

## קרנות השקעה במקרקעין (קרנות REIT) בישראל: מדיניות הדיור והצעות לשינוי הדין הקיים

מאת

עו"ד אינה גולדפרב<sup>1</sup>

- א. מבוא
- ב. מה היא קרן REIT?
1. קרן REIT - תמצית הוראות חקיקה
2. קרן REIT - מגבלות סטטוטוריות
3. קרן REIT - מנגנון מיסוי מיוחד
- ג. מדיניות הדיור בישראל ופוטנציאל קרן REIT למציאת פתרון לכשלי שוק בתחום הדיור להשכרה
1. מצוקת הדיור בישראל - רקע כללי
2. מדיניות הדיור בישראל - מעבר מ"עידוד בעלות" ל"עידוד שוק השכירות"
3. יישום המלצות ועדת טרכטנברג - מבט ביקורתי
4. פוטנציאל קרן REIT לקידום פרויקטים להשכרה לטווח ארוך - מבט לחו"ל
- ד. פוטנציאל קרן REIT לעידוד צמיחה כלכלית ועמידותה בתנאי המשבר הכלכלי
- ה. כללי הרגולציה והחסמים בפני הרחבת פעילות קרנות REIT בישראל
1. החסמים האנדוגניים
2. החסמים האקסוגניים
- ו. סיכום

1. מרכזת תחום המיסוי במשרד עוה"ד ברוך י. מנוח ושות'. מאמר זה מבוסס על עבודת גמר לתואר שני מחקרי בפקולטה למשפטים באוניברסיטת תל אביב. המחקר נעשה בהנחייתו של פרופ' יורם מרגליות מהפקולטה, שהייתה לי זכות גדולה לקבל את הכוונתו המסורה, עידודו ותמיכתו לאורך כל הדרך. אני מודה לשותפי משרד עוה"ד ברוך י. מנוח, עוה"ד שי רוזנר, חנה שצ'רבקוב ושירלי תומר על התמיכה והעידוד במהלך המסע לכתיבת המחקר עליו מבוסס המאמר ותודה מיוחדת לעו"ד רמי י. מנוח, בלעדיו המחקר והמאמר לא היו באים לעולם.

## א. מבוא

במרכז מאמר זה ניצב מכשיר השקעה חדש יחסית בישראל, אך בעל ניסיון עשיר של עשרות שנות פעילות במדינות אחרות בעולם. מדובר בקרן להשקעה במקרקעין, הידועה בכינויה "קרן REIT" לפי השם המקורי של המכשיר בארצות הברית - Real Estate Investment Trust. המאמר מציע ניתוח מכשיר קרן REIT מזווית ראייה של מדיניות חברתית-כלכלית לנושא המרכזי ביותר על סדר היום הציבורי החברתי-כלכלי בישראל, והוא: משבר הדיור.

בניגוד למצב במדינות רבות אחרות בהן פועלות קרנות REIT רבות ובהיקפי פעילות ניכרים, בישראל פועלות שתי קרנות<sup>2</sup> בלבד והיקף פעולתן מצומצם. במסגרת המאמר, אבקש להתחקות אחר ההסברים לתופעה, לעמוד על משמעות מיעוט קרנות REIT בישראל ובעיקר על הצורך בהתערבות המדינה בדרך של שינוי ההסדר החוקי הקיים להגשמת הפוטנציאל הגלום בקרן REIT לסייע במציאת פתרונות לכשל שוק בתחום מצוקת הדיור להשכרה

המאמר מצביע על שני סוגים של חסמים בפני הרחבת פעילות קרנות REIT בארץ: **החסמים האנדוגניים** שמקורם בהוראות החוק הקיים, תוך עריכת השוואה בין הוראות הדין הישראלי בעניין קרנות REIT לבין הדינים הקיימים במדינות אחרות; ו**החסמים האקסוגניים** שמקורם בנסיבות ובסביבה הכלכלית, הפוליטית, הפיננסית והחברתית שבה פועלות קרנות REIT בישראל, להן השפעה ניכרת על אפשרות הרחבת פעילות הקרנות בישראל ועל מסלולי הצמיחה שלהן.

במסגרת המאמר מועלות הצעות לשינוי הדין הקיים, במטרה להסיר את החסמים האנדוגניים למימוש הפוטנציאל הגלום בקרנות REIT ולהגדיל את התועלת המצרפית של הציבור הרחב על ידי עידוד הקמת פרויקטי דיור להשכרה לטווח ארוך באמצעות הקרנות. השינוי הנורמטיבי המוצע במאמר, נועד לאפשר להוציא את היתרונות התיאורטיים הטמונים במוסד קרן REIT מן הכוח אל הפועל לטובת החברה הישראלית בכללותה.

כאמור מאז הופעת החקיקה המסדירה את פעילות קרנות REIT בישראל ועד היום, הוקמו בארץ שתי קרנות REIT בלבד. הנתונים המפורטים בתרשים מס' 1 להלן ממשיגים את השוני במספר קרנות REIT בפעילותן ובהיקף נכסיהן במדינות אחרות לעומת המצב בישראל<sup>3</sup>.

2. ריט 1 בע"מ וסלע קפיטל נדל"ן בע"מ.

3. הנתונים אשר נכללו בתרשים להלן נכונים ליולי 2012 ומתבססים על הנתונים שפורסמו על ידי European Public Real Estate Association (EPRA) אודות פעילות קרנות REIT במדינות העולם. הנתונים אודות קרנות REIT בישראל, ובכלל זה חלקן של קרנות REIT הישראליות בשוק קרנות ה-REIT הגלובלי לא פורסמו על ידי ה-EPRA ולכן הם לא נכללו בתרשים. לעניין זה ראו Global REIT Survey 2012. הנתונים אודות קרנות REIT הישראליות מתבססים על נתוני הבורסה לניירות ערך - [www.tase.co.il](http://www.tase.co.il). לנתוני אוכלוסייה שנכללו בתרשים, ראו:

The World Factbook : <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2119rank.html>.

כפי שניתן לראות, במקום הראשון בעולם, לפי מספר קרנות REIT שהוקמו במדינה וכן לפי שווי נכסיהן, ניצבת ארצות הברית עם 189 קרנות REIT פעילות, המוערכות בכ-455 מיליארד אירו והמהוות כ-59% משוק קרנות REIT בעולם. עוד ניתן ללמוד מהתרשים, כי בשנת 2007, השנה שבה החקיקה בעניין קרנות REIT הופיעה לראשונה בישראל, אושרה חקיקה דומה באנגליה, גרמניה ואיטליה. מנתוני התרשים עולה כי: מאז כניסתה לתוקף של החקיקה בנושא קרנות REIT, הוקמו באנגליה 21 קרנות REIT בשווי שוק של כ-34 מיליארד אירו, המהוות שווי שוק של כ-534 אירו לנפש ביחס לכלל האוכלוסייה; בגרמניה הוקמו 4 קרנות REIT המוערכות בכ-1.1 מיליארד אירו והמהוות שווי שוק של כ-14 אירו לנפש; באיטליה הוקמו 2 קרנות REIT בשווי שוק של כ-0.47 מיליארד אירו, המהוות שווי שוק של כ-8 אירו לנפש. לעומת זאת, בישראל, מאז כניסתה לתוקף של החקיקה המסדירה את הנושא בשנת 2007, הוקמו 2 קרנות REIT, המוערכות בשווי שוק כולל של כ-308 מיליון אירו והמהוות שווי שוק של כ-40 אירו לנפש.

#### קרנות REIT בעולם

מדינה	שנת חקיקה בנושא קרנות REIT	אוכלוסייה (במיליוני תושבים) נכון ליולי 2013	מספר קרנות REIT	שווי שוק קרנות REIT (במיליוני אירו)	שווי שוק קרנות REIT לנפש (במיליוני אירו)	% בשוק קרנות REIT גלובלי
סינגפור	1999	5.46	26	28,977	5,307	3.78
אוסטרליה	1985	22.26	45	71,764	3,224	9.36
הונג קונג	2003	7.18	9	15,294	2,130	1.99
ארה"ב	1960	316.67	189	454,789	1,436	59.31
קנדה	1994	34.57	37	39,062	1,130	5.09
צרפת	2003	65.95	40	45,350	688	5.91
בלגיה	1995	10.44	16	5,820	557	0.76
אנגליה	2007	63.39	21	33,865	534	4.41
הולנד	1969	16.8	5	6,712	400	0.87
יפן	2000	127.25	35	37,423	294	4.88
טייוואן	2003	23.3	8	1,994	86	0.26
טורקיה	1995	80.69	23	5,950	74	0.78
תאילנד	1992	67.45	36	3,695	55	0.48
בולגריה	2004	6.98	22	319	46	0.04
ישראל	2007	7.71	2	308	40	רי"ש 3
יוון	1999	10.77	3	289	27	0.04
גרמניה	2007	81.15	4	1,115	14	0.21
איטליה	2007	61.48	2	472	8	0.06
קוריאה הדרומית	2001	48.96	8	345	7	0.04

## ב. מה היא קרן REIT?

### ב1. קרן REIT - תמצית הוראות חקיקה

החקיקה המסדירה את פעילות קרנות REIT בישראל, הופיעה לראשונה במשפט הישראלי בראשית שנת 2006 במסגרת תיקון 147 לפקודת מס הכנסה<sup>4</sup>, אשר היווה חלק מרפורמת מס רחבת היקף. קרן REIT הינה תאגיד שמחזיק ומנהל נכסי מקרקעין מניבים (כגון: משרדים, מרכזים מסחריים או דיור להשכרה) עבור משקיעיה, בעלי המניות בקרן. מכשיר ההשקעה קרן REIT, שמקורו בחקיקה אמריקאית משנת ה-60<sup>5</sup>, התרחב למדינות רבות בעולם, כאשר בכל אחת מהמדינות נקבעו תנאים סטטוטוריים שונים לצורך קבלת מעמד של "קרן REIT" תוך שמירה על קווי יסוד משותפים בשינויים מסוימים<sup>6</sup>.

לאישור החקיקה הישראלית בנושא קרנות REIT קדם מחקר שנערך על ידי ועדה מקצועית בראשות עו"ד משה אשר<sup>7</sup>. הוועדה בחנה את אפשרות קליטת המוסד קרן REIT, שמקורו בארצות הברית<sup>8</sup>, בארץ.

בתקופה המקבילה להופעת החקיקה הישראלית בנושא קרנות REIT, הופיעו מודלים חקיקתיים שונים להקמת קרנות REIT בשורה של מדינות אירופה, ביניהן אנגליה, גרמניה, צרפת ואיטליה<sup>9</sup>. על רקע התרחבות הסדרי החקיקה בעניין קרנות REIT בעולם, ניתן להבחין כי לצד ארצות הברית, אוסטרליה ומדינות אירופה, בהן הצמיחה החקיקה מספר רב של קרנות REIT פעילות, המחזיקות בנכסים בשווי גבוה (ראו תרשים בפרק המבוא לעיל), ניצבת ישראל המאופיינת בקליטה דלה יחסית של קרנות REIT. כאמור לעיל, נכון להיום, כעבור מעל שבע שנים מאז כניסתה לתוקף של החקיקה המסדירה את פעילות קרנות REIT בארץ, בצד שתי קרנות REIT הישראליות פועלות בארץ כ-160 חברות ציבוריות בתחום הנדל"ן כ"חברות רגילות" ולא כקרנות REIT (על אף

4. פקודת מס הכנסה (נוסח משולב), נ"ח התשכ"א 120 (להלן: "פקודת מס הכנסה").

5. Richard Imperiale "Getting started in Real Estate ;The Real Estate Investment Trust Act of 1960 Investment Trusts" Chapter 2: The History of Real Estate Investment Trusts, pp. 15-26 (Wiley, New Jersey, 2006).

6. Richard Stooker "REITs Around The World" (Gold Egg Investing LLC, 2007).

7. ועדה לבחינה ולהסדרה של פעילות קרנות נדל"ן בישראל דו"ח הוועדה (2003) (להלן: "דו"ח ועדת אשר").

8. לסקירה כללית אודות קרנות REIT ומסלול התפתחותן בארצות הברית ראו:

Richard T. Garrigan & John F.C. Parsons, Editors "Real Estate Investment Trusts: Structure, Analysis and Strategy" (McGraw-Hill 1997).

9. Germany - The German Public REIT Introduction Act 30.3.2007 ; England - Finance Act 2006; France - The Rectifying Finance Act for 2006; Italy - The Finance Act (Finanziara budget law 296 2007).

שחלקן פועלות כקרנות REIT במדינות אחרות ובחרו שלא לפעול כקרנות REIT בארץ<sup>10</sup>.

כפי שיפורט להלן, החקיקה המסדירה את הקמת קרנות REIT בישראל יצרה, הלכה למעשה, סוג חדש של תאגיד, השונה בתכלית מסוגי התאגידים האחרים הפועלים במשק הישראלי, אך לעיתים קרובות טמונים בה חסמים ממשיים בפני הרחבת פעילותו של תאגיד זה בישראל.

## ב.2. קרן REIT - מגבלות סטטוטוריות

על כל חברה המבקשת לפעול כ"קרן REIT" לעמוד בדרישה מקדימה והיא היתה "חברה חדשה" שהתאגדה בישראל ללא התחייבויות ונכסים קודמים (סעיפים 3א64(א)1 ו-3א64(א)2) לפקודת מס הכנסה. על פי הדרישה האמורה, על החברה המבקשת לפעול כ"קרן REIT" לרשום את מניותיה למסחר בבורסה בישראל בתוך 12 חודשים מיום התאגדותה. דרישה זו הופכת את קרן REIT לחברה ציבורית להבדיל מחברה פרטית ומכפיפה אותה לכללי הרגולציה והפיקוח מצד הרשות לניירות ערך ולכל הדינים החלים על חברות ציבוריות בישראל בכללותן. כללי הרגולציה האמורים נועדו להגן על בעלי המניות מפני כשלי שוק המתבטאים בפערי מידע ובעלויות עסקה גבוהות בהן הייתה כרוכה רכישת ניירות ערך והשתתפות במסחר בבורסה, אלמלא חובות הגילוי והדיווח<sup>11</sup> וחובות רגולטוריות אחרות אשר הוטלו על ידי המחוקק על החברות הציבוריות. חובות אלו הוטלו על חברות ציבוריות במטרה להזיל את "עלויות העסקה" ולקדם פעילות תאגידים ציבוריים במשק (כגון: הגנה על זכויות בעלי מניות המיעוט במקרה של קיפוח<sup>12</sup>, הוראות מיוחדות לאישור עסקאות עם בעלי עניין<sup>13</sup>, בקרה ופיקוח על פעילות ההנהלה על ידי הקמת ועדת ביקורת<sup>14</sup>, מינוי דירקטורים חיצוניים<sup>15</sup>, חובת דיווחים שוטפים וכד')<sup>16</sup>.

- 
10. הנתון מתייחס לחברות השייכות לענף "הנדל"ן והבינוי" וכוללות בתוכן חברות העוסקות בנוסף לפעילות בענף הנדל"ן בפעילויות נוספות, כגון: פעילות אחזקה, בינוי, ייזום, דלק ועוד.
  11. לעניין זה ראו הוראות סעיף 36 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, ס"ח התשכ"ח 541 עמ' 234 וסעיף 145 לחוק החברות, התשנ"ט-1999, ס"ח התשנ"ט 1711 עמ' 189. להרחבה בעניין חובת הדיווחים השופטים על החברה הציבורית, ראו יוסף גרוס **חוק החברות החדש** 267-225 (מהדורה רביעית, 2007).
  12. סעיף 191 לחוק החברות, התשנ"ט-1999, ס"ח התשנ"ט 1711 עמ' 189.
  13. סעיף 270 לחוק החברות, התשנ"ט-1999, ס"ח התשנ"ט 1711 עמ' 189; **יוסף גרוס**, ה"ש 11 לעיל, בעמ' 469-454.
  14. לעניין סמכויותיה ותפקידיה של ועדת הביקורת בחברה ציבורית, ראו **יוסף גרוס**, ה"ש 11 לעיל, בעמ' 201-193.
  15. לעניין היתרונות במינוי דירקטורים חיצוניים, מהות המוסד והשוואת המצב בישראל בעניין מינוי דירקטורים חיצוניים למצב המשפטי הקיים בעניין זה באנגליה ובארצות הברית, ראו **יוסף גרוס**, ה"ש 11 לעיל, בעמ' 413-384.
  16. לרגולציה על חברות ציבוריות, ראו ועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי (Corporate Governance) בישראל **דו"ח הוועדה** (2006); מתכונת גילוי ליישום קוד הממשל התאגידי בחברה ציבורית שפורסם על ידי הרשות לניירות ערך ביום 25.7.2007.

בנוסף, נקבעה שורה של תנאים והגבלות ייחודיים בהם נדרשת לעמוד כל חברה המבקשת לזכות במעמד קרן REIT ובהסדר המיסוי המיוחד כפי שיפורט להלן. התנאים העיקריים שבהם הינם, כדלקמן:

- **חובה לחלק לפחות 90% מההכנסה החייבת של קרן REIT כדיבידנד לבעלי מניותיה מדי שנה** (סעיף 9א94 לפקודה). החובה האמורה נועדה להטיב עם המשקיעים בקרנות REIT. להבדיל מחברות ציבוריות אחרות, אשר גם במקרה של הכנסות ורווחים יפים אינן מחויבות לחלק דיבידנד לבעלי מניותיהן, כל הכנסה חייבת שתופק על ידי קרן REIT תחולק על ידה לבעלי מניותיה כדיבידנד שנתי.

- **דרישה שלפחות 75% מנכסי הקרן יהיו נכסי מקרקעין מניבים** (סעיף 3א64(א)(5)(ב) לפקודה), **מתוכם לפחות 75% ימצאו בישראל** (סעיף 3א64(א)(5)(ג) לפקודה).

לעניין זה המונח "מקרקעין" מוגדר כ"לרבות מקרקעין מחוץ לישראל ולמעט זכות באיגוד מקרקעין" והמונח "מקרקעין מניבים" מוגדר כ' מקרקעין שמהשכרתם ומפעילות נלווית להשכרתם הופקה או נצמחה לקרן להשקעות במקרקעין הכנסה לפי סעיף 12(1) או (6), ובלבד שבנויים עליהם מבנים ששטחם הכולל 70% לפחות מהשטח הניתן לבניה לפי התכנית החלה עליהם, לרבות מיטלטלין המשמשים במישרין לפעילות באותם מקרקעין, בכפוף לכמה סייגים שנקבעו בפקודה" (סעיף 2א64(א) לפקודה).

הדרישה האמורה מגבילה במידה ניכרת את הפעילות העסקית של קרן REIT באופן שעיקר הפעילות יתמקד בניהול והשכרת מקרקעין מניבים בישראל. יחד עם זאת, לאור התמקדות הקרנות בניהול מקרקעין מניבים להבדיל מתחומים עסקיים אחרים הנוגעים למקרקעין (כגון: ייזום, תכנון או בנייה) סביר להניח, כי מחד, הקרן תהא מושפעת פחות מתנודות בענפי השוק האחרים, ומאידך, תרכוש ניסיון, ידע ומומחיות משמעותיים יותר, להבדיל מחברות "רגילות", בתחומי ניהול המקרקעין המניבים.

- **איסור על חריגה מיחס מינוף מירבי של 60% בנוגע לשיעור ההלוואות ביחס לשווי נכסי קרן REIT.** הדרישה האמורה מבססת את פעילות קרן REIT על הון עצמי משמעותי של משקיעיה ובכך מצמצמת את התלות שלה בהיקף המימון הניתן על ידי המוסדות הבנקאיים (סעיף 3א64(א)(5)(ד) לפקודה).

- **חובה סטטוטורית של פיזור מניות הקרן, באופן שנקבע איסור מפורש להחזקת 50% או יותר ממניות קרן REIT על ידי חמישה משקיעים או פחות** (סעיף 3א64(א)(6) לפקודה). חובת פיזור המניות בקרן REIT, אשר אינה חלה על חברות ציבוריות "רגילות", גם מהווה מנגנון הגנה סטטוטורי מפני ניסיונות השתלטות עוינת על הקרן, וגם מונעת מבעל מניות בקרן

להיות "בעל שליטה" וליהנות מ"פרמיית שליטה" הנלווית להיותו "בעל שליטה" בתאגיד. בנוסף, היעדר "בעל שליטה" בקרן REIT מעניק הגנה נוספת למשקיעים על ידי מניעת אפשרות ליצירת מבנה פירמידלי בהחזקת המניות בקרן REIT (ויצירת פערים בין הזכויות בהון החברה לבין זכויות ההצבעה והשליטה בחברה), אשר עלול לגרום לעיוות בשיקול דעת עסקי ובקבלת החלטות בנוגע לפעילות הקרן לאור הריכוזיות הקיימת במשק הישראלי<sup>17</sup>.

### ב3. קרן REIT - מנגנון מיסוי מיוחד

חברה שתעמוד בכל התנאים והמגבלות הסטטוטוריות המפורטים בחוק, תזכה לקבלת מעמד "קרן REIT", שמשמעו החלת מנגנון מיסוי מיוחד על ההכנסה המופקת על ידי החברה, בדומה, ככל הניתן, להסדרי המיסוי החלים על השקעה ישירה במקרקעין מניבים<sup>18</sup>. מנגנון מיסוי קרנות REIT אימץ את "עקרון השקיפות", באופן שלצרכי המס יראו את ההכנסה החייבת של הקרן, המחולקת לבעלי מניות בה, כהכנסה המופקת על ידי בעלי המניות, כאשר המס שיוטל על ההכנסה כאמור, יוטל על בעלי המניות בלבד בהתאם למקור ההכנסה. כלומר, סכומים שיקבלו בעלי המניות מקרן REIT ייחשבו בידיהם להכנסה מעסק או לדמי שכירות או לשבח מקרקעין או לרווח הון - כפי שהם מסווגים בקרן ה-REIT, ויחויבו במס בהתאם.

הסדר המיסוי של קרן REIT שונה בתכלית משיטת המיסוי הדו-שלבית, המקובלת ב"חברות רגילות", לפיה ההכנסה החייבת של החברה ממוסית פעם אחת ברמת החברה ופעם נוספת ברמת בעל המניות בעת חלוקתה לבעלי המניות כדיבידנד<sup>19</sup>.

נוסף על כך, בשל היות ההשקעה בקרן REIT השקעה דומה במאפייניה לטווח ארוך להשקעה במקרקעין ריאליים<sup>20</sup>, הנחשבת להשקעה סולידי ומסוכנת פחות מהשקעה במניות וניירות ערך, ביקש המחוקק להפוך את קרן REIT למכשיר השקעה אטרקטיבי עבור משקיעים מוסדיים (קופות גמל, קרנות פנסיה וכו'). הניסיון לעודד השקעות המשקיעים המוסדיים בקרנות REIT בא לידי ביטוי בהטבה מיסוית - מתן פטור ממס להכנסות המשקיעים המוסדיים מישראל ומחו"ל על הכנסות המופקות מהשקעותיהם בקרן REIT<sup>21</sup>.

17. ראו ועדה להגברת התחרותיות במשק **טיוטת המלצות הוועדה** (2011).

18. מינהל הכנסות המדינה ורשות המיסים **דו"ח הוועדה לתכנית המיסים הרב שנתית 139-142** (2005) (להלן: "דו"ח ועדת קפוטא-מצא"), בעמ' 139.

19. סעיפים 125ב ו-126 בפקודת מס הכנסה.

20. לעניין זה ראו דיון בהיות ההשקעה בקרן REIT השקעה סולידי בפרק ד' להלן.

21. ראו **דו"ח ועדת קפוטא-מצא**, הי"ש 18 לעיל, בעמ' 139.

## ג. מדיניות הדיור בישראל ופוטנציאל קרן REIT למציאת פתרון לכשלי שוק בתחום הדיור להשכרה

### 1. מצוקת הדיור בישראל - רקע כללי

העשור האחרון במדינת ישראל מאופיין בתופעת מחסור יחידות הדיור ויוקר מחירי הדיור לרכישה ולהשכרה. על פי הנתונים של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, מאז שנת 2003 חלה עלייה של כ-31% במחירי שכר הדירה החופשי (ממוצע שנתי של שכר דירה בסך 2,395.4 ש"ח בשנת 2003 לממוצע שנתי של שכר דירה בסך 3,134.6 ש"ח בשנת 2011), ועלייה של כ-71% במחירי דיור בבעלות (ממוצע שנתי של מחיר דירה בבעלות בסך 647,500 ש"ח בשנת 2003 לממוצע שנתי של מחיר דירה בבעלות בסך 1,113,000 ש"ח בשנת 2011) במבט כלל ארצי.<sup>22</sup>

החל משנת 2001 נרשמה האטה בפעילות ענף הבנייה בהשוואה לעשור הקודם. ההאטה בהתחלות הבנייה, שהייתה כנראה גבוהה מההאטה במכירות, כתוצאה מהאטה בקצב העלייה לארץ וירידה בקצב שיווק הקרקעות, גרמה לירידה מתמשכת במלאי דירות שלא נמכרו. במקביל להאטה בבניית דירות חדשות, בעשור האחרון חלו התפתחויות נוספות במשק, אשר אף הן גרמו לגידול ניכר בביקוש לרכישת הדירות, כגון: גידול בפעילות במשק וצמיחת התוצר בשנים האחרונות; גידול באוכלוסייה; היווצרות תנאים נוחים לרכישת דירה מאשר בעבר וירידה בשיעור ריבית בגין הלוואות מובטחות במשכנתה; היחלשות הדולר; שיעורי אינפלציה נמוכים יחסית; ירידה בשיעורי האבטלה ועוד.<sup>23</sup>

הואיל וההתפתחויות המפורטות לעיל מעידות על פוטנציאל לגידול ניכר בביקוש לדירות, הרי שנוצר כאן כשל שוק משום שבפועל ביקושים אלו לא התממשו ברוב אזורי הארץ והואיל ומספר התחלות הבנייה המשיך לרדת.<sup>24</sup> כשל שוק בתחום הדיור מתאפיין במצוקה ממשית בפלח גדול באוכלוסייה בשל עודף ביקושים ועליית מחירי הדיור באזורי תל אביב והמרכז ומנגד עודף היצע וירידת מחירים באזורי הפריפריה. העלייה המתמדת בביקוש לדירות מגורים והמחסור שנוצר בהיצע הדירות הובילו למצוקה ולתסכול באוכלוסייה בשל היעדר יכולת לעמוד ביוקר הדיור ולזכות להקים בית בישראל, אשר באו לשיאם ב"מחאת האוהלים" בקיץ 2011.

בשנת 2011, בעקבות המחאה החברתית נגד מצוקת הדיור, הממשלה הקימה ועדה לשינוי כלכלי-חברתי, בראשות פרופ' מנואל טרכטנברג (להלן: "ועדת טרכטנברג") לבירור שורש המצוקה הכלכלית והחברתית שעמדה בבסיס

22. נתונים מאתר הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה: [www.cbs.gov.il/reader](http://www.cbs.gov.il/reader).

23. רון תקוה **מצוקת הדיור בישראל** (הכנסת, מרכז המחקר והמידע, 2008).

24. לעניין זה ציינו מחברי הדו"ח, כי כשל שוק הוא מצב שבו כל גורם בשוק ממקסם את העדפותיו אך התועלת הציבורית הכללית אינה מיטבית (ראו שם, בעמ' 1).



"מחאת האוהלים" ולגיבוש הצעה לשינוי מדיניות בתחומים רבים וחשובים, כגון: דיור, מיסוי, יוקר המחייה וכד', במטרה להניע שינוי כלכלי-חברתי עמוק ונרחב. בהמשך, לצרכי בחינת הפוטנציאל הגלום במוסד קרן REIT למציעת פתרון למצוקת הדיור, אתמקד בהמלצות ועדת טרכטנברג בתחום הרלוונטי ביותר לדיון במאמר דנן, והוא משבר הדיור להשכרה<sup>25</sup>.

## 2.ג. מדיניות הדיור בישראל - מעבר מ"עידוד בעלות" ל"עידוד שוק השכירות"

המדיניות המסורתית של מעורבות הממשלה בתחום הדיור בישראל מאז קום המדינה התאפיינה בעידוד רכישת בעלות ביחידות הדיור<sup>26</sup> וכתוצאה מכך שיעורי הבעלות על דיור בארץ הינם גבוהים ביחס למדינות אחרות בעולם המערבי<sup>27</sup>. כמו כן, בעלות על דיור השתרשה כנורמה בחברה הישראלית והפכה לחלום אצל רוב האוכלוסייה "להיות הבעלים של הדירה בה אני גר"<sup>28</sup>. מדיניות הממשלה לעידוד הבעלות בדיור באה לידי ביטוי בכמה כלים, כאשר העיקריים שבהם: מתן הלוואות מסובסדות לרכישת הדירות (הידועות כ"משכנתאות מסובסדות") והקמת דיור ציבורי ומכירת היחידות בדיור הציבורי לדייריהן<sup>29</sup>.

בחינת מדיניות הדיור של הממשלה מקום המדינה ועד היום מצביעה על מעבר ממודל סוציאל-דמוקרטי, לפיו הממשלה אחראית על הספקת הדיור הציבורי, למודל מדיניות הדיור המושתת על הפרטה, חיסול הדיור הציבורי וצמצום סבסוד משרד השיכון והבינוי<sup>30</sup>. ניתן להמחיש את המעבר בין המודלים באמצעות שלוש תמורות עיקריות שחלו במדיניות הדיור:

(1) **שינוי בהיקף מעורבות המדינה ביוזמות בנייה** - בשלושת העשורים הראשונים לקום המדינה הייתה מעורבות גדולה של המדינה בהספקת הדיור (תמיכה מצד ההיצע) אשר באה לידי ביטוי במעורבות הממשלה בבנייה ביוזמה ציבורית ובהקמת דיור לשכירות סוציאלית<sup>31</sup>. במהלך השנים 1977-1989 מעורבות הממשלה ביוזמות הבנייה הלכה והצטמצמה בהדרגה ולחלופין התרבו תכניות הממשלה לתמיכה בצד הביקוש במקום

- 
25. ועדה לשינוי כלכלי-חברתי דו"ח הוועדה פרק דיור 201 (2011) (להלן: "דו"ח ועדת טרכטנברג").
26. גילת בן שטרית **מדיניות דיור בישראל: תמיכת הממשלה בחזקות דיור שונות** (מרכז טאוב לחקר המדיניות החברתית בישראל, 2003).
27. לפי נתוני משרד הבינוי והשיכון **ענף הבנייה בישראל - ניתוח כלכלי 2012, חוברת סיכום** (2012) אחוז משקי הבית הגרים בדירות בבעלותם עמד על 68.8% בשנת 2011, לעומת שיעורי הבעלות במדינות המערב (לדוגמה: ארצות הברית - 65.5% בשנת 2012 ו-63% באיחוד האירופי בשנת 2007).
28. אליה ורצברגר, **הפרטת השיכון הציבורי: שינוי או המשכיות במדיניות הדיור 149-169** (מרכז טאוב לחקר המדיניות החברתית בישראל, 2007), בעמ' 157.
29. **גילת בן שטרית**, ה"ש 26 לעיל.
30. אפרת מיטל **תוצאות הזנחת הממשלות את מדיניות הדיור לאורך השנים - ניתוח מצב וגורמים** (המרכז להעצמת האזרח, 2011).
31. **גילת בן שטרית**, ה"ש 26 לעיל, בעמ' 7.

התמיכה בהיצע הדיור<sup>32</sup>. גל העלייה בשנות ה-90 החזיר את מעורבות הממשלה בצד ההיצע של הדיור והגדיל באופן ניכר את התחלות הבנייה הציבורית ל-61,730 דירות בשנת 1991. במחצית השנייה של שנות ה-90 שוב הקטינה המדינה את מעורבותה היחסית בשוק הבנייה ובשנת 2001 ירדו התחלות הבנייה הציבורית ל-7,146 דירות<sup>33</sup>. הירידה במעורבות המדינה ביוזמות הבנייה במשק המשיכה גם בשנות האלפיים, באופן שהיקף היוזמה הציבורית בבנייה ירד מכ-33% בשנת 2000 ל-12% בלבד בשנת 2010. בשנת 2011 אחוזי היוזמה הציבורית בהתחלות הבנייה במשק עלו ל-16% ובשנת 2012 חלה ירידה מתונה ל-15%<sup>34</sup>.

(2) **צמצום מלאי הדיור הציבורי** - מאז הקמת הדיור הציבורי פעלה המדינה למכירת דירותיה לדיירים, כחלק ממדיניות עידוד הבעלות על הדיור. לשם כך יזמה המדינה תכניות שונות, אשר כללו מתן הלוואות מסובסדות, שלפעמים הגיעו עד 90% משווי הדירה<sup>35</sup>. המכירות הגיעו לשיאן בשנת 1986, השנה שבה נמכרו מחצית מיחידות הדיור שהיו אי פעם בבעלות ציבורית<sup>36</sup>. פעילות המדינה למכירת הדירות בשיכון הציבורי הובילה לצמצום ניכר במלאי הדירות המצויות בבעלותה<sup>37</sup>.

(3) **צמצום תקציב לסיוע בדיור** - במהלך השנים חלה ירידה ניכרת בתקציב המדינה לסיוע בדיור. כך למשל, רק בעשור האחרון חלה ירידה של כ-61% בהיקף התקציב הכולל לסיוע בדיור (הכולל בתוכו סיוע במשכנתאות מסובסדות וסיוע בשכר דירה) מ-7,366,000 שקלים בשנת 2000 ל-2,856,000 שקלים בשנת 2009<sup>38</sup>. מבחינת נתוני התפלגות תקציב השירותים החברתיים לשנת 2013, מתוך הצעת תקציב המדינה לשנים 2013-2014 עולה, כי תקציב הסיוע בדיור מהווה כ-2 מיליארד ש"ח בלבד ובכך מהווה אחד משלושת התקציבים הקטנים ביותר מבין כלל תקציבי המדינה לשירותים חברתיים<sup>39</sup>.

- 
32. נעמי כרמון "מדיניות השיכון של ישראל: 50 השנים הראשונות" **המדיניות הציבורית בישראל** (ד. נחמיאס וג. מנחם עורכים, 1999).
33. **גילת בן שטרית**, ה"ש 26 לעיל, בעמ' 7.
34. נתוני משרד הבינוי והשיכון, **התחלות הבנייה - סיכום 2012**, לוח 13. פורסם באתר הבינוי והשיכון [www.moch.gov.il](http://www.moch.gov.il).
35. חוק הדיור הציבורי (זכויות רכישה), התשנ"ט-1998, ס"ח התשנ"ט 1689 עמ' 2 התקבל בכנסת אך ביצעו הוקפא על ידי הוראות "חוק ההסדרים" לשנת 1998. במקומו הוצעו לציבור התכניות הממשלתיות "הבית שלי" ו"קנה ביתך", אשר אפשרו לדיירי הדירות לרכוש את דירות המדינה בהן הם התגוררו בהנחות גדולות (להרחבה ראו **גילת בן שטרית**, ה"ש 26 לעיל, בעמ' 17).
36. **אליה ורצברגר**, ה"ש 28 לעיל, בעמ' 160.
37. על פי דו"ח מבקר המדינה לשנת 2009, בשנים 2002-2007 ירד בהתמדה מספר הדירות הציבוריות שהוקצו לאכלוס לזכאים, ובשנת 2007 מספר הדירות שהוקצו לזכאים היה קטן בכ-32% ממספרן בשנת 2002. לדעת מבקר המדינה, הסיבה העיקרית לכך היא צמצום המספר הכולל של הדירות הציבוריות עקב מכירתן לדייריהן במבצעי מכירה (ראו דו"ח **מבקר המדינה** לשנת 2009, פרק: משרד הבינוי והשיכון, 253).
38. תמיר אגמון **התייקרות הדירות בישראל - השלכות ודרכי התמודדות** 8-9 (הכנסת, מרכז המחקר והמידע, תש"ע).
39. משרד האוצר **תקציב המדינה - הצעה לשנות התקציב 2013-2014** 109 (2013).

במקביל לתמורות בהיקף מעורבות ותמיכת המדינה בשוק הדיור, ניתן להצביע על מספר תהליכים אשר עוררו ספקות בנוגע לעליונות מדיניות "עידוד הבעלות בדיור". התהליכים הללו עוררו ביקורת ציבורית נגד המשך השימוש במדיניות "עידוד הבעלות בדיור" וייתכן ששימשו רקע למעבר לאיתור פתרונות הדיור בשוק השכירות החופשית:

(1) **שינוי תפקיד הדיור הציבורי** - במהלך השנים תפקיד יישוב וקליטת העלייה הלך ואיבד את מרכזיותו במטרות הדיור הציבורי לאור צמצום שיעורי העלייה ובמקומו נוספו מטרות חדשות של סיוע בדיור לעולים קשישים, למעוטי יכולת, למשפחות חד-הוריות ולמחוסרי בית<sup>40</sup>. מאז שנות ה-90 הסתמנה מגמה חדשה של סיוע בדיור, קרי - מעבר מ"סיוע בעין" בדמות הספקת דיור ציבורי ל"סיוע בכסף" בדמות סבסוד השכירות בשוק החופשי<sup>41</sup>.

(2) **ירידת המעמד החברתי-כלכלי של הדיור הציבורי** - במהלך השנים חלה ירידה במעמד הדיור הציבורי בשל סטיגמטיזציה של האוכלוסייה המתגוררת בשיכונים הציבוריים, בין היתר, בשל הידרדרות פיזית של הדירות כתוצאה מתת-תחזוקה, היעדר אפשרות מעבר והיקבעות לדירה ספציפית, אשר גרמו לירידה במעמד החברתי-כלכלי של הדיירים שנשארו להתגורר בשיכונים הללו<sup>42</sup>.

(3) **מצוקה כלכלית של רוכשי הדירות בעלי ההכנסות הנמוכות** - בצד ההצלחה של מדיניות "עידוד בעלות בכל מחיר" בנוגע ליישוב ואכלוס אוכלוסייה הולכת וגדלה, הועלו טענות בדבר בעייתיות יישום המדיניות בקרב אוכלוסיות בעלות הכנסות נמוכות. נטילת הלוואות מובטחות במשכנתה (על אף היותן מסובסדות) לצורך רכישת דירה חשפה את בעלי ההכנסות הנמוכות להתמודדות עם סיכונים פיננסיים, אשר גרמו למשקי בית רבים להיקלע לחובות בשל אי יכולתם לעמוד בהחזרי הלוואה ואף להפוך לחדלי פירעון<sup>43</sup>.

צמצום התקציבים למשכנתאות המסובסדות במקביל להקשחת תנאים לקבלת הסיוע, גרמו לשחיקת סיוע המדינה ולירידה משמעותית בשיעורי מממשי הסיוע, מ-38,518 מממשי הסיוע בשנת 2000 ל-11,631 מממשי הסיוע בשנת 2008<sup>44</sup>.

40. אליה ורצברגר, הי"ש 28 לעיל, בעמ' 159.

41. ראו תקציב המדינה - הצעה לשנות התקציב 2013-2014 (2013), עיקרי התקציב 2013-2014, בעמ' 171.

42. אליה ורצברגר, הי"ש 28 לעיל, בעמ' 159.

43. גילת בן שטרית, הי"ש 26 לעיל.

44. תמיר אגמון, הי"ש 38 לעיל, בעמ' 9.

המחסור בהיצע דירות מגורים, הנאמד בסך מצטבר לאורך העשור האחרון של כ-65,000 יחידות דיור<sup>45</sup>, גרם לעלייה חדה בביקוש לדיור ולעלייה במחירי הדיור לרכישה<sup>46</sup>. כתוצאה מכך, פלח גדול מהאוכלוסייה נאלץ לעבור משאיפה ל"בעלות על דיור" למציאות של "דיור בשכירות". כך בשנת 2011 שיעור משקי הבית המתגוררים בדירות שכורות הגיע ל-26%, מתוכם כ-3.4% בשכירות ציבורית (כולל דיור ציבורי ודיון מוגן) וכ-23% בשכירות בשוק הפרטי<sup>47</sup>.

על אף האמור, מגמת המחסור בהיצע דיור לרכישה לא באה לפתרונה במענה חילופי מתאים בשוק הדירות להשכרה. לדעת ועדת טרכטנברג, בדרך כלל, פיתוח שוק הדיור להשכרה לטווח ארוך מתאפשר בעזרת כניסת גורמים עסקיים לשוק השכירות לטווח ארוך. לעומת זאת, במציאות של היום, היעדרו של שוק השכרה משוכלל לטווח ארוך והמצב שבו מרבית הדירות המשכורות בישראל מושכרות לטווח קצר על ידי משכירים פרטיים, גורמים אף הם להכבדת הנטל על שוכרי הדירות שסובלים מאי ודאות בתקופת השכירות, מתנודתיות גבוהה בשכר הדירה משנה לשנה ומעלויות עודפות בגין מעברי דירה כפויים<sup>48</sup>.

### 3. יישום המלצות ועדת טרכטנברג - מבט ביקורתי

אחת המסקנות המרכזיות של ועדת טרכטנברג נגעה לצורך בקידום חקיקה לדיור בר השגה, בין היתר, באמצעות יצירת דיור להשכרה ארוכת טווח. הוועדה סברה, כי התפתחות שוק השכירות לטווח ארוך היא נדבך חיוני לשוק נדל"ן מגוון ומתפקד והיא מרכיב מרכזי ביצירת דירות ברות השגה לזוגות צעירים ולציבור בכללותו. בצד הכלים התכנוניים<sup>49</sup> והכלים הקנייניים-

- 
45. דו"ח ועדת טרכטנברג, הי"ש 25 לעיל, בעמ' 206.
46. כאמור לדעת ועדת טרכטנברג שורשי המחסור בהיצע יחידות הדיור יורדים לחסמים רבים ב"שרשרת ייצור הדירה", משלב התכנון ועד גמר הבנייה. מבין הגורמים למחסור בהיצע דירות ולעליית מחירי הדיור, מנתה ועדת טרכטנברג, בין היתר, הליכי תכנון ממושכים, מחסור במלאי התכנוני הזמין, חסמים בשיווק הקרקעות על ידי רשות מקרקעי ישראל (לשעבר מינהל מקרקעי ישראל), ריכוזיות גבוהה בשוק מחזיקי הקרקעות וכן השינויים שחלו בתמהיל הדירות, המתבטאים ברידה חדה במספר הדירות הקטנות בישראל.
47. פרסום האגף למידע וניתוח כלכלי של משרד הבינוי והשיכון מיום 24.10.2012.
48. דו"ח ועדת טרכטנברג, הי"ש 25 לעיל, בעמ' 207.
49. למשל על ידי מתן אפשרות למוסדות התכנון לקבוע בתכניות בניין עיר כי מתחמים מסוימים מיועדים להשכרה בלבד ועל ידי יצירת מנגנוני חקיקה מתאימים לאכיפת הייעוד להשכרה. כמו כן, הוצע לערוך תיקונים בהצעת חוק התכנון והבנייה, תשע"א-2010, הצעת חוק הממשלה 499 ("הרפורמה"), אשר יביאו לידי ביטוי את הצורך בהכשרה לטווח ארוך ואת הצורך בתכנון ובנייה של דירות קטנות. בנוסף, הוצע לכלול בתכניות המקומיות הכוללניות, החלות על מרחב תכנון מקומי או על חלק משמעותי ממנו, הוראות לעניין דיור בר השגה. בשלב הביניים ועד אישורן של התכניות הכוללניות, הציעה הוועדה להנחות את מוסדות התכנון לשקול החלת ייעוד של שכירות ארוכת טווח בכל תכנית גדולה למגורים ולשקול קביעת ייעוד של דיור בר השגה בתכניות גדולות ביישובים חזקים וכן להוסיף קביעה לגבי היעדר אפשרות לשנות או לבטל את הייעוד לדיור בר השגה לאורך תקופת זמן ארוכה (דו"ח ועדת טרכטנברג, הי"ש 25 לעיל, בעמ' 223).

פיקוחיים<sup>50</sup> לשמירת ועידוד קיומם של מסלולי הדיור בר ההשגה, המליצה ועדת טרכטנברג לעודד גופים מוסדיים להקים מתחמי השכרה לטווח ארוך בדומה למדינות רבות אחרות, בהן קיים שוק מפותח של דיור להשכרה לטווח ארוך (למעלה מ-5 שנים). הוועדה סברה, כי הקמת פרויקטים לדיור להשכרה לטווח ארוך תקנה לציבור השוכרים ודאות ויציבות ותפטור אותו מהצורך במעברי דירה תכופים כפי שנהוג בשוק ההשכרה הפרטי, התלוי במערכת השיקולים וההעדפות של בעלי הדירות הפרטיים.

ועדת טרכטנברג גרסה, כי מתחמי השכרה לטווח ארוך הם אפיק השקעה בעל פוטנציאל לאטרקטיביות עבור גופים מוסדיים בשוק ההון, בדגש על הגופים המנהלים חסכונות פנסיוניים, זאת לאור היותה של ההשקעה בנדל"ן למגורים השקעה סולידית ובעלת אופק השקעה ארוך טווח<sup>51</sup>. בהמשך, במסגרת **חוק מס הכנסה (פטור ממס לקופת גמל על הכנסה מדמי שכירות בשל השכרת דירות מגורים לטווח ארוך)**, התשע"ב-2012<sup>52</sup>, במטרה לעודד גופים מוסדיים להקים פרויקטים להשכרה לטווח ארוך, הוענק פטור ממס על הכנסות משכירות ל"קופת גמל" כהגדרתה בסעיף 9(2) לפקודת מס הכנסה, קרי: "קופת גמל - למעט קופת הביטוח", "קופת גמל לגיל פרישה - קופת גמל לקצבה, קופת גמל לתגמולים או קופת גמל לפיצויים".

מטרת החוק הינה מטרה ראויה, אם כי לעניות דעתי, אין בה כדי לחולל שינוי או להביא לחידוש, הואיל והכנסות קופות גמל מהשקעה בפרויקטים להשכרה למגורים לטווח ארוך הינן פטורות ממס זה מכבר על פי הפטור שניתן על ידי המחוקק להכנסות המשקיעים המוסדיים, כולל קופות גמל, מהשקעות בקרנות REIT. החוק שאושר מתייחס להשקעה ישירה של קופות גמל בפרויקטים להשכרה, על אף היעדר ניסיון או הכשרה מתאימה לניהול פרויקטים מהסוג הזה לקופות הגמל, להבדיל מקרנות REIT, אשר הינן גוף מקצועי ומומחה לניהול נכסי מקרקעין מניבים. ניצול הידע והמומחיות של קרנות REIT ומתן תמריצים לשילובן בפרויקטים של השכרה למגורים לטווח ארוך, היה מיותר את הצורך בהצעת החוק הנידונה ומביא לחיסכון בעלויות התקציביות הכרוכות בצפי אובדן הכנסות המדינה מיישום החוק שאושר<sup>53</sup>.

50. למשל, לעגן בחקיקה את הזכות לפקח על כך שהדירות שלגביהן נקבע ייעוד של דיור להשכרה לטווח ארוך, משמשות בפועל לצרכים שהמחוקק קבע. בנוסף, הוצע להטיל מגבלה על "פיזור בעלויות" בדירות המיועדות להשכרה, באופן שלכל הדירות שיועדו בתכנית פלונית להשכרה יהיה בעלים אחד.

51. ראו דו"ח ועדת טרכטנברג, ה"ש 25 לעיל, בעמ' 224.

52. ס"ח התשע"ב 2370, עמ' 519.

53. בתזכיר הצעת חוק מס הכנסה (פטור ממס בידי קופות גמל על הכנסה מדמי שכירות בשל השכרת דירות מגורים לטווח ארוך), התשע"ב-2012, הוערך צפי הפסד הכנסות בשנת 2013 בסך כ-40 מיליון שקלים ובשנות המס הבאות בכ-80 מיליון שקלים (סעיף ד' לתזכיר).

#### ג.4. פוטנציאל קרן REIT לקידום פרויקטים להשכרה לטווח ארוך - מבט לחו"ל

עליית המחירים והמחסור ביחידות הדיור אינם תופעה ייחודית לישראל. העידן המודרני מאופיין במצוקות דיור שפקדו מדינות שונות בכל רחבי העולם. היצע קטן של דירות למכירה ועליית מחירי הדירות לרכישה גרמו למדינות רבות לעודד התפתחות שוק דירות להשכרה כפתרון להספקת דיור לתושביהן<sup>54</sup>. בצד המדיניות שהציעה פתרונות דיור בדרך של השכרה על ידי המדינה והרשויות המקומיות<sup>55</sup> מדינות רבות החלו לעודד פיתוח השוק להשכרה פרטית על ידי צירת כללי רגולציה שונים לעידוד מגווני השכרה פרטיים.

פוטנציאל קרנות REIT לעידוד התפתחות שוק הדיור בהשכרה, לרבות ניהול פרויקטים לדיור ציבורי מסובסד על ידי המדינה, זכה לדיונים רחבי היקף בפרלמנט הבריטי. בסיכום דיוני משרד האוצר הבריטי בנוגע לצורך בנקיטת רפורמות במס לעידוד הרחבת פרויקטים לניהול דיור ציבורי באמצעות קרנות REIT באנגליה, הוצגו יתרונותיה של קרן REIT לעומת גופים עסקיים אחרים לטיפול בנושא<sup>56</sup>. שלושת היתרונות המרכזיים שהודגשו במסגרת ההתייעצות<sup>57</sup> הינם כדלקמן:

- (1) **חיסכון במימון הציבורי** - העברת הטיפול בהקמת ובניהול הפרויקטים להשכרה למגורים לידי קרנות REIT מהווה יתרון מבחינת המדינה בשל החיסכון בהוצאה הציבורית הודות לשינוי מקור המימון של הפרויקטים ממימון המדינה למימון פרטי של משקיעי קרן REIT.
- (2) **מומחיות קרנות REIT בניהול מקרקעין מניבים** - היתרון היחסי של קרן REIT לעומת חברות נדל"ן "רגילות" מתבטא בהתמקצעות ובצבירת ידע בתחום ניהול נכסי מקרקעין מניבים הודות למגבלות סטטוטוריות ייחודיות על היקף ותחומי הפעילות של הקרן, המחייבות כי עיקר הכנסות הקרן ינבעו מניהול מקרקעין מניבים. יתרון זה הינו משמעותי ביותר הן מבחינת המדינה המעוניינת בניהול והצלחה של פרויקטים של דיור להשכרה והן מבחינת משקיעי הקרן, שיהנו מפירות הניהול המוצלח.

54. Jones C. & Murie A "The Right to Buy: Analysis and Evaluation of Housing Policy" (Oxford: Blackwell 2005).

55. למשל, המדיניות הציבורית שננקטה על ידי הממשלה הבריטית בשנת 1980 "Right to Buy" אפשרה לשוכרים שהתגוררו בדיור הציבורי לרכוש את הדיור בהנחה משמעותית. לעניין זה, ראו דברי הסבר לתכנית באתר הממשל הבריטי [www.gov.uk](http://www.gov.uk).

56. HM Treasury "Consultation on reforms to the real estate investment trust (REIT) regime: (a) to explore the potential role social housing REITs could play to support the social housing sector; and (b) to consider the tax treatment of REITs investing in REITs", April 2012.

57. HM Treasury "The Government's response to consultation on reforms to the real estate investment trust (REIT) regime", December 2012.

(3) **חיסכון בעלויות הניהול והתחזוקה של נכסי המקרקעין המנוהלים על ידי קרן REIT** - הודות להתמקדות פעילותה בניהול והשכרה של נכסי מקרקעין מניבים, להבדיל מתחומי עיסוק אחרים, גידול בהיקף ובמספר הפרויקטים המנוהלים על ידה יוביל, בין היתר, לעלייה בכושר התחרות שלה מול גרמים עסקיים אחרים או מול הבעלים הפרטיים בזכות "היתרון לגודל" של קרן REIT המנהלת בו זמנית נכסים רבים. בזכות "היתרון לגודל" הקרן מצליחה לחסוך בהוצאות התחזוקה השוטפת של הנכסים, בהוצאות ניהול, בביטוחים ובהוצאות האכיפה מול הדיירים וכד' ולהיות גמישה יותר בקביעת מחירי הדיור להשכרה, לעומת הבעלים הפרטיים הנאלצים להתמודד עם כל ההוצאות הנוגעות לניהול והשכרת הנכס באופן אישי והמבקשים לגלם את מלוא ההוצאות בגובה דמי השכירות.<sup>58</sup>

על אף היתרונות הבולטים של קרנות REIT בנוגע ליכולת לפתח ולנהל פרויקטים להשכרה של דיור ציבורי מסובסד, אסור לשכוח כי מדובר בתאגיד הפועל למטרת רווח. אי לכך, השתלבות קרנות REIT בשוק הדיור להשכרה תלויה, בין היתר, באטרקטיביות הפרויקטים מבחינת משקיעי הקרן, הנמדדת לרוב בשיעור התשואה הצפוי להתקבל מהשקעתם. כך למשל, לדעת נציגי משרד האוצר הבריטי, ההכנסות הנמוכות מדמי השכירות בפרויקטים של הדיור הציבורי (במסגרתם מושכרות הדירות במחירים המפוקחים על ידי המדינה) עלולות לפגוע באטרקטיביות הקמת קרנות REIT שיעסקו אך ורק בשכירות סוציאלית, אך אין בכך כדי למנוע מימון וניהול פרויקטים להשכרה למגורים תוך כדי שילובם בניהול נכסי מקרקעין מניבים לשימושי תעשייה ומסחר.<sup>59</sup>

גם בארצות הברית היה לקרנות REIT תפקיד משמעותי בפיתוח שוק הדיור להשכרה ועידוד השקעות של גופים פרטיים וגופים מוסדיים בתחום זה.<sup>60</sup> נכון לשנת 2007 שווי קרנות REIT הפועלות בתחום הדיור להשכרה היווה כ-13.5% מכלל שווי קרנות REIT הפועלות בארצות הברית.<sup>61</sup> היתרון של קרן REIT לעומת גופים עסקיים אחרים, מתבטא, בעיקר, בתועלת ובחיסכון הנובעים מ"יתרון לגודל" המאפיין קרנות REIT גדולות, המנהלות בו זמנית פרויקטים רבים של דיור להשכרה<sup>62</sup> ובפיתוח התמקצעות ומומחיות בניהול מקרקעין מניבים.<sup>63</sup>

- 
- Brent W. Ambrose, Michal J. Highfield & Peter D. Linneman "Real Estate and Economies of Scale: The Case of REITs", Real Estate Economics (2005), V33-2, PP. 323-350. .58
- ה"ש 57 לעיל. .59
- Michael Oxley, Tim Brown, Marrietta Haffner & Joris Hoekstra "The role of policy in supporting the private rented sector: international comparison", Enhr Conference 2011, July, Toulouse. .60
- Graeme Newell and Franz Fischer "The Role of Residential REITs in REIT Portfolios" Academic journal article from Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol. 15, No. 2, April-August 2009. .61
- Michael Oxley, Tim Brown, Marrietta Haffner & Joris Hoekstra ה"ש 60 לעיל, בעמ' 12. .62
- John C. Topuz & Ihsan Isik "Structural Changes, Market Growth and Productivity Gains of US Real Estate Investment Trusts in the 1990s", J. Econ. Finan. (2009), 33, pp. 288-315. .63

התבוננות במנגנון הייחודי של ניהול פרויקטים להשכרה למגורים באמצעות קרנות REIT מגלה, כי תכונותיו הייחודיות של המוסד קרן REIT מאפשרות לצמצם אי שביעות רצון הדיירים מרמת התחזוקה של הנכס על ידי הבעלים הפרטיים ומהתנהלות מול המשכיר ברמה האישית וכן לצמצם את ניידות הדיירים ממקום למקום ואת הנזקים הכרוכים בכך<sup>64</sup>. הפרויקטים המנוהלים על ידי קרנות REIT זכו לשביעות רצון גבוהה בקרב הדיירים בזכות מדיניות המיתוג אשר יצרה קשר הדוק בין שם ומוניטין הקרן לבין הפרויקט המנוהל. מדיניות המיתוג סיפקה מעין "תעודת איכות" לפרויקט ובכך הפחיתה את תחושת אי שביעות הרצון של הדיירים הנובעת בעיקרה מפערי המידע בינם לבין הבעלים של הנכס בנוגע לטיבו ואיכותו של המוצר (הדירה) בגינו הם משלמים<sup>65</sup>.

לאור האמור לעיל, נראה כי הצלחת פעילות קרנות REIT בתחום הדיור ופיתוח שוק הדיור הפרטי, קשורה בקשר הדוק עם יכולת הקרן לצמוח ולהרחיב את פעילותה, תוך כדי רכישת שם ומוניטין בשוק הדיור להשכרה. הרחבת פעילות קרנות REIT והפיכתן לבעלות "יתרון לגודל" עשויה לתרום לפיתוח וצמיחה בשוק הדיור להשכרה, להפחית את הנטל הרובץ על ציבור השוכרים ואף לצמצם את הביקוש לדירות למכירה<sup>66</sup>.

בישראל, כפי שניתן ללמוד מהרכב הנכסים של שתי קרנות REIT הישראליות, הנכסים המנוהלים על ידן הינם נכסים מסחריים או משרדיים, אך לא נכסי מגורים<sup>67</sup>, בשונה מפעילות קרנות REIT במדינות אחרות<sup>68</sup>.

קרנות REIT הינן אפוא בעלות פוטנציאל ממשי לסייע בפיתוח שוק לדיור להשכרה פרטית לטווח ארוך ובכך לסייע במציאת פתרון למשבר הדיור להשכרה בהתאם להמלצות ועדת טרכטנברג. זאת ועוד, ככל שהיקף הנכסים להשכרה למגורים בידי קרנות REIT יהיה גבוה יותר, כך יטו הקרנות לעבוד עם הנכסים הללו, על אף שנכון להיום, התשואה המתקבלת מהשכרת הנכסים המסחריים הינה גבוהה יותר מהתשואה המתקבלת מהשכרת הנכסים

64. Marja Elsinga and Joris Hoekstra "Homeownership and housing satisfaction", Journal of Housing and the Built Environment (2005), Vol. 20, Issue 4, pp. 401-424.

65. Russell James III (Department of Housing and Customer Economics, University of Georgia, USA) "Customer satisfaction with apartment housing offered by Real Estate Investment Trusts (REITs)", International Journal of Consumer Studies (September 2009), Vol. 33, Issue 5, pp. 572-580.

66. Colin Jones "Private Investment in Rented Housing and the Role of REITs", International Journal of Housing Policy (December 2007), Vol. 7, No. 4, pp. 383-400.

67. על פי מידע אודות נכסי הנדל"ן המנוהלים על ידי קרנות REIT הישראליות, נכסי המקרקעין המניבים של שתי הקרנות אינם כוללים נכסי מגורים, ראו עמ' 4 לדו"ח הדירקטוריון ריט 1 בע"מ על מצב עסקי התאגיד לתקופה שהסתיימה ביום 30.9.2012 ועמ' 3 לדו"ח הדירקטוריון סלע קפיטל נדל"ן בע"מ על מצב עסקי התאגיד לתקופה שהסתיימה ביום 30.9.2012. פורסם באתר רשות ניירות ערך (מגנא):

<http://www.magna.isa.gov.il>

68. ראו Richard Stoker ה"ש 6 לעיל.



למגורים<sup>69</sup>. כמו כן, הרחבת פעילות קרנות REIT לניהול פרויקטים לדיור להשכרה לטווח ארוך יקרב את המודל הישראלי של קרן REIT למודלים הקיימים במדינות אחרות בעולם.

#### ד. פוטנציאל קרן REIT לעידוד צמיחה כלכלית ועמידותה בתנאי המשבר הכלכלי

כלכלנים רבים בעולם מדגישים את חשיבות הצמיחה הכלכלית להגדלת הון המדינה ולגידול בהון הגורמים הפרטיים הפועלים במדינה במטרה להוביל לעלייה ברמת החיים ולהיאבק בעוני<sup>70</sup>. ישנו מגוון רחב של פעולות העשויות לתרום לצמיחה כלכלית במשק. ככלל, כל פעולה אשר תגדיל את משאביו של המשק או תאפשר לו לבצע את פעולותיו בפחות משאבים תגרום לצמיחה כלכלית. חשיבות הצמיחה הכלכלית ועידוד שגשוג המשק קיבלו משנה חשיבות בעקבות תוצאותיו ההרסניות של המשבר הכלכלי העולמי האחרון.

במהלך השנים 2007-2009 כלכלות העולם נאלצו להתמודד עם משבר פיננסי, המכונה "המשבר הגדול", אשר זעזע מדינות ברחבי העולם, ריסק שווקי הון ומוטט תאגידים משגשגים. עוצמת המשבר הגדול והתפשטותו המהירה במדינות העולם הושוותה ל"גל צונמי ששטף את שווקי העולם"<sup>71</sup>. על אף ההבדלים המשמעותיים בין השוק האמריקאי לבין השוק הישראלי<sup>72</sup>, כלכלת ישראל, בהיותה חלק מהכלכלה העולמית הגלובלית, הושפעה אף היא מהתחוללות המשבר ואותותיו באו לידי ביטוי בתחומים שונים, כאשר נושא אחד זכה לדיון ציבורי רחב במיוחד והוא הנזקים שנגרמו למערך החיסכון הפנסיוני של הציבור הישראלי<sup>73</sup>.

העשורים האחרונים, שקדמו להגעת המשבר הפיננסי העולמי לישראל, התאפיינו ברפורמות מקיפות בשוק הפנסיה בישראל, אשר התבטאו בצמצום מעורבות ממשלתית בתחום החיסכון הפנסיוני ובחשיפת החסכונות הפנסיוניים לזעזועים בשוק ההון כתוצאה מהעברת ניהול כספי החסכונות הפנסיוניים לידי גופים המוסדיים הפועלים בשוק הפרטי. המהלך זכה לביקורת נוקבת<sup>74</sup>, בין היתר, בשל הפגיעות העצומה של כספי החסכונות הפנסיוניים לתנודות והתפתחויות בשוק ההון

69. לפי מדד חברת נדל"ן מאן נכסים, העוקב אחרי שוק הנדל"ן המניב, התשואה מהשכרת משרדים ברחבי המדינה היא כ-8%, והיא גדולה פי שניים מהתשואה מהשכרת הנכסים למגורים. ראו לעניין זה גם: רז סמולסקי "מחירי השכירות בשוק המשרדים קפאו, התשואה גבוהה" *TheMarker* 24.10.2011.

70. לסקירה אודות תולדות הצמיחה הכלכלית בישראל, ראו **המכון הישראלי לדמוקרטיה** "אסטרטגיה לצמיחה כלכלית בישראל", נייר עמדה מס' 27 לכנס הכלכלי התשיעי בקיסריה, יוני 2001. פורסם באתר המכון הישראלי לדמוקרטיה: <http://www.idi.org.il/media/317526>.

71. אוריאל פרוקציה "אדם סמית והמשבר הכלכלי הגדול" **משפטים** מ(2) 355, 356 (2011).

72. לפירוט ההבדלים, ראו רון חריס "מעסקה סולידית למשבר עולמי: על כשלי שוק המשכנתאות האמריקאית" **משפטים** מ(2) 601 (2011).

73. אסף חמדני "המשבר העולמי, גופים מוסדיים ושוק ההון בישראל: מסקנות ביניים" **משפטים** מ(2) 309 (2011).

74. יורם מרגליות "אפליה בהסדרי החיסכון הפנסיוני ופתרונה המוצע" **משפטים** לא(3) 529 (2001).

בהיות חלק ניכר מכספי החיסכון הפנסיוני מושקע בשוק ההון על ידי המשקיעים המוסדיים.<sup>75</sup>

כושר העמידות וביצועיהן של קרנות REIT בתנאי המשבר הפיננסי האחרון עניין חוקרים רבים. מומחים בתחומי הכלכלה, הבנקאות, שוק ההון והמשפט ברחבי העולם בחנו את המאפיינים הייחודיים של קרן REIT על מנת ללמוד האם תכונותיו המיוחדות של המודל מעניקות לו יתרון לעומת מודלים פיננסיים אחרים בתנאי משבר.

כדי לבחון את מידת יציבות התשואה מהשקעה בקרן REIT בטווח הקצר ניתן לערוך השוואה בין נתוני התשואה לפי שני המדדים המובילים בשוק האמריקאי S&P 500 ו-Russell 2000 (הבוחנים את שינויי התשואה מהשקעה בניירות ערך של חברות ציבוריות "רגילות" הנסחרות בבורסה בארצות הברית), לבין מדד FTSE NAREIT All Equity REIT הבוחן את שינויי התשואה במניות קרנות REIT בארצות הברית. נתוני התשואה לפי שלושת המדדים בתקופה מחודש דצמבר 1989 ועד חודש יוני 2013 מגלים, כי בעיצומו של המשבר הגדול בשנת 2008, חלה ירידה חדה בנתוני התשואה. יחד עם זאת, נתוני המדד FTSE NAREIT All Equity REITs מציגים, כי לפני המשבר שיעורי התשואה של קרנות Equity REIT היו גבוהים משיעורי התשואה בחברות נשוא המדדים S&P 500 ו-Russell 2000. לתשואה הגבוהה, שאפיינה את קרנות REIT לפני המשבר, התלווה סיכון גבוה יותר ולכן, לכאורה, הירידה במדד של קרנות REIT בעת המשבר הייתה חדה יותר, לעומת הירידות במדדים של חברות אחרות. על אף האמור, התאוששות קרנות REIT אחרי המשבר, החל משנת 2009 ועד יוני 2013, הייתה מהירה יותר ושיעורי התשואה שלהן שבו להיות גבוהים יותר מאלה של החברות נשוא המדדים S&P 500 ו-Russell 2000. זאת ועוד, שיעורי התשואה של קרנות REIT לאחר תקופת המשבר שבו להיות גבוהים ואף עלו על שיעורי התשואה בתקופה שקדמה למשבר הגדול.<sup>76</sup>

השוואה בין נתוני התשואה השוטפת של קרנות REIT לבין נתוני התשואה השוטפת המתקבלת מהשקעה במקרקעין במישרין והתשואה השוטפת המתקבלת מהשקעה במניות מגלה, כי בטווח הקצר ביצועי קרנות REIT דומים יותר לביצועי ההשקעה במניות. לעומת זאת, במהלך השנים הקורלציה בין התשואות המופקות בקרנות REIT לבין התשואות המתקבלות מהשקעה במניות הולכת וקטנה וההשקעה בקרן REIT הולכת ונעשית דומה יותר להשקעה ישירה במקרקעין. סיבה אפשרית להתנהגות האמורה, טמונה בכך שבתחילת הדרך מחיר המניה של קרן REIT מושפע לא רק מהביצועים וההכנסות השוטפות של נכסיה, אלא גם מגורמים שונים בשוק ההון. יחד עם זאת, בטווח הארוך, השפעת הגורמים משוק ההון נחלשת, באופן

75. מומי דהן "מדיניות כלכלית במשבר: הגיע החורף, והמשק בלבוש אביבי" משפטים מ(2) 571 (2011).

76. REIT Watch, A Monthly Statistical Report on the Real Estate Investment Trust Industry (NAREIT National Association of Real Estate Investment Trusts), June 2013, p. 8.

שההכנסות השוטפות מדמי השכירות וביצועי הקרן מניהול נכסי המקרקעין שלה הופכים לשיקולים בעלי חשיבות עליונה בהערכת ביצועי הקרן.<sup>77</sup>

מסיכום הנתונים המפורטים לעיל אודות הביצועים של קרנות REIT בארצות הברית לעומת מכשירי השקעה אחרים, מבחינת שיעורי התשואה, תנדטיות התשואה ורמת הסיכון המתלווה להשקעה, ניתן לומר, כי מדובר במכשיר השקעה מיוחד בעל אופי דואלי. בטווח הקצר, מכשיר ההשקעה קרן REIT דומה בעיקרו להשקעה ב"מניות רגילות", הנחשבת להשקעה מסוכנת יחסית להשקעה במקרקעין במישרין. לעומת זאת, בטווח הארוך, מכשיר ההשקעה קרן REIT הופך ממכשיר השקעה במניות למכשיר השקעה דומה באופיו ובביצועיו להשקעה במקרקעין במישרין, הנחשבת להשקעה בטוחה ויציבה יותר. לעניין זה, מבחינת נתוני התשואה של קרנות REIT ניתן ללמוד כי הנתונים כמעט זהים לאלה של השקעות במקרקעין ריאליים<sup>78</sup>. בנוסף לכך, גם לטווח הארוך, מכשיר ההשקעה קרן REIT, על אף הדמיון הרב בינו לבין ההשקעה במקרקעין במישרין, שומר על היותו "השקעה נזילה" יותר הניתנת למכירה ולמימוש מהירים יותר מאשר השקעה במקרקעין ריאליים. כמו כן, נתונים אודות השינויים בתשואה ובסיכון של תיק השקעות ממוצע בארצות הברית בשנים 1972-2000 כתוצאה מהוספת השקעה בקרן REIT<sup>79</sup> מראים כי הוספת השקעה בקרן REIT לתיק השקעות תורמת ליעול התיק על ידי הגדלת התשואה הכוללת והקטנת הסיכון של התיק כולו.

קיומם של כשלי השוק והאינטרס הציבורי בהבטחת העמדת כספי החיסכון הפנסיוני לרשות הפרט לעת זקנה על מנת להפחית את תלותו בגורמי הרווחה של המדינה ולאפשר לו לחיות בכבוד וברווחה ראויה, מחייבים בחינת אפשרות לעידוד ההשקעות של כספי החיסכון הפנסיוני המופקדים בידי הגופים המוסדיים בהשקעות סולידיות ויציבות. לעניין זה, מן הראוי לציין, כי האמור בפרק זה אינו מתיימר להוות סקירה ממצה של כדאיות ההשקעה בקרן REIT לעומת מכשירי השקעה אחרים. אם כי, מתוך הנתונים שהוצגו לעיל ניתן ללמוד על היותה של קרן REIT חלופה הולמת להשקעה במקרקעין ריאליים לטווח הארוך וכי החלופה האמורה אכן ראויה לבחינה מעמיקה בשל מאפייניה הייחודיים, המבדילים אותה מהשקעה ב"מניות רגילות". בכלל זה, סביר להניח, כי להרחבת פעילות קרנות REIT ולהגדלת מעגל נכסיהן תהא השפעה חיובית על הרחבת גיוון אפשרויות השקעה של המשקיעים המוסדיים, אשר תוביל לעלייה ברווחה החברתית כתוצאה מהגברת ביטחון החיסכון הפנסיוני ועידוד צמיחה כלכלית, הודות לפעילות האמורה.

77. Michael C. Hudgins "The role of REITs in a portfolio - A "core plus plus" real estate allocation", May 2012.

78. REIT Watch, June 2013 ה"ש 76 לעיל.

79. דו"ח ועדת אשר, ה"ש 7 לעיל, תרשים 3 בעמ' 13.

## ה. כללי הרגולציה והחסמים בפני הרחבת פעילות קרנות REIT בישראל

על אף היתרונות החברתיים והכלכליים הטמונים במדיניות המחוקק בעניין קרנות REIT, כפי שיפורט להלן, ישנם מספר חסמים המונעים את יישומה האופטימלי של מדיניות זו בישראל. ניתן לחלק את החסמים, המשפיעים על הרחבת פעילות קרנות REIT בישראל, לשני סוגים עיקריים: **החסמים האנדוגניים**, שמקורם במודל החקיקתי המסדיר את פעילות קרנות REIT בישראל **והחסמים האקסוגניים**, שמקורם בגורמים כלכליים, חברתיים, פוליטיים ובנסיבות חיצוניות אחרות, המשפיעים על צמיחת קרנות REIT ועל היקף פעילותן בארץ.

### 1ה. החסמים האנדוגניים

#### 1. הזרמת מקרקעין לקרן REIT - אירוע מס

בהתאם להוראות הפקודה, על קרן REIT להיות חברה חדשה, נקייה מהתחייבויות ונכסים<sup>80</sup>. כפועל יוצא מהיות הקרן חברה חדשה ונטולת נכסים, נולד הצורך בהזרמת נכסי מקרקעין לחברה על מנת שתוכל לנהלם במסגרת פעילותה כקרן REIT. דא עקא, העברת נכסי המקרקעין לקרן REIT ורכישת המקרקעין על ידי הקרן, מהוות אירועי מס לפי חוק מיסוי מקרקעין (שבח ורכישה), התשכ"ג-1963 (להלן: "**חוק מיסוי מקרקעין**"). בהתאם להוראות חוק מיסוי מקרקעין, המוכר נכס מקרקעין לקרן REIT יחויב בתשלום מס שבח<sup>81</sup> וקרן REIT תחויב בתשלום מס רכישה בעת רכישת נכס מקרקעין.<sup>82</sup>

הדעה המקובלת הינה כי למדיניות המיסוי השפעה רבה על התנהגות הפרטים והגופים העסקיים במשק במגוון רחב של תחומים ועל קבלת החלטות בחיי היום-יום<sup>83</sup>. כמו כן, יש לה השפעה ישירה על שיעור וקצב הצמיחה הכלכלית במשק<sup>84</sup>. על מעצבי מדיניות המיסוי להבטיח קיומם של שלוש המטרות העיקריות של פעולת המיסוי: מימון הוצאות הממשלה, השגת יעדים חברתיים והשגת יעדים כלכליים<sup>85</sup>. להלן תבחן התקיימות המטרות הללו בהסדר החוק המטיל חיוב במס שבח ומס רכישה על עסקאות מכירת נכסים לקרן REIT.

80. סעיפים 3א64(א)1-3א64(א)3 לפקודת מס הכנסה.

81. סעיף 6 לחוק מיסוי מקרקעין.

82. ראו לעניין זה סעיף 9 לחוק מיסוי מקרקעין וסעיף 7א64 לפקודת מס הכנסה, הקובעים הוראה מיוחדת, בנוגע לשיעור מס רכישה במקרה של רכישת נכס מקרקעין על ידי קרן REIT בתמורה להקצאת מניות בקרן בסמוך להקמתה.

83. Louis Kaplow "The Theory of Taxation and Public Economics" Princeton University Press (2008), pp. 80-90.

84. רון תקוה **השפעת מדיניות המיסים על שיעור הצמיחה הכלכלית** (הכנסת, מרכז המחקר והמידע, 2007).

85. **רפורמות במס 4** (דוד גליקסברג עורך, הוצאת המכון למחקרי חקיקה ולמשפט השוואתי ע"ש הרי ומיכאל סאקר, הפקולטה למשפטים באוניברסיטה העברית בירושלים, 2005).

### • מימון הוצאות הממשלה

הנחת היסוד היא שהמדינה, ככל הנראה, לא תוכל להתקיים ללא גביית מיסים מאזרחיה למימון פעולותיה והוצאותיה. בהתאם לנקודת המוצא האמורה, המדינה זקוקה לרמת הכנסות מסוימת למימון שירותים בתחומים שונים: ביטחון, בריאות, חינוך, רווחה ועוד. אי לכך, כל שינוי בשיעורי המס או בהיקף גביית המיסים, עשוי להשפיע על היקף הכנסותיה.

בשנת 2011 הסתכמה גביית מיסי מקרקעין בכ-7 מיליארד ש"ח, המהווה עלייה ריאלית של 4% בהשוואה לשנת 2010 וזאת לאחר עלייה חדה של כ-35% בשנת 2010. בפילוח לפי סוגי מס נמצא כי גביית מס רכישה הסתכמה בשנת 2011 בכ-4.2 מיליארד ש"ח (עלייה ריאלית של 0.5% בהשוואה לשנת 2010, לאחר עלייה של 35% בשנת 2010) וגביית מס שבח הסתכמה בשנת 2011 בכ-2.8 מיליארד ש"ח (עלייה ריאלית של כ-9%, לאחר עלייה של 36% בשנת 2010).<sup>86</sup>

על אף שסכומי ההכנסות ממסי המקרקעין נראים, במבט ראשון, משמעותיים למדי, הכנסות המדינה ממס שבח היוו כ-1% והכנסות המדינה ממס רכישה היוו כ-1.63% מסה"כ הכנסות המדינה ממיסים בשנת 2009.<sup>87</sup> גם בשנת 2010, חלקן היחסי של הכנסות המדינה ממס שבח ומס רכישה הוסיף להיות נמוך, ביחס להכנסות ממיסים אחרים, עם עלייה קלה מאוד בחלקם היחסי של המיסים הללו בתמהיל הכנסות המדינה (הכנסות ממס שבח - כ-1.2% והכנסות ממס רכישה - כ-2% מסה"כ הכנסות המדינה ממיסים בשנת 2010).<sup>88</sup>

מן הנתונים האמורים לעיל עולה, כי שינויים במדיניות המחוקק בדבר הטלת חיובי מס שבח ומס רכישה בקשר לפעילות קרנות REIT בארץ, אומנם ישפיעו על היקף הכנסות המדינה ממיסים, אך השפעת השינוי על סך כל הכנסות המדינה ממיסים יהיה מינורי למדי, לאור חלקן היחסי הקטן של הכנסות אלה בתמהיל הכולל של הכנסות המדינה ממיסים.

86. מינהל הכנסות המדינה גביית מיסי מקרקעין וענף הנדל"ן למגורים לשנים 2010-2011 (2013).

87. על פי נתוני הגבייה בפועל בשנת 2009, סך כל הכנסות המדינה ממיסים בשנת 2009 עמד על סך כולל של 177,507,000 ש"ח, כאשר מתוכם סך של 1,798,000 מיליוני ש"ח נגבה בגין מס שבח ומס מכירה וסך של 2,897,000 ש"ח נגבה בגין מס רכישה (ראו לוח 5 "הכנסות המדינה ממיסים ותשלומי חובה 2009-2012" בתחזית הכנסות המדינה ממיסים לשנות הכספים 2011-2012, עיקרי התקציב 2011-2012, בעמ' 222-221 משרד האוצר, אגף תקציבים).

88. ראו לוח א-2 מינהל הכנסות המדינה דו"ח הכנסות המדינה ממיסים ואגרות בשנים 2009-2010 (2011).

### • קידום יעדים חברתיים ויעדים כלכליים

במקרה של קרנות REIT בישראל הטלת חיוב במס שבח על מוכר המקרקעין לקרן REIT והטלת מס רכישה על רכישת המקרקעין על ידי הקרן, עלולים לגרום לעיוות בקבלת החלטות ולמנוע צבירת נכסים על ידי קרן REIT. היעדר אפשרות לגידול הקרנות ולצבירת נכסים עלול לפגוע בהרחבת פעילותה בארץ ובכך למנוע מימוש הפוטנציאל הגלום בה להגדלת הרווחה החברתית, כפי שתואר בפרקים הקודמים.

האם בבסיס מס השבח ומס הרכישה הונחה תכלית זהה? ניתן להשיב על שאלה זו בשלילה. המיסים הללו שונים זה מזה באופן מוחלט באופיים ובתכליתם. בעוד מס שבח הינו "מס ישיר" המוטל על הרווח ההוני המופק על ידי המוכר בעת מכירת המקרקעין, הרי שמש רכישה הינו "מס עקיף", בעל אופי רגרסיבי, אשר מוטל על עצם עשיית העסקה ללא קשר ישיר לרווח או הכנסת הנישום ואשר אינו מתחשב ישירות ביכולתו של הנישום לשלם<sup>89</sup>. גם התכלית החקיקתית העומדת ביסוד מס השבח ומס הרכישה הינה שונה. בעוד שמטרת מס השבח הינה למסות את עליית הערך של המקרקעין ואת השבח שצמח למוכר בתקופה שבה היה בעל הזכות במקרקעין, תכלית מס הרכישה הינה למסות את עצם רכישת הזכויות במקרקעין<sup>90</sup>.

### הצעה לשינוי מודל המיסוי הקיים

מס שבח הינו מס ישיר המוטל על הרווח ההוני שצמח לבעל המקרקעין, בשל אופיו הפרוגרסיבי ובהיותו מקור חשוב למימון הוצאות המדינה, מן הראוי לא לבטל את החיוב במס באופן כללי, אלא לקבוע הוראות מיוחדות, גמישות יותר ומתאימות יותר למציאות בה פועלות קרנות REIT בישראל. בפועל, הבעיה מתעוררת, כאשר בשל הרצון שהנכסים שיועברו לקרן REIT יהיו נכסים איכותיים, בעת העברתם לקרן גלום בהם רווח ולכן העברתם כרוכה בתשלום מס עוד לפני שהתקבלה תמורה אמיתית כלשהי (להבדיל ממניות בקרן או בהלוואות בעלים)<sup>91</sup>. אי לכך, מן הראוי, לשנות את הדין הקיים באופן שבמקרים המיוחדים שבהם נכסי המקרקעין יועברו לקרן REIT בתמורה להקצאת מניות בקרן או תמורת הלוואות בעלים, ייקבע שיעור מס שבח מופחת (בדומה להסדר הקיים לגבי מס רכישה, לפיו במקרה של רכישת המקרקעין בתמורה

89. יצחק הדרי מיסוי מקרקעין כרך א' (מהדורה שנייה, יונתן הוצאה לאור, 2000), 48.

90. יצחק הדרי מיסוי מקרקעין כרך ד' (מהדורה שנייה, יונתן הוצאה לאור, 2008), 30.

91. זיו שרון וניר הורנשטיין "הסרת חסמים בפני הריטים", פרק ב' נבו (30.8.2009).

להקצאת מניות בקרן, מס הרכישה יועמד על סך 0.5% בלבד משווי המקרקעין).

גם ההוראה בעניין מס רכישה מטילה עול כבד על קרנות REIT ומהווה חסם אמיתי בפני קליטתן בישראל. בעייתיות חובת תשלום מס הרכישה, המהווה מעין "מס כניסה" מבחינת קרנות REIT, הנאלצות לשלמו בבואן לרכוש נכסים במטרה להתחיל בפעולתן, הוכרה גם במדינות אחרות. כך למשל, באנגליה במסגרת החוק **Finance Act 2012**,<sup>92</sup> בוטל חיוב קרן REIT במס בשיעור של 2% משווי הנכסים המועברים, או לחילופין, משווי כלל נכסי החברה בבואה להפוך לקרן REIT.<sup>93</sup> תיקון החוק האנגלי וביטול החבות במס נועדו לעודד הרחבת פעילות קרנות REIT, בין היתר, במטרה לעודד את פעילות הקרנות בתחום הדיור ובכך לשפר את הרווחה החברתית של הציבור האנגלי ולסייע במציאת פתרון למצוקת הדיור באנגליה.<sup>94</sup>

גם בדין הגרמני נקבעו הוראות מקלות על העברת נכסים לחברה המהווה קרן REIT בהקמה (המוגדרת pre-REIT), באופן שבמידה שהקרן המקבלת את הנכסים תהפוך לקרן REIT ותחזיק במקרקעין המועברים אליה במשך ארבע שנים לפחות מיום קבלתם, יחולו על הרכישה האמורה ההוראות המכונות "Exit Tax" והקרן לא תחויב בתשלום מס על רכישת המקרקעין.<sup>95</sup>

לאור האמור לעיל, מוצע לפעול לשינוי הדין הישראלי הקיים ולקבוע, כי בדומה להסדרי המיסוי הקיימים באנגליה ובגרמניה, רכישת נכסי המקרקעין על ידי קרן REIT לא תחויב בתשלום מס רכישה. מתן פטור מוחלט מתשלום מס הרכישה (בדומה לדין האנגלי) או פטור מותנה בהחזקת המקרקעין הנרכשים על ידי הקרן במהלך תקופה מסוימת (בדומה לדין הגרמני) תפחית את נטל המס הרובץ על קרנות REIT ובכך תסיר את החסם המונע את הרחבת פעילותן במשק. כמו כן, הואיל והשינוי המוצע עשוי לעודד פעילות קרנות REIT בתחום הדיור להשכרה, במקרה כזה, אובדן הכנסות המדינה ממס רכישה שהיה נגבה מהן בגין רכישת המקרקעין המיועדים למגורים, יפוצה בדרך של חיסכון המדינה בהוצאות להסדרת פתרונות למצוקת הדיור.

Finance Act 2012 (Royal Assent on 17 July 2012). .92

Finance Act 2006 Sec. 112. .93

KPMG "The future of the UK REIT regime", September 2012 www.kpmg.co.uk/realestate. .94

Constantin M. Lachner & Rafael von Heppel "The Introduction of Real Estate Investment Trusts (REITs) in Germany", 8 German L. J. 133 (2007), pp 133-142. .95

## 2. חובת פיזור מניות

חובת פיזור המניות הקבועה בחקיקה המסדירה את פעילות קרנות REIT בישראל הינה חובה ייחודית לקרנות REIT, אשר אין לה אחר ורע בקרב "חברות רגילות" העוסקות באותו תחום, הן חברות ציבוריות והן חברות פרטיות. על פי המודל החקיקתי הקיים, חמישה אנשים או פחות אינם יכולים להחזיק ב-50% או יותר ממניות החברה, על מנת שזו תיחשב לקרן REIT.<sup>96</sup>

מחד, הדרישה לפיזור מניות קרן REIT מהווה מנגנון הגנה סטטוטורי מפני ניסיונות השתלטות עוינת על הקרן. על אף הדעות התומכות באימוץ מנגנון הגנה מפני השתלטויות עוינות בחקיקה הישראלית באופן כללי<sup>97</sup>, מנגנון זה עדיין לא קיים ביחס לתאגידים מסוגים אחרים<sup>98</sup>. נראה, כי ההגבלות על שיעורי ההחזקות במניות קרן REIT יצרו הגנה מפני אפשרות רכישת מניות כפויה, באופן שככל שהמשתלט על החברה יבקש לשמור על מעמדה כקרן REIT (בעיקר על מנת להמשיך ליהנות מהסדר מיסוי מיוחד) הוא לא יוכל לפעול לרכישת מלוא מניות החברה או אף לא מרבית מניותיה, אלא אך ורק לרכוש מניות בשיעור הקבוע בחוק<sup>99</sup>.

מאידך, היעדים המרכזיים של הוראות החוק בעניין רכישת מניות החברה אמורים להיות יעדים של יעילות כלכלית<sup>100</sup>. דהיינו, על ההסדרים המשפטיים לאפשר ואף לעודד רכישות שעשויות להביא לניהול יעיל יותר של נכסים ובעת ובעונה אחת להרתיע, ואף למנוע, רכישות שלא יביאו לניצול יעיל יותר של נכסים ושכל רווח שיפיקו הרוכשים יתקבל על חשבון בעלי המניות הנוכחיים בחברה. לאור האמור, ייתכן שהדרישה הסטטוטורית לפיזור מניות קרן REIT עלולה למנוע הצעות רכש "יעילות" לחברה ולבעלי המניות ולגרום בכך לאובדן הזדמנויות עסקיות.

על אף האמור לעיל, מן הראוי לציין, כי ההגבלה על היקף ההחזקה במניות קרן REIT איננה מונעת באופן מעשי הצעות רכש והשתלטויות אפשריות על החברה, אבל במקרה של השתלטות כאמור ישלל מהחברה מעמדה כקרן REIT, ובכלל זה ישללו ממנה ההטבות המוענקות לה במסגרת מנגנון המיסוי הייחודי שנקבע בחוק<sup>101</sup>. משמע, שבמידה

96. סעיף 3א64(א)(6) לפקודת מס הכנסה.

97. שרון חנס "הצורך בהגנות משפטיות מפני השתלטויות עוינות על חברות בישראל" עיוני משפט כו(3) 819 (2003).

98. פר"ק (מחוזי ת"א) 35560-08-10 אספן גרופ בע"מ נ' בעלי המניות בחברת סלע קפיטל נדל"ן בע"מ (7.11.10), אתר מקרקעין: www.mekarkein.co.il (להלן: "אתר מקרקעין").

99. סעיף 3א64(א)(6) לפקודת מס הכנסה.

100. אריה בבצ'וק ואוריאל פרוקצ'יה "רכישת חברות" עיוני משפט יג(1) 71 (1988). המאמר היווה חלק מהצעה לחוק החברות החדש, אשר הוגשה למשרד המשפטים.

101. ראו לעניין זה סעיפים 3א64(ד)(1)-(3) לפקודת מס הכנסה.



שלמשל שלט יהיה כדאי להשלים את המהלך העסקי בשל הרווח הכולל הצפוי ממנו (כגון: אפשרות לפעול למחיקת החברה במקרה של תחרות עסקית, אפשרות לבצע שינוי בתחומי הפעילות שלה או שינויים עסקיים בנוגע לניהול נכסי החברה וכד'), ייתכן שהוא יחליט לוותר על מעמד החברה כקרן REIT בשל כדאיות תוצאות ההשתלטות עליה<sup>102</sup>.

בחינת הוראות חקיקה בעניין קרנות REIT בעולם, מגלה כי הדרישה הסטטוטורית לפיזור מניות הקרן הינה אחד המאפיינים הבולטים של קרנות REIT במדינות אחרות. כך למשל, גם בחקיקה האמריקאית בנוסף לדרישה כי בקרן REIT יהיו לפחות מאה בעלי מניות, נקבעו הוראות זהות לדין הישראלי, לפיהן חמישה בעלי מניות או פחות אינם רשאים להחזיק ב-50% או יותר ממניות הקרן<sup>103</sup>. גם בדין הגרמני ישנה הוראה דומה, המגבילה את שיעורי ההחזקות במניות REIT-G, באופן שבכל רגע נתון 15% ממניות הקרן אמורים להיות מוצעים למכירה לציבור הרחב עם תנאי מובנה, לפיו רוכשי המניות האלה לא יהיו רשאים להחזיק ביותר מ-3% מהמניות הללו. בנוגע ל-85% מהמניות הנותרות, נקבעה הוראת פיזור סטטוטורית, לפיה בעל מניות בודד אינו רשאי להחזיק ביותר מ-10% מקרן REIT-G<sup>104</sup>.

ההגבלה על היקף ההחזקות במניות קרן REIT מונעת מבעל מניות בקרן להיות "בעל שליטה" בתאגיד<sup>105</sup>. להיעדר "בעל שליטה" בקרן שני יתרונות בולטים: ראשית, היעדר "בעל שליטה" מעניק הגנה למשקיעים על ידי מניעת אפשרות ליצירת מבנה פירמידלי (ויצירת פערים בין הזכויות בהון החברה לבין זכויות ההצבעה והשליטה בה) בהחזקת המניות בקרן REIT, אשר עלול לגרום לניגודי עניינים ולעיוות בשיקול הדעת העסקי ובקבלת ההחלטות בנוגע לפעילותה, לאור הריכוזיות

102. כאמור, רכישת מניות קרן REIT בהיקף החורג מההגבלה הקבועה בפקודה יגרום לחברה לאבד את מעמדה כ"קרן REIT". בנסיבות אלה, במידה שהמשלט על החברה לא ירכוש 100% ממניות הקרן, עלולה להיגרם פגיעה בבעלי המניות הנותרים, אשר השקיעו את כספם בחברה במטרה ליהנות ממעמדה כ"קרן REIT" הן בשל הסדר המיסוי המיוחד והן בשל כללי ההגנה על בעלי המניות הנהוגים בקרן REIT, וכעת מצאו את עצמם כבעלי מניות מיעוט בחברה "רגילה", אשר אינה כפופה לכללי הרגולציה החלים על קרנות REIT. לעניות דעתי, במקרה האמור שינוי סטטוס החברה מ"קרן REIT" לחברה רגילה" טומן בחובו פגיעה משמעותית יותר בבעלי מניות המיעוט, מאשר במקרה של השתלטות על חברה רגילה. לפיכך, מן הראוי לקבוע מבחנים נוקשים יותר לבחינת תקינות המהלך, תוך הבטחת הגנה מירבית לבעלי מניות המיעוט.

103. 26 USC § 856 (a)(5); Uwe Stoschek & Helge Dammann "Compare and Contrast: Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes", "United States" (PwC, July 2011), pp. 40-41.

104. "Compare and Contrast: Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes", Uwe Stoschek and Helge Dammann "Germany" (PwC, July 2011), pp. 14-15.

105. להגדרת "בעל שליטה" ראו סעיף 1 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, המגדיר את המונח "שליטה" כ"יכולת לכוון את פעילותו של תאגיד, למעט יכולת הנובעת רק ממילוי תפקיד של דירקטור או משרה אחרת בתאגיד...".

הגבוהה במשק הישראלי<sup>106</sup>. שנית, החובה הסטטוטורית לפיזור מניות הקרן מאפשרת חיסכון משמעותי בעלויות "בעיית הנציג" הקיימת בתאגידים אחרים בין "בעל השליטה" לבין בעלי מניות המיעוט ומונעת אובדן רווחים בסך "פרמיית השליטה" הנגבית על ידי "בעל שליטה" בחברה רגילה.

על אף היתרונות הטמונים בהיעדר "בעל שליטה" בקרן REIT, נראה כי במציאות הישראלית החובה הסטטוטורית בדבר פיזור מניות הקרן עלולה להיחשב כחיסרון משמעותי בעיני המשקיעים "המייסדים". מייסדי חברות בוחרים להשקיע את כספם בחברות ציבוריות "רגילות", המאפשרות להם להפוך ל"בעלי שליטה" על ידי החזקת מניות בשיעור גבוה וליהנות מיכולת לכוון את עסקי החברה ומ"פרמיית השליטה" הנלווית לשליטה בה. אי לכך, היעדר אפשרות להיות "בעל שליטה" בקרן REIT, כאמור, עלול לפגוע באטרקטיביות המכשיר מבחינת המשקיעים הללו ואף למנוע הקמת קרנות REIT חדשות בישראל.

ממצאי המחקר להשוואת רמת "פרמיית שליטה" ב-39 מדינות שונות בעולם מציגים, כי באופן כללי, הערך שמייחסים בעלי המניות לאפשרות ליהנות מ"פרמיית שליטה" נע בין 4% ל-65%, כאשר ישראל נמצאה כמדינה המאופיינת בייחוס ערך גבוה לשליטה בתאגיד<sup>107</sup>.

כאמור בפרק המבוא לעיל, בצד שתי קרנות REIT הפועלות בישראל, ישנן כ-160 חברות ציבוריות הפועלות בתחום הנדל"ן<sup>108</sup> כ"חברות רגילות" (על אף שחלקן פועלות כקרן REIT במדינות אחרות<sup>109</sup>). ברובן המכריע, החברות הציבוריות הללו הינן חברות הנשלטות על ידי "בעלי שליטה" ואך ורק חלק קטן ממניותיהן מוצע למסחר לציבור הרחב<sup>110</sup>.

בתחילת שנת 2010 פרסמה רשות המיסים תזכיר לתיקון פקודת מס הכנסה, במסגרתו הוצעה, בין היתר, ירידה מדורגת בדרישה לפיזור בעלי המניות בקרן REIT, תוך חמש שנים ממועד ההנפקה של הקרן בבורסה. בבסיס השינוי המוצע עמד הרצון לתמרץ את הרחבת שוק קרנות REIT

106. ראו ועדה להגברת התחרותיות במשק **טיוטת המלצות הוועדה** (2011).

107. Alexander Dyck & Luigi Zingale "Private Benefits of Control: An International Comparison", National Bureau of Economic Research, Cambridge (January 2002).

108. נתון מתייחס לחברות השייכות לענף "הנדל"ן והבינוי" וכוללות בתוכן חברות העוסקות בנוסף לפעילות בענף הנדל"ן בפעילויות נוספות, כגון: פעילות אחזקה, בינוי, ייזום, דלק ועוד.

109. חברת גזית גלוב הינה בעלת השליטה בשתי קרנות REIT בארצות הברית: Equity One Inc. הנסחרת בבורסה בניו-יורק ו-DIM Vastgoed הנסחרת בבורסה באמסטרדם (The Euronext Amsterdam stock exchange). קבוצת חבס הינה אחת מבעלי המניות הגדולים של קרן NSI REIT, הנסחרת גם בבורסה באמסטרדם (The Euronext Amsterdam stock exchange).

110. לעניין זה, ראו נתונים באתר מגנ"א מטעם רשות לניירות ערך, אודות הרכב בעלי המניות בחברות בענף הנדל"ן והבינוי: <http://www.magna.isa.gov.il>.

בישראל על ידי מתן הטבה לפיה, בעקבות שינוי הדין הקיים, יוכלו חברות נדל"ן פעילות להפוך לבעלות שליטה בקרן REIT ועל ידי כך, למעשה, לשמור על השליטה בנכסים שיועברו לתוך הקרן וליהנות מהטבות המס שהיא מציעה<sup>111</sup>.

המהלך זכה להתנגדות בקרב קרנות ה-REIT הישראליות. בבסיס הביקורת על השינוי המוצע עמדו שתי הנמקות עיקריות: ההנמקה הראשונה נגעה לחשש שמא השינוי המוצע יביא לכך ש"השוק כולו יהפוך לשוק של בעלי שליטה. האפשרות שהציבור ישלוט בקרנות תקטן, ובכך העיקרון הבסיסי של קרנות ריט - זה המאפשר לציבור לשלוט בהן - למעשה הולך לאיבוד". ההנמקה השנייה התבססה על חשש מניצול קרנות REIT על ידי בעלי שליטה לצורך העברת נכסים כושלים לקרן והשארת הנכסים האיכותיים לעצמם<sup>112</sup>.

מאז פרסום התזכיר לשינוי והגמשת הדרישה על פיזור החזקת המניות בקרנות REIT, טרם התגבשה חקיקה בנושא והוראות הדין הקיים נותרו על כן.

#### הצעה לשינוי ההסדר הקיים

על אף החסרונות הלא מבוטלים בקיומו של "בעל שליטה" בחברה, נראה כי החובה הסטטוטורית לפיזור מניות קרן REIT פוגעת באופן ממשי באטרקטיביות הקמת קרנות REIT חדשות בישראל. ראשית כל, המגבלה האמורה מונעת מחברות נדל"ן קיימות, עתירות נכסי המקרקעין, להעביר את נכסיהן לקרן REIT בהקמה ולעבור לנהל את הנכסים במתכונת של קרן REIT. אחת הסיבות לכך טמונה בהיעדר רצון לוותר על "אמצעי השליטה" בחברת הנדל"ן בעת המעבר לקרן REIT, בשל ההגבלה על שיעור ההחזקות במניות הקרן. שנית, גם הקמת קרנות REIT חדשות, המעוניינות בגיוס נכסים ממקורות שונים ולא דווקא מחברת נדל"ן מסוימת, הופכת ללא אטרקטיבית, בשל היעדר יכולת לכוון את עסקי הקרן וליהנות מ"פרמיית השליטה". כך התועלת האישית של בעלי המניות המייסדים, בשל היותם "בעלי שליטה" בחברת נדל"ן "רגילה", תהיה גבוהה בשיעור ניכר מהתועלת הצפויה להתקבל במסגרת פעילותם כבעלי מניות בקרן REIT.

לאור האמור לעיל, מוצע לשנות את ההסדר הקיים באופן שמחד, תבוטל ההגבלה על החזקת 50% ממניות הקרן על ידי חמישה בעלי מניות או פחות ומאידך, תיקבע הוראה לפיה לפחות 50% ממניות הקרן יוצעו

111. ארז וולברג והדס מגן "נסרדישי מנסה לעורר את שוק קרנות הריט; הקרנות מתנגדות" - ראיון עם אודי ברזילי, עו"ד (רו"ח), גלובס 15.4.2010.  
112. שם.

למסחר לרכישה על ידי הציבור הרחב. הסדר זה דומה באופיו לדין הגרמני, אך השיעור הגבוה של המניות המוצעות למסחר בבורסה לפי המודל המוצע (להבדיל מ-15% בלבד לפי המודל הגרמני) יסייע להבטיח את זמינות המכשיר לציבור הרחב וימנע השתלטות מוחלטת של בעלי מניות בודדים שייחנו מהשקעתם בקרן REIT. בנוסף, מן הראוי לקבוע הגבלה, לפיה "בעל שליטה" בקרן REIT יהיה מנוע מלהיות בעל שליטה בחברות נדל"ן אחרות, באופן שימנע ניגוד עניינים ועיוות החלטות בכל הנוגע להתוויית פעילות הקרן ושמור על תחרות במשק.

השינוי המוצע נועד למזער את החשש שמא קיומו של בעל שליטה יאפשר הפיכת קרן REIT "למקום מפלט" ליזמים ובעלי הון שישליכו לתוכה נכסים בעייתיים, שקשה להשכיר אותם או שהתשואה בגינם נמוכה. החשש הזה מתעצם, שעה שהעברת הנכסים לקרן REIT עדיין לא פטורה ממס, דבר אשר עלול לגרום לכך שהיזמים יבחרו להעביר לקרן נכסים לא רווחיים, אשר העברתם לא תחויב בתשלום מס בשל היעדר שבח (רווח) הטמון בהם במועד ההעברה. בכלל זה, קיים חשש שמא הצגת התשואה מנכסי המקרקעין ללא אימות הדיווח של הכנסות אלו, עלולה לאפשר לעסקים נכשלים ליצור מצגי שווא זמניים ובמקרה כזה ההשקעה בקרן REIT עלולה להיות השקעה מסוכנת<sup>113</sup>.

אחד הפתרונות שהוצע בספרות להתמודדות עם החשש האמור הוא להגביר את שקיפות ואמינות עסקי קרנות REIT, לרבות הגברת אמינות אומדנים שמאיים אודות שווי נכסי הקרן<sup>114</sup>.

לאור אמור לעיל, נראה, כי היתרונות הצפויים מהרחבת פעילות קרנות REIT בישראל בדרך של שינוי הדין הקיים ומתן אפשרות לרכישת "שליטה" בקרן REIT, תוך הבטחת זמינות ההשקעה במכשיר לציבור הרחב, עולים על פני החשש מעיוותים הנובעים מרצון "בעלי השליטה" להעביר לקרן נכסים כושלים שיסכנו את השקעות בעלי המניות מן הציבור הרחב. מנגנוני ההגנה הכלולים בחקיקה הקיימת, בצירוף הגברת חובת השקיפות והקפדה יתרה על עריכת אומדנים אודות שווי נכסי הקרן, עשויים להגן על בעלי מניות המיעוט מחד ולעודד הקמת קרנות REIT חדשות מאידך.

### 3. הגבלות על פעילות קרנות REIT

חסם אנדוגני נוסף מפני הרחבת פעילותן של קרנות REIT בארץ בא לידי ביטוי במגבלות הסטטוטוריות בנוגע להיקף וסוגי הנכסים והפעילות של

113. בועז ברזילי, "קרנות השקעה בנדל"ן מסוג REIT", **מקרקעין** ה/4 (2006) ואתר מקרקעין.  
114. מרגלית מור מנשה, יוסף רייטן וטובי גרש "טייטת גילוי דעת של לשכת שמאי מקרקעין בישראל - חוות דעת שמאיות לקרנות נדל"ן (REIT)" **מקרקעין** ג/3, 2, 4 (2004) ואתר מקרקעין.

קרנות REIT. הדין הישראלי הקיים קובע מספר מבחנים, בהם נדרשת לעמוד כל חברה המבקשת לזכות במעמד קרן REIT, כדלקמן:

- **"מבחן הכנסה"** - הכנסות הקרן, הנובעות מניהול מקרקעין מניבים או ממכירת זכויות בנייה שהיו למקרקעין המניבים או מניירות ערך הנסחרות בבורסה, ממלוות מדינה או מפיקדונות יהוו 95% מהכנסות הקרן. הכנסות אחרות החורגות משיעור של 5%, יחשבו ל"הכנסות חריגות" ויחויבו בשיעורי מס גבוהים כמפורט בפקודה<sup>115</sup>.
- **"מבחן הרכב הנכסים"** - לפחות 75% מנכסי קרן REIT אמורים להיות נכסי מקרקעין מניבים<sup>116</sup>, מתוכם לפחות 75% נכסי מקרקעין מניבים המצויים בישראל<sup>117</sup>.
- **"מבחן שווי המקרקעין המניבים"** - שווי נכסי מקרקעין מניבים ונכסי הנפקה ותמורה בבעלות קרן REIT לא יפחת מ-75% משווי כלל נכסיה ומסכום של 200 מיליון ש"ח<sup>118</sup>.
- **"מבחן שווי הנכסים"** - שווי נכסי קרן REIT, שהם נכסי מקרקעין מניבים, אגרות חוב, ניירות ערך הנסחרים בבורסה, מלוות מדינה, פיקדונות ומזומנים, אמור להיות לפחות 95% משווי כלל נכסי הקרן<sup>119</sup>.

ההגדרה הנוכחית של המונח "מקרקעין מניבים" מגבילה את פעילות הקרן בפיתוח, ייזום והשבחת המקרקעין הנרכשים על ידה, באמצעות קביעת הוראה לפיה רק מקרקעין בנויים עד 70% מזכויות הבנייה המותרות על הקרקע ייחשבו כמקרקעין מניבים לצורך עמידה במבחנים האמורים לעיל, הקבועים בפקודה.

חריגה מ"מבחן הכנסה" משמעותה סיווג ההכנסה כהכנסה חריגה, המחויבת על פי הוראות הפקודה בתשלום מס בשיעור גבוה במיוחד (70%)<sup>120</sup>. במטרה להימנע מהחייב במס על הכנסות חריגות, לעיתים קרובות נמנעות קרנות REIT מלנקוט בפעולת השבחה שהייתה משפרת את הנכס ומגדילה את התשואה ממנו (כגון: בניית קומה נוספת למרכז מסחרי). לא זו אף זו, הבעיה מתעצמת במקרה שבו קרן REIT הייתה מעוניינת ליזום הקמת פרויקט להשכרה על מקרקעין לא בנויים או בנויים בהיקף נמוך מ-70% מהיקף זכויות הבנייה הקיימות על פי התכניות החלות על המקרקעין.

115. סעיף 2א64(א)(2) לפקודת מס הכנסה.  
 116. סעיף 3א64(א)(5)(ב) לפקודת מס הכנסה.  
 117. סעיף 3א64(א)(5)(ג) לפקודת מס הכנסה.  
 118. סעיף 3א64(א)(5)(ב) לפקודת מס הכנסה.  
 119. סעיף 3א64(א)(5)(א) לפקודת מס הכנסה.  
 120. סעיף 4א64(ג)(1) לפקודת מס הכנסה.

זאת ועוד, התנאי המחייב ניצול של לפחות 70% מזכויות הבנייה המותרות על הקרקע על מנת לראות את הנכס כ"נכס מקרקעין מניב" לעניין ההחזקה על ידי קרן REIT, מתעלם ממקרים בהם ניצולו היעיל של הנכס אינו דורש ניצול מלוא הזכויות התכנוניות<sup>121</sup>.

#### הצעה לשינוי ההסדר הקיים

מקור הדרישה להיות המקרקעין המניבים בנויים בהיקף של 70% לפחות טמון ברצון להגן על משקיעי הקרן, באופן שלא יהיו חשופים לסיכונים הכרוכים בייזום פרויקט בנייה והשבחת הנכס, ההופכים את ההשקעה בקרן REIT מהשקעה בטוחה להשקעה מסוכנת יותר, בהיותה מושפעת יותר מתנודות ומשברים בשוק הנדל"ן לייזום ולבנייה. יחד עם זאת, נראה כי התאי האמור מהווה חסם מפני התרחבות פעילות קרנות REIT, ולעיתים אף פוגע בניצול יעיל של נכסי הקרן.

אי לכך, מוצע להגמיש את ההגדרה של המונח "נכס מקרקעין מניב" ולקבוע כי אחוז השטח הבנוי הנדרש, מתוך כלל זכויות הבנייה המותרות בנכס, יופחת, באופן שיאפשר את הניצול האופטימלי והיעיל של הנכס על ידי הקרן. בשלב הזה, אין בידי כלים להעריך ולנקוב באחוז מדויק, אך נדמה שמן הראוי למסור את המלאכה לשמאי המקרקעין, אשר יוכלו לאמוד את מיצוי הפוטנציאל הטמון בכל אחד מהנכסים שבבעלות הקרן ולבחון כל מקרה לגופו של עניין.

#### 4. הגבלת הגדרת "המקרקעין" לנכסים ממשיים ואיסור החזקות באיגודי מקרקעין

חסם נוסף בפני הרחבת פעילות קרנות REIT בארץ נמצא בצמצום המונח "מקרקעין" לעניין קרנות REIT לנכסי מקרקעין ממשיים, באופן שההגדרה מחריגה מתוכה "זכויות באיגוד מקרקעין"<sup>122</sup>. דהיינו, לצרכי העמידה ב"מבחן ההחזקה" במקרקעין מניבים, לא ימנו החזקות הקרן באיגודי מקרקעין.

הפרשנות המצומצמת של המונח "מקרקעין" אינה מתאימה לחיים המודרניים, במסגרתם פעמים רבות ישנם יתרונות לא מבוטלים להחזקת נכסי המקרקעין באמצעות החזקות באיגוד מקרקעין ולא במקרקעין

121. **בועז ברזילי**, הי"ש 113 לעיל, בעמ' 94.

122. סעיף 1 לחוק מיסוי מקרקעין, מגדיר את "איגוד מקרקעין" כדלקמן:

"איגוד מקרקעין" - איגוד שכל נכסיו, במישרין או בעקיפין, הם זכויות במקרקעין, למעט איגוד שהזכויות בו רשומות למסחר בבורסה כהגדרתה בפקודה; ולענין זה לא יראו כנכסיו של האיגוד - מזומנים, מניות, איגרות חוב, ניירות ערך אחרים, ומטלטלין, שאינם משמשים לאיגוד לייצור הכנסתו, או שהם משמשים לייצור הכנסתו אולם לדעת המנהל הם טפלים למטרות העיקריות של האיגוד המבוצעות למעשה ולא בדרך ארעית.

במישרין<sup>123</sup>. כך למשל, מכירת מניות החברה שהיא בעלת המקרקעין המניבים, עשויה לאפשר לשמור על מנגנוני השכירות הקיימים ולמנוע את הקשיים הטכניים והמהותיים, הטמונים בהסבת הסכמי השכירות הקיימים לבעלים חדשים. זאת ועוד, החזקת הנכס באמצעות חברה, מעניקה לקרן REIT ובעלי מניותיה הגנה בדמות אחריות מוגבלת של תאגיד. כך במקרה של כישלון בניהול והפקת רווחים מנכסי המקרקעין המוחזקים על ידי איגוד מקרקעין, קריסת האיגוד בעל אחריות מוגבלת לא אמורה להשפיע, יתר על המידה, על נכסי מקרקעין אחרים של הקרן<sup>124</sup>.

### הצעה לשינוי הדין הקיים

לאור האמור לעיל, מוצע לשנות את ההסדר החקיקתי הקיים ולאפשר לכלול בהגדרת "המקרקעין" לעניין מניין החזקות של קרן REIT גם זכויות באיגודי מקרקעין. הרחבת המונח "המקרקעין" תאפשר להרחיב את מעגל הנכסים של קרן REIT, באופן שירחיב את פעילות הקרן ויתרום לצמיחתה.

מן הראוי לציין, כי בהסדר המוצע טמון קושי מיסוי מסוים, באופן שהשקעה באיגודי המקרקעין תצריך להרחיב את מנגנון המיסוי המיוחד, כך שבנוסף לשקיפות החזקה בנכס על ידי קרן REIT, תתאפשר שקיפות החזקה בנכס באמצעות איגוד המקרקעין. לדעת התומכים בהסרת החסם ובמתן אפשרות לקרנות REIT להחזיק באיגודי המקרקעין ולא רק במקרקעין במישרין, מדובר בקושי טכני גרידא. כך לשיטתם, ניתן למצוא דוגמאות בחקיקה, לפיהן הכיר המחוקק בהחזקה בחברות המחזיקות במקרקעין כהחזקה מקרקעין במישרין (למשל, במקרה של "חברת בית" לפי סעיף 64 לפקודת מס הכנסה וכן הכרעות דומות בפסיקה<sup>125,126</sup>).

### 5. היעדר פטור ממס למשקיעים תושבי חוץ

הוראות פקודת מס הכנסה מעניקות לתושבי חוץ<sup>127</sup> פטור מיוחד ממס רווחי הון על מכירת ניירות ערך סחירים בבורסה בישראל, למעט רווח הון שמקורו במכירת מניה בקרן להשקעות במקרקעין<sup>128</sup>.

123. זיו שרון וניר הורנשטיין "הסרת חסמים בפני הריטים", פרק א' נבו (23.8.2009).

124. שם.

125. ע"א 5773/99 צבי סובול ואח' נ' מנהל מס שבח מקרקעין - ת"א (9.2.03), אתר מקרקעין.

126. זיו שרון וניר הורנשטיין, ה"ש 123 לעיל.

127. להגדרות "תושב חוץ" ו"תושב ישראל", ראו סעיף 1 לפקודת מס הכנסה.

128. סעיף 97(ב) לפקודת מס הכנסה.

חוק מיסוי מקרקעין ממסה תושבי חוץ על מכירת זכויות במקרקעין בישראל<sup>129</sup>. בהתאם לרציונל, לפיו תושבי חוץ ממוסים על מכירת זכויות במקרקעין בישראל ועל הכנסה מהשכרת מקרקעין בישראל<sup>130</sup>, החליט המחוקק הישראלי, כי על העברת ההכנסה החייבת מקרן REIT לידי המשקיע שהוא תושב חוץ, לא יחול פטור ממס. הוראה זו עולה בקנה אחד עם העובדה שגם במידה שתושבי החוץ היו מבצעים השקעה ישירה במקרקעין בישראל, לרוב הם לא היו זכאים לפטור על הכנסות המופקות מדמי השכירות או מרווחי הון (שבח) במקרקעין בידיהם<sup>131</sup>.

יחד עם זאת, אין ספק כי הטלת מס על השקעה זרה בקרן REIT מפחיתה את מספר המשקיעים תושבי חוץ, המעוניינים להשקיע בקרנות REIT ישראליות, שעה שהשקעותיהם בחברות נדל"ן "רגילות" פטורות ממס.

### הצעה לשינוי הדין הקיים

לעניות דעתי, מן הראוי לבחון מחדש את ההסדר הקיים בעניין מיסוי הכנסות המשקיעים תושבי חוץ, המופקות מהשקעה בקרנות REIT ישראליות, ולהחליט האם ההשקעה האמורה קרובה במהותה להשקעה בניירות ערך "רגילים" (כי אז מן הראוי להעניק בגינה פטור ממס) או שמא ההשקעה בקרן REIT קרובה יותר להשקעה ישירה במקרקעין (כי אז אין מקום לשנות את הדין הקיים). מן הראוי שהדיון האמור ייערך בהתאם למגמה עולמית, שלא להפלות לרעה תושבי חוץ על פני תושבים מקומיים בכל הנוגע למיסוי הכנסותיהם<sup>132</sup>.

## 2. החסמים האקסוגניים

### 1. פתח דבר

החסמים האנדוגניים, הטמונים במודל החקיקתי הקיים להסדרת פעילות קרנות REIT בישראל, אינם החסמים היחידים המהווים מכשול מפני הרחבת פעילות הקרנות בארץ. בנוסף לחסמים האנדוגניים שמקורם בהוראות החקיקה, אשר עשויים לבוא על פתרונם (באופן מלא או חלקי) באמצעות שינוי הדין הקיים, ישנם גורמים נוספים, שמקורם בנסיבות כלכליות, חברתיות ופוליטיות, המשפיעים אף הם על קליטתן של קרנות REIT בישראל ועל היקף פעילותן. בדיון שייערך בפרק משנה זה יוצגו

129. סעיף 6 לחוק מיסוי מקרקעין מטיל חובת תשלום מס שבח במקרה של מכירת זכות במקרקעין, ללא הבחנה בין זהות מבצע המכירה. סעיף 1 לחוק מיסוי מקרקעין קובע מבחן "מיקום הנכס", באמצעות הגדרת "המקרקעין" לעניין החוק כ"קרקע בישראל לרבות בתים, בנינים ודברים אחרים המחוברים לקרקע חיבור של קבע" (ההדגשה לא במקור - א.ג.).

130. סעיף 6(2) לפקודת מס הכנסה.

131. יועד פרנקל "קרנות השקעה בנדל"ן", מיסים כב/1 (פברואר 2008), עמ' 16-61, בעמ' 47.

132. שם, בעמ' 48.



הגורמים העיקריים, להם השלכות ישירות על פעילות קרנות REIT בישראל ואשר לעיתים קרובות מהווים חסמים אקסוגניים, אשר עלולים למנוע צמיחת הקרנות הקיימות והקמת קרנות REIT חדשות בישראל.

## 2. מחסור בהיצע מקרקעין

כידוע, משאב הקרקע הוא משאב מוגבל וייחודי<sup>133</sup>, אותו יש לנצל בצורה אופטימלית באופן שמקרקעין בהיותם משאב לאומי יביאו לתועלת הכלל<sup>134</sup>. בישראל, רוב המקרקעין מצויים בבעלות ציבורית (בבעלות המדינה או בבעלות רשות הפיתוח או קרן קיימת לישראל הפועלת מטעמה) ומנוהלים על ידי רשות מקרקעין ישראל (לשעבר מינהל מקרקעי ישראל)<sup>135</sup>. אי לכך, השימושים הפרטיים במקרקעין הללו תלויים, במידה רבה, בנכונות המדינה להרשות ולסייע במימושם<sup>136</sup>, כאשר להיות הקצאת וחלוקת השימושים במשאבי הקרקע הוגנות, צודקות וראויות חשיבות רבה<sup>137</sup>.

מחאת האוהלים של קיץ 2011 העלתה לסדר היום את משבר הדיור, המתבטא במחסור בהיצע דירות למכירה ולהשכרה, הגורם לעליית מחירי הדיור ולפגיעה ביכולת הציבור להקים בית בישראל. בצד ההכרה בצורך בשינוי מהותי במדיניות הדיור ובמציאת פתרונות למצוקת הדיור באופן כללי, הוכר הצורך במציאת פתרון הולם לקשיים פרוצדורליים ובירוקרטיים המצויים בהליכי הקצאת קרקעות המדינה ובהליכי תכנון איטיים, הפוגעים בהקמת פרויקטים לבניית יחידות דיור חדשות<sup>138</sup>.

להגבלת השימושים ותהליך הקצאות מקרקעי המדינה השפעה רבה על יכולת הצמיחה וההתפתחות של קרן REIT. פעילותה של קרן REIT תלויה במידה רבה בהיצע נכסי מקרקעין, בעלי פוטנציאל לניהול והפקת רווחים על ידי הקרן. צמצום היקף הבנייה והקטנת היצע נכסי מקרקעין איכותיים לרכישה באמצעות קרן REIT עלולים לפגוע בהרחבת היקף הנכסים של הקרן ולמנוע צמיחה עתידית.

- 
133. רע"א 1017/97 יצחק רידלביץ ואח' נ' יצחק מודעי ואח', פ"ד נב(4), 625, 633 (25.10.98) ואתר מקרקעין.  
 134. עע"מ 2775/01 שרגא ויטנר ואח' נ' הוועדה המקומית לתכנון ולבנייה, "שרונים" ואח', פ"ד ס(2) 230, 256 (4.9.05) ואתר מקרקעין; דנ"א 1333/02 הוועדה המקומית לתכנון ובנייה, רעננה ואח' נ' יהודית הרוויץ פ"ד נח(6) 289 (12.5.04) ואתר מקרקעין.  
 135. סעיף 1 לחוק יסוד: מקרקעי ישראל, התשי"ד-1960 ס"ח התשי"ד 312, עמ' 56, קובע כי הבעלות במקרקעין אלה "לא תועבר, אם במכר ואם בדרך אחרת".  
 136. דפנה ברק-ארוז "צדק חלוקתי במקרקעי ישראל: בעקבות בג"ץ הקרקעות החקלאיות" המשפט י 291 (תשס"ה).  
 137. פרופ' דפנה ברק-ארוז (שם, בעמ' 292-293); בג"ץ 244/00 עמותת שיח חדש, למען השיח הדמוקרטי ואח' נ' שר התשתיות הלאומיות ואח', פ"ד נו(6) 25, 65-66 (29.8.02) ואתר מקרקעין.  
 138. ראו דו"ח ועדת טרכטנברג, הי"ש 25 לעיל, בעמ' 206.

אפשרויות רכישת נכסי המקרקעין על ידי קרן REIT הינן מוגבלות ומושפעות מהיצע המקרקעין בשוק באופן כללי. אי לכך, למדיניות הממשלה בנושא הקצאת מקרקעי ישראל השפעה ישירה על היקף פעילות קרנות REIT בארץ. כך למשל, קידום הקצאת קרקעות להקמת פרויקטים להקמת דירות להשכרה, יגדיל את היצע יחידות הדיור ויאפשר לקרן REIT לשקול כדאיות רכישת הנכס לאחר השלמת בנייתו, במטרה לנהל במסגרת פעילותה העסקית. לעומת זאת, צמצום עתודות קרקע להקמת פרויקטים למגורים, תצמצם את פעילות קרנות REIT לנכסים הקיימים בשוק ותמנע את התרחבותה. זאת ועוד, מחסור ביחידות דיור יאלץ את קרן REIT לרכוש את נכסי המקרקעין במחירי שוק גבוהים, הנובעים ממחסור בהיצע ומביקוש גבוה לדירות מגורים, ובכך יפגע ברווחים המופקים על ידי הקרן.

זאת ועוד, בצד יתרוונתיה של קרן REIT בניהול פרויקטים של מקרקעין מניבים, לרבות פרויקטים להשכרה למגורים, קיימים "חסמי מדיניות" המונעים את מימוש הפוטנציאל הגלום בפעילותה. כך למשל, מאז פרסום המלצות ועדת טרכטנברג משרד הבינוי והשיכון ומינהל מקרקעי ישראל פרסמו מספר מכרזים לשיווק קרקע להקמת פרויקט להשכרה לטווח ארוך<sup>139</sup>. על פי תנאי המכרז, רוכש הקרקע התחייב לבנות במגרש נשוא המכרז יחידות דיור המיועדות להשכרה, לבצע עבודות פיתוח ולאחר מכן לפעול להשכרת היחידות, כאשר חלקן יושכרו במחיר מסובסד. דא עקא, לפי המצב המשפטי הקיים קרנות REIT אינן יכולות לקחת חלק במכרזים מהסוג הזה הואיל ועל פי החוק פעילותן מוגבלת ברובה לניהול ואחזקת הנכסים המניבים והקרנות מנועות מלפעול להשכחת הנכס, ייזום או בנייה מעבר להיקף הקבוע בחוק. נוסף על כך, גם עלויות רכישת הקרקע ובניית הפרויקט מפחיתות עד מאוד את התשואה הנמוכה כשלעצמה, הצפויה להתקבל מניהול פרויקט דירות להשכרה, עד כדי הפיכת ההשתתפות בפרויקט ללא כדאית מבחינת הקרן.

במחקר שנערך על ידי משרד האוצר של ארצות הברית ואוניברסיטת Syracuse נמצא קשר הדוק בין צמיחת קרנות REIT לבין טיב נכסי המקרקעין המנוהלים על ידן<sup>140</sup>. זאת ועוד, חוקרים רבים סבורים כי אחת הסיבות להתפתחות וצמיחה ניכרת של קרנות REIT בארצות הברית

139. מכרז מס' ים/269/2012 לבניית 160 יחידות להשכרה למגורים בעיר ירושלים; מכרז מס' מר/56/2012 לבניית 24 יחידות להשכרה למגורים בעיר כפר סבא; מכרז מס' מר/276/2011 לבניית 42 יחידות להשכרה למגורים בעיר ראשון לציון; מכרז מס' מר/137/2012 לבניית 238 יחידות להשכרה למגורים בעיר רעננה.

140. Peter J. Brady (U.S. Department of Treasury) & Michael E. Conlin (Syracuse University US) "The Performance of REIT-owned Properties and the Impact of REIT Market Power", Journal of Real Estate Finance and Economics (2004), 28:1, pp. 81-95.

בשנות ה-90 הייתה נעוצה בעלייה בהיקף הבנייה ובהרחבת היצע נכסים לרכישה ולהשכרה על ידי קרנות REIT<sup>141</sup>.

מחסור במקרקעין איכותיים להשכרה והפקת רווחים בא לידי ביטוי גם בעלייה מתמדת בהוצאות תחזוקה, חיזוק ושיפוץ הבניינים הקיימים, המתיישנים והמצריכים מיום ויום משאבים גדולים יותר לצורך התחזוקה השוטפת, באופן המפחית באופן משמעותי את הרווחים המופקים מהשכרתם.

זאת ועוד, מוגבלות משאבי הקרקע מגבירה את השפעת הרגולציה על שימושים בקרקע ועל היצע בניית דירות חדשות. בהשוואת היבטי הרגולציה של התכנון והבנייה בישראל מול מדינות אחרות, נראה, כי בישראל הרגולציה הינה מכבידה יחסית בהשוואה בינלאומית<sup>142</sup>. הליכי התכנון והרישוי זכו לביקורת כמחמירים ואיטיים וכגורמים ליצירת צווארי בקבוק בהיצע של בתי מגורים חדשים ובשל השפעה ניכרת של הממשלה על הקביעה היכן ומתי ייבנו בנייני מגורים חדשים.

בעייתיות ומורכבות הליכי התכנון ושחרור קרקעות לפיתוח על ידי רשות מקרקעי ישראל (מינהל מקרקעי ישראל דאז) הולידו הצעות לרפורמה מקיפה בתחום<sup>143</sup>. כך במסגרת הרפורמה שהונהגה בשנת 2009, התרחשו שני שינויים עיקריים: השינוי הראשון הוא שינוי ביחס לזכויותיהם של החוכרים ומטרתו הייתה לצמצם את החיכוך בין החוכרים לבין מינהל מקרקעי ישראל באמצעות הקניית בעלות לחוכרים בנכסים למגורים ולתעסוקה בקרקע עירונית. השינוי השני היה שינוי מבני ופנים ארגוני בגוף מינהל מקרקעי ישראל והפיכתו לרשות ממשלתית (השינוי גרם בין היתר לשינוי שמו של מינהל מקרקעי ישראל ל"רשות מקרקעי ישראל")<sup>144</sup>.

141. John H. Vogel Jr. "Why the New Conventional Wisdom About REITs is Wrong", Real Estate Finance 7, Summer 1997.

142. OECD סקירה כלכלית, ישראל - 2011 (פרסום משרד האוצר, גיליון 2011/18) (2011).

143. ההצעה לעריכת רפורמה מקיפה בתחום מינהל מקרקעי ישראל הוצעה במסגרת פרק י"ח להצעת חוק ההתייעלות הכלכלית (תיקוני חקיקה ליישום התכנית הכלכלית לשנים 2009 ו-2010), התשס"ט-2009, הצעת חוק הממשלה 436.

144. חוק רשות מקרקעי ישראל (תיקון 7), התש"ך-1960, ס"ח התשס"ט 2209 עמ' 318; לעניין זה ראו גם פרטי הרפורמה במינהל מתוך אתר האינטרנט של רשות מקרקעי ישראל, "מידע על הרפורמה - הקניית בעלות על הנכס".

במקביל להצעות הרפורמה במינהל מקרקעי ישראל, ננקטו מספר צעדים להאצת הליכי קבלת היתרי בנייה למגורים כחלק ממאמצי צינון השוק<sup>145</sup>. בהמשך באוגוסט 2011 אושר **חוק הליכי התכנון והבנייה להאצת הבנייה למגורים (הוראת שעה), התשע"א-2011** (הידוע בכינויו כ"חוק הווד"לים") הקובע הליך תכנון זמני (למשך 18 חודשים ממועד אישור החוק) לאישור תכניות בנייה למגורים בגדלים ומסוגים שונים, באמצעות הקמת ועדות חדשות, ועדות דיור לאומי, ברמת הוועדה המחוזית לתכנון ולבנייה, האחראיות על קידום מהיר של אישור תכניות הבנייה למגורים<sup>146</sup>.

מנתוני משרד הפנים בשנתון התכנון 2012 עולה, כי מאז אישור חוק הווד"לים חלה עלייה ניכרת באישור תכניות לבניית יחידות דיור. כך למשל, כבר בשנת 2011 נרשמה עלייה במספר יחידות דיור שאושרו לבנייה (מ-24,506 יחידות דיור שאושרו בשנת 2010 ל-29,053 יחידות דיור שאושרו בשנת 2011). העלייה במספר יחידות דיור מאושרות לבנייה המשיכה גם בשנת 2012, כאשר בתום 2012 מספר יחידות הדיור שאושרו לבנייה הגיע ל-74,678 יחידות דיור<sup>147</sup>. בבדיקת חלוקה לפי מחוזות, נמצא כי 27% מכלל יחידות הדיור שאושרו לבנייה בשנת 2012 נמצאות במחוז מרכז, 22% - במחוז חיפה, 16% - במחוז דרום, 16% - במחוז צפון, 12% - במחוז ירושלים ו-7% במחוז תל אביב<sup>148</sup>. בנוסף, מנתוני משרד הפנים עולה כי מספר יחידות הדיור שאושר בוועדות התכנון המחוזיות בשנת 2012 מהווה עלייה של כ-250% בהשוואה לממוצע של יחידות דיור שאושרו במהלך חמש שנים האחרונות (ממוצע של 25,069 יחידות דיור במהלך השנים 2007-2011 לעומת 74,678 יחידות דיור בשנת 2012)<sup>149</sup>.

על אף הנתונים המעידים לכאורה על הצלחה של ועדות הדיור הלאומי בהגדלת מספר יחידות הדיור המאושרות לבנייה, נראה כי הלכה למעשה, מדובר בהצלחה מינורית וכי עדיין ישנן תכניות רבות לבנייה למגורים שטרם אושרו ומצויות בשלבי תכנון כאלה ואחרים. כך למשל, לפי נתוני

145. החלטה 2982 של הממשלה ה-32 "תכנית חירום להאצת הבנייה למגורים" (13.3.2011) קבעה כי תכניות לבנייה למגורים ידונו בוועדות מחוזיות לתכנון ולבנייה במסלול מהיר, כ"תכניות להאצת הבנייה" (להלן: "תכניות לה"ב"). במסגרת מימוש ההחלטה, הוקמו בכל הוועדות המחוזיות לתכנון ולבנייה ועדות משנה מיוחדות להאצת הבנייה, אשר דנו בשיטת התכניות למגורים שנמצאו כתואמות את הקריטריונים המצוינים בהחלטת הממשלה. בישיבות ועדות המשנה להאצת הבנייה נידונו 71 תכניות להקמת כ-52 אלף יחידות דיור. הוועדות פעלו מיום החלטת הממשלה ועד לאישור חוק הליכי תכנון ובנייה להאצת הבנייה למגורים (הוראת שעה), התשע"א-2011, ס"ח התשע"א 2312 עמ' 1036 ב-3.8.2011 (לעניין זה ראו משרד הפנים **שנתון תכנון - 2011** 15 (2012)).

146. חוק הליכי תכנון ובנייה להאצת הבנייה למגורים (הוראת שעה), התשע"א-2011, ס"ח התשע"א 2312 עמ' 1036.

147. משרד הפנים **שנתון התכנון 2012** 27 (2013).

148. שם, ראו פרק "תכנון יחידות דיור - ניתוח כמותי", תרשימים בעמוד 27 (2013), הנתונים מבוססים על מידע שהיה קיים במערכת המחשוב של משרד הפנים נכון ליום 31.12.2012.

149. שם.

משרד הפנים בשנתון התכנון לשנת 2012, ישנן 298,579 יחידות דיור שטרם הגיעו לשלב של אישור התכנית. מתוך התכניות הממתינות להשלמת הליכי הרישוי, 83,900 יחידות דיור מצויות בתכניות שלגביהן טרם מולאו תנאים להפקדת התכנית, 53,432 יחידות דיור מצויות בתכניות בתהליכי הכרעה ו-64,872 יחידות דיור ממתיינות להשלמת שלב אישור התכנית<sup>150</sup>.

הנתונים שהובאו לעיל ממחישים את הצורך ביעול הליכי הרגולציה של הליכי התכנון והבנייה ובקידום הליכי תכנון ורישוי מהירים שיאפשרו הגדלת מצאי דירות המגורים. מן האמור לעיל, עולה כי אפשרות הרחבת הפעילות של קרנות REIT קשורה בקשר הדוק עם מלאי נכסים איכותיים להשכרה, לרבות בניינים להשכרה למגורים. אי לכך, נראה כי החסמים בפני קידום יעיל של הליכי התכנון והבנייה, בין היתר, בכל הנוגע להקלת הליכי התכנון לבנייה למגורים, מהווים חסמים אקסוגניים בפני הרחבת פעילות קרנות REIT, כאשר להגדלת היצע יחידות הדיור תהיה השפעה חיובית על אפשרויות הרחבת מעגל נכסי הקרנות.

### 3. כוחם המוגבל של תמריצי המס

אחד החסמים האקסוגניים האפשריים, מקורו בכוחם המוגבל של תמריצי מס לעודד פרויקטים להשכרה למגורים.

במשך שנים רבות ניסו ממשלות ישראל לעודד בנייה להשכרה על מנת להגדיל את היצע הדירות להשכרה ועל ידי כך לפתור את בעיית מחסור הדירות להשכרה ויוקר מחירי השכירות בישראל. נכון להיום קיימים בדין הישראלי שני דברי חקיקה מרכזיים לעידוד בניית דירות להשכרה, המעניקים הטבות ותמריצים שונים באמצעות מערכת המס, ליזמים ולקבלנים שיפעלו להקמת פרויקטים להשכרה למגורים: דבר החקיקה הראשון הוא **החוק לעידוד השקעות הון, התשי"ט-1959** (להלן: "**החוק הישן**") ודבר החקיקה השני הוא **החוק לעידוד בניית דירות להשכרה, התשס"ז-2007** (להלן: "**החוק החדש**").

שני החוקים העניקו הטבות מס במקרה של החזקת נכסים כמבנים להשכרה בתנאים הקבועים בחוקים<sup>151</sup>. הטבות המס העיקריות המוענקות על פי החוק הישן מתבטאות בהוראת פחת מואץ לדירה שהייתה מושכרת למגורים<sup>152</sup> ובשיעורי מס מופחתים על הכנסה חייבת או שבח ריאלי ממכירה או מהשכרה של "בניין חדש להשכרה" החל משנת

150. שם, 34.

151. לעניין זה ראו סעיף 53 לחוק לעידוד השקעות הון, תשי"ט-1959, ס"ח התשי"ט 293 עמ' 234 וסעיף 4(5) לחוק לעידוד בניית דירות להשכרה, התשס"ז-2007, ס"ח התשס"ז 2092 עמ' 282 לעניין משך תקופת החזקת נכס כמבנה להשכרה, המהווה תנאי לקבלת ההטבה.

152. סעיף 53(א) לחוק לעידוד השקעות הון, תשי"ט-1959, ס"ח התשי"ט 293 עמ' 234.

המס 2009<sup>153</sup>. לעומת זאת, הטבות המס העיקריות שנכללו במסגרת החוק החדש הוענקו לחברה תושבת ישראל בלבד (אשר אינה חברה משפחתית, חברת בית או חברה שקופה) ובאו לידי ביטוי בפחת מואץ<sup>154</sup> ובפטור מלא ממס שבח, בתנאים הקבועים בחוק, במכירה עתידית של דירות בבניינים המיועדים כל כולם להשכרה למגורים<sup>155</sup>.

על אף התמריצים והטבות המס שניתנו במסגרת שני החוקים האמורים לעיל, במטרה לשפר את הכדאיות הכלכלית של בנייה להשכרה בישראל (ועל ידי כך לגרום להגדלת מלאי הדירות להשכרה ולהפחתת מחירי השכירות), מספר יחידות הדיור להשכרה שהוקמו במסגרת החוק נותר מצומצם למדי ולא הוקמו פרויקטים של דיור להשכרה בסדר גודל משמעותי<sup>156</sup>.

הדעה הרווחת בקרב המומחים בתחום המקרקעין גורסת, כי אחת הסיבות העיקריות ליישום המצומצם של שני החוקים האמורים לעיל, המונעת היווצרות שוק מפותח להשכרה למגורים לטווח ארוך היא התשואה הנמוכה על דיור להשכרה באזורי הביקוש בארץ<sup>157</sup>. ממצאי בדיקת שיעור התשואה השנתית על ההון המושקע בפרויקט להשכרה בהתאם לשיעור ההנחה על מחיר הקרקע שניתן ליזמים על מנת שיעדיפו לבנות להשכרה על פני בנייה למכירה, מציגים כי במקרה של מתן הנחה של 50% מעלות הקרקע, שיעור התשואה השנתית יעמוד על כ-7%<sup>158</sup>.

במקרה של קרנות REIT המחוקק ביקש לעודד פיתוח והרחבת פרויקטים להשכרה, כולל השכרה למגורים, באמצעות הסדר מיסוי מיוחד ושונה ממנגנון המיסוי החל על ההכנסה החייבת של חברות נדל"ן "רגילות". יתרונותיה של קרן REIT כמכשיר מיסוי, המזכה את הקרן ואת משקיעיה במנגנון מיסוי ייחודי, הפוטר את הקרן ממיסוי ברמת התאגיד (הידוע כ"מס חברות") והממסה את ההכנסה החייבת שלה ברמת בעלי המניות בעת קבלת הרווחים כדיבידנד, זכו לדיונים נרחבים בספרות. מנגנון מיסוי זה מהווה, על פניו, יתרון יחסי לקרן REIT לעומת "חברות נדל"ן רגילות", הממוסות לפי מנגנון המיסוי הדו-שלבי, במסגרתו המס על

153. סעיף 53ג(ב1), ש.ס.

154. סעיף 3 לחוק לעידוד בניית דירות להשכרה, התשס"ז-2007, ס"ח התשס"ז 2092 עמ' 282.

155. סעיף 4, ש.ס.

156. רועי פייביש **עידוד בנייה להשכרה באמצעות מתן תמריצים ממשלתיים - סקירה משווה הכנסת, מרכז המחקר והמידע (2007)**.

157. ריאיון של משה ליכטמן עם ד"ר אפרת טולקובסקי, מנהלת מכון כצמן גזית גלוב לנדל"ן באוניברסיטת תל אביב, "**המספרים היום פשוט לא מסתדרים**" ("מומחי הנדל"ן עונים: דיור להשכרה יפתור מצוקת הדיור"), **גלובס** 12.12.2010.

158. מוטי דטלקרמר **בניית דיור להשכרה - כדאי רק אם ההנחה על הקרקע גבוהה מ-50%** (פרסום BDO Consulting Group, 2012) - [www.bdo.co.il](http://www.bdo.co.il).

ההכנסה החייבת של החברה משולם פעם אחת במישור החברה ופעם נוספת ברמת בעל מניות בעת חלוקת הדיבידנד<sup>159</sup>.

מנגנון המיסוי החד-שלבי מדמה את ההשקעה בקרן REIT להשקעה במקרקעין במישרין. כך למשל, במקרה שבו פלוני ואלמוני החליטו להשקיע במקרקעין, כאשר פלוני רכש את המקרקעין ומפיק רווח מהשכרתם ואילו אלמוני רכש מניות קרן REIT (אשר רכשה את המקרקעין ומשכירה אותו בעצמה) ומפיק רווח מהשקעתו באמצעות קבלת דיבידנד מהקרן, שניהם ימוסו באופן שווה, בהתאם למקור ההכנסה (הכנסה מדמי שכירות) מבלי שאלמוני יחויב בתשלום מס נוסף ברמת הקרן שהפיקה עבורו את ההכנסה.

יחד עם זאת, יתרון מנגנון המיסוי החד-שלבי הבא לידי ביטוי בחיסכון בתשלום מס חברות כמפורט לעיל, איננו יתרון מוחלט. כפיפותה של קרן REIT למגבלות הסטטוטוריות בנוגע לתחומי הפעילות, היקף עסקאות האשראי, המבנה התאגידי וחובת חלוקת הדיבידנד, בצד מנגנון המיסוי המיוחד, גורמת לכך שבסופו של יום, "חברות רגילות" עשויות להעניק למשקיעיהן רווחים גבוהים יותר בערכים מוחלטים, על אף החיוב במס חברות בנוסף על החיוב במס על דיבידנד<sup>160</sup>.

לאור האמור לעיל, נראה כי גם הטבות המס שהוענקו על ידי המחוקק לקרנות REIT כוחן מוגבל ומותנה באטרקטיביות התשואה המתקבלת בידי בעלי המניות המשקיעים בקרן. אי לכך, ייתכן שבהיעדר הטבות או תמריצים נוספים, מעבר למנגנון המיסוי המיוחד, קרנות REIT, הפועלות למטרת רווח, יטו לצמצם את השקעותיהם בתחום הדירור להשכרה וימקדו את פעילותן בפעילות שתניב תשואה גבוהה יותר למשקיע הקרן, על אף הפוטנציאל החברתי הגלום בפעילות בתחום ההשכרה למגורים לטובת כלל הציבור.

#### 4. תרבות הדירור: בעלות או שכירות

כפי שתואר בהרחבה בפרקים הקודמים, אחד המאפיינים הבולטים של מדינת ישראל הוא שיעור גבוה של דירור בבעלות פרטית והשאיפה של רוב האוכלוסייה "לחיות בבית בבעלותך". מנתוני מחקר ארגון OECD אודות מבנה ההחזקה בדירות במדינות שונות<sup>161</sup> עולה, כי מבנה ההחזקה המועדף בישראל הוא החזקת הדירה בבעלות, כאשר שיעור ההחזקה

159. David M. Einhorn "Unintended advantage: Equity REITs Vs. Taxable Real Estate Companies", Tax Law 51 (1997-1998) 203.

160. Chun-Hung (Hugo) Tang & Soo Cheong (Shawn) Jang "The Profitability Impact of REIT Requirements: A Comparative Analysis of Hotel REITs and Hotel C-Corporations", International Journal of Hospitality Management (2008), 27, pp. 614-622.

161. מקור התרשים: OECD - סקירה כלכלית ישראל 2011, תרשים מס' 1.3.

בבעלות מהווה כ-70% ממלאי נכסי המגורים התפוסים על ידי הבעלים, 22% על ידי השכרות פרטיות ורק 6% על ידי שכירות ציבורית. גם בהשוואה למבני החזקה המקובלים במדינות אחרות, ישראל ממוקמת באמצע לצד ארצות הברית, אוסטרליה ואנגליה, להן שיעורי החזקה בבעלות כמעט זהים לאלו הנהוגים בישראל. לדעת עורכי הסקירה הכלכלית, בישראל, בדומה למדינות דוברות אנגלית ב-OECD (כגון: ארצות הברית, אוסטרליה ואנגליה), ההתפתחויות במחירים ובתנאי האשראי למשכנתאות מהוות גורם משפיע חשוב על מצבם הפיננסי של משקי בית רבים ויכולה להיות להם השפעה פוטנציאלית על ההכנסה הפנויה ועל הצריכה, כמו גם על יציבות המערכת הפיננסית<sup>162</sup>.

יחד עם זאת, לעיתים קרובות, מקור העדפת רכישת הבעלות בדיוור, לעומת השכירות, טמון בשיקולים פסיכולוגיים, חברתיים וסוציולוגיים, הגוברים על השיקולים הרציונליים של כדאיות כלכלית. כך למשל, לעיתים קרובות אנשים יעדיפו להתקשר עם מוסד בנקאי בהסכם הלוואה ארוך טווח למימון רכישת דירה ויתחייבו בהחזרי הלוואה חודשיים, בתוספת ריביות והפרשי הצמדה, למשך תקופה ארוכה (שיכולה להגיע עד 30 שנים) במקום להתקשר בהסכם שכירות. ממצאי המחקר שנערך על ידי החוקרים מהפקולטה לארכיטקטורה ובינוי ערים בטכניון מצא, כי מבחינה כלכלית, שכירות עדיפה על רכישת דירה, בתנאי שהשוכר יצליח לחסוך את ההפרש בין מחיר השכירות לבין עלות החזר הלוואה החודשי שהיה משלם במידה שהיה רוכש דירה<sup>163</sup>.

הנתונים המפורטים לעיל, מצביעים על התנהגות לא רציונלית של הפרטים. המחקר מגלה, כי קבלת החלטות בנוגע לסוגי החזקה של יחידת הדיוור (בבעלות או בשכירות) אינה נובעת אך ורק משיקולי הכדאיות הכלכלית, אלא מודרכת על ידי שיקולים פסיכולוגיים, תרבותיים וסוציולוגיים, אשר לעיתים קרובות יובילו בסופו של דבר להחלטה שתהיה כדאית פחות מבחינה כלכלית. תוצאות המחקר מציגות, כי לגורמים פסיכולוגיים משקל מכריע בקבלת החלטה האם לרכוש או לשכור דירה. לפי ממצאי המחקר: 70% מהנשאלים מקשרים קניית דירה לסטטוס חברתי גבוה יותר, לתחושות יציבות, לשקט נפשי, להצלחה ולאפשר; 76% מהנשאלים קישרו את הבעלות בדירה לתחושות חופש ועצמאות; 85% מהנשאלים העדיפו בעלות בשל התחושה של שייכות לנכס; 89% מהנשאלים קישרו בין הנישואין לבין הבעלות על דירה ו-83%

162. שם, בעמ' 48.

163. דנה כץ-נחמני "בעלות או שכירות בחינה כלכלית של סוג החזקה בנדל"ן למגורים בישראל", בהנחיית ד"ר דני בן-שחר, הפקולטה לארכיטקטורה ובינוי ערים בטכניון. המחקר התבסס על 3 ערים גדולות בישראל ו-9 אזורים ונערך בשנים 1994-2007. ראו גם: עדי בן ישראל "מחקר בטכניון: מבחינה כלכלית - עדיף לשכור דירה ולא לרכוש" גלובס 6.12.2009.



מהנשאלים דיברו על רכישת דירה בבעלות במונחים של "הרגשה טובה"<sup>164</sup>.

מן האמור לעיל ניתן להסיק, כי המעמד הרם שקיבלה זכות "הבעלות" בדיור, הצמיחה תרבות, לפיה "הבעלות בדירה" נתפסה בציבור כסוג של הצלחה, עושר, התגשמות עצמית ואילו "מגורים בשכירות" נתפסו כפתרון ארעי ונחות יותר. לפיכך, אחד החסמים האקסוגניים בפני הרחבת הפעילות של קרנות REIT בתחום הדיור הוא המכשול התרבותי המעודד מגורים "בבעלות" במקום מגורים "בשכירות". יחד עם זאת, נראה כי המציאות של מחסור בדיור ויוקר מחירי הדירות לרכישה עשויה להשפיע ולשנות את התרבות באופן שתפיסת "המגורים בבעלות" תפנה את מקומה לתפיסת "המגורים בשכירות" כפתרון דיור אופטימלי, הן מבחינה הכלכלית והן מבחינה חברתית ותרבותית.

#### 5. מתחמי השכירות: סטיגמטיזציה ומכשולים חברתיים

בדיון שנערך לעיל הוצגה בעיית התדמית הירודה שנוצרה במהלך השנים לדירות המושכרות על ידי המדינה במסגרת תכניות הדיור הציבורי, עד כדי יצירת סטיגמטיזציה לגבי הדיירים המתגוררים בשיכונים הציבוריים<sup>165</sup>.

פתרון נוסף, שאומץ על ידי משרד הקליטה לבעיית מגורים של עולים חדשים, לרוב אנשים קשישים, היה הקמת "מקבצי דיור" לאוכלוסיית העולים הקשישים. במסגרת הפרויקט, המדינה מתקשרת בהסכם שכירות ארוך טווח עם יזם (פרטי או חברה), באמצעות פרסום מכרז פומבי המפורסם על ידי משרד הקליטה, לגבי בניין שיש בו בין 80 ל-200 יחידות דיור. לאחר מכן, באמצעות חברת עמידר, מעמידה המדינה את היחידות לרשות אוכלוסיית עולים קשישים המסוגלים לנהל משק בית באופן עצמאי והמתקיימים מקצבת קיום של ביטוח לאומי בלבד<sup>166</sup>.

הסדר מקבצי הדיור זכה אף הוא לביקורות רבות והתגלה כהסדר בעייתי. מרבית יחידות הדיור במקבצי הדיור הינן יחידות קטנטנות, שרוכזו בבתי מלון או במתחמי דיור שהוסבו לשם כך. הבניינים מושכרים על ידי גורמים פרטיים, כאשר בתום תקופת השכירות הראשונית, לעיתים קרובות נאלצת המדינה להיענות לדרישות היזמים להעלאת דמי השכירות המשולמים עבור היחידות, על מנת למנוע מצב שבו הקשישים

164. נעמה סילוקר "לקנות או לשכור דירה? החלטה פסיכולוגית ולא כלכלית" ידיעות אחרונות (כתבה באתר [www.ynet.co.il](http://www.ynet.co.il)) 31.12.2006.

165. ראו דיון בפרק ג' לעיל.

166. פרטים מאתר האינטרנט של חברת עמידר, החברה הלאומית לשיכון בישראל בע"מ "מקבצי דיור: יחידות דיור לאוכלוסיית הקשישים העצמאיים", [www.amidar.co.il](http://www.amidar.co.il).

יאלצו לעזוב את הבניין בשל תום ההתקשרות עם היזם המשכיר את הנכס למדינה.

דו"ח מבקר המדינה לשנת הכספים 2008<sup>167</sup> גילה ליקויים רבים בתהליך התקשרות של משרד הקליטה עם היזמים לצורך שכירת מקבצי הדיר. הליקויים שנמצאו נגעו הן לשלב החתימה על הסכם השכירות עם היזם והן לשלב מימושו. על פי ממצאי הדו"ח, הליקויים האמורים גרמו למדינה להפסיד עשרות מיליוני שקלים. כמו כן, במסגרת הדו"ח תוארו איחורים ניכרים במסירת המתחמים לאכלוס, אשר גרמו לקשישים רבים, הזכאים לדיר הציבורי, להמתין זמן רב עד כניסתם למתחם.

הבעיות הטמונות בשני פתרונות הדיר להשכרה המפורטים לעיל, הטילו צל על הפרויקטים להשכרה למגורים ועל הדיירים הפוטנציאליים שלהם, הן בקרב הציבור בכללותו והן בקרב המוסדות והרשויות. בישראל עדיין אין הגדרה רשמית למונח "דיר בר השגה" וקיימת נטייה בשיח הציבורי לערבב בין "דיר סוציאלי" בשכירות דירות בבעלות המדינה לבין "דיר בר השגה", קרי יצירת מלאי של דירות קטנות במחירים שיתאימו לזוגות צעירים. קיימת סברה, כי ערבוב המושגים כאמור הוא הגורם לרשויות מקומיות מסוימות להתנגד לקידום פרויקטים להשכרה, לרבות להקמת פרויקטים לדיר בר השגה, מתוך חשש שמא הדבר יביא לערים אוכלוסייה חלשה שתהפוך לנטל על הרשות המקומית<sup>168</sup>.

התופעה החברתית המציגה את ציבור השוכרים כבעלי מעמד נחות יותר לעומת האוכלוסייה המתגוררת בדירות בבעלות, הינה בעייתית כשלעצמה, אך בנוסף לפגיעה בעקרונות השוויון ובכבוד ציבור השוכרים, התופעה האמורה עלולה לפגוע בהתפתחות פרויקטים להשכרה בישראל. כלומר, בבואה קרן REIT לשקול הקמת פרויקט להשכרה למגורים, היא תאלץ לתת את הדעת לתופעה האמורה בעת בחינת ההצלחה האפשרית שלו.

#### 6. שיעורי השתתפות נמוכים של משקיעים פרטיים בקרנות REIT

צדק חלוקתי הוא כלי להשגת צדק חברתי על ידי חלוקת משאבים בין הפרטים בחברה על ידי המדינה<sup>169</sup>. לכל כלל משפטי ישנן השלכות חלוקתיות שיש להתחשב בהן ועל מעצב המדיניות לעשות שקלול של

167. מבקר המדינה הדו"ח השנתי לפי סעיף 359 לחשבונות שנת הכספים 2008, 879-882 (2009).

168. ריאיון של משה ליכטמן עם ירון ביבי, מנהל מינהל מקרקעי ישראל "מכרזים על מחיר שכירות

מקסימלי" ("מומחי הנדל"ן עונים: דיר להשכרה יפתור מצוקת הדיר?" גלובס 12.12.2010).

169. עמוס שפירא תורת המשפט - פרקי מבוא 338 (הוצאת הקריה האקדמית אונו, 2007).

שיקולי הצדק החלוקתי ושיקולי היעילות באופן המשיא את הרווחה החברתית של כלל הציבור הרחב<sup>170</sup>.

במקרה של מדיניות המחוקק בעניין קרנות REIT, מטרת המחוקק הייתה לחולל שינוי בחלוקה המקורית של משאב מסוים והוא "הזדמנות הפקת הכנסות מהשקעה במקרקעין", הנחשבת להשקעה בטוחה ויציבה יחסית להשקעות אחרות. בשורה של מטרות שראה המחוקק לנגד עיניו, בבואו לקלוט את המוסד קרן REIT בארץ, הוא ביקש לגרום לחלוקה צודקת יותר של העושר בחברה הישראלית על ידי מתן אפשרות למשקי בית קטנים (שידם אינם משגת להשקיע במקרקעין במישרין בשל מחירם היקר או במניות חברות נדל"ן בשל "עלויות עסקה" והסיכונים הנלווים להשקעות בשוק ההון) להשתתף בפרויקטים גדולים בתחום המקרקעין וליהנות מתשואה יציבה מהשקעה סולידית ובכך לשפר את מצבם הכלכלי, בדומה להיות קרן REIT אפיק השקעה מקובל במדינות העולם המערבי<sup>171</sup>.

לכאורה, מדיניות המחוקק בקביעת מנגנון מיסוי מיוחד והטבות מס למשקיעי הקרן, הן למשקיעים הקטנים והן למשקיעים המוסדיים, נועדה להגשים את המטרות החלוקתיות באמצעות מערכת המס ויש הסוברים כי זו היא הדרך היעילה ביותר לעומת השגת מטרות חלוקתיות באמצעות קביעת כללים משפטיים בעלי אופי חלוקתי<sup>172</sup>. באמצעות קביעת מנגנון מיסוי חד-שלבי, לפיו כל אחד ממשקיעי הקרן ימוסה לפי עקרונות המס הפרוגרסיבי בהתאם להיקף הכנסותיו מההשקעה, ביקש המחוקק לגרום לחלוקה צודקת יותר של העושר בחברה הישראלית. לעומת המיסוי ברמת החברה הקיים ב"חברות רגילות", המשפיע באופן רגרסיבי על כלל בעלי המניות בחברה ללא הבחנה ברמת הכנסתם, מנגנון מיסוי קרן REIT מאפשר מיסוי פרוגרסיבי בהתאם לרמת ההכנסות של כל אחד ממשקיעי הקרן.

על אף האמור לעיל, מבט מעמיק ביישום מדיניות המיסוי בנושא קרן REIT בשוק הישראלי מגלה, כי על אף המטרות הנעלות שעמדו בבסיס מדיניות המחוקק בנושא קרנות REIT, נראה כי שוויון ההזדמנויות בהשקעה והאפשרות לשיפור הרווחה והמצב הכלכלי, שכביכול ניתנו

170. יורם מרגליות "דיני המס" הגישה הכלכלית למשפט 815, 818-829 (אוריאל פרוקציה עורך, המכון למחקרי חקיקה ולמשפט השוואתי ע"ש הרי ומיכאל סאקר, הפקולטה למשפטים באוניברסיטה העברית בירושלים, 2012).

171. ועדת קפוטא-מצא קבעה, כי אחד משני "יעדי העל" של הרפורמה במס ובכלל זה של החקיקה המסדירה פעילות קרנות REIT בישראל הוא קידום יעדים חברתיים ובראשם שיפור חלוקת ההכנסות וצמצום העוני, ראו דו"ח ועדת קפוטא-מצא ה"ש 18 לעיל, בעמ' 9 ובעמ' 140.

172. Steven Shavell "Foundations of Economic Analysis of Law" (Harvard University Press, 2004), pp. 654-655.

לציבור המשקיעים הקטנים, כתוצאה מאימוץ חקיקה בנושא קרנות REIT, הינם תיאורטיים גרידא ומימושם בפועל מצומצם למדי.

ממצאי מחקר בנושא "השקעה ישראלית - מי אתם המשקיעים הפיננסיים הפרטיים"<sup>173</sup> בנוגע למאפייניו של הצרכן הפיננסי הטיפוסי בישראל, מגלה שיעורי השתתפות דלים למדי של המשקיעים הפרטיים בשוק ההון בישראל. לפי ממצאי המחקר, רק ל-7% מהישראלים הייתה במועד עריכת המחקר השקעה ישירה בבורסה לניירות ערך בתל אביב, רק ל-10% מהמשיבים הייתה קרן נאמנות ואילו 73% לא ביקרו אצל יועץ השקעות. מתוך אלה שהשקיעו בקרן נאמנות, מחציתם לא ידעו באיזה אפיק הקרן שלהם משקיעה<sup>174</sup>. עוד עולה ממצאי המחקר, כי האפיון הטיפוסי של המשקיעים הפרטיים בשוק ההון הוא היות המשקיע הפרטי "גבר, אקדמאי ובעל הכנסה גבוהה מהמוצעי"<sup>175</sup>.

לאור העובדה, כי בפועל חלק קטן מאוד מכלל האוכלוסייה משתתף בהשקעות בשוק ההון על ידי רכישת ניירות ערך של חברות בורסאיות או באמצעות השקעה בנכסים פיננסיים אחרים, סביר להניח, כי הרחבת גיוון ההשקעות על ידי מתן אפשרות רכישת מניות קרן REIT, שיפרה את מצבם של "השחקנים הקבועים" הפועלים בתחום שוק ההון, אך לא הביאה להגדלה משמעותית בדמות "השחקנים החדשים", אשר עלולים להישאר מחוץ למעגל המשקיעים בקרנות REIT בשל אותן סיבות אשר מנעו את שילובם בהשקעות בחברות "רגילות".

על אף האמור לעיל, נראה כי הקביעה בדבר היעדר פוטנציאל להשגת חלוקה צודקת יותר של העושר בחברה הישראלית באמצעות עידוד פעילות קרנות REIT, תהיה גורפת מדי ולא מדויקת. בנוסף להגדלת התועלת הפרטית של ציבור המשקיעים (בין אם מדובר ב"שחקנים קבועים" ובין אם אכן המכשיר יצליח לשלב "שחקנים חדשים") פעילות קרנות REIT עשויה לתרום להגדלת התועלת החברתית של כלל הציבור הרחב בדרך של שיפור חלוקת המשאבים בחברה. כך למשל, מימוש הפוטנציאל הגלום בקרן REIT לניהול ופיתוח פרויקטים של דיור להשכרה לטווח ארוך עשוי לתרום להגדלת התועלות הפרטיות של ציבור השוכרים. הגדלת היקף נכסי מקרקעין מניבים המופעלים על ידי קרנות REIT בתחום המסחר והתעשייה, עשויה לתרום להקמת מקומות עבודה חדשים ולפיתוח מיזמים חדשים בנכסים המושכרים, אשר בתורם יעודדו גידול במסחר, צריכה וצמיחה כלכלית, אשר יסייעו בהקטנת שיעור האבטלה ובשיפור מצבם הכלכלי של העובדים המגיעים ממשקי בית קטנים. גם גידול בהכנסות מכספי המיסים, שעשוי לנבוע מגידול במסחר

173. אבי טמקין ואח' "השקעה ישראלית - מי אתם המשקיעים הפיננסיים הפרטיים" 27 (גלובס מחקרים, 2010).

174. סקר מכון "חקר רייטינג" עבור גלובס (2009).

175. אבי טמקין ואח', הי"ש 173 לעיל.

ובצריכה, יאפשר להגדיל את תקציבי המדינה להספקת שירותים חיוניים לציבור הרחב ולהגברת תמיכה בשכבות החלשות. זאת ועוד, יציבות ההשקעות בקרנות REIT עשויה להגדיל את התועלת של הגופים המוסדיים (קרנות פנסיה, קופות גמל וכד') המשקיעים בהן ובכך להגדיל את התועלת החברתית של הציבור, שהגופים המוסדיים אמונים על שמירה על חסכוניותו הפנסיוניים ובכך להבטיח את קיומו בכבוד לעת זקנה<sup>176</sup>.

כלומר, גם אם מדיניות המחוקק בעניין קרנות REIT, לא תגרום להגדלת העושר של בעלי ההכנסות הנמוכות ביותר ולא תהווה "פתרון קסם" לתופעת העוני במדינה, למדיניות האמורה השפעות חיוביות לא מבוטלות על הגדלת התועלת המצרפית של החברה, המתבטאת בשיפור התועלות הפרטיות של פלח רחב בחברה הישראלית ובתרומה להתפתחות המשק הישראלי.

#### 7. תרבות השקעה: מקרקעין או ניירות ערך

חסם אקסוגני נוסף בפני הרחבת פעילות קרנות REIT בקרב המשקיעים הפרטיים בארץ טמון בתרבות בחירת סוגי ההשקעה על ידי המשקיעים הפרטיים. כפי שתואר לעיל, שיעור המשקיעים הפרטיים המשקיעים בשוק ההון הינו נמוך מאוד לעומת שיעורי ההשקעה במקרקעין במישרין. בעוד ההשקעה בניירות ערך ובשוק ההון נתפסת בקרב הציבור כהשקעה הטעונה מומחיות, ידע והכירות עם כללי שוק ההון וכהשקעה מסוכנת יחסית בשל חשיפתה לתנודתיות בשוק ההון, השקעה בנכסי מקרקעין נתפסת כהשקעה יציבה וסולידית.

למימד הסיכון הטמון בסוגים השונים של ההשקעות, ישנו היבט נוסף, שהשפעתו על בחירת סוג ההשקעה חשובה לא פחות, והוא "מוחשיות" ההשקעה. השקעה בנכסי מקרקעין מספקת השקעה בנכס מוחשי, שניתן לראות אותו, ניתן לגעת בו וניתן לבקר בו. גם הנטלים הנובעים מרכישת נכס מקרקעין, כגון הצורך באחזקה שוטפת, ניקיון ותיקונים, הינם נטלים מוחשיים, אשר תוצאת ביצועם גלויה לעין. לעומת זאת, השקעה במניות או באגרות חוב של חברה מסוימת אינה מאפשרת את החוויה של השקעה ב"נכס ממשי" אלא מעניקה מערך זכויות (כגון: זכויות הצבעה או זכות לדיבידנד) בחברה שמנוהלת על ידי אנשים אחרים, כאשר תוצאת פעילותם יוצקת תוכן למערך הזכויות הנרכש על ידי המשקיע בניירות ערך של החברה. מימד חוסר הוודאות והתלות המוחלטת כמעט בביצועי המנהלים, ללא יכולת לכוון ולהשפיע באופן ממשי על עסקי החברה, מרתיעים את המשקיעים הפרטיים מלהשקיע את הונם בשוק ניירות הערך ומטים את העדפותיהם לכיוון ההשקעה במקרקעין במישרין.

176. לעניין זה, ראו דיון בפרק ג' לעיל.

מכשיר קרן REIT הינו מקרה ייחודי, שבו ההשקעה במניות הקרן תאפשר, הלכה למעשה, השקעה בנכסי מקרקעין מניבים שבבעלות החברה. אומנם נכסי המקרקעין המנוהלים על ידי הקרן, הינם נכסים מוחשיים למדי, שניתן לראות אותם ולבקר בהם, הדבר אינו מנטרל לחלוטין את העובדה שההשקעה בקרן אינה מעניקה בעלות ישירה במקרקעין הללו, אלא מהווה השקעה במניות הקרן בלבד.

במקרה של קרן REIT, המחוקק דאג לקבוע מנגנון הגנה ייחודי למשקיעי הקרן במטרה להגן על השקעותיהם, באופן שההשקעה בקרן תתקרב ככל האפשר להשקעה במקרקעין במישרין. מגבלות החקיקה על פעילות המנהלים של הקרן מפחיתות באופן ניכר את רמת הסיכון של בעלי המניות, לעומת סיכוני ההשקעה בחברות "רגילות". כללי הרגולציה הייחודיים, החלים על קרן REIT, אמורים לסייע לציבור המשקיעים הפרטיים להתגבר על הרתיעה מפני ההשקעות בשוק ההון ולהגדיל את שיעור המשתתפים בהשקעה במקרקעין באמצעות רכישת מניות הקרן.

#### 8. השפעת המצב הכלכלי

השפעת המצב הכלכלי על צמיחת קרן REIT הוא ההיבט האחרון שבחירתי להתייחס אליו, לא בשל חשיבותו הפחותה ביחס להיבטים האחרים, אלא בשל אופיו המסכם של גורם זה. קרנות REIT, בדומה לכל הגופים העסקיים והגורמים הפרטיים, אינן פועלות בחלל ריק אלא מושפעות באופן ישיר מהמצב הכלכלי בשוק. תנודות בכלכלות העולם, משברים פיננסיים, צמצומים בהיקפי האשראי העסקי, גידול שיעורי האבטלה והצמצומים בייצור ובצריכה, משפיעים על הסביבה העסקית בה פועלות קרנות REIT.

כך למשל, במצבים של משברים כלכליים וצמצום בהיקפי הצריכה, הרווחים המופקים על ידי קרנות REIT הפועלות בניהול בתי מלון עלולים לצנוח באופן משמעותי<sup>177</sup>. בדומה לכך, חיסכון בהוצאות הדיור עלול לפגוע בצמיחת קרנות REIT העוסקות בהשכרת דירות יוקרה ויחידות נופש. גידול בשיעור האבטלה עשוי להוביל לתנועת אוכלוסין ממקום למקום במטרה למצוא מקום עבודה ובכך ימנעו התקשרויות בהסכמי שכירות ארוכי טווח, באופן שעלול לפגוע בצמיחת קרנות REIT העוסקות בהשכרה למגורים לטווח ארוך.

זאת ועוד, המשברים הפיננסיים עלולים לפגוע בצמיחה של קרנות REIT בשל הקושי בגיוס הון הן בדרך של אגרות חוב והן בדרך של רכישת מניות

177. Leonard A. Jackson "Lodging REIT Performance and Comparison With Other Equity REIT Returns, International Journal of Hospitality & Tourism Administration" (2009), 10:4, 296-325.

בקרן, להרחבת פעילות הקרן בצד ההגבלות על היקף עסקאות האשראי ובשל בעיית הנזילות, אשר עלולה להתעורר כתוצאה מחובת חלוקת הדיבידנד<sup>178</sup>.

על אף האמור לעיל, כפי שתואר בהרחבה בפרקים הקודמים, מרבית קרנות REIT ברחבי העולם הוכיחו את עמידותן במשבר הפיננסי האחרון והציגו התאוששות מהירה והמשך תפקוד כמכשיר להשקעה סולידית ויציבה יחסית להשקעות אחרות מיד בתום המשבר.

## 1. סיכום

כתיבת המאמר מסתיימת במהלך חודש ינואר 2014, שמונה שנים מאז הופעתה לראשונה של החקיקה המסדירה את קליטתו של מכשיר ההשקעה קרן REIT בישראל. התופעות חברתיות והכלכליות אשר פקדו את המשק הישראלי בעשור האחרון, הותירו את חותמן גם על שוק הנדל"ן ושוק ההון ושינו את הנחות היסוד בכל הנוגע לחקיקה בתחום קרנות REIT בישראל. המציאות הנוכחית מחייבת שינוי המבט הצר שהיה נהוג ערב כניסתה לתוקף של החקיקה בנושא קרנות REIT לישראל ואשר התמקד ברובו בתכונותיה של קרן REIT כמכשיר השקעה. המאמר ממליץ אפוא על ראייה רחבה יותר של קרן REIT כמוסד שיש בו כדי לסייע במציאת פתרונות למצוקות חברתיות וכלכליות לשם הגדלת הרווחה החברתית המצרפית.

מדיניות המחוקק בהבאת קרנות REIT למשק הישראלי הינה מדיניות ראויה, בשל הפוטנציאל הגלום במוסד קרן REIT לסייע במציאת פתרון למצבי משבר במגוון תחומי המשק הישראלי ולעידוד צמיחה כלכלית. בכלל זה, הרחבת פעילות קרנות REIT בישראל עשויה לסייע במציאת פתרון למצוקת הדיור להשכרה. מן הדיון שנערך לעיל עולה, כי קרנות REIT הינן בעלות פוטנציאל ממשי לתרום למציאת פתרון למצוקת דיור להשכרה על ידי עידוד הקמת פרויקטים להשכרה לטווח ארוך הודות לכישוריהן ומומחיותן בתחום ניהול מקרקעין מניבים ובשל כושר תחרות גבוה בזכות ה"יתרון לגודל" לעומת המשכירים הפרטיים.

הפוטנציאל האמור אינו ממומש בפועל בישראל הן בשל החסמים האנדוגניים המצויים בהוראות הדין הישראלי הקיים והן בשל החסמים האקסוגניים שמקורם בסביבה הכלכלית, החברתית והפוליטית שבה פועלות קרנות REIT בישראל, המקשים על התפתחות פעילות קרנות REIT בישראל.

178. Brad Case, William G. Hardin III & Zhonghua Wu "REIT Dividend Policies and Dividend Announcement Effects During the 2008-2009 Liquidity Crisis", Real Estate Economics, V40 (2012), pp. 387-421.

לאור האמור לעיל, מוצע לשנות את הדין הקיים במטרה להסיר את החסמים האנדוגניים בפני הרחבת פעילות קרנות REIT בישראל למימוש הפוטנציאל הגלום בהן להגדלת הרווחה החברתית, כדלקמן:

- במקרים שבהם נכסי המקרקעין יועברו לקרן REIT בתמורה להקצאת מניות בקרן או תמורת הלוואות בעלים, מוצע לקבוע שיעור מס שבח מופחת (בדומה להסדר הקיים לגבי מס רכישה, לפיו במקרה של רכישת המקרקעין בתמורה להקצאת מניות בקרן, מס הרכישה יועמד על סך 0.5% בלבד משווי המקרקעין).
- מוצע לפעול לשינוי הדין הישראלי הקיים ולקבוע, כי בדומה להסדרי המיסוי הקיימים באנגליה ובגרמניה, רכישת נכסי המקרקעין על ידי קרן REIT לא תחויב בתשלום מס רכישה על ידי מתן פטור מוחלט מתשלום מס הרכישה (בדומה לדין האנגלי) או פטור מותנה בהחזקת המקרקעין הנרכשים על ידי הקרן במהלך תקופה מסוימת (בדומה לדין הגרמני).
- מוצע לבטל את ההגבלה על החזקת 50% ממניות הקרן על ידי חמישה בעלי מניות או פחות ולקבוע הוראה, לפיה לפחות 50% ממניות הקרן יוצעו למסחר לרכישה על ידי הציבור הרחב ובמקביל לקבוע הגבלה, לפיה "בעל שליטה" בקרן REIT יהיה מנוע מלהיות בעל שליטה בחברות נדל"ן אחרות, באופן שימנע ניגוד עניינים ועיוות החלטות בכל הנוגע להתוויית פעילות קרן REIT ושמירה על תחרות במשק.
- מוצע להגמיש את ההגדרה של המונח "נכס מקרקעין מניב" ולקבוע כי אחוז השטח הבנוי הנדרש, מתוך כלל זכויות הבנייה המותרות בנכס, יופחת, באופן שיאפשר את הניצול האופטימלי והיעיל של הנכס על ידי הקרן, באמצעות אומדן שמאי בנוגע למימון הפוטנציאל הטמון בכל אחד מהנכסים שבבעלות הקרן, באופן שכל מקרה ייבחן לגופו של עניין.
- מוצע לאפשר לכלול בהגדרת "המקרקעין" לעניין מניין החזקות של קרן REIT גם זכויות באיגודי מקרקעין.
- מוצע לבחון מחדש את ההסדר הקיים בעניין מיסוי הכנסות המשקיעים תושבי החוץ, המופקות מהשקעה בקרנות REIT ישראליות, בהתאם למגמה עולמית שלא להפלות לרעה תושבי חוץ על פני תושבים מקומיים בכל הנוגע למיסוי הכנסותיהם.

מאמר זה נכתב במקביל לתהליכי חקיקה ורפורמות מקיפות שיוזם המחוקק במטרה למצוא פתרונות לכשלי שוק בתחומים שונים, כאשר העיקרי שבהם הוא מצוקת הדיור בישראל.

בעבודת הגמר העומדת בבסיס מאמר זה הבעתי צער לגבי המציאות שבה, נראה כי במרוץ אחרי פתרונות חדשים שיסייעו לפתור מצוקות חברתיות וכלכליות קיימות,



המחוקק מיעט לבחון את האפשרות לשפר את ארסנל הכלים הקיים זה מכבר, ובכלל זה את הפוטנציאל הגלום במוסד קרן REIT. לשמחתי הרבה, בהתאם להחלטת ממשלה מיום 27.11.2013<sup>179</sup> במסגרת אימוץ המלצות דו"ח הצוות הבין משרדי לגיבוש הפרויקט הלאומי לדיור (הידוע בכינויו "צוות 90 הימים"), הוחלט על הקמת צוות משנה שיבחן את החסמים הרגולטוריים בפני פעילות קרנות REIT בישראל למימון, להקמה ולתפעול של פרויקטי דיור להשכרה<sup>180</sup>.

השינוי הנורמטיבי, המוצע במאמר, מבקש לתרום את חלקו לשיח הציבורי שמטרתו מציאת פתרון למשבר הדיור בישראל ולאפשר מיצוי הפוטנציאל הגלום במדיניות המחוקק בקליטתן של קרנות REIT בארץ.

---

179. החלטת ממשלה מסי' 987 (דר/32) מיום 27.11.2013.  
180. נכון למועד כתיבת מאמר זה, המלצות צוות המשנה טרם פורסמו.