו-1966 (להלן: "תקנות האתיקה") קובעות את הפרטים המינימליים שחייבים להופיע בכל דו"ח שומה. לתקנות אלו מצטרפים ספרות מקצועית ופסקי דין שעסקו בגבולות אחריותו של השמאי.⁴ אופיה המיוחד של קרן ההשקעה ריט והכשלים האפשריים בהצגת נתונים ובניהולה, כמתואר לעיל, מחייבים התייחסות מיוחדת באומדן השמאי שנערך לצרכי הקרן. יש לזכור, כי מבחינת המשקיעים, קרן ההשקעה ריט נבחרת בראש ובראשונה לפי התשואה השנתית. לפיכך, התנהגות הקרן לא תושפע באופן ישיר מהפופולריות של הנכס בעיני הציבור, אלא ממבחן התוצאה, הגם שניתן להניח כי לפופולריות תהיה השפעה עקיפה על הנכונות להשקיע לאורך זמן. הציבור המשקיע את כספו מסתמך על המצגים הנמסרים לו ובכלל זה על האומדן השמאי.

אלו הפרטים המינימליים שיש לכלול בדו"ח השמאי לפי התוספת לתקנות האתיקה:

- (1) זיהוי הנכס (המיקום), מהות הנכס, שטח הנכס, גוש חלקה או מספר מגרש לפי תכנית בניין עיר, מען);
- (2) תיאור הנכס והסביבה;

עקב אופיה המיוחד של הקרן והתבססותה על נכסים מניבים, ראוי לאבחן באופן מיוחד, במסגרת תיאור הנכס ופרטי זיהויו, את השטחים המושכרים או את פוטנציאל ההשכרות ("שטחים ברוטו בכוח"), מקדמי הפסד כללי ואי תפוסה, יחסי נטו-ברוטו, שטחי שירות, שטחים שאינם ניתנים לניצול וכד'.

אם הנכס כולל מיטלטלין - שאינם בתחום מומחיות השמאי - ראוי להיעזר במומחה ולצרף לדו"ח השמאי את פרטי המיטלטלין, ככל שהם קשורים בהנבת ההכנסה. על השמאי לוודא, כי רשימת המיטלטלין כוללת התייחסות לפחת על המיטלטלין, אפשרויות השימוש בהם לאורך זמן, תרומתם לשווי הנכס וההשקעה הנדרשת לתחזוקתם.

לעניין זה ראו סעיף 10 לתוספת לתקנות האתיקה הקובע:

"נעזר השמאי בעריכת השומה במומחה - יפורטו זהות המומחה, פרטי מומחיותו והעניין שבו חיווה את דעתו."

יש לזכור, כי לכל מבנה קיימות שתי תכונות תכנון: עיצוב (אופי הבניין, קישוטיו ומראהו) ושימוש (היכולת למלא את תפקידו המעשי). השמאי צריך לתת דעתו

3. ראו בהרחבה: בועז ברזילי "דו"ח השומה - תכנון והיקפו" מקרקעין ד/19 (2005).

למגמות השוק לצד מגמות הבנייה באופן כללי, שכן מגמות אופנתיות יכולות להשפיע על שווי הנכס ולקבוע לו פחת תכנוני, השבחות יתר והשבחות חסר. בכלל זה ניתן להביא בחשבון התאמות הקשורות בחוסר יכולת של המבנה למלא את תפקידו בהשוואה למבנים אחרים בשוק, נשוא ההשוואה בשומת המקרקעין, למשל עקב "התיישנות תפקודית" (functional obsolescence).⁵

ככלל, תיאור הנכס כולל תיאור כללי (תיאור מצב השוק), תיאור פרטני (אופי הנכס ותכונותיו) ותיאור שיווקי (היצע וביקוש וכד').⁶ באומדן נכסי קרן השקעה ראוי לפרט ביתר הרחבה את החלק השיווקי ובין היתר לכלול בו מידע בדבר סוג המשתמשים בנכס ושוכרים פוטנציאליים, מגמות צפויות, ככל שניתן לחזות אותן (למשל עודפי היצע/עודפי ביקוש, מיזמים חדשים בסביבה הקרובה וכד'), דמי שכירות לנכסים דומים בסביבה ו"התחרות" בה נמצא הנכס עם נכסים אחרים בסביבה בהיקף דומה.

(3) הזכויות המוערכות (בעלות, חכירה, דיירות מוגנת);

על-מנת לצמצם את החשש, שהקרן תהווה מקום מפלט ליזמים ובעלי הון ש"ישליכו" לתוך הקרן נכסים "בעייתיים" אשר קשה להשכיר אותם או שהתשואה בגינם נמוכה, ראוי לפרט את סוגי המחזיקים, לרבות בעלים, שוכרים, שוכרים, בני רשות וכד', פירוט של מועדי ההתקשרויות, מועדי סיום ההשכרות, דמי שכירות וכד'. אם תוצג תמונת ההתקשרויות בנכס גם מספר שנים אחורה (5-2 שנים בהתאם ליציבות ההשכרות), ניתן יהיה לבחון את יציבות ההשכרות, את "בעייתיות" הנכס מבחינת השכרות, תפוסה כללית, תשואה לאורך זמן וכד'.

(4) המצב התכנוני (ייעוד הקרקע והתכניות החלות עליה);

המצב התכנוני מחייב בחינת כל הזכויות התכנוניות החלות על המקרקעין, לרבות הזכויות המנוצלות ואלו שאינן מנוצלות. שווי השוק של הנכס מושפע מזכויות בנייה פוטנציאליות אף כשהן לא בנות ניצול בעת עריכת הדו"ח.⁷ לעומת זאת, דמי השימוש המשולמים בעד הנכס והעומדים בבסיס גישת היוון ההכנסות השמאית אינם מביאים בחשבון פוטנציאל שאינו ממומש. שוכר נכס אינו משלם דמי שכירות על זכויות שהוא לא יכול לנצלן ושתועלתן בעת ההערכה היא תוספת שווי עתידית לבעל הנכס.⁸ לפיכך, אין להסתפק ברישום הזכויות הנוספות אלא לפרט את מקומן באומדן השווי. הפרדה כזו תאפשר ניתוח תשואה על הנכסים המושכרים בלבד, מבלי להביא בחשבון התשואה את תוספת השווי העתידית (שבאופן רגיל מהווה חלק מהתשואה הנמדדת), ובכך להקל על משקיעים לטווח קצר שלא ימתינו למימוש הזכויות.

לעניין זה ראו סעיף 9 לתוספת לתקנות האתיקה, לפיו:

4. ש.ם.

5. ש.ם.

6. ראו בהרחבה: בועז ברזילי "ירידת ערך - שאלת הציפיות" **מקרקעין** ב/5 113 (2003).

7. ראו בהרחבה: בועז ברזילי "עקרונות לאומדן דמי-שימוש כשאין הסכם" **מקרקעין** ד/6 84 (2005).

"בהערכת מקרקעין: יתוסף פירוט של אפשרויות השימוש בנכס, לרבות אפשרויות שינוי השימוש בו, תוספות בנייה אפשריות וכיוצא באלה."

בעת ציון הזכויות הנוספות ושוויין הכלכלי בנפרד, ראוי לציין את יכולות המימוש של הזכויות בנכס הקיים, תשלומים שונים שיש לשלם לצורך ניצול אותן זכויות - תשלומים למינהל מקרקעי ישראל, תשלומי מיסים (היטל השבחה), עלויות פיתוח וכד'.

הפרדה בין הזכויות התכנוניות הזמינות לבנייה לבין זכויות שאינן זמינות לבנייה אולם מהוות שטחי השכרה פוטנציאליים, לרבות הפרדה בין השטחים המושכרים בפועל לבין שטחי השירות ובחינת סבירותם, תאפשר בחינת תנאי הסף להקמת קרן ההשקעה ריט בדבר מגבלת ניצול של 70% לפחות מהזכויות התכנוניות, בהיבט של עמידה מבחינה כלכלית-מהותית בתנאי דרישת השוק וניצולו היעיל של הנכס.

(5) מטרת השומה ;

(6) הודעת השמאי על עריכת ביקור בנכס, בציון שמו של המבקר ומועד הביקור ;

(7) המועד הקובע לעניין השומה ;

המועד הקובע הוא מועד עריכת דו"ח השומה או מועד אחר הנדרש על-פי פקודת מס הכנסה [נוסח חדש]. יחד עם זאת, במידה שהיו הערכות קודמות, ראוי לציין אותן באופן שיאפשר שינוי התשואה לאורך זמן, יציבות המקרקעין וההשקעות בהם.

(8) העקרונות שלפיהם נערכה השומה ;

מומחיותו של השמאי נגזרת כל כולה מהיכולת להעריך מכלול של נתונים ולערוך חישובים המביאים בחשבון את המערכת העובדתית כולה, לרבות חישובי ההתאמה וההשוואה. השמאי צריך להביא לידי ביטוי את מומחיותו בחוות-דעתו, באופן שתהיה ברורה לאדם רגיל, ושזה יוכל להעמידה בביקורת הסבירות. שומתו של השמאי חייבת להיות מפורטת ומנומקת לא רק לגבי העקרונות בהם השתמש השמאי אלא אף לגבי דרכי החישוב ושילוב אותם העקרונות בגיבוש הסופי של השומה. בענייננו, קיימת חשיבות מיוחדת לפירוט התחשיבים, כאשר המשקיע בקרן מסתמך, בין היתר, על דו"ח השמאי המוצג לו.

קיימות שלוש גישות שומה מרכזיות (גישת ההשוואה הישירה, גישת העלות וגישת היוון ההכנסות) ועוד מספר גישות, שבחלקן נגזרות מהגישות העיקריות.⁹ כאשר קיימים נתוני השוואה זמינים, הגישה המועדפת היא גישת ההשוואה.¹⁰ אולם, בהתחשב באופי הקרן ובמטרת ההערכה, ראוי להשתמש בגישת היוון ההכנסות בכל מקרה, גם אם ניתן לאמוד את הנכס בגישה ההשוואתית, ולו לצורך ביקורת.

8. ראו בהרחבה: ברזילי, לעיל ה"ש 2.

9. שם, בפרק 3.

גישת הוון ההכנסות יכולה להתייחס לשני מצבים עיקריים:

1. היוון הכנסות מבניות (גישת "ההיוון הישיר" - Direct Capitalization). כאן גישת היוון ההכנסות צריכה להביא בחשבון את חוזי השכירות הקיימים לצד דמי השכירות הראויים בשוק, תוך קביעת שיעורי היוון שונים בהתאם לעודפי השכירות (אלו הכלכליים, הנהוגים בשוק החופשי מול אלו שבחווה השכירות). יש להסביר, מדוע נבחר שיעור היוון כזה או אחר. במסגרת הדו"ח ראוי לציין בטבלה את כל היחידות הפוטנציאליות להשכרה. ביחס לכל אחת יש לציין, אם היא מושכרת וממתי, מה תאריך תחילת ההתקשרות ומה המועד הצפוי לסיומה, מה הם דמי השימוש בכל יחידה (על-מנת שניתן יהיה לבחון את התנהגות ההשכרה מול התנהגות השוק), מה השימוש שנעשה במושכר וכד'.

2. היוון הכנסות תפעוליות ("היוון תזרים מזומנים מנוכה" - Discount Cash Flow). כאן מוערך שווי הנכס על-בסיס ההכנסות התפעוליות נטו, שהן תוצאה של בחינת סך ההשכרות הפוטנציאליות, בהפחתת מקדם אי תפוסה, הפסד כללי והוצאות תפעול ישירות ועקיפות.¹¹

בכל גישה מגישות ההיוון יש לכלול סעיף של הכנסות נילוות (פרסומים, חניה, שווקים וירידים, אירועים מיוחדים וכד').

על-מנת לשקף כראוי את רמות הסיכון בהמשך ההשכרות, מומלץ להוסיף לטבלה טור שבו יפורטו בנפרד החלקים מהמבנה שמושכרים ושאינן לגביהם היתר. בפרק המצב התכנוני יש לכלול ניתוח המצב התכנוני והאפשרות להכשרת החרגיגות בדיעבד, לרבות עלויות הקשורות בחריגות אלו.

יש לציין בנפרד את דמי הניהול, את סבירותם לעומת הקיים בשוק דומה והשפעתם על דמי השכירות. במקום זה, ראוי שהשמאי יתייחס לעלויות התחזוקה בשים לב למצב הנכס והפחתים שהצטברו בו כפי שתואר על-ידו בפרק תיאור הנכס ובפרק עקרונות השומה (אם השתמש בגישת העלות).

האם האומדן אכן משקף את שווי הקרן?

קיימות שלוש גישות עיקריות להצגת השקעות בחברות: השקעה על בסיס שווי מאזני (בסיס "אקוויטי"); השקעה על בסיס העלות (בסיס "קבעי"); והשקעה על-פי שווי השוק (השקעה "שוטפת"). השקעת קבע (על בסיס העלות) משמשת במשך שנים כשיטה מקובלת להערכת שווי של נכסי נדל"ן, אולם במשך הזמן התגלה שהשיטה יוצרת עיוותים, בייחוד במצבים בהם קיים פער גדול בין שווי ההשקעה לבין שווי השוק של הנכס. גילוי דעת מספר 44 של לשכת רואי החשבון, תקן חשבונאי מספר 15, שעוסק בירידת ערך נכסים, ותקן

10. לגישות ההיוון השונות ראו בהרחבה שם, בפרק 11 (אומדן הכנסות).

בינלאומי מספר 36 מביאים לידי ביטוי מגמה בינלאומית המכונה "חשבונאות שווי הוגן", המעמידה את הצגת השווי על בסיס כלכלי ובין היתר מביאה בחשבון את שווי השוק של נכסי החברה.¹² המשמעות המעשית של תקן 15 הינה, שאם הערך שיתקבל מהשימוש בנכס או ממכירתו בתנאי השוק החופשי יהיה נמוך מהעלות שלו, תתקן הפירמה את הדוחות שלה לפי הסכום בר-ההשבה ולמעשה תכיר בהפסד הנובע מירידת ערך.

יישום תקן 15 ורישום מאזני החברה מתבצע כיום, הלכה למעשה, בעיקר באמצעות רואה החשבון של החברה ולא על-ידי שמאי מקרקעין, הגם שמדובר באומדן שווי שוק של נכסים. הסיבה לכך היא בעיקרה נוחיות ועלות לבעל החברה. פעולה חשבונאית היא קלה באופן יחסי. תזרים המזומנים כבר נמצא אצל רואה החשבון של החברה, את השטחים שאינם מושכרים או מנוצלים מחשב רואה החשבון על בסיס השוואתי ליחידות המנוצלות האחרות, וכל שנותר הוא לבחור את שיעור ההיוון ואת תקופת החיים הכלכליים המועילים של הנכס. שמאי מקרקעין הנכנס לתמונה ידרוש ניתוח מורכב יותר של הנכס על בסיס השוואתי, לא על-בסיס ההכנסות מהנכס לגביו מבוקשת ההערכה אלא מנכסים אחרים דומים, תוך בחינת הפערים, אם קיימים, בין דמי השכירות המשולמים בגין הנכס לאלו הנהוגים בשוק החופשי, בחינת סיכונים וכד'. מסיבה פרקטית של זמן העבודה ועלותה, נוהגים כיום רואי חשבון ליישם את התקן החשבונאי האמור.

בקרן ריט המצב שונה. מדובר בקרן העוסקת בנדל"ן מניב, המתחייבת להציג את שווי השוק של החברה ולבחון את התשואה כאמת מידה להשקעת הציבור בה. בחינת התשואה רק על-סמך נתונים מתוך המקרקעין עצמם עלולה לחטוא למטרה, שכן ייתכן שתשלומים אלו אינם מייצגים את השוק החופשי.

ניתוח שווי על בסיס הכנסות מקרקעי הקרן עצמה עלול להוביל להטעיה מצד בעלי הון, ש"ישליכו" לתוך הקרן נכסים "בעייתיים" אשר קשה להשכיר אותם. השכרה זמנית או השכרה שעומדת לפני סיום (או אפילו "יזומה" ופיקטיבית), שלא תיבחן על-בסיס השוואתי לשוק המקרקעין בכלל, עלולה למשוך משקיעים לנכסים נכשלים.

תנאי הסף של הקרן עלולים להציב מכשול בפני האומדן השמאי ויש לתת על כך את הדעת. בחלק זה אתעכב על התנאי בדבר ניצול של 70% לפחות מהזכויות התכנוניות.

אומדן שווי השוק של נכסים על בסיס השוואתי מחייב התייחסות לעקרון השימוש היעיל ביותר (השימוש המיטבי). עקרון השימוש המיטבי (highest and best use) הינו השימוש האפשרי והחוקי בנכס שיניב את הערך הגבוה ביותר. יש מקרים בהם השימוש המיטבי משתנה במשך הזמן. למשל, אם ידוע כי המצב התכנוני של מגרש מסוים ישתנה (למשל, תותר בניית שש קומות במקום ארבע), אזי ייתכן כי לא כדאי יהיה להיחפז ולבנות בניין בן ארבע קומות ובסיום הבנייה לבצע התאמות יקרות. זיהוי השימוש המיטבי כבר בשלב זה יכול להוביל למסקנה, כי עדיף להותיר את הקרקע ריקה עד לגמר הליכי התכנון. שימוש המתחשב במצב התכנוני הצפוי והשפעתו על שווי הנכס נקרא "שימוש ביניים". ישנם מקרים בהם שימוש ביניים הוא השימוש המיטבי בתקופה מסוימת, וזאת כאשר קיימת

11. ראו בהרחבה: בועז ברזילי "אומדן שווי נכסי נדל"ן - שווי חשבונאי או שווי שמאי?" מקרקעין 4/ 67 (2003).

ציפייה לשינוי השימוש המיטבי בעקבות שינוי צפוי במצב החוקי/התכנוני. על-כן, ייתכן מצב בו שווי המקרקעין יהיה גבוה יותר ללא ניצול כל זכויות הבנייה. להערכתנו, את התנאי בדבר ניצול 70% מהזכויות התכנוניות הקבוע בפקודת מס הכנסה יש להכפיף לעקרון השימוש המיטבי, שאם לא כן, עלול להיווצר מצב בו ייפגע שווי הנכס לצורך עמידה בתנאי הסף של הקרן.

סוגיות ובעיות מיסוי

מבחינת המשקיע, היתרון הניהולי של הקרן הוא, שהקרן מנהלת עבורו את הנכסים לרבות השכרות, גביית תשלומים, תחזוקה ושיפוצים, פינוי שוכרים בעייתיים וכד', באמצעות גוף מקצועי ובשקיפות רחבה. לעידוד הפעילות בקרן ההשקעה נקבע הסדר מיסוי מיוחד, שתכליתו העיקרית היא לאפשר למשקיע לחוב במס כאילו השקיע ישירות במקרקעין. אם הקרן חורגת מהמסגרת שנקבעה לה, היא מאבדת מההטבות הקבועות לה.

על בסיס הסדר זה, הרווחים המחולקים מהקרן מוכרים לקרן כהוצאה ומחויבים במס בידי המשקיעים כהכנסה רגילה. אולם, בסופו של דבר, מוטל מס על הכנסות אלו פעם אחת בלבד, בדומה להשקעה ישירה בנדל"ן.

קרן ריט לא משלמת מס הכנסה על רווחיה מפעילות שוטפת. הסיבה לכך היא שאיפה למנוע כפל מס למשקיע הקטן אשר ישלם מס בהתאם לשיעורי המס האישיים שלו על ההכנסות השוטפות מהשכרת הנדל"ן, ומס שבח בשיעור 25%-20% על הרווחים ממכירתו. כלומר, הכנסות הקרן אשר הועברו לבעלי מניותיה תוך ארבע חודשים מתום שנת המס, ייחשבו כהכנסתם של בעלי המניות ולא כהכנסתה של הקרן. ההכנסה תסווג אצל בעלי המניות בהתאם למקור ההכנסה וסיווגה בקרן עצמה - בין אם הכנסה מעסק, הכנסה מדמי שכירות, הכנסה משבח מקרקעין, רווחי הון וכד'. המיסוי יהיה דו-שלבי: שלב אחד הוא מיסוי הכנסות הקרן, שישולם על-ידי הקרן (בשיעור 34%); שלב שני יידחה למועד חלוקת הכסף לבעלי המניות (בשיעור 25%), כאשר הקרן תנכה מס במקור מהכספים שהועברו לבעלי המניות בהתאם לסיווג ההכנסה אצל בעלי המניות (לדוגמה, רווח הון - 20% וכד') וכך לא יחויבו בעלי המניות בדיווח נפרד.

אם הקרן לא תחלק את רוב הכנסותיה לבעלי מניותיה בתוך 120 יום מתום השנה, היא תהיה כפופה למיסוי הדו-שלבי כבר בשלב זה.

העברת כספים לגופים פטורי מס (כמו קופות גמל וקרנות פנסיה) פטורה ממס, ובכך מעניקה הקרן יתרון ממשי לגופים אלו על-פני המשקיע הקטן.

הקרן אמורה לרכוש מקרקעין שיוצעו בתשקיף לציבור. מתוך הנחה שחלק גדול מהמקרקעין יגיעו מחברות נדל"ן קיימות, נוצרה בעיית מס והיא, שהעברת נכסי מקרקעין אל הקרן בתמורה להקצאת מניות וללא תמורה במזומן תחויב במס שבת. החברה המוכרת חייבת במס מלא בגין המכירה - מס שבח או מס הכנסה - גם אם מדובר בעסקת מניות בלבד. כלומר, המוכר מחויב בתשלום מס עוד לפני שקיבל תמורה כספית על הנכסים (רשויות המס מוכנות לפריסת מס, אולם דומה שהסוגייה עוד תתברר בהמשך, עם צבירת הניסיון).

לכך יש להוסיף, כי העברת נכסי נדל"ן לחברות חדשות לא תהיה זכאית לפטור או לדחיית מס. מכאן, שיזם שירצה להמיר את השקעתו לקרן נדל"ן ויקים לשם כך חברה חדשה, ישלם מס כבר על העברה זו. הסיכון הוא, שיזמים יבחרו להכניס לקרן נכסים נכשלים ולא רווחיים, שממילא יהיו פטורים ממס בשלב זה.

חוקי המס מעלים מספר סוגיות שכדאי שמומחי המיסוי יתנו דעתם עליהן, והן:

1. הגבלת הכנסות שאינן מנדל"ן מניב - מומלץ להגדיר את ההכנסות העקיפות מעסקת נדל"ן (מימון, מלאי עסקי וכד'). יש לבחון, האם מגבלת 5% מסך הכנסות הקרן המוצעת כיום משקפת את היחס הראוי.
2. הסדרים משלימים למיסוי שנעשה בחו"ל - מוצע להעניק ניכוי מס ששולם בחו"ל במקום זיכוי במס. יש לבחון, האם למשקיע בחו"ל לא תיווצר בעקבות כך חבות מס כוללת גבוהה יותר (מעין "כפל מס").
3. המשקיע הזר חב במס על קבלת הכנסה שוטפת, אולם שמורה לו הזכות להשקיע בחברת נדל"ן סחירה רגילה ולזכות בפטור ממס בעת מכירת מנייתה. לעומת זאת, בקרן הנדל"ן נשלל הפטור החל על תושב חוץ בגין רווח הון במכירת ניירות ערך הנסחרים בבורסה בישראל. הוראה זו עלולה לצמצם את השקעתם של משקיעי חוץ בקרנות הנדל"ן המקומיות.

סיכום

לצד יתרונותיה של קרן ההשקעה ריט, הבאים לידי ביטוי, בין היתר, בהרחבת קשת המשקיעים בנדל"ן תוך פיזור הסיכון הכלכלי המוטל על המשקיע ושקיפות גבוהה יחסית, ניהול על-ידי צוות מקצועי, צמצום מצוקת המימון בענף הנדל"ן עקב כניסת קרנות הפנסיה וקופות הגמל לתחום ההשקעה בקרן, הקטנת המינוף וכתוצאה מכך הפחתת רמת הסיכון הגלומה בענף זה וכד', עדיין ניתן להצביע על כשלים אפשריים ביישום הגישה במשק הישראלי.

למרות היתרונות המצוינים לעיל, קיים חשש כי הקרן תהפוך במקרים מסוימים למלכודת למשקיעים בה, ותהווה למעשה מקום מפלט לזמנים ולבעלי הון שיכניסו לתוך הקרן נכסים "בעייתיים" אשר קשה להשכיר אותם או שהתשואה בגינם נמוכה. החשש נובע מכך, שהצגת התשואה מנכסי המקרקעין ללא "אימות" הדיווח של הכנסות אלו, עלולה לאפשר לעסקים נכשלים ליצור מצגי שווא זמניים אשר יאפשרו להנפיק לציבור מניות שמחירו, כפי שמתקף במאזני החברה, גבוה לכאורה, אולם לימים ימצאו עצמם המשקיעים מתמודדים עם השקעה בחברה מפסידה ולא רווחית. במקרים אלו, השקעה בקרן עלולה להיות השקעה מסוכנת. חשש זה מתחזק לנוכח הקביעה, שהעברת נכסי נדל"ן לחברות חדשות לא תהיה זכאית לפטור או לדחיית מס, דבר שעלול להביא לכך שיזמים יבחרו להכניס לקרן נכסים נכשלים ולא רווחיים, שפטורים ממס בשלב זה.

הציבור המשקיע את כספו מסתמך על מצגים שונים, ובכלל זה על אומדן שמאי. במאמר זה הצענו כלים להתמודדות עם הכשלים האפשריים של קרן ההשקעה ריט **במסגרת האומדן השמאי**, אשר יאפשרו למשקיע ליהנות מיתרונותיה הרבים תוך צמצום הסיכון שבהשקעה.

במאמר מוצעת דרך לעריכת דו"ח שמאי שיכלול בדיקות אימות רבות, שתאפשרנה לבחון לא רק את ההכנסות הקיימות מהנכס אלא גם את הסיכוי להתמשכותן לאורך זמן; בחינת היחסים בין בעלי הנכס לשוכרים; בחינת ההכנסות הקיימות מהנכס לעומת ההכנסות האפשריות; שיקוף רמות הסיכון באמצעות שיעורי היוון שונים; בחינת המצב התכנוני והסיכון שבצמצום ההכנסות עקב שינויים תכנוניים, בין במסגרת תכניות בניין עיר, בין במסגרת שימושים שיימצאו זמניים ובין במסגרת חריגות בנייה שיחייבו התאמות לצורך הפיכת הנכס לחוקי וכד'. במסגרת זו אף הוצע לגוון את העקרונות השמאיים לאומדן השווי בגישות שבסיסן ניתוח הכנסות מנכס לאורך זמן מעבר לבחינות השוואתיות המקובלות בענף.

דו"ח שמאי מבוסס, שיבחן את צפי יציבות ההכנסות הקיימות מהנכס לאורך זמן, יביא בחשבון את הסיכונים הראויים וישקללם לכלל שווי נכסי הקרן בהווה, יסייע לבנות את אמינות הקרן ליזמיה מחד גיסא ויסייע לצמצום הסיכון למשקיעים בקרן, מאידך גיסא, תוך יצירת שקיפות מירבית.