

## ד"ר בהישג יד בישראל – פיתוח אקו סיסטם למשקיעי אימפקט

עו"ד ומתכנתת ערים אורלי אריאב, פרופ' נטע זיו, פרופ' דני בן-שחר

מרץ 2022

### תקציר מנהלים

#### מטרות המחקר:

מחקר זה מציע את האפשרות לרתימת השקעות אימפקט ליצירת שוק של ד"ר בהישג יד בישראל. ד"ר בהישג יד הוגדר לצורך המחקר כד"ר להשכרה לטווח ארוך במחיר המותאם לאוכלוסיות ברמה סוציו-אקונומית בינונית ונמוכה שאינן יכולות לעמוד בעלות הד"ר השוקית.

ברקע המחקר עומד משבר הד"ר עמו מתמודדת מדינת ישראל מזה למעלה מעשור, משבר שנחווה ברמות שונות גם במרבית המדינות המפותחות בעולם המערבי, הכולל עלייה מתמשכת במחירי הד"ר ועימה ירידה בנשיגות הד"ר (housing affordability). אחד הפתרונות המיושמים בעולם להתמודדות עם בעיה זו הוא יצירת מלאי של ד"ר בהישג יד, כפי שהוגדר במחקר זה, באמצעות מנגנונים המשלבים מימון ממשלתי, הון עצמי, הלוואות והשקעות מהמגזר הפרטי.

במסגרת המחקר, התחקנו אחר הניסיון שנצבר במדינות המיישמות שימוש בהשקעות אימפקט לייצור ושימור ד"ר בהישג יד, ובוחנים את האפשרות ליישם ו/או לבסס מודל ישראלי, שיאפשר שימוש בהשקעות אימפקט כדי להתגבר על החסמים הקיימים כיום בשוק השכירות והד"ר בהישג יד בישראל.

חשיבותו של המחקר היא בכך שהוא מציג לראשונה ובאופן נרחב ומפורט את התשתית הנדרשת לצורך יצירת "אקו סיסטם" לפיתוח ד"ר בהישג יד, העשוי לאפשר רתימה וכניסה של משקיעי אימפקט לשוק. בנוסף, למחקר תרומה משמעותית מאחר והוא מציג הצעות קונקרטיות לשינוי הרגולציה הקיימת כיום בישראל, במטרה להתאים את המצב הקיים למודלים המקובלים להשקעות מסוג זה בעולם.

#### מתודולוגיה ומהלך המחקר

המחקר פותח בסקירת ספרות, שבחנה מהן השקעות אימפקט, סוגי השקעות אימפקט, אופן מדידתן, מאפייני השחקנים המעורבים בשוק, המודלים הכלכליים והאקלים הפיננסי, הרגולטורי והארגוני במסגרתם הן פועלות. סקירת ספרות זו כללה מחקר השוואתי של מודלים להשקעות אימפקט בתחום הד"ר בארבע מדינות בעולם המערבי: ארה"ב, אנגליה, אוסטרליה וצרפת. המודלים שנבחרו נועדו לשקף מגוון רחב ככל הניתן של כלים פיננסיים וכלכליים, בכדי לבחון מודל אופטימאלי לשוק הישראלי. עבור כל אחת מהמדינות בצענו סקירה של הרגולציה התומכת בד"ר בהישג יד ושל השחקנים הרלוונטיים להשקעות אימפקט במסגרת ה"אקו סיסטם" הקיים בתחום. בהמשך סקרנו את הרגולציה הישראלית הרלוונטית לתחום ד"ר בהישג יד, אותה ניתחנו לאור הממצאים שעלו מהמחקר המשווה וההיבטים המערכתיים התומכים בהשקעות אימפקט במדינות השונות. להשלמת התמונה בצענו מספר ראיונות עם בעלי תפקידים בגופים הרלוונטיים למחקר בארץ, לרבות ארגוני ד"ר חברתיים וקרנות ריט.

בחלקו השני של המחקר ערכנו בחינה כלכלית-שמאית של שני מיזמים באזורי ביקוש אשר שווקו ב-2021, ואשר כללו דיור לשכירות ארוכת טווח במחיר שוק ובמחיר מפוקח (הנחה של 20% ממחיר השוק). מטרתנו הייתה להגדיר את הפער עליו יש לגשר במידה ונגדיל את מספר יחידות הדיור המושכרות במחיר מופחת במיזמים אלו, ואת שיעור ההנחה ממחיר השוק, בהשוואה להגדרות שנכללו במכרזים כפי ששווקו.

על בסיס הספרות והבדיקה הכלכלית בחנו את הכלים העומדים לרשות המדינה לתמיכה בייצור דיור בהישג יד בישראל – באמצעות השקעות אימפקט וכלים אחרים, תוך התמקדות בקרנות ריט. אלו שימוש לגיבוש המלצות ומסקנות למחקר.

לאור הממצאים שעלו מהמחקר המשווה, ניתחנו את תוצרי הסקירה והכלים הקיימים בישראל ולאור המסקנות העולות מן הניתוח, ניסחנו שורה של המלצות, המתמקדות בעיקר בקידומן של קרנות ריט ייעודיות, שהן להערכתנו השחקן המרכזי הקיים כיום במדינה, שעשוי להתאים למודלים של השקעות האימפקט המקובלות בעולם.

### ממצאים מרכזיים והצעות ליישום

השקעות אימפקט הן השקעות בגופים/ארגונים, אשר באופן מכוון פועלים להביא לשינוי חברתי או סביבתי מדיד, תוך קבלת החזר ההשקעה וברוב המקרים, גם תשואה על ההון. כאשר עוסקים בהשקעות אימפקט, המיקוד הוא במשקיע – בדרך הפעולה שלו, בתנאים שהוא מציב להשקעה ובמוטיבציות להשקעה.

סקירת הספרות בנושא השקעות אימפקט בתחום הדיור החברתי מלמדת כי בעולם מקובלים ארבעה מודלים עיקריים להשקעות מסוג זה:

1. קרנות נדל"ן מניב למגורים (Property funds) – אלה יכולות להיות מאוגדות כקרנות נאמנות (קרנות ריט), שותפויות וחברות בע"מ;
2. איגרות חוב חברתיות או איגרות חוב לאספקת דיור – social impact bonds או housing supply bonds;
3. הלוואות אימפקט חברתי – social impact loans – הניתנות לגופים המספקים דיור בהישג יד בתנאים מועדפים כגון ריביות נמוכות, הלוואות בסיכון גבוה יחסית למקובל ותקופות החזר ארוכות.
4. קרנות הון סיכון – Venture Capital fund או קרנות השקעה פרטיות – Private Equity המשקיעות במיזמים קהילתיים/חברתיים או בספקי דיור בהישג יד – Community Housing Providers.

יישום המודלים הללו מתבסס על קיומם במצטבר של מספר מרכיבים המייצרים אקלים מתאים לפיתוח שדה השקעות האימפקט:

ראשית, נדרשת רגולציה המייצרת וודאות לגבי המטרות; קרי, האימפקט החברתי בתחום הדיור. רגולציה זו צריכה להגדיר מהו דיור חברתי, את קהלי היעד שלו, יעדים וכלים לייצורו. הרגולציה צריכה להיות המסגרת הראשונית לייצור שוק הדיור החברתי והיא זו אשר מאפשרת ומתמרכת את שחקני השוק ובכללם המשקיעים להיכנס לתחום.

שנית, יש צורך בפעילותם של שורת שחקנים מרכזיים החיוניים להצלחתו של השוק. שחקנים אלה כוללים את ספקי הדיור החברתי, שהם במרביתם ארגונים חברתיים ועמותות דיור ציבוריות או ללא מטרת רווח וגופים המתווכים בין ספקי הדיור לבין הגופים הפיננסיים המממנים. בנוסף, כוללת התשתית התומכת בפיתוח שוק זה תמיכה ומעורבות אקטיבית של הממשל המרכזי או המקומי המספקת, בנוסף לקביעת יעדים ורגולציה, גם גישור על הפערים הכלכליים המקשים על שוק הדיור החברתי להתפתח ולהתקיים באופן עצמאי מבחינה כלכלית.

תנאים אלו חיוניים לפיתוחו ושגשוגו של שוק השקעות האימפקט בתחום הדיור הואיל והשקעות אלו כוללות (כמעט תמיד) מימון משולב וחיבור בין מספר שחקנים הנדרשים לתפקד בשיתוף פעולה ורמת תיאום גבוהה. כניסה מוצלחת של השקעות אימפקט לתחום הדיור החברתי בישראל מחייבת, אם כן, קיומה של תשתית רגולטורית, פיננסית וארגונית התומכת ביצירת מלאי משמעותי של דירות להשכרה ארוכת טווח במחיר מופחת באמצעות שחקנים שונים מהמגזר הציבורי, האזרחי והפרטי.

כפי שלמדנו מסקירת המצב הרגולטורי בישראל, למרות ניסיונות שנקטו על ידי ממשלת ישראל בעשור האחרון, תשתית זו עדיין לא קיימת בארץ. מדיניות הדיור בישראל נסמכת על עידוד בעלות בנכס המגורים ומרבית המאמצים לפתרון משבר הדיור מתייחסים לקושי ברכישת דירה ולא למציאת פתרונות דיור נוספים – למשל שכירות ארוכת טווח במחיר מפוקח – המתאימה למשקי בית בעשירונים הנמוכים והבינוניים.

לאחרונה ניכרת עלייה בניסיונות לפתח בארץ שוק מוסדי לדיור בהשכרה לטווח ארוך, אולם המדיניות מונעת על ידי משקיעים מוסדיים המחפשים אפיקי השקעה אלטרנטיביים בעלי סיכון נמוך, ולא מתוך הקשיים הכלכליים של משקי הבית במעמד הבינוני והנמוך.

מבחינה ארגונית, נעדרת מדינת ישראל את התשתית הקיימת במדינות אירופה, אוסטרליה וארה"ב של ארגוני הביניים: הן מבחינת ספקי הדיור והן מבחינת הגופים הפיננסיים המתווכים.

שוק השכירות בישראל מושתת כמעט באופן מוחלט על השכרה פרטית, ללא דיור מוסדי וללא ארגוני דיור חברתיים ו/או קהילתיים. למרבית הרשויות המקומיות אין תמריצים ואין יכולות כלכליות לפתח דיור בהישג יד ולרובן אף אין מדיניות דיור אסטרטגית ובכלל זה בכל הקשור לדיור בהישג יד ודיור ציבורי.

מבחינה כלכלית, מצאנו בהתאם לניתוח השמאי של המחקר, כי שיעור התשואה הפנימי הצפוי למשקיעים בפרויקטים בהיקפי בניה נרחבים המשווקים על קרקעות בבעלות רשות מקרקעי ישראל (רמ"י) והכוללים שיעור מסויים של דירות להשכרה במחיר מופחת עומד על 3.8%–4.2%. תשואה זו מבוססת על הפחתה חלקית במחיר דמי השכירות והיא גבולית מבחינת האטרקטיביות עבור משקיעי אימפקט שאינם גופים מוסדיים. תשואה זו תהיה אף נמוכה יותר ככל שמודל השכירות יותאם לאוכלוסיית היעד שהוגדרה במחקר זה. יתר על כן, ההטבות המוענקות היום בישראל, אינן נותנות מענה מספק לפער הכלכלי הנדרש כדי לאפשר היתכנות כלכלית למודל זה של השקעות אימפקט.

כניסתם בשנים האחרונות של מוסדות פיננסיים וחברות נדל"ן לשוק השכירות לטווח ארוך נובעת בעיקר מהצפי לעלייה בשווי הנכסים. גופים אלו אינם מאוגדים כקרנות מניבות, ועיקר פעילותם מתמקדת במכירת הנכסים ומימוש מהיר של הרווחים עקב עליית ערך זו. יחד עם זאת, בשנים האחרונות החל להתפתח בישראל מודל השקעה בשכירות לטווח ארוך באמצעות קרנות ריט (REIT), המאוגדות כקרנות להשקעה במקרקעין מניבים. קרנות אלה אינן עוסקות כיום בשכירות במחיר מופחת המותאם לקהל היעד של אוכלוסיות ברמה סוציו-אקונומית בינונית ונמוכה, אולם בכפוף לשינויים רגולטוריים בתחום הדיור בהישג יד בישראל בכלל, ובנוגע לקרנות הריט בפרט, הן יכולות להוות שחקן משמעותי באקו-סיסטם של השקעות אימפקט בדיור בהישג יד בישראל.

שינויים אלה כוללים בראש וראשונה יצירת הגדרה ברורה ואחידה לדיור בהישג יד, המבוססת על רמת ההכנסה של משקי הבית וקביעת תנאי זכאות העומדים בקריטריונים כלכליים בהתאם לאוכלוסיית היעד הרצויה. כמו כן, יש צורך בהעמקה משמעותית של הסבסוד והתמריצים הניתנים בישראל על מנת שתיווצר כדאיות כלכלית להשקעות אלו, הכוללות מיזמי דיור בשכר דירה מופחת (לעיתים עד 40% ויותר) לאוכלוסיות ייעודיות. כך ייווצר שוק שכירות ארוכת טווח,



המבוסס על תשואות אטרקטיביות דיין למשקיעים. המנגנון המשמעותי ביותר לעניין זה הוא עלות הקרקע.

בהתאם לניתוח השמאי שערכנו והצגנו במסגרת המחקר, הפער בין התשואה המתקבלת במכרזי רמ"י במתכונת הקיימת לבין התשואה המתקבלת עקב העלאת מספר יחידות הדיור לדיור בהישג יד והפחתת דמי השכירות, קטן באופן יחסי לעלויות התקציביות אותן מוכנה היתה המדינה להוציא לשם תמיכה במודל של רכישה. מכאן, שכלל שהמדינה תאמץ מדיניות של סבסוד קרקע (כפי שהפעילה במכרזי שכירות ארוכת טווח בעבר ושאותה היא ממשיכה להפעיל במכרזים לרכישה באזורים שונים במדינה), ניתן יהיה להשיג את המטרות של ייצור הציבוריות של דיור בהישג יד.

בנוסף, על מנת לאפשר את הפיכתן של קרנות הריט לשחקן משמעותי בתחום השקעות אימפקט בדיור, יש לקדם במסגרת חוק הריטים (או במסגרת רגולטורית אחרת) מסלול ייחודי העוסק בהשכרה במחיר מופחת המותאם לקהל היעד, כפי שנקבע במחקר זה. על התשואה התזרימית הנמוכה והפער שייגרם עקב הפחתת שכר הדירה, יהיה צורך לגשר באמצעות העמקה או הוספה של תמריצים כלכליים קיימים וחדשים שיבטיחו את הכדאיות הכלכלית בהשקעות הקרנות. ובנוסף, כפי שעולה מן המחקר, נדרש להסיר מספר חסמים הקיימים כיום בחוק הריטים, המגבילים את האפשרות של קרנות הריט ליזום הקמת דיור בהישג יד בקרקעות שאינן קרקעות מדינה – כפי שמפורט בהמלצות המחקר.

ממצאי המחקר הם בעלי חשיבות להבנת שוק השקעות האימפקט בדיור בהישג יד בארץ ובעולם. כמו כן, הוא ממפה ומפרט את השינויים הרגולטוריים הנדרשים בתחום הדיור בהישג יד בישראל בכלל, ובנוגע לשחקנים הרלוונטיים להשקעות אימפקט בפרט, על מנת לייצר מערכת שתאפשר רתימת משקיעי אימפקט לשוק זה.