

איגוח הלוואות של עסקים קטנים

דוד דביר ויוחאי טרי

עמיתי קורת – מכון מילקן

על אודות תוכנית עמיתי קורת – מכון מילקן

תוכנית עמיתי קורת–מכון מילקן מקדמת את הצמיחה הכלכלית בישראל באמצעות התמקדות בפתרונות חדשניים, מבוססי שוק, לבעיות מתמשכות בתחומים חברתיים, כלכליים וסביבתיים. התוכנית מתמקדת באיתור פתרונות גלובליים והתאמתם למציאות הישראלית ובבניית ממשקים חיוניים המחברים בין משאבים ממשלתיים, פילנתרופיים ועסקיים, לטובת צמיחה ופיתוח לאומי בר-קיימא.

התוכנית מעניקה מלגות שנתיות לסטודנטים ישראלים מצטיינים, בוגרי מוסדות להשכלה גבוהה בארץ ובעולם, המתמחים במוקדי קבלת ההחלטות הלאומיים ומסייעים בפיתוח פתרונות באמצעות מחקר והתמחות. היקף הפעילות של עמיתי התוכנית הוא מקסימלי – התמחות, הכשרה ומחקר במשך חמישה ימים בשבוע.

במשך שנת התמחותם עוסקים עמיתי קורת–מכון מילקן במחקר המדיניות במשרדי הממשלה וברשויות שלטוניות אחרות, ומסייעים למקבלי ההחלטות ולמעצבי המדיניות בחקר ההיבטים השונים של סוגיות כלכליות, סביבתיות וחברתיות.

בנוסף עורכים העמיתים מחקר מדיניות עצמאי, שמטרתו לזהות חסמים לתעסוקה ולצמיחה בישראל ולאתר פתרונות אפשריים. מחקרי העמיתים מתבצעים בהדרכת צוות אקדמאי ומקצועי מנוסה ותומכים במחוקקים וברגולטורים, המעצבים את המציאות הכלכלית, חברתית והסביבתית בישראל.

במהלך השנה מוענקת לעמיתים הכשרה אינטנסיבית במדיניות כלכלית, ממשל ושיטות מחקר. במסגרת מפגשי ההכשרה השבועיים, העמיתים רוכשים כלים מקצועיים לכתיבת תזכירים, מצגות וניירות מדיניות, וכן כלי ניהול, שיווק ותקשורת. בנוסף, נפגשים העמיתים עם בכירים במשק ובממשל ועם אנשי אקדמיה מהשורה הראשונה בישראל ובעולם. בסמסטר הראשון, העמיתים משתתפים בקורס המתמקד בחידושים פיננסיים, במסגרת בית הספר למנהל עסקים באוניברסיטה העברית בירושלים. הקורס מקנה 3 נקודות זכות אקדמיות, ומלמד אותם פרופ' גלן יאגו, מנהל המרכז הישראלי של מכון מילקן ומנהל קבוצת המחקר במימון במכון מילקן בקליפורניה.

את בוגרי התוכנית ניתן למצוא בתפקידים בכירים במגזר הפרטי, כמרצים באקדמיה, במגזר הציבורי וכיועצים לשרים ולמשרדי הממשלה. ישנם בוגרים שנקלטו במשרדי הממשלה, ואחרים המשיכו ללימודים גבוהים באוניברסיטאות מובילות בישראל, ארצות הברית ובריטניה.

תוכנית עמיתי קורת–מכון מילקן היא לא פוליטית ובלתי מפלגתית, ואינה מקדמת קו פוליטי או אידאולוגי. התוכנית ממומנת על ידי קרן קורת וקרנות פילנתרופיות מובילות בארצות הברית ובישראל ומנוהלת על ידי מכון מילקן.

למידע נוסף על אודות התוכנית: www.kmifellows.org

תוכן העניינים

1	מבוא
2	היקף עסקאות איגוח בישראל ובעולם
3	איגוח בישראל
6	יתרונות המימון המובנה
8	איך זה עובד
9	SPV
10	מבנה עסקאות איגוח ואיגוח סינטטי
10	סקירה היסטורית
11	איגוח תיקי הלוואות למשכנתאות
11	ועדת טלמון
12	עסקאות מכר
12	עסקאות איגוח קונצרניות
13	ועדת בכר
13	הוועדה לבחינת היבטים הנוגעים להנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים
14	המסגרת המשפטית
16	המסגרת החשבונאית
17	מסגרת המיסוי
17	הפיקוח על הבנקים
18	חסמי שוק
19	רקע בינלאומי
21	פילנתרופיה ומימון מובנה
21	מתן ערבויות פילנתרופיות להלוואות
22	איגוח ופילנתרופיה
22	הניסיון בעולם
27	איגוח והלוואות לעסקים בעולם
31	איגוח עסקים קטנים בישראל
32	המודל הקלאסי לאיגוח הלוואות לעסקים קטנים
34	המודל השני - מכירת תיק הלוואות קיים למשקיע מוסדי
35	סיכום
39	נספח איגוח

מחקר מס. 5

איגוח הלוואות של עסקים קטנים

דוד דביר ויוחאי טרי

מבוא

אין זה סוד כי בישראל קיימת מצוקת אשראי. מדינה בה למעלה מ-71% מהאשראי במשק מתנקז לפחות מאחוז אחד מהאוכלוסייה ו-93% אחוז מכלל אגרות החוב בשוק הינן ממשלתיות, היא מדינה הניצבת בפני כשל ממוני.

משאבים כלכליים נגישים הינם צורך בסיסי בהתפתחות בריאה של כלכלה ושל צמיחה במשק. העדרם של אלו מעמיד פרויקטים רבים פרטיים וציבוריים בעמדת קיפאון. ביטויים בולטים לכך ניתן לראות כיום בישראל: בעלי עסקים קטנים ובינוניים מדווחים על קשיים בקבלת אשראי, ורשויות מקומיות תקועות ללא יכולת לגייס מימון.

אחת הדרכים להקלת מצוקת האשראי היא באמצעות שוק משני לאשראי. עיקרו הוא אריזת חוב והחזרי הקרן והריבית בגינו,¹ או תקבולים עתידיים שצפויים מפעילות עסקית,² כמוצר ממוני חדש. המוצר החדש נקנה ע"י משקיעים במכירה פרטית למשקיע מוסדי, או באמצעות אגרות חוב בשוק הציבורי (איגוח). בעל החוב המקורי זוכה במימון, והמשקיע מקבל את התקבולים העתידיים בתאריכים ובתשואה ידועים מראש, המתאימים לצרכיו.

האיגוח, הידוע גם כמימון מובנה, מהווה חלק חשוב בשוק המשני. המימון המובנה התפתח בתחום המשכנתאות בארה"ב, והפך בעשור האחרון לכלי מימון מרכזי בידי פירמות ומוסדות פיננסים ברחבי העולם. המימון המובנה מאפשר גיוס הון ומשאבים ממקורות מגוונים, ההולמים את תזרים המזומנים העתידי של הגוף המנפיק מחד, וחושף בפני המשקיעים סוגים חדשים של מוצרים כלכליים, שהוכחו בטוחים יותר מחוב קונצרני, מאידך. המימון המובנה מאפשר למשתתפים חדשים גישה לשוק ההון ובכך תורם לשכלולו ולנזילותו. כמו כן, מאפשר המימון המובנה לפרויקטים תשתיתיים וציבוריים לצאת אל הפועל, תוך הקטנת המעורבות הממשלתית ושיתוף של גורמים פרטיים. היתרונות הגלומים במימון המובנה הפכו אותו לכלי מרכזי ברוב שווקי ההון המתקדמים בעולם. בשנת 2003, בארצות הברית לבדה, היקף ההנפקות הציבוריות בשוק ניירות הערך מגובי הנכסים עמד על למעלה מ-3 טריליון דולר.³ בישראל, הפוטנציאל הטמון בתחום זה אינו ממומש.

במחקר זה נסביר את מהותן של עסקאות מימון מובנה, ואת היתרונות הגלומים בהן למשקיעים, לממשלה ולמשק. נסקור את הנעשה בתחום זה בישראל, תוך התייחסות

לנעשה במדינות שונות בעולם. בנוסף, נבחן את החסמים הרגולטוריים והפרוצדוראליים, וכן את חסמי השוק העומדים בפני בניית שווקים משניים.

חלק ניכר מהמחקר יוקדש לאיגוח של הלוואות לעסקים קטנים. למרות שקיימת הסכמה רבתי בכל ענפי המשק והכלכלה על חשיבותם של העסקים הקטנים לצמיחת המשק, עומדים קשיים מהותיים בפני עסקים אלו בגיוס מימון להקמתם ולהפעלתם השוטפת. במחקר נסקור כיצד מדינות שונות עשו שימוש בכלי האיגוח על מנת לקדם עסקים קטנים.

על סמך הניסיון העולמי המצטבר, ועל סמך המאפיינים של שוק ההון הישראלי, נציג מודלים יישומיים לאיגוח עבור עסקים קטנים בישראל. המודלים מבוססים על תיקי הלוואות קיימים, וכוללים מעורבות של המדינה ושל קרנות פילנתרופיות.

היקף עסקאות איגוח בישראל ובעולם

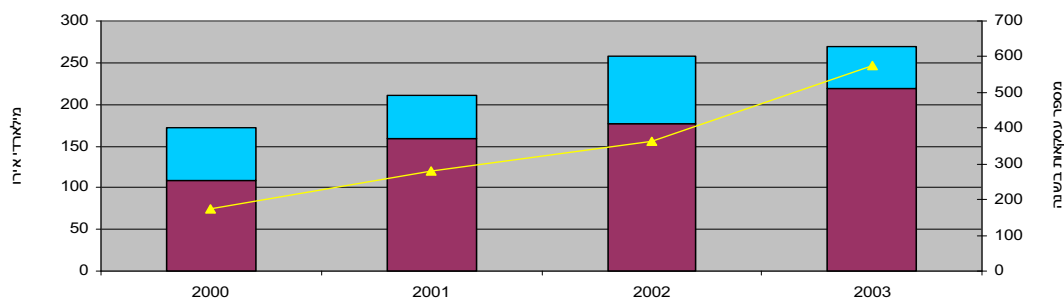
שוק האיגוח בעולם בכלל ובארה"ב בפרט הינו מפותח ביותר, וממשיך להתפתח בקצב מהיר בהיקפו ובגיוון סוג הנכסים המאוגח. המדינה הראשונה אשר אימצה את כלי האיגוח הייתה ארה"ב באמצעות מעורבות פעילה של הממשל האמריקאי, הוחל בשנות ה-70 באיגוח של הלוואות למשכנתא. לאחר שנים של עלייה מתונה בהיקף העסקאות, מאז שנת 1995 חל זינוק במספרן, וכיום ארה"ב מהווה כ- 75% משוק האיגוח העולמי, בהיקף של 3 טריליון דולר.⁴

בחלוף הזמן, גדל גיוון הנכסים המאוגחים והיום הם כוללים כרטיסי אשראי, עסקאות ליסינג, תקבולי חכירות, הלוואות לסטודנטים, מימון פרויקטים תשתיתיים, ציבוריים ומוניציפאליים והלוואות למימון רכישת דירה.

לנוכח ההצלחה ובאיחור ניכר, אימצו מדינות רבות כלי זה. בסוף שנות ה-80 יפן, אנגליה וקנדה החלו להראות ניצני עסקאות איגוח, ובתחילת שנות ה-90 זיהו גם צרפת, ספרד ואיטליה את הפוטנציאל הטמון באיגוח. בשנים האחרונות, הואץ השימוש בכלי האיגוח באופן דרמטי בעולם כולו. בתרשים מספר 1 ניתן לראות את הצמיחה המואצת בהיקף עסקאות האיגוח במדינות אירופה. בין היתר, צעדים רגולטוריים וחיקתיים, הפיכתו של האירו למטבע אחיד ביבשת, והרחבתו של האיגוד האירופי, הפחיתו את חוסר הוודאות בעסקאות אלו באיחוד האירופי, ועודדו את היווצרותו של שוק עסקאות האיגוח. עסקאות אלו סייעו לקונצרנים האירופים לעמוד בתחרות בינלאומית ולשפר את תשואותיהן.

תרשים מספר 1

הצמיחה בהיקף עסקאות האיגוח באירופה במיליארדי אירו



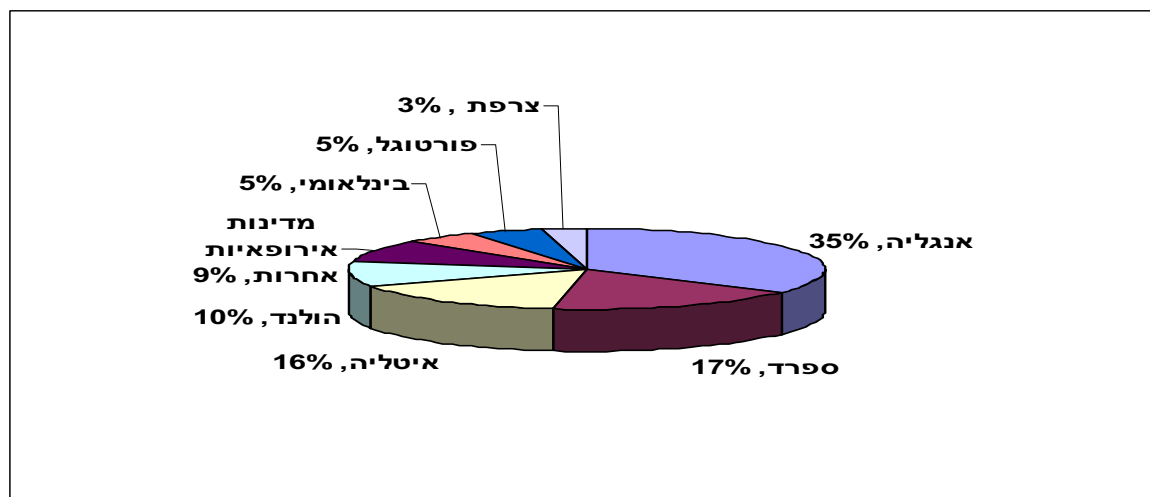
-- מספר עסקאות איגוח היקף עסקאות איגוח קלאסי היקף עסקאות איגוח סינטי

Source: Yaron Ernst, *Securitisation in Today's Capital Markets* (Tel Aviv: Moody's Investors Service, March 2004), p. 9

בתרשים מספר 2 ניתן לראות את החלוקה הפנים ארצית ביבשת כיום. מדינות רבות מצאו באיגוח כלי לעידוד צמיחתן הכלכלית. באמצעות חקיקה מהירה והתרת חסמים רגולטוריים, השכילו מדינות כגון ספרד, איטליה ופורטוגל לנצל כלי זה וכך נפח העסקאות שלהם עקף בהיקפו מדינות אירופאיות גדולות כגון צרפת וגרמניה. המדינות התופסות את חלק הגדול ביותר מסך כלל עסקאות האיגוח באירופה הן אנגליה, ספרד ואיטליה. באירופה הנכסים המאוגחים מגוונים יותר מאשר בשוק האמריקאי. באנגליה, למשל, ניתן למצוא בין הנכסים המאוגחים אף הכנסות של בתי לוויות ובתי מרזח.

תרשים מספר 2

שוק איגרות החוב האירופאי לשנת 2003

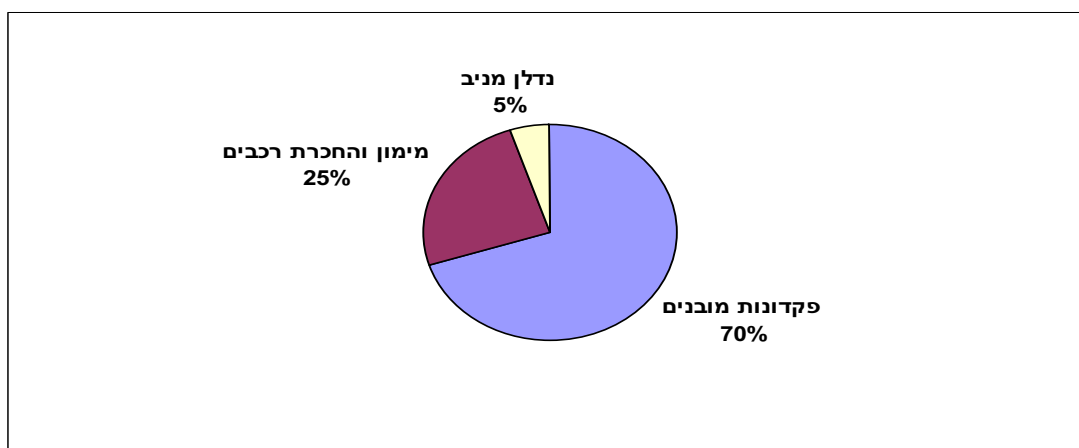


Source: European Securitisation Forum (ESF), *European Securitization Data Report (Securitisation Issuance Surges to a New Record in 2003)* (Winter 2004), p.1

2005 ביוני 28 כניסה לאתר ב- www.europeansecuritisation.com/pubs/ESFDataRprtWinter04.pdf

למרות התעוררות בהיקף עסקאות האיגוח בישראל בשנתיים האחרונות, נמצאת ישראל בפיגור רב אחר מרבית המדינות המתקדמות. היקף הנפקות האג"ח מגובות בנכסים, החל מ-1999, עומד על 10 מיליארד ש"ח.⁵ כשם שניתן לראות בתרשים מספר 3, כ-70% מהנפקות אלו הינם הנפקות של פקדונות מובנים, כ-25% עסקות מימון והחכרת כלי רכב, והיתר, בעיקר, אג"ח מגובות בדמי שכירות מנדלן מניב. במרבית מדינות אירופה ובארה"ב תופס איגוח המגובה משכנתאות חלק נכבד מסך כל עסקאות האיגוח: שוק האיגוח המגובה במשכנתאות מהווה כ-75% מכלל שוק האיגוח האמריקאי וכ-60% מכלל שוק האיגוח האירופי. אך בישראל, שיעור האיגוח המגובה במשכנתאות הוא אפסי. כמו כן, חוסר הגיוון בסוג הנכסים המאוגחים מעיד על נכותו של שוק אגרות החוב ועל הפוטנציאל להתפתחותו.

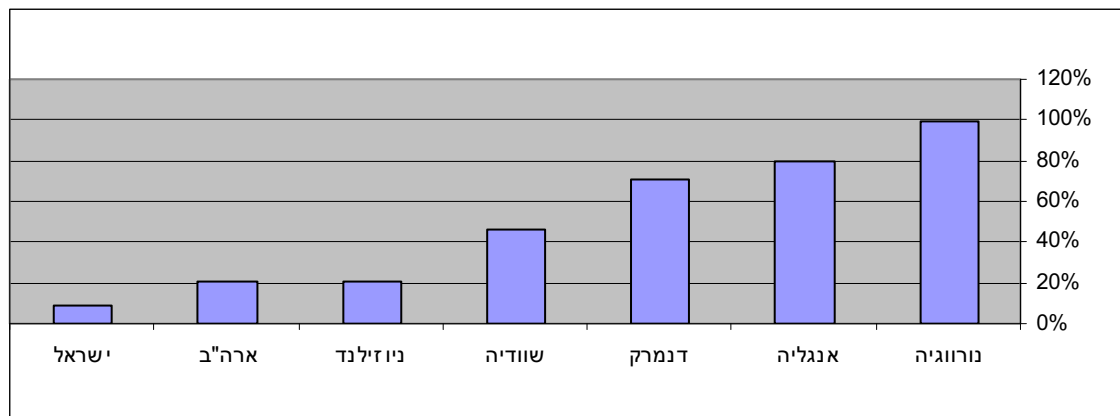
תרשים מספר 3 הרכב הנפקות אגרות חוב בישראל



מקור: חברת מעלות, מצגת, *דירוג עסקות איגוח Structured Finance תאוריה ומעשה* (תל אביב, דצמבר 2004).

עד כה, אגרות החוב הפרטיות בישראל כמעט ולא הונפקו בהנפקות ציבוריות. כפי שניתן לראות בתרשים מספר 4, שיעור אגרות החוב הפרטיות בישראל עומד על 9% מסך כלל אגרות החוב הסחירות המונפקות במדינה. יחס זה הינו נמוך ביותר בהשוואה ליתר המדינות המערביות, ומצביע על נכות של שוק ההון, נכות המתבטאת בקשיים מימוניים לחברות ולעסקים ובתלות במערכת הבנקאית.

תרשים מספר 4 שיעור אגרות החוב הפרטיות ביחס לכלל אגרות החוב הסחירות בשנת 2003



מקור: ד"ר יוסי בכר, יו"ר הצוות ואחרים, דוח הצוות הבין-משרדי לעניין הרפורמה בשוק ההון (ירושלים: משרד האוצר, ספטמבר 2004), עמוד 64. <http://www.mof.gov.il/bachar/pdf/bachar.pdf> (28 ביוני 2005).

מצבה העגום של ישראל בתחום האיגוח משתקף בהיקפי עסקאות האיגוח. בטבלה מספר 1 מוצגים הפערים בהיקף שוק האיגוח ומקומה של ישראל בין מספר ארצות מערביות. מהטבלה עולה הפער העצום הקיים בין ארה"ב ליתר מדינות העולם, ועל הדרך הארוכה העומדת בפני ישראל בפיתוח שווקי ההון והאשראי שלה באמצעות כלי האיגוח.

טבלה מספר 1

היקף עסקאות איגוח בשנת 2003

מדינה	עסקאות במאות מיליוני דולר
ארה"ב	3,250
אנגליה	67
ספרד	33
איטליה	30
שבדיה	19
ישראל	2*

* היקף כל העסקאות האיגוח המצטברות משנת 1999

חושב לפי שע"ח ממוצע שנתי (1 אירו = 5.1366 ש"ח, 1 דולר = 4.5442 ש"ח).

מקורות: חברת מעלות, מצגת, דירוג עסקות איגוח *Structured Finance* תאוריה ומעשה, (תל אביב, דצמבר 2004); הוועדה לבחינת היבטים הנוגעים להנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים, דוח הוועדה לבחינת הבטים הנוגעים להנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים, טיוטה, עמוד 16.

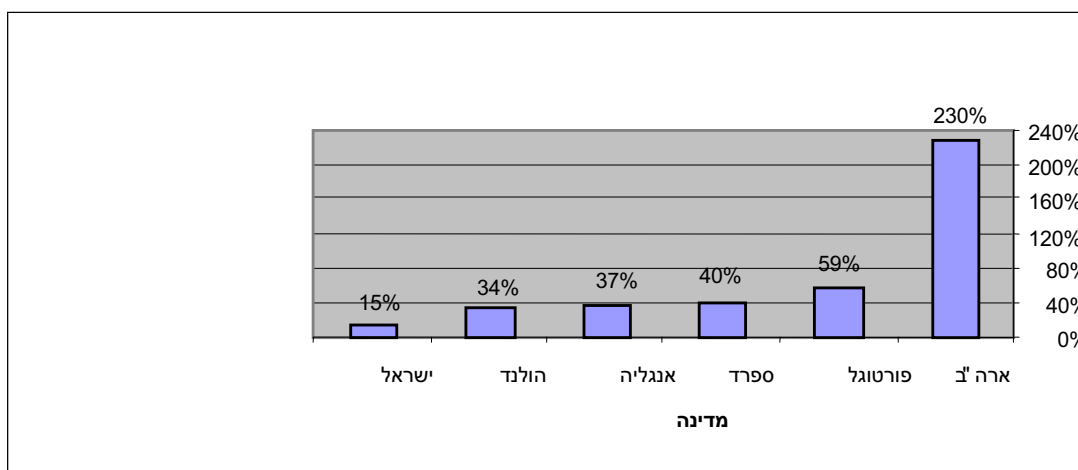
European Securitisation Forum (ESF), *European Securitization Data Report (Securitisation Issuance Surges to a New Record in 2003)*, Winter 2004, p. 1

www.europeansecuritisation.com/pubs/ESFDataRprtWinter04.pdf. כניסה לאתר ב- 28 ביוני 2005

מהיחס בין היקף הנכסים המאוגחים לבין התל"ג בארצות השונות ניתן ללמוד, כי אין לתלות את האשם בגודלה של כלכלת ישראל. תרשים מספר 6 מראה כי התל"ג בישראל אומנם קטן יחסית למדינות אחרות מבחינה אבסולוטית, אך אינו מהווה סיבה מספקת להיקפן הנמוך של עסקאות איגוח. מבין ארצות אירופה, המדינה בעלת היחס הגבוה ביותר בין היקף האיגוח לבין התוצר היא פורטוגל. לפורטוגל תוצר נמוך יחסית שגדול מהתל"ג הישראלי פי 1.45 בלבד. יחד עם זאת, עסקאות האיגוח הינן בשיעור של 60% מהתוצר, יותר מפי ארבע מהיחס בישראל. לכך יש להוסיף את העובדה כי היקף עסקאות האיגוח בישראל, וכן היחס בינן לבין התל"ג, חושב על פי סך כל העסקאות המצטברות במשך 4 שנים, כך שבפועל ישראל מצויה בפיגור רב יותר. בארה"ב לדוגמא, כלי האיגוח התפתח בצורה כה משמעותית עד כי המימון המובנה הינו פי 2.3 מהתל"ג.

תרשים מספר 6

היחס בין היקף האיגוח לגודל התל"ג



מקורות: חברת מעלות, מצגת, *דירוג עסקות איגוח תאוריה ומעשה*, דצמבר 2004; הוועדה לבחינת היבטים הנוגעים להנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים, טיוטה, עמודים 16-17;

European Securitisation Forum (ESF), *European Securitization Data Report (Securitisation Issuance Surges to a New Record in 2003)*, p. 1

הבנק העולמי www.worldbank.org/data/databytopic/GDP.pdf. כניסה לאתר ב- 15 בנובמבר 2005.

יתרונות המימון המובנה

להתפתחות שוק איגוח בארץ יש השלכות מכריעות על כל מבנה המשק. מימון מובנה מאפשר לתאגידים לגייס הון חדש בצורה ההולמת את צרכי התאגיד, ומאפשר מחיקת נכסים ממאזניהם ומכירתם למשקיעים תמורת הכנסות מידיות. באמצעות איגוח, יוכלו תאגידים למצוא פתרון לבעיות אשראי, ולפרוס את חובותיהם ותשלומיהם לזמן ארוך וקבוע מראש.⁶ האיגוח יכול להפחית את תלות החברות והיזמים השונים בבנקים, משום שהוא מהווה חלופה לגיוס הון מהבנקים.⁷

כמו כן, האיגוח הוא כלי מימוני שביכולתו לאפשר אשראי רב יותר לעסקים קטנים. זאת, באמצעות איגוח של תיקי ההלוואות שלהם. בנקים המוכרים הלוואות, נאלצים כיום להעמיד הון עצמי כנגד ההלוואות ולשמור על יחס הלימות הון שנקבע ע"י המפקח על הבנקים. יחס ההלימות עליו צריכים לשמור הבנקים יכול להגביל את יכולתם להעניק הלוואות נוספות, ומאט בכך את יכולת המשק להתפתח ולצמוח.

המצב כיום בארץ הופך בפועל את הבנקים למנהלי תיקי אשראי במקום שימלאו את ייעודם המקורי: תיווך בין מקורות אשראי לבין עסקים ופרטים. פתיחת שוק האיגוח תאפשר לבנקים להרכיב תיק ממספר גדול של הלוואות קיימות ולהנפיקן למשקיעים. הנפקה זו תאפשר לבנקים להוריד את התיק ממאזניהם ולהמשיך במכירת הלוואות משוחררים ממגבלת הלימות הון. יכולת אינסופית זו למתן הלוואות ומכירתן למשקיעים, תזיל את האשראי ותגדיל את היצעו לענפים רבים במשק ולפרטים, שעד כה נתקלו בקשיים בגיוס מימון.

שוק משוכלל לאגרות חוב פותח אפיקי השקעה חדשים למשקיעים. באפיקים אלה יוכלו להשקיע בביטחון יחסי. כיום, אפשרויות ההשקעה של המשקיעים, ובמיוחד המשקיעים המוסדיים הגדולים, כגון קופות הגמל, חברות הביטוח ועוד, מצומצמות מאוד.⁸ כמו כן, ההשוואה בין אפיקי ההשקעות השונים תהייה קלה, הן מבחינת התשואה על ההשקעה (ריבית שיקבלו מחזיקי האג"ח) והן מבחינת הסיכון הכרוך בהשקעה (דרוג האג"ח).

עסקאות המימון המובנה אוצרות בתוכן יתרונות רבים למשקיעים, למנפקים ולכלל המשק. להלן ריכוז היתרונות, בקצרה:

המנפיק

- הקטנת התלות הפיננסית במערכת הבנקאית
- יצירת מקורות מימון חדשים והרחבת בסיס המשקיעים הנוכחי והעתידי
- הערכת כדאיות ואפקטיביות הגיוס מול תנאי השוק
- הקטנת עלויות הגיוס לטווח ארוך
- גיוס הון מהיר יחסית (בתנאים מסוימים)
- התאמה מיטבית של מועדי פדיון, תשלומי ריבית ותנאי המימוש
- ריבית נמוכה יותר עקב דירוג אשראי עדיף
- שיפור מאזנים ע"י מימוש נכסים והתחייבויות והוצאתם מספרי התאגיד
- עמידה בדרישות הלימות הון. יש לזכור כי בעקבות תקנות באזל 2 הבינלאומיות לדרוגי חברות במערכות הבנקאות, דרישות ההלימות ההון לבנקים יתכן ויוחמרו ועל הבנקים יהיה להעמיד יותר הון עצמי כנגד הלוואות.⁹
- שיפור נזילות
- פיזור סיכוני אשראי

המשקיע

- הגדלת מגוון השקעות ציבוריות, ובעיקר פרטיות, בביטחון יחסי, ואפשר פיזור סיכונים
- טיוב המידע לגבי השקעות; האיגוח הוא כלי להשוואה בין השקעות אלטרנטיביות
- שווקים נזילים וגידול בסחירות ניירות הערך בשוק המשני
- הערכה מקצועית אובייקטיבית של הסיכונים העסקיים והפיננסיים
- התאמה מיטבית של מועדי פדיון, תשלומי ריבית, תנאי המימוש
- אפשרות לשיפור ערך ההשקעות
- ביצועים טובים (ע"פ ניסיון העבר)

הממשלה וכלל המשק

- האצת הצמיחה בשוק
- שכלול שוק ההון ומודרניזציה בשוק המקומי (מבנה, ניהול תיקים, שירותים ומערכות כספים)

- סיוע למערכת הבנקאות לעמוד ביחס הלימות הון
- משיכת משקיעים
- צמצום מעורבות הממשלה בשוק
- קידום מטרות ממוקדות ושחרור צווארי בקבוק (עסקים קטנים, הלוואות לסטודנטים, החייאה עירונית)

איך זה עובד

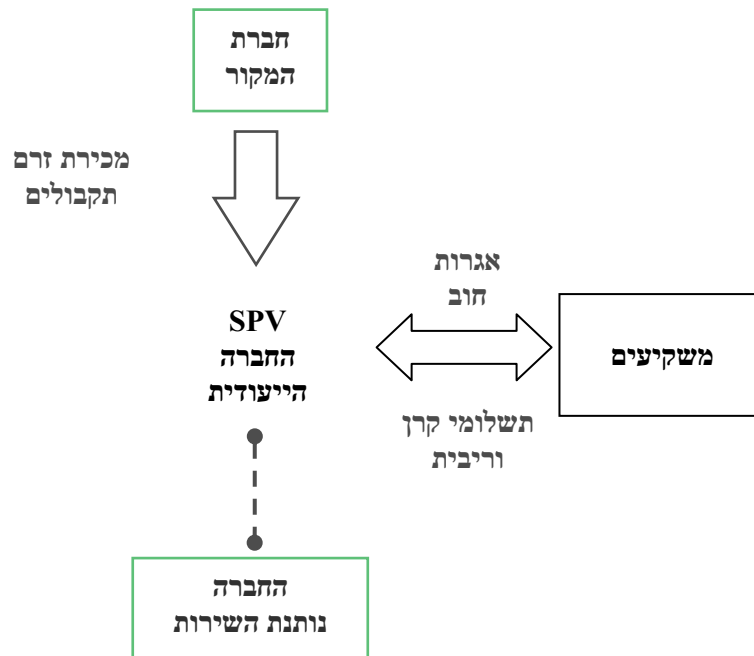
בבסיס עסקאות המימון המובנה ניצבת ההפרדה בין סיכוני האשראי של הפירמה לסיכונים של תיק הנכסים המניב של פירמה זו. סיכוני האשראי של תאגיד אינם זהים לסיכוני האשראי הנובעים מתיק ספציפי של עסקאות. גידור סיכוני האשראי ודירוגם, מאפשר ניתוח סיכונים סטטיסטי של התיק וקביעת דירוגו על סמך ניתוח זה.

לאחר אמידת הסיכונים, נמכר התזרים מהתיק לחברה ייעודית - Special Purpose Vehicle (SPV), ונחתם חוזה למתן שירותים בין חברת המקור (Originator), לחברה הייעודית. לאחר מכירת התזרים חברת המקור הופכת ל-Servicer, כך שהמשך הגבייה מהתיק ותפעולו מבוצע על ידי תמורת דמי ניהול קבועים מראש. הנכסים המאוגדים בתיק ונמכרים ל-SPV מאופיינים בתזרים קבוע וצפוי המשמש להחזר תשלומי הקרן והריבית. דוגמאות לתזרים כזה הן הלוואות כרטיסי אשראי ומשכנתאות, זכויות מכוח הסכם חכירה מימונית או תפעולית (Leasing), וכיוצא בזה. על מנת להפחית את הסיכונים לחדלות פירעון, התיק המאוגח מכיל קבוצה גדולה של נכסים בעלת פיזור רב.

בתרשים מספר 7 ניתן לראות מבנה כללי של עסקת איגוח שבה חברת המקור מוכרת את הנכסים שלה (תקבולים עתידיים) ל-SPV שמנפיק אגרות חוב שאותם קונים המשקיעים.

תרשים מספר 7

מבנה עסקת איגוח



SPV

ה-SPV עצמו עשוי להיות חברה, נאמנות או שותפות. בדרך כלל מוקם ה-SPV כישות משפטית נפרדת. מכירת הנכסים ל-SPV באה להפריד את העסקה מחברת המקור. מבחינה משפטית וכלכלית, ולהגן על המשקיעים מסיכונים חדלות הפירעון שלו ומנושיו. חברת המקור מעבירה את קבוצת הנכסים המוגדרת אל ה-SPV באמצעות מכירה אמיתית (True Sale), והתמורה המתקבלת מן המשקיעים מועברת לחברת המקור, שבדרך כלל ממשיכה לספק שירות של גביית התקבולים תמורת דמי ניהול. במידת הצורך, כמו במקרים של קריסת חברת המקור, יש בידי נאמן העסקה האפשרות להחליף את חברת המקור בנותן שירות אחר (Servicer) ולשלם לו את דמי הניהול. המכירה האמיתית מגובה בחוות דעת של עורך דין המאשרת כי מדובר במכירה של הנכסים, ועל כן אין הנכסים הנמכרים למשקיעים נתונים עוד בסיכון עקב פשיטת רגל אפשרית של חברת המקור.

במהלך הנפקת איגרות החוב מתבצע דירוג החוב. דירוג אגרות החוב מייצג את רמת הסיכון הטמונה בהן. הדירוג נקבע ע"י חברות דירוג, על סמך בחינת איכות הנכסים הנמכרים וגובה הבטוחות.

על מנת להבטיח את תהליך מכירת אגרות החוב והפחתת הסיכון למשקיעים, נעשה שימוש באמצעים שונים. אחד מהם הוא העמדת בטוחות גדולות יותר למקרה של חדלות פירעון. דרך נוספת להפחתת הסיכון ולהעלאת הדירוג היא חלוקת אגרות החוב לשכבות שונות (tranches) בהתאם לסיכון הגלום בהן: חלוקה לאגרות חוב "עדיפות" ואגרות חוב "נחותות". התשואה

הגבוהה יותר תהיה לבעלי אגרות החוב הנחותות, אולם בעליהן יקבלו את הקרן והריבית רק לאחר שבעלי אגרות החוב העדיפות יקבלו את תקבוליהם. כך, למעשה, רוכשי אגרות החוב הנחותות נושאים ברוב הסיכון.

במקרה של רכישה אגרות החוב הנחותות בידי חברת המקור, נותרה בעינה בעיית ההפרדה בין חברת המקור לבין אגרות החוב, ומועלות שאלות בנוגע לאפשרות להוריד את התיק המאוגח ממאזן הנכסים של החברה.

מבנה עסקאות איגוח ואיגוח סינטטי

קיימות מספר דרכים משפטיות להפרדה בין ה-SPV לזיס, וכן מספר מבנים נפוצים לאיגוח זרמי תקבולים עתידיים. בין המבנים המקובלים נמנים מכירת נכסיהם של מספר חברות מקור ל-SPV קיים על מנת להפחית עליות ולהגביר את פיזור סיכונים,¹⁰ או שימוש במבנה בעלי שתי חברות SPV להפרדה רחבה יותר בין חברת המקור למשקיעים.¹¹

מבנה נוסף הינו איגוח סינטטי, המהווה אמצעי חדש ומשוכלל המשמש, הן להפחתת סיכונים והן כמקור למימון.

האיגוח הסינטטי הינו מבנה שבאמצעותו לא מועברים הנכסים מהזיס אל ה-SPV. מדובר במעין עסקת ביטוח. ה-SPV מנפיק איגרות חוב המושקעות בנכסים חסרי סיכון בשווי תיק הנכסים של חברת המקור. בתמורה, משלמת חברת המקור פרמיית ביטוח ל-SPV. במקרה של חדלות פירעון, מוכר ה-SPV איגרות חוב בערך נומינלי השווה לחובות האבודים ומעביר את התמורה לזיס. מכיוון שאין מכירה אמיתית ולא התבצעה העברת נכסים, מודל זה הינו פחות מורכב מבחינה משפטית וחשבונאית, ואין הוא כרוך בהעברה דה פקטו של הביטחונות לרשות ה-SPV.¹² במצב המשפטי הקיים בארץ, העובדה כי בעסקאות איגוח סינטטי אין צורך בהעברת הבטוחות ובהמחאת הזכויות, הופכת את המבנה הזה למבנה שיכול להתגבר על בעיית המחסומים המשפטיים הקיימים, העומדים בפני עסקאות האיגוח הקלאסי.

סקירה היסטורית

בחינת שוק ההון הישראלי מגלה כי אכן התקיימו מספר מצומצם של עסקאות איגוח, אך היקפן של העסקאות, וכן מתכונתן המשפטית, חושפים כי ישראל נמצאת בפיגור גדול אחר מרבית המדינות המערביות. בפרק זה נבחן את הנעשה בישראל בנושא האיגוח, תוך התייחסות לתחומים השונים, סביבם סובבות עסקאות האיגוח. נסקור את תחום המשכנתאות, שהיה התחום הראשון להיות מאוגח בעולם. איגוח הלוואות מגובות במשכנתא תופס חלק עיקרי בעסקאות האיגוח המתרחשות כיום בכל העולם, אולם למרות תמריצים מצד הממשלה, אין כל פעילות משמעותית בתחום בישראל. כמו כן, נסקור את עסקאות האיגוח המתרחשות בארץ בתחום הליסינג, תחום

שמהווה חלק משמעותי מבין כלל עסקאות האיגוח במשק הישראלי. נראה כי למעשה עסקאות אלו אינן עסקאות איגוח במובן הקלאסי ונזכיר את פרשת קאר אנד גו, שעתידה להשאיר את חותמה על הפרשנות המשפטית למבנה עסקאות איגוח בישראל. נזכיר את ההתקדמות המועטה בתחום האיגוח המוניציפלי, למרות שאיגוח יכול להוות פתרון לבעיות המימון הקשות של הרשויות המקומיות, אשר אינן יורדות מסדר היום הציבורי בשנה האחרונה. אנו גם נראה כי הלכה למעשה בשוק עסקאות האיגוח הקונצרני, רק שתי עסקאות היו עסקאות איגוח במובן הקלאסי. לבסוף, נסקור את הצעדים הממשלתיים בארץ לקידום תחום האיגוח בישראל, צעדים שמרמזים על התעוררותה של הממשלה לפעול בתחום. אולם, התעוררות זו ללא גיבוי רגולטורי וחקיקתי נחוש, לא תביא לשינוי של ממש בשוק ההון, ותשאיר את שוק ההון הישראלי הרחק מאחור, תוך מניעת המשק הישראלי מליהנות מהיתרונות הרבים של כלי האיגוח.

איגוח תיקי הלוואות למשכנתאות

איגוח הלוואות למשכנתאות היה הקטר שהוביל את כלי האיגוח בעולם, והוא הנפוץ ביותר מבין עסקאות אלו. אגרות חוב מגובות במשכנתאות מהוות כ-50% משוק אגרות החוב העולמי. להלוואות למשכנתאות מאפיינים שהופכים אותן להלוואות המתאימות ביותר לאיגוח ולמכירה ראשית, הלוואות הלו הינן הלוואות לטווח ארוך, ומהוות מעמסה ארוכת שנים על מאזני הבנקים המחויבים לעמוד ביחס ההלימות הנדרש. שנית, הלוואות אלו נחשבות ל"בטוחות", וזאת משום שמרביתן מגובות בנכס עצמו, גיבוי שמגיע מעל לשיעור של 100% מקרן ההלוואה.

בישראל נעשתה עסקת איגוח אחת של הלוואות למשכנתא. למרות ציפיות עורכי העסקה להמשך, נותרה עסקה זאת בודדת בשוק ההון הישראלי.

בשנת 1990 הנפיקה חברת "שוק משני למשכנתאות אחת בע"מ" הלוואות למשכנתאות בהיקף של 30 מיליון ₪. העסקה ידועה בשם "עסקת כרמל 1". במהלך העסקה הנפיק הבנק אגרות חוב נחותות ומועדפות, ואף בנה מנגנון של החלפת הלוואות בעת פירעון מוקדם. העסקה נתקלה בקשיים רבים. חלקם נבעו ממכשולים משפטיים ופרוצדוראליים בהעברת הבטוחות, ומתהליך למידה שערך זמן רב. קשיים אלו ייקרו משמעותית את עלות העסקה והגדילו את מורכבותה. כמו כן, התקשה הבנק במכירת אגרות החוב הנחותות, ועל כן נאלץ להמשיך ולהחזיק בהן. בשל החזקתו באגרות הנחותות, לא הופחת התיק ממאזנו, ולא שופר יחס הלימות ההון של הבנק. נראה כי שוק ההון הישראלי טרם היה מוכן להתמודד עם עסקאות איגוח. הירידה בריביות על הלוואות למשכנתאות שחלה מאז, פגעה עוד יותר בכדאיות עריכת עסקאות איגוח, ומאז אותה עיסקה לא נשנו עסקאות כאלו.¹³

ועדת טלמון

ביולי 1998 הודיע שר האוצר דאז, יעקב נאמן, על אימוץ תוכנית לקידום שוק משני למשכנתאות. התוכנית התבססה על המלצות ועדת טלמון¹⁴ אשר הוקמה בדצמבר 1996 ל"בחינת הפעולות הדרושות לזירוז הקמת שוק משני למשכנתאות במתכונת הפועלת בארצות הברית", תוך התייחסות "למידת המעורבות הנדרשת מהממשלה ביצירת השוק המשני במישורי החקיקה,

המיסוי, הביטוח והערבויות".¹⁵ המלצות הוועדה, שהתפרסמו במרץ 1998, קראו להסדרת חסמי חקיקה ומיסוי רלוונטיים, ומתן אפשרות לגופים פרטיים ליצור שוק משני למשכנתאות, ללא התערבות ממשלתית פעילה.¹⁶ למרות זאת, לא חלה התקדמות במישור המיסוי והחקיקה, ואף גורם פרטי לא ערך עסקת איגוח של הלוואות מגובות במשכנתאות.¹⁷

במרץ 2003, במסגרת תכנית החירום הכלכלית, הציע משרד האוצר תמריצים לקידום תחום האיגוח בכלל, ואיגוח משכנתאות בפרט. בין היתר, הוצע מענק של שלושה מיליון שקל לגוף הראשון שינפיק תיק משכנתאות בהיקף של יותר מ-500 מיליון שקל בשנת 2003, ומענק של 1.5 מיליון שקל לגוף הראשון שינפיק תיק משכנתאות בסך 500 מיליון שקל בשנת 2004. מטרת המענק הייתה לפצות את עורך העסקה על ההוצאות הראשוניות הגבוהות הכרוכות בעריכת עסקה זו. לאחר ההשקעה הראשונית, יוכל הגוף המנפיק להמשיך ולבצע הנפקות נוספות בעלות שולית נמוכה יחסית, והעמלות שיגבה יוכלו לכסות את הוצאותיו ולאפשר לו להרוויח.

תמריצים נוספים היו מתן פטור במשך שנתיים מאגרות תשקיף בהיקף של 150 אלף שקל, להנפקות בסדר גודל של כ-500 מיליון שקל, וביטול מס בולים ואגרות הנפקה על עסקות איגוח לחוב מסחרי, שיונפק לקרנות הפנסיה או לגופים מוסדיים אחרים. למרות התמריצים שהוצעו, טרם התבצעה עסקת איגוח שעשתה בהם שימוש.

הדעה הרווחת בשוק היא, כי בשנת 2005 יתקיים האיגוח הראשון בתחום המשכנתאות. יחד עם זאת, דעה זו רווחה גם בעבר ללא כל יישום קונקרטי במציאות.

עסקאות מכר

מכירת תיקי הלוואות למשכנתאות בשוק המשני מתבצעת לעיתים בישראל כעסקאות מכר,¹⁸ בהן רוכשים משקיעים מוסדיים תיקי הלוואות קיימים מהבנקים. עסקאות אלו נערכות כחוזי מכר באמצעות יפוי כוח והמחאת הזכויות על הבטוחות.¹⁹ במהלך העסקאות נמכר תיק הלוואות מגובות במשכנתא למשקיעים מוסדיים. הבנק המוכר משאיר אצלו אחוז מסוים מהתיק על מנת להבטיח את מחויבותו לטיפול בתיק וגביית החובות. עסקאות אלו אומנם מזרימות לבנקים מימון נוסף, אך מותירות את שוק ההון הישראלי בנכותו, ללא תחרות של ממש, ובאין אפשרות של משקיעים פרטיים לקחת חלק בכלי השקעה ומימון זה. כתוצאה, ממשקיעים פרטיים נשללת האפשרות להשקיע במוצר השקעה שיכול לגוון את השקעתם, והבנקים מאבדים מקור ממוני בלתי נדלה, שזכה להצלחה רבה בעולם, וקידם את תחום האיגוח כולו.²⁰

עסקאות איגוח קונצרניות

מספר מוגבל של הנפקות אג"ח מובנה של חברות פרטיות התקיים בארץ. אולם העסקאות היחידות בהן התקיימה עסקת איגוח קלאסית, בה הופחת למעשה תיק הנכסים ממאזניהן של חברות המקור, הן :

- חברת מכתשים-אגן ו-Bank of America הנפיקו באוגוסט 2001 חלק מתיק הלקוחות של החברה, בהיקף של 150 מיליון דולר. העסקה הורחבה בספטמבר 2004 ל-250 מיליון דולר.²¹

- חברת כימיקלים לישראל (כ"ל) ו-Bank of America הנפיקו בדצמבר 2002 חלק מתיק הלקוחות של החברה, בהיקף של 250 מיליון דולר.²²

במבנה המשפטי של עסקאות אלו הופרדה החברה הייעודית לחלוטין מחברת המקור, ומכירת החוב הוכרה כרכישת אמת.

לאור דשדוש שוק ההון, החלה הממשלה ליזום צעדים לשכלולו.

ועדת בכר

הוועדה הראשונה לדון בנושא שכלול שוק ההון הייתה ועדת בכר. בחודש אפריל 2004 מינה שר האוצר צוות עבודה בין משרדי בראשות מנכ"ל משרד האוצר, יוסי בכר, שתפקידו להמליץ על הפעולות הדרושות בכדי לבסס מבנה תחרותי בשוק ההון.²³ המלצות הוועדה מבשרות בשורה חיובית לשוק האיגוחים במדינה. בדוח הוועדה צוין חשיבותן של תוכניות איגוח למערכת הבנקאות. המלצות הוועדה להפרדת קופות הגמל (בנוסף לקרנות הפנסיה שכבר הופרטו) יביאו להתוספותם של משתתפים חדשים לשוק ההון. אלה יהוו גורם ממריץ ויגרמו לשכלול שוק אגרות החוב.

הוועדה לבחינת היבטים הנוגעים להנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים

בחודש ינואר 2003 מינו יו"ר רשות ניירות הערך ויו"ר רשות המסים ועדה בין-משרדית להסרת חסמים לאיגוח.²⁴ הוועדה מורכבת מנציגי הרשויות האחראיות לרגולציה בתחום עסקאות האיגוח. מטרתה הינה לטפל בעסקאות אלה מתוך ראייה כוללת, לאחר בחינה של היבטים רלבנטיים שונים, ובהם היבטי משפט, חשבונאות, מיסוי, פיקוח על הבנקים, וגילוי נאות לציבור המשקיעים.

מתוך טיוטת הדוח עולה כי דוח הוועדה ימפה את החסמים המונעים התפתחותו של שוק איגוח תקין, וימליץ על הסדרת רגולציה בתחום, תוך הגברת המודעות לנושא האיגוח. מתוך עיון בטיטוט הדוח עולה כי הוא יהווה את העבודה המקיפה ביותר שנעשתה בארץ עד כה לגבי איגוח.

טיטוט הדוח מצביעה על החשיבות שבחקיקת חוק איגוח מקיף בארץ והחשיבות שבשיתוף הפעולה בין חמשת הרשויות הנוגעות לנושא האיגוח. טיטוט הדוח קובעת כי התפתחותו של שוק איגוח ללא תשתית ראויה תגביר את הסיכונים בעסקאות איגוח ותהווה מחסום מהותי לעריכתן בארץ. טיטוט הדוח מציעה פתרונות חקיקתיים בטווח הקצר, עד לחקיקת חוק ספציפי בנושא מימון מובנה.

ראוי לציין כי הוועדה מזכירה רק בקצרה את מודל עסקאות האיגוח הסינטיטיות. לדעתנו מודל זה הינו חשוב משום שהמבנה המשפטי של עסקאות אלו מיתר את הצורך בהעברת בטוחות לרשות ה-SPV, ובכך מסייע לעקוף חלק מהמכשולים הקשים העומדים בפני עריכת עסקאות איגוח בארץ. עסקאות איגוח אלו, הבנויות כעסקאות ביטוח, מסייעות בהפחתת הסיכונים לחברת

המקור, משפרים את יחס ההלימות שלה, ובמבנים משפטיים מסוימים, יכולות להוות מקור מימון חשוב לפעילותה.

צעדים ממשלתיים שננקטו לאחרונה גורמים לשינוי מבנה שוק אגרות החוב בישראל. עקב הפרטת בנק דיסקונט, מכירת השליטה בבזק ומכירת מניות בנק לאומי, הוחלט באוצר כי בשנה הקרובה הממשלה תגייס כ- 10 מיליארד פחות מהמתוכנן. מגמה זו אמורה להימשך ביתר שאת גם בשנים הבאות. תהליך זה בצירוף הפסקת ההנפקות של אג"ח לא סחירות לקרנות הפנסיה, יצר שינוי מבני שגרם לירידת התשואה על אגרות החוב הצמודות למדד.²⁵ שינויים אלו מעלים את קרן של אגרות החוב הקונצרניות ומשפרים את התחרותיות והכדאיות של שימוש בעסקאות האיגוח ככלי ממוני.

לסיכום, אומנם קיימות עסקאות איגוח בארץ, אולם היקפן המוגבל וטיבן של העסקאות מצביעים על אי ניצול ההזדמנויות הגלומות בתחום. על רקע השינויים המבניים הצפויים להיערך בשוק ההון, ההפנמה באוצר ובמשק של יתרונות האיגוח, והמגמות החיוביות שבהפחתת הנפקת אגרות החוב הממשלתיות, נראה כי המשק החל לצעוד בכיוון הנכון, אך בקצב שאינו מספק. מדינות שהשכילו להבין את חשיבותו של האיגוח, רכבו על גל החדשנות הכלכלית והביאו לצמיחה בכלכלתן. שכלול שוק האיגוח בישראל יכול לתרום תרומה נכבדת לתחרות בשוק ההון, להביא לשיפור ביכולות גיוס ההון של חברות ויחידים ולמנף את הצמיחה בכלכלה הישראלית. בשוק גלובאלי זרזי ותחרות, ראוי שהממשלה תרכז מאמצים רבים יותר ומהירים יותר, לקידום האיגוח בישראל.

המסגרת המשפטית

בניגוד לארצות אירופאיות רבות, בישראל לא קיימת חקיקה מיוחדת להסדרת עסקאות מימון מובנה. אי לכך, מסגרת החוקים הרלוונטית לתחום מורכבת מהפסיקה והחקיקה האזרחית הנוכחית. חוסר ההתייחסות בחוק ואי הימצאה של תשתית משפטית לנושא, כגון זו הקיימת באנגליה ובארצות הברית, גורמות לחוסר ודאות באשר לזכויותיהם של המעורבים הישירים והעקיפים בעסקת האיגוח. אי ודאות היא חסם גדול לשימוש בכלי האיגוח בארץ.

הרעת תנאי החייב - חוק המחאת חיובים²⁶ קובע כי אין בהמחאת חבות כדי לשנות את החבות הראשונית ותנאיה.²⁷ סעיף זה יכול להעמיד בבעיה איגוח של אגם הלוואות קיים. איגוח הלוואות יכול להביא להרעת תנאיהם של הלווים בשל אי גמישות חברת המקור בתשלומים החודשיים. לדוגמא, בעסקה בה בנק מאגח תיק הלוואות, אין תיק הלוואות עוד בבעלות הבנק. עובדה זו תקשה על הבנק לסייע ללווה בפריסת חובות, או לזכות בעיכוב בתשלומי החזרים. כמו כן, עובדה זו תקשה על הבנק לקבל פדיון מוקדם יותר של הלוואה.

העלאת טענות כלפי הנמחה - על פי חוק המחאת חיובים, יכול החייב להעלות כלפי הנמחה (ה-SPV) כל טענה שיש לו כלפי הממחה (הבנק), ברגע שהודיעו לו על המחאת חבותו. על כן, יתכן כי החייב ימנע מתשלום או יקזז תשלומו בשל הסדרים חיצוניים שונים עם הבנק או אי קיום חובתו של הבנק כלפיו. טענות אפשריות אלו כלפי הממחה פוגעות בתקפות עסקת האיגוח, כי אם הבנק לא ימלא חובותיו כלפי החייב, לא יידרש האחרון לשלם ל-SPV. כתוצאה מכך, אי קיום חיובי היזם בשל חדלות פירעון או מכל סיבה אחרת מסכן את תזרים המזומנים הצפוי לבעלי אגרות החוב של ה-SPV, וההפרדה העומדת בבסיס עסקת האיגוח בין הזכויות שהומחאו לבין חברת המקור, מוטלת בספק.

המחאת זכות שטרם נוצרה - על פי הפסיקה הקיימת יש חוסר ודאות באשר ליכולתו של הממחה להמחות זכויות עתידיות בטרם נוצרה הזכות²⁸ (כלומר, בטרם כריתתו של חוזה היוצר את הזכות העתידית). הדבר גורם לחוסר ודאות באשר למעמדן של עסקאות מימון מובנה הכוללות תחלופה חוזרת של כספים (איגוח מתגלגל) כאשר, למשל, הלוואות חדשות המחליפות הלוואות שנפדו.

העברת זכויות נלוות - המחאת זכות כוללת בתוכה המחאת כל הערבויות והשעבודים שניתנו להבטחתה.²⁹ כוחן של הערבויות והביטחונות יפה, אם נעשו כל ההליכים על מנת להעבירם. נוצרת בעיה בזכויות נלוות שהמחאתן טעונה רישום, כגון מקרקעין במרשם המקרקעין ושעבודים והתחייבויות אצל רשם המשכונות וכו'. כיום הליך הרישום במרשם המקרקעין הינו מסורבל ויקר. הצורך להעביר באופן פרטני כל התחייבות מטילה ספק ביתרונותיו הכלכליים של האיגוח. בשנת 2003, נעשה ניסיון להסדיר בחוק פרוצדורה מהירה של העברת הבטוחות באמצעות חוות דעת של עו"ד.³⁰ אולם פתרון זה מספק מענה חלקי בלבד, מכיוון שאין הוא מפחית מהעלויות באופן מספק, ואין הוא נותן מענה ליתר הבטוחות שאינן רשומות במרשם המקרקעין. בעיה משפטית זו הינה רלוונטית במיוחד להתפתחותו של שוק משני למשכנתאות

מכירה אמיתית - תנאי מפתח בעסקאות מימון מובנה הינו הפרדה מלאה בין הסיכון אותו נוטל המשקיע לבין הסיכונים המיוחדים לחברת המקור. לצורך כך, יש להביא למכירה מושלמת והעברת בעלות מלאה של התקבולים לגוף הייעודי. אולם החוק מכיר בשני סוגי המחאות: המחאת בדרך של מכר והמחאה על דרך השעבוד.³¹ במידה ובית המשפט יקטלג את העסקה כהמחאה על דרך השעבוד,³² מעמדו של ה-SPV, בתנאים מסוימים לא יהיה שונה ממעמד נושים מובטחים אחרים של חברת המקור.³³ סיכון זה מרוקן מתוכן את כל היתרונות הגלומים בעסקאות איגוח, משום שבעת פשיטת רגל של חברת המקור, בימ"ש יכול לזקוף את הנכסים שכביכול נמכרו לחברה הייעודית, לטובת נושי חברת המקור.

נפקויות נוספות אפשריות להבחנה בעסקת האיגוח כהמחאה על דרך השעבוד הן: החלת חובות רישום על ההמחאה, כגון רישום ברשם המשכונות וגיליונות החברה, כדי להבטיח לה עדיפות מול נושים אחרים,³⁴ וקשיים חשבונאיים לחברת המקור בגריעה של העסקה ממאזנה, בשל החיוב בהמצאה של חוות דעת משפטית שמגדירה את העסקה כמכירת אמת.

ע"פ מבחני הפסיקה, נראה כי ככל שנשאר סיכון בידי חברת המקור, וקיימת מצידה מעורבות נמשכת גבוהה יותר לאחר מכירת הנכסים, כך גבוהים הסיכויים כי בימ"ש יגדיר את העסקה כהמחאה על דרך השעבוד.³⁵

לסיכום, דוח הוועדה הבין-משרדית לנושא האיגוח סקר את הבעיות המשפטיות האלו וכן חסמים משפטיים נוספים. המלצת הוועדה הייתה כי יש לחוקק חוק איגוח ממצה. יחד עם זאת, הציעה הוועדה פתרונות חקיקתיים לטווח קצר עד לחקיקת חוק האיגוח. כאמור, קיימים חסמים משפטיים נוספים, אולם לדעת הוועדה הבין-משרדית חסמים אלו ניתנים לפתרון ע"י הצדדים המעורבים בעסקה, גם במצב החקיקתי הקיים.

המסגרת החשבונאית

מבחינה חשבונאית עסקת איגוח מסווגת או כעסקת מימון או כעסקת מכר, כאשר לקביעה באיזו עסקה מדובר יש חשיבות רבה, במיוחד לבנקים. לדוגמא, אם עסקה תסווג כעסקת מכר יוכל הבנק לגרוע את הנכסים מהמאזן ולשפר את הלימות ההון שלו, כך שינתן לו אשראי חופשי שאותו יוכל להשקיע בשוק בחזרה.

סיווג העסקה כעסקת מכר או כעסקת מימון תלוי במעורבות האפשרית העתידית של הגוף המאגח

בנכסים. הנתונים הבאים ישפיעו על כך :

- מידת בידוד הנכסים המועברים מהמעביר
- המידה בה הצד השני (הנעבר) מקבל שליטה על הנכסים המועברים
- המידה בה העביר המעביר את הסיכונים והתשואות למקבל
- הזכויות שהמעביר ממשיך להחזיק בנכסים שהועברו: היקפן, מידת נחיתותן והזכויות שהן מקנות
- מידת המשך מעורבותו של המעביר בנכסים המועברים והמחויבויות השונות שלו

אופן רישום העסקה במאזן תלוי בתקנים חשבונאיים אשר המוסד לתקינה חשבונאית מפרסם או ממליץ לפעול על פי הם (במקרה של תקן בינלאומי או אמריקאי). החברות בארץ מחויבות לפעול על פי כללים אלו ולכן לתקנים אשר יאומצו בישראל חשיבות רבה.

בספטמבר 2004 פרסם המוסד לתקינה חשבונאית הצעה לתקן חשבונאות מספר 22,³⁶ המבוסס על תקן בינלאומי 39 המחודש, הקובע כללים לגריעת נכסים פיננסיים, בעקבות החלטה אסטרטגית של המוסד לאמץ את התקנים הבינלאומיים בארץ. בינתיים, הפרקטיקה הנוכחית בישראל משתמשת בתקן האמריקאי FAS 140. מעבר לתקן הבינלאומי יצור קשיים רבים לביצוע עסקאות איגוח משום שהוא מחמיר יותר מהתקן האמריקאי בדרישות שיש לעמוד בהם על מנת להכיר בגריעת הנכסים מהמאזן. הוועדה הבין משרדית להסרת חסמים בשוק האיגוח המליצה בטיטוטת המסקנות שלה לדחות לשנת 2007 את ישום התקן הבינלאומי 39 המחודש ולהמשיך

לפעול על פי FAS 140 עד אז. עמדת הפיקוח על הבנקים, כפי שתפורט בהמשך, היא שבשנת 2007 ייבחן יישומו של התקן הבינלאומי בדוחות הבנקים.

מסגרת המיסוי

שאלת המיסוי נוגעת לשלושה גורמים המעורבים בעסקה: החברה המאגחת, ה-SPV והרוכשים של האג"ח. סיווג עסקאות לצרכי מס נגזר בדרך כלל מהסיווג החשבונאי. לדוגמא, אם עסקה סווגה מבחינה חשבונאית כעסקת מכר, גם מבחינה מיסוי היא תסווג ברוב המקרים כעסקת מכר. הכדאיות הכלכלית של עסקת איגוח נגזרת באופן מכריע מדרך מיסוי העסקה, ולכן בניית מודל מס פשוט אשר יעודד איגוח הוא בעל חשיבות רבה. בבניית המודל יהיה צריך להתחשב במבצעי העסקה, בתזרים המזומנים הצפוי בעסקה, במניעת כפל מס, ובמהות הכלכלית של העסקה.

דוח הוועדה הבין-משרדית להסרת חסמים בשוק האיגוח דן רבות בנושא ואפשר לאמץ את המלצותיו בנושא.

בנוסף, מס בולים ששיעורו 0.4% מייקר ומסרביל את עסקאות המימון המובנה ומהווה גורם הפוגע ביעילות בניית עסקאות אלו. עפ"י החלטת ועדת הכספים החל 2006 תבוטל החבות במס בולים על מסמכים המתייחסים למניות, שטרי נאמנות ואגרות חוב. ביטול זה יוזיל את העלויות הכרוכות בעסקאות איגוח.

הפיקוח על הבנקים

המפקח על הבנקים ער לחשיבות הקמת שוק משני בישראל, אולם דורש כי העסקה תתבצע בהתאם לדרכים המקובלות ובעמידה בתנאים ובהליכים אשר יקבעו על ידו ובכפוף למתן אישור מקדמי לעסקאות אלו.³⁷

כדי שעסקת איגוח תאושר על ידו ותוכר לעניין הדוח הכספי של תאגיד בנקאי (גריעת הנכסים המאוגחים שתביא לשיפור בהלימות ההון), פרסם המפקח את הכללים הבאים:

- א. על העסקה לעמוד בקריטריונים של התקן האמריקאי FAS 140 (כלומר, עסקת איגוח סינתטית/מימונית לא תוכר). כשיכנס התקן הבינלאומי 139 לתוקף (ע"פ המלצת המוסד לתקינה חשבונאית, בינואר 2007), המפקח ישקול עמדתו מחדש.
- ב. אם יחזיק בנק באג"ח אשר משמשים כ"כרית בטחון" לפירעון תיק הלוואות (הטרנצ' התחתון), עליו לנכותן מרווחי הבנק.
- ג. בנק לא יורשה לקנות בחזרה תיק הלוואות שאוגח, אלא אם נותרה תקופה קצרה מאוד לחיי תיק ההלוואות.
- ד. בנק לא יורשה לתמוך בנזילותו של SPV.
- ה. בנק רשאי להישאר כנותן שירות (Servicer) אם יקבל תמורה הולמת לשירותיו.

- ו. לא תתאפשר מכירה סלקטיבית של הלוואות (Cherry Picking) כדי לא לפגוע באיכות תיק האשראי הכולל של הבנק.
 - ז. צדדים קשורים לבנק לא יורשו לרכוש אג"ח שהונפקו ע"י ה-SPV במסגרת עסקת איגוח שבה משתתף הבנק. המפקח יאשר עסקת "איגוח מתחדש" (Revolving), עסקה שבה יאוגחו הלוואות שינתנו בעתיד ע"י הבנק.
 - ח. מצבם של הלווים לא יפגע בעקבות מכירת ההלוואה במסגרת עסקת איגוח.
- ניתן להבחין שהמפקח על הבנקים יאשר מחיקה של כל החוב ממאזני הבנק, רק אם ישתכנע כי הבנק אינו נושא בשום חלק של הסיכון.

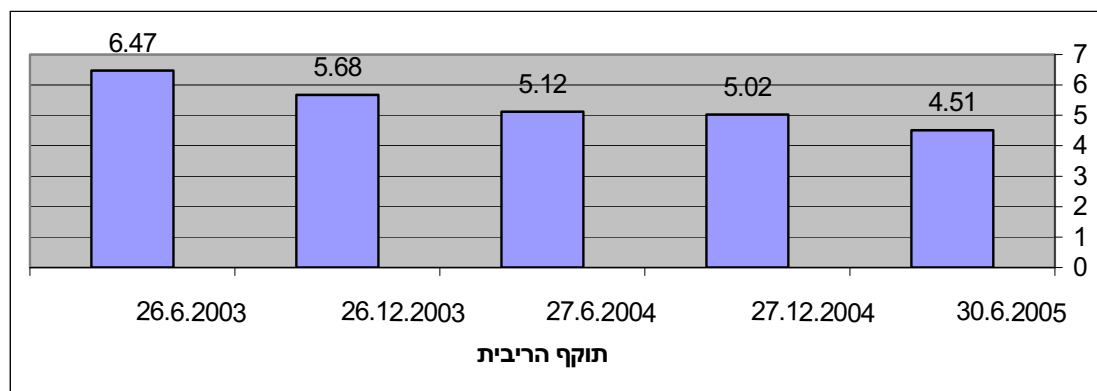
חסמי שוק

למרות יתרונותיו הרבים של כלי האיגוח, קיימים במשק הישראלי חסמים המקשים על השימוש בו. קשיים אלו נובעים בעיקר מהעובדה כי המשק אינו מכיר את הכלי הזה, ואין הסדר מיוחד בחוק הנותן מענה משפטי מלא לשימוש בו. כמו כן, קיימים חסמים הבאים לידי ביטוי בעיקר באיגוחים במערכת הבנקאות. חסמים אלו נובעים משיקולי כדאיות כלכלית ומנוהלי הפעולה השוטפים של הבנקים.

א. כדאיות כלכלית: שוק ההלוואות בישראל הן באשראי רגיל והן במשכנתאות, זול בהשוואה בינ"ל ומאופיין במרווחים צרים. לאור המרווחים הצרים, ספק אם שוק משני יוזיל את העסקה לצרכן. בתרשים מספר 8 ניתן לראות את הריבית הממוצעת על הלוואות למשכנתאות, בהתבסס על נתונים שעובדו בבנק ישראל³⁸. במרווחים צרים אלו ספק עם יש מקום כדאיות כלכלית לאיגוחן. שכן המרווח אינו רחב מספיק לעלויות הכרוכות בעסקאות אלו כגון סיוע משפטי חשבונאי וכו'.

תרשים מספר 8

ריבית ממוצעת למשכנתאות, 2003-2005



מקור: בנק ישראל, נתונים, מידע וחקיקה, "הריבית הממוצעת" - משכנתאות.

- ב. עלות ראשונית גבוהה ושינויים מבניים : העסקאות הראשונות יהיו כרוכות בעלויות גבוהות מאוד הנובעות מהיערכות פנימית של הבנקים, יעוץ משפטי וכלכלי, שכ"ט לחברות המדרגות, שכ"ט לנאמן/חברת SPV ועוד. עלויות אלו הן גורם מעכב ומרתיע בפני חברות המעונינות להיכנס לתחום.
- ג. חישובי סיכון בתחומים חדשים : חברות הדרוג מתקשות לדרג ולהעריך את דרגת הסיכון הכרוך במאגר הלוואות ללא מידע סטטיסטי מהעבר ובארץ אין גורם ציבורי האוסף מידע סטטיסטי על ההלוואות שמעניקים הבנקים. לכן, אפשרות דירוגה של עסקה תלוי בשאלות האם הבנקים הגדולים יהיו מוכנים לספק את המידע, והאם יש לבנקים מערכת דירוג פנימי שעליה יוכלו חברות הדרוג להתבסס.
- ד. אי הימצאם של קריטריונים אחידים ומאגר הלוואות מקוטלג : על מנת להפחית את הסיכון, איגוח הלוואות ומשכנתאות מחייב בניית תמהיל הלוואות מפוזר. כדי לאגח, על מסמכי ההלוואות להיות דומים וכיום האופן בו מחתימים הבנקים על ההלוואות שונה מבנק לבנק.
- ה. התאמה של המתודולוגיה הבינלאומית לסביבה העסקית והמשפטית בארץ.

רקע בינלאומי

אנגליה

למרות אי חקיקתו של חוק איגוח ספציפי באנגליה, התשתית המשפטית מאפשרת ביצוע עסקאות מורכבות בזכויות, והביאה לכך שאנגליה היא הדומיננטית מבין מדינות אירופה בתחום עסקאות המימון המובנה. בשנת 2003 לבדה, גדל היקף העסקאות ב-43%, ועמד על 76 מיליארד אירו, שהיוו 35% מכלל שוק האיגוחים האירופי.

עסקאות האיגוח מובלות ע"י שוק המשכנתאות, שצמח בשנת 2003 ב-89%³⁹ תחום ה-Collateralized Debt Obligation (CDO) (ניירות ערך מגובי חייבים) ירד בהיקפו, אך יחד עם זאת חל גידול במספר העסקאות. המורכבות הרבה שחלה בתחום זה, שהתבטאה אף באיגוח של אגרות חוב קיימות (איגוח של איגוח), הביאה להתפתחותם של קריטריונים מורכבים להערכת סיכונים. מימון תשתיות תחבורתיות באמצעות איגוח תופס חלק חשוב בשוק המימון המובנה באנגליה. בשנת 2003, אוגחו שתי עסקאות ענק בהיקף של 3.9 מיליארד ליס"ט למימון מסילות ברזל, בנוסף לעסקאות בתחבורה האווירית. איגוח פרויקטים תחבורתיים באנגליה תלוי במידה רבה בערבויות ממשלתיות. לפי הנחיות Eurostat⁴⁰ (לשכת הסטטיסטיקה האירופאית הקובעת סטנדרטים חשבונאיים בקהילה האירופית), ערבויות לגופים ייעודיים (SPV) יקוטלגו כחוב. ההנחיה ככל הנראה תפגע במתן הערבויות הממשלתיות לעסקאות מימון מובנה בתחום

התשתיות, בשל רצונה של אנגליה לשמור על חוב ציבורי נמוך.⁴¹ תעשיות תשתית כגון הגז, החשמל ובראשן המים, בוחנות את תחום האיגוח, אך שינויים רגולטורים אפשריים במחירי מוצריהם מעכבים את כניסתם לתחום. הממשלה האנגלית השתמשה באיגוח על מנת להפריט ולבצע מיקור חוץ לשירותים שהיו מפועלים מסורתית ע"י הממשלה כגון בניה, הפעלת בתי כלא והפעלת בתי חולים ובתי ספר.

המסורת המשפטית שהתפתחה בבריטניה גרמה לכך כי בארץ זו החברות הייעודיות (SPV) נמצאות בסיכון לפשיטת רגל הנמוך ביותר בעולם.⁴² עסקאות איגוח מיושמות בספקטרום רחב של התעשייה האנגלית, במודלים שונים ויחודיים לשוק האנגלי ובענפים מגוונים, החל מתעשיית הפאבים וכלה בענף ההלוויות.

איטליה

בניגוד לאנגליה, באיטליה תחום המימון המובנה הוא תחום חדש יחסית. החקיקה האיטלקית החדשה בנושא תמציתית, ומעניקה עצמאות רבה לצדדים לעסקה. חוק המסדיר את הנושא חוקק בשנת 1999,⁴³ ומאז השוק המשני באיטליה השתנה פלאים. כבר בשנת 1999 אוגחו נכסים בהיקף של 6 מיליארד אירו. בשנת 2000 אוגחו נכסים בהיקף של 9 מיליארד אירו ובשנת 2001 אוגחו נכסים בשווי של 30 מיליארד אירו. מבחינת היקף עסקאות האיגוח, איטליה נמצאת היום במקום השלישי באירופה, ומפגרת אחר ספרד בפחות משני אחוזים, עם היקף איגוח נכסים בשווי של כמעט 34 מיליארד אירו, המהווים 15.6% מכלל האיגוחים באירופה.

השפעתה הראשונית של החקיקה ניכרה בתחום ההלוואות הבנקאיות. בדומה לארצות אחרות גם באיטליה הלוואות למשכנתאות היו גורם מוביל בשוק האיגוח.⁴⁴ בהדרגה, ארגונים ציבוריים מקומיים (כעיריות ופרובינציות) החלו להיות מעורבים בעסקאות מימון מובנה ולגייס כספים באמצעותם. החקיקה האיטלקית המעניקה אוטונומיה כלכלית לגופים אלו מצד אחד, והמגבילה את היכולת ללקיחת הלוואות ציבוריות מצד שני, עודדה רשויות ציבוריות לחפש דרכים חדשניות לגיוס הון ובראשן איגוח (הרפורמה שבוצעה בחוק התאגידים האיטלקי,⁴⁵ גרמה לכך שעסקאות אלו נהיו נפוצות, וקלות יחסית לביצוע). באיטליה רשויות ציבוריות יכולות לערב נכסים ציבוריים בעסקאות מימון מובנה. במהלך הרפורמה שביצע בדיני החברות האיטלקיים,⁴⁶ איפשר המחוקק האיטלקי לחברה (תחת מגבלות מסוימות) להפריד זרם תקבולים בתחום ספציפי של עסקיה למטרת איגוח.⁴⁷ המחוקק האיטלקי תיאר בין דיני החברות לבין חוק האיגוח, והפך את האיגוח באמצעות SPV לדרך האטרקטיבית ביותר למימון פעילויות ספציפיות.⁴⁸

ספרד

בדומה לאיטליה, גם בספרד נושא האיגוח מפותח. ספרד עומדת במקום השני מבחינת היקף נכסים מאוגחים, עם למעלה מ 37.5 מיליון אירו בנכסים מאוגחים, שהינם 17.4% מסך עסקאות האיגוח ביבשת. כמו ביתר ארצות אירופה, איגוח משכנתאות הינו הפלח המוביל באיגוח במדינה.⁴⁹ השוק הספרדי חייב את צמיחתו גם לחברות מקור שנהנו מהיתרונות הטמונים מאיגוח וחזרו לאגח פעמים נוספות, וגם לאיגוח של הלוואות לעסקים קטנים (PYME).⁵⁰ בשנת 2002

צמח נפח הנכסים שאוגחו ב-70% (כולל הנפקות מחוץ לספרד של נכסים המיוחסים לספרד).⁵¹ ע"פ נתוני S&P, במהלך 4 שנים מאז חקיקתו של חוק איגוח בספרד, היקף הנכסים המאוגח צמח ב-400%.

האפשרות לאגח הלוואות משכנתא מקורה בחוק משנת 1981.⁵² החוק הזה תוקן במהלך השנים, וכעת מאפשר מכירת אמת של משכנתא ומחיקת הנכסים ממאזן התשלומים של חברת המקור, ללא צורך בהעברת המשכנתאות על שם הקונה.⁵³ בשנת 1992 הסדיר החוק הספרדי את הנהלים החוקיים להקמת SPV לצורך הלוואת משכנתא, ובשנת 1994 הועתקו נהלים אלו גם לצורך איגוח של הלוואות מסוגים אחרים. בשנת 1999 חוקק חוק איגוח,⁵⁴ שבא לאפשר איגוח של נכסים מסוגים נוספים. החוק מאפשר בין השאר איגוח זכויות שטרם נוצרו, והחלפת נותן השירות ע"י החברות הייעודיות. בשנת 2003 הוסדרו חוקית גם עסקאות איגוח סינתטי. עד אז עסקאות איגוח סינתטי שמקורן בספרד אוגחו באנגליה בכפוף לדינים האנגליים. המחוקק הספרדי מחדש לאורך כל העת חקיקה המחזקת את כלי עסקאות האיגוח בספרד.

לסיכום, ממשלות שלוש מדינות אלו השכילו לפעול בזריזות על מנת לרתום את האפשרויות הטמונות באיגוח למען עידוד הצמיחה. תשתית משפטית ענפה באנגליה וחקיקת חוקי איגוח מקיפים באיטליה ובספרד, הפחיתו את החסמים הרגולטורים והקלו על הפרוצדורה המורכבת הקיימת בעסקאות איגוח. התוצאה לא איחרה לבוא, ובכל המדינות האלו, האיגוח הפך לכלי מוביל במימון של פרויקטים עסקיים, פרטיים וציבוריים.

פילנתרופיה ומימון מובנה

75 אחוזים מהחברות בישראל מעורבות בפעילות למען הקהילה ושיעור מעורבות זה נמצא בסימן עליה. מרבית העסקים הבינוניים והגדולים שתורמים, תורמים לארגונים ולמוסדות כגון אגודות התנדבותיות ועמותות בתחומי הבריאות, החינוך והסעד. חלק קטן יותר תורמים מוצרים או ציוד, וחלק מהעסקים אף מעודדים התנדבות אקטיבית של עובדיהם.⁵⁵

לצד פעילות מסורתית זו, מתחזקת בארץ ובעולם תפיסה של סיוע פילנתרופי באמצעים מיקרו כלכליים. התרומה הפילנתרופית משמשת לטובת רכישת הכשרה מקצועית, בניית תוכניות עסקיות, יעוץ עסקי ואספקת חבילות אשראי. כל אלו מאפשרים לפרטים רבים להיחלץ מן המצוקה, להגיע לעצמאות כלכלית ואף להפוך בתורם למעסיקים התורמים להפחתת האבטלה.⁵⁶ אחת הדוגמאות הבולטות לפעילות מוצלחת בתחום, היא תוכניות ההלוואות של קרן קורת.⁵⁷

מתן ערבויות פילנתרופיות להלוואות

קרן קורת מספקת ערבויות להלוואות לעסקים קטנים, שללא מעורבותה היו מתקשים בהשגת אשראי להקמת ושימור פעילותם. באמצעות שימוש בכלים הלקוחים מהמגזר הפרטי, כגון יעילות כלכלית, מינוף הון ויישום מבחנים כלכליים, צוותי הקרן בוחנים יחידים ועסקים שנתקלו בקשיים לגיוס הון, מייעצים להם בתוכנית העסקית ובניהול העסקי ומספקים להם

ערבות להלוואות. לקרן הסדר מיוחד עם בנק אוצר החייל, לפיו הבנק מספק את ההלוואה בהתאם לבדיקה של יועצים כלכלים מטעם הקרן, והקרן מספקת בטחונות בשיעור של 35% בממוצע לכל הלוואה. בעשר שנות פעילותה, קרן קורת אפשרה הלוואות בהיקף של יותר מ-300 מיליון ₪ (66 מיליון דולר). באמצעות הלוואות אלו מומנו למעלה מ-2,200 עסקים קטנים, ונוצרו והתחזקו כ-13,500 משרות במשק. 58 הקרן התבססה במתכונתה הראשונה על יחס מינוף של 5:1. על כל סכום שניתן ע"י הקרן, סיפק הבנק סכום גדול פי 5 בהלוואות לעסקים. אחוז חדלות פירעון של ההלוואות נמוך והינו בשיעור 1.1%. מודל זה היווה בסיס לתוכנית ההלוואות ממשלתית לעסקים קטנים.

איגוח ופילנתרופיה

מימון מובנה יכול להגדיל עוד יותר את יחס המינוף בין היקף התרומה הפילנתרופית לבין השפעתה על השוק ועל יחידים. אגרות חוב המבטיחות ברמת ביטחון גבוהה זרם תקבולים עתידי לטווח ארוך, ירכשו ברצון ע"י משקיעים מוסדיים ופרטיים הרוצים לגוון את השקעותיהם. ביכולתן של קרנות פילנתרופיות להבטיח רמת סיכון נמוכה לרוכשי אגרות חוב, באמצעות העמדת בטוחות למקרה של חדלות פירעון או באמצעות רכישת אגרות חוב "נחותות".⁵⁹ הפחתת הסיכון סוללת את הדרך בפני משקיעים פרטיים לממן פרויקטים ומטרות שעד כה לא היו די אטרקטיביות. כך, משקיעים פרטיים יחפצו להשתתף במימון פרויקטים המקדמים את הקהילה בשל אינטרסים כלכליים, ולא בשל נדיבות ליבם.

יש לזכור כי נתינת ערבות לחדלות פירעון או רכישת האגרות הנחותות אינה תרומה כספית שאינה חוזרת. עסקאות האיגוח בנויות לרוב באופן בו קיים מרווח בטחון כדי להעלות את דירוג האגרות, ולהוריד את הסיכון לאי החזרת התקבולים. חלק נכבד מן הערבות אינו ממומש, ויכול לשמש למתן ערבויות חדשות.

יתרה על כך, רכישת אגרות חוב נחותות משולה לרכישת מוצר השקעה בעל סיכון גבוה, שתקבולים בצידו. באותה מידה, מתן ערבות לחדלות פירעון תתוגמל בפרמיית סיכון.⁶⁰ לכן, השקעה שנעשית ע"י קרן פילנתרופית בתחום בו היא מנוסה ופעילה, ובעלת יכולת להערכת הסיכון האמיתי, תניב רווחים שיכולים לשמש בתורם לקידום המטרה, שאותה היא פועלת לקדם.

הניסיון בעולם

באוגוסט 2004, הנפיק מוסד Compartamos, מוסד בנקאי מקסיקני המתמחה במיקרו הלוואות ובפתרונות ממוניים לאוכלוסיות נכשלות, אגרות חוב בהיקף של 16.8 מיליון דולר.⁶¹ לאגרות החוב ערב תאגיד IFC בשיעור של 34%.⁶² ערבות זו אפשרה לאגרות החוב לזכות בדירוג גבוה ולהימכר בהצלחה רבה למשקיעים מוסדיים.⁶³ למשקיעים המוסדיים אגרות חוב אלו היו מוצר השקעה כדאי, שכן אגרות החוב גיוונו את תיק השקעותיהם וסיפקו תקבולים ברמת ודאות גבוהה, וזאת למרות שמקורן בהלוואות לאוכלוסיות משכבות עניות ונחשלות. למוסד המלווה

סיפקה עסקת האיגוח כלי מימון חדש ואפשרות להגיע ליעד צמיחה גבוה ולהגדלת בסיס הלווים למיליון.⁶⁴

עוד דוגמא מוצלחת לשיתוף פעולה בין גורמים פילנתרופים לפרטיים, היא בעסקה, בה רכש הבנק השני בגודלו בהודו (בעבור \$4.3 מיליון), תיק הלוואות בו ערבה קרן פילנתרופית ל-8% הראשונים בעת חדלות פירעון ההלוואות.⁶⁵ רכישה זו סיפקה אשראי חדש למוסד המלווה, ואפשרה לו להמשיך ולהלוות כספים לאוכלוסיות בעלות קשיי מימון. הבנק זכה בגישה למלווים חדשים וגיוון את השקעותיו, והקרן הכפילה את תרומתה במינוף הגדול פי 12 מהשקעתה הראשונית.⁶⁶ החידוש בעסקה זו הוא שאגרות החוב לא היו מגובות בנכסים אלא ע"י ערבות של הקרן הפילנתרופית. באופן זה, יכל המוסד המלווה להגדיל את מספר מקבלי ההלוואות מ-300 אלף למיליון. מאז עסקה זו, בוצעו מספר עסקאות דומות בהודו שסיפקו מימון למשפחות ועסקים רבים.

בימים אלה מתקיימת עבודת מטה של קרנות פילנתרופיות מקומיות מסן-פרנסיסקו בשיתוף מכון מילקן, לסיוע לאוכלוסיה הלטינית באיזור מפרץ סן-פרנסיסקו. מטרת פרויקט זה, הנקרא בשם פרויקט איזבלה (Isabella Project), היא, בין היתר, לקדם את האוכלוסייה באמצעות הגדלת זמינות ההון לעסקים קטנים המשתייכים למגזר הלטיני, ע"י שימוש בכלי האיגוח.⁶⁷ כחלק מעבודת המטה, מוצע פיילוט המבוסס על איגוח אגם הלוואות לעסקים קטנים. על פי הפיילוט, הלוואות לעסקים קטנים, בהן קיימות ערבויות חיצוניות של קרנות פילנתרופיות או הלוואות המגובות ע"י ערבות ממשלתית, יצורפו לאגמי הלוואות. אגמים אלה יימכרו לגופים ייעודיים שיאגחו וימכרו אותם, באמצעות חלוקה לשכבות שונות, בהנפקות ציבוריות למשקעים פרטים ומוסדיים.

צפוי, כי האיגוח יאפשר לבנקים חסרי מיומנות למתן הלוואות בקרב אוכלוסייה זו לקחת חלק במימונה, ובכך לעמוד בצרכי החוק האמריקאי אשר מחייב השקעה בקהילה (חוק ה-CRA). מאידך, יאפשר איגוח זה לבנקים המיומנים במתן הלוואות לקהילות אלו, שלהם אין בעיה בעמידה בהוראות חוק ה-CRA, להפחית את ההלוואות ממאזניהם, לשפר את יחס הנזילות שלהם, ולהמשיך באספקת מימון לעסקים הקטנים אשר משתייכים למגזר הלטיני.⁶⁸

ניצול תרומות באופן בו מעורבים שיקולים כלכליים, יעילות ומינוף ביחס גבוה, וכן התייחסות לתרומות כאפיק השקעה מכניס ומשתלם, יכולים להביא למהפכה בתפיסת המעורבות הפילנתרופית בעסקים. בעידן בו חברות רבות מייחדות משאבים רבים לשם מעורבות בקהילה, וממנות בעלי תפקידים המיועדים לנושאים אלו, קרנות ותורמים וכן חברות פרטיות, יכולים להגדיל את ההיקף האבסולוטי של השקעותיהן ותרומותיהן, עם תועלת רבה יותר לקהילה. בכך טמון למשק רווח כפול: מינוף של ההשקעות בקהילה, וגידול בהיקפן הכולל.

איגוח והלוואות לעסקים קטנים

כשם שגופים פילנתרופיים יכולים למנף את השקעתם באמצעות איגוח, גם ביכולת הממשלה לעשות זאת, ובכך לגרום לשינויים רבים במשק באמצעות מעורבות ממונית וניהולית של גורמים פרטיים.

מבחינת המבנה המשפטי של עסקאות האיגוח, אין הבדל משמעותי בין מעורבות ממשלתית לבין מעורבות פילנתרופית. בשני המקרים הקרנות הפילנתרופיות והממשלה לא נדרשות לנהל את העסקאות אלא לתת ערבויות בלבד. נפקות מסוימת למהות הגוף הערב יש בעת הליך דירוג העסקה על ידי חברות דירוג. המדינה תדורג בדירוג גבוה יותר מגורמים פילנתרופיים, וזאת משום יציבותה ועוצמתה הכלכלית, שמשמעותן בטחון וודאות גדולים יותר מאשר בעת ערבות של קרנות פילנתרופיות. כמו כן, תמיכת הממשלה ברעיון מסוים משדרת לשוק על חשיבותו של רעיון זה בעיני הממשלה.

הממשלה מטבעה היא גוף פחות יעיל מגורמים פרטיים. עובדה זו מקורה במנגנון התמריצים ויכולת הפיקוח המוגבלים של הממשלה ביחס לתאגידים עסקיים. במקום לממן באופן עקיף ובלתי יעיל תחומים בהם אין היא מתמצאת, או בהם היא חסרת יכולת פיקוח מספקת, יכולה הממשלה לתרום במישורים בהם חוזקה היחסי בא לידי ביטוי: העמדת מימון לצרכים ציבוריים במקומות בהם קיימים כשלי שוק. ניהול כלכלי ופיקוח נמצאים במיטבם בשוק חופשי, בידיים פרטיות ובהינתן מירב המידע במשק. השימוש בכלי איגוח אינו כרוך בהקמת מחלקות ממשלתיות המתמחות בנושא, שכן כולו נעשה בידי גורמים פרטיים. כך, נמנע בזבוז כספי משלם המיסים בשל פעילות ממשלתית שבה אין לממשלה כל יתרון יחסי, ולמעשה מתבצע מיקור חוץ בהשקעות הממשלה. באמצעות איגוח לא רק שהממשלה מגייסת גורמי מימון חדשים מן השוק הפרטי ובכך ממנפת את השקעתה, אלא גם מיעלת משמעותית את הפרויקטים, ע"י גיוס היתרונות הניהוליים של השוק הפרטי.

החלטנו להדגים כיצד מעורבות ממשלתית ופילנתרופית יכולה להשפיעה באופן משמעותי על המשק באמצעות כלי האיגוח. בחרנו בענף העסקים הקטנים, ענף שהינו קורבן לכשל שוק בכלכלה הישראלית, כשל שמצריך התערבות מלאכותית של ממשלה או גורמים פילנתרופיים.

על חשיבות העסקים הקטנים לכלכלה הישראלית אין חולק. העסקים הקטנים מעסיקים למעלה מ-60% מכוח העבודה בישראל.⁶⁹ העסקים הקטנים הם גם מפזרי ההכנסות היעילים ביותר במשק, בייחוד במגזרים בעייתיים ובפריפריות. שיעור הצמיחה הפוטנציאלי של העסקים הקטנים גדול מהעסקים גדולים, וביכולתם של העסקים הקטנים להביא לצמיחה מהירה במשק כולו. ברוב העולם העסקים הקטנים מעסיקים את מרבית כוח העבודה, מהווים רוב מוחלט מבין העסקים ומייצרים חלק גדול מהתוצר הלאומי. בישראל חלקם של העסקים הקטנים בתוצר הלאומי ביחס לחלקם בכח העבודה היא קטנה לאין ערוך.⁷⁰ תופעה זו ניתן ליחס במידה רבה לקשיים העומדים בפני עסקים קטנים בהשגת מימון.

מחסור באשראי בכלל, ובאשראי זול בפרט, מגופים בנקאיים וחוף בנקאיים מהווה בעיה לכל העסקים במשק, אולם כשמדובר בעסקים הקטנים הבעיה מחריפה. סקר שנערך על ידי לשכת ארגוני העצמאים (לה"ב) מצביע כי 64% מהעסקים הקטנים והבינוניים חורגים מקווי האשראי המאושרים שלהם,⁷¹ ועקב כך משלמים ריבית חריגה ויקרה. מנתונים אלה, עולה, כי ענף העסקים הקטנים סובל מקשיי מימון משמעותיים. קשיים אלו מונעים מן המשק מלממש את מנוף הצמיחה המהירה אותו יכולים העסקים הקטנים להציע.

הממשלה, מתוך הכרתה בחשיבות מגזר העסקים הקטנים לצמיחת המשק ולצמצום האבטלה, הקימה בשנת 2003 את הקרן לסיוע לעסקים קטנים. הקרן החלה לפעול בספטמבר 2003, ופרסמה מכרז שבו הציעה לבנקים לתת הלוואות לעסקים קטנים.⁷² הלוואות אלו מגובות בערבות מדינה בשיעור של 70%, שהובטחו באמצעות פיקדון של המדינה שהופקד בבנק הזוכה.⁷³

במכרז הראשון הציעה הממשלה פיקדון בסך 50 מיליון ש"ח המשמש כערבות להלוואות לבנק שיציע את יחס המינוף הגבוה ביותר לפיקדון. במכרז זה זכה בנק אוצר החייל, שהציע יחס מינוף של 5:1. כלומר, הבנק נתן הלוואות בהיקף של 250 מיליון ש"ח.⁷⁴

הבנקים החלו לגלות עניין במתן הלוואות לעסקים קטנים, ולמכרז השני שפרסמה הממשלה בשנת 2004, ניגשו יותר בנקים מאשר למכרז הראשון, למרות שבמכרז זה קטן סכום הפיקדון ל-40 מיליון ש"ח. הבנק הזוכה, הבנק הבינלאומי, הציע יחס מינוף גבוה יותר מבעבר, וזכה במכרז בשיעור של כ-6:1. כלומר, תמורת הפיקדון של ה-40 מיליון ש"ח, הבנק יספק הלוואות בשיעור של כ-250 מיליון ש"ח.⁷⁵ עד כה, לא הספיק הבנק לחלק את כל ההלוואות.

הסיבה להצלחת המכרז ולהעלאת יחס המינוף טמונה בנתונים שצברו הבנקים על הלוואות לעסקים קטנים. הבנקים הבינו "שהשד" אינו נורא כל כך, וששיעורי חדלות הפירעון בהלוואות לעסקים אלה, אינם גדולים כפי שחשבו בתחילה. מסקנה זו נתמכת גם על ידי נתוני קרן קורת, שהוכיחה בתיק ההלוואות שלה כי אחוז חדלות הפירעון שובר את מיתוס הסיכון שמיחוס למתן אשראי לעסקים קטנים. עד כה, כאמור, אחוז חדלות הפירעון בתיק ההלוואות של הקרן עמד על 1.1% ביחס לערבויות שניתנו ע"י הקרן.

עדות נוספת להצלחת המכרזים הללו ולשינוי בגישת הבנקים ביחסם לעסקים הקטנים, עולה מהודעה שפרסם בנק אוצר החייל, בה הוא מודיע כי הוא מגדיל את יחס המינוף למכרז שכבר זכה בו לכ-6:1. התוצאה היא, שהבנק ייתן הלוואות נוספות לעסקים קטנים בשיעור של 62.5 מיליון ש"ח, מעבר לסכום הראשוני עליו התחייב.⁷⁶

למרות המגמה החיובית וקיומם של מכרזים אלה, בעלי עסקים קטנים מדווחים על קשיים גדולים בגיוס מימון. עיבוד לנתוני סקר החברות שעורכת מחלקת המחקר בבנק ישראל, מראה כי קשיי המימון של החברות הקטנות גבוה יותר, בפער ניכר, משאר המגזרים העסקיים.⁷⁷

בשל יתרונותיהן הייחודיים, עסקאות איגוח הינן כלי, שביכולתו לסייע בפתרון קשיי המימון של העסקים הקטנים :

א. הרחבת ההשפעה של השקעת הממשלה וכספי קרנות פילנתרופיות. לאחר איגוח ההלוואות, הבנק המלווה יוכל למחוק את תיק ההלוואות ממאזניו. את תמורת ההנפקה יעמיד הבנק בשנית לטובת עסקים קטנים. כאן טמון רווח נוסף לבנק, משום שאת תמורת ההנפקה יקבל במזומן, במחיר "אפס", לעומת המצב כיום בו הבנק קונה את הכסף שהוא מעמיד לאשראי. איחוד ההשקעות של הקרנות הפילנתרופיות ושל המדינה, והאשראי "בחינם" שיקבל הבנק, יאפשרו לקבוע יחס מינוף טוב יותר בעסקאות העוקבות, ובהדרגה לאפשר מימון ליותר ויותר עסקים קטנים.

ב. בתיק הלוואות לעסקים קטנים קיימת כמות גדולה של הלוואות, בפיזור גיאוגרפי וענפי נרחבים. פיזור וגיוון ההלוואות מסייעים בהפחתת הקורלציה והסיכון בין העסקים. בניה נכונה של התיק ושל העסקה תאפשר למשקיעים ליהנות ממאפיינים ייחודיים אלה. עסקת איגוח מוצלחת אף תסייע פעם נוספת בשבירת מיתוס הסיכון שכביכול טמון בעסקים קטנים.

כמו כן, בעסקאות אלו טמונים גם יתרונות למשק כולו:

א. פתיחתו של שוק איגוח הלוואות בפעם הראשונה והצלחת עסקאות אלו יביאו לפיתוח שוק האיגוח בארץ ולשכלול שוק ההון. עסקת איגוח במובנה הקלאסי שתיושם לראשונה בישראל תהיה פתח לעסקאות רבות מצד גורמים רבים שחוששים מהסיכון והעלויות הטמונים בעריכת העסקה הראשונה.

ב. צמיחת עסקים קטנים תביא לצמיחה כלכלית ופיזור הכנסות במשק.

על אף היתרונות הגלומים בשוק משני הלוואות לעסקים קטנים, קיימות מספר בעיות המייחדות את המגזר ומקשות על קיומו. הבעיות העיקריות הן:

א. העדר ביטחונות מספקים - מרבית העסקים מסתמכים על הכנסה עתידית, ולכן אלמנט הבטוחה קטן יותר ביחס לכלל ההלוואה. יש לציין, כי בכל העולם תיקי ההלוואות הראשוניים להיות מאוגחים הם תיקי הלוואות למשכנתאות. בהלוואת מסוג זה קיימת בטוחה סטטית וגדולה בדמות דירה או קרקע, המהווה קרוב ל-100% מקרן ההלוואה. מעבר לכך, סביר להניח שלווים מחויבים יותר לתשלום חובם כאשר הבטוחה העומדת בפני חילוט היא ביתם.⁷⁸ בהלוואות לעסקים קטנים, חריג ביותר שהבטוחה העומדת לטובת ההלוואה היא דירה או מקרקעין. על כן הסיכון וחוסר הוודאות גדלים.⁷⁹

ב. קשיים באמידת ההכנסות עתידיות - בניגוד לקרקע ונכסים, הכנסות עתידיות של עסקים קטנים קשות להערכה ומדידה, ועל כן נפגעת האפשרות לדרג את יכולת החזרת ההלוואה.⁸⁰

ג. העדר מערכת דירוג פנימי של הבנקים - על מנת לדרג תיקי הלוואות המיועדים לאיגוח, חברות הדירוג חייבות לבחון את ההלוואות הקיימות בתיק. באיגוחים של עסקים קטנים שנעשו בחו"ל, הסתמכו חברות הדירוג על מערכת הדירוג הפנימי של הבנקים כדי להימנע מבחינת כל הלוואה והלוואה בנפרד. במערכת הבנקאית בארץ קיימים מספר קטן של

בנקים עם מערכת דירוג אשראי פנימית אחידה וקשיחה, שעליה יוכלו להסתמך חברות הדירוג. עובדה זו תקשה על חברות הדירוג ותגדיל את עלויות העסקה.

ד. רתיעת השוק ממתן הלוואות לעסקים הקטנים בכלל ומאגוח תיקי הלוואות לעסקים קטנים בפרט - האמונה הרווחת היא, כי עסקים אלו אינם יציבים ונמצאים בסיכויי חדלות פירעון גבוהה.

רוב הבעיות שנסקרו לעיל אינן נחלתה הבלעדית של כלכלת ישראל. מדינות שונות בעולם הצליחו להתגבר על הבעיות המאפיינות את איגוח העסקים הקטנים, וקידמו משמעותית את המגזר.

איגוח הלוואות לעסקים קטנים בעולם

בדומה לישראל, גם במדינות אחרות בעולם, עסקים קטנים עומדים בפני קשיים בגיוס אשראי. בשל תרומתם של העסקים הקטנים לכלכלה, קידמו מדינות שונות עסקאות איגוח של הלוואות לעסקים קטנים ע"י התערבות ממשלותיהן, הן במישור החקיקתי והן במישור המימוני. במישור החקיקתי, חוקקו ממשלות אלו חוקים שיאפשרו איגוח בכלל ואיגוח תיקי הלוואות לעסקים קטנים בפרט, כפי שיבואר בהמשך. במישור המימוני, ממשלות אלו נתנו ערבויות לתיקי האג"ח של העסקים הקטנים, ובכך העלו את האטרקטיביות של איגוחים אלה בפני המשקיעים.

איגוח ומכירת תיקי הלוואות לעסקים קטנים בארה"ב

עסקים קטנים בארה"ב זוכים לעזרה משמעותית מהממשלה, לרוב באמצעות הרשות לעסקים קטנים ה-SBA (Small Business Administration). מרבית הלוואות לעסקים קטנים המאוגחות בשוק הציבורי הן הלוואות המגובות ע"י ערבויות ממשלתיות. על מנת לקדם איגוח של כלל הלוואות לעסקים קטנים, ולא רק את הלוואות המגובות ע"י ערבות ממשלה, הקל הממשל באמצעות חקיקה על הרגולציה ועל הנהלים הרישומיים בעסקאות איגוח של כלל הלוואות לעסקים קטנים. למרות ההתקדמות שחלה בתחום איגוח הלוואות שאינן נהנות מתמיכה ממשלתית, חלקן של הלוואות אלו שמאוגחות, ביחס לכלל הלוואות לעסקים קטנים, הינו נמוך.

בשנת 1953 נחקק חוק ה-SBA(7), והוקם ה-SBA כרשות פדראלית עצמאית המספקת סיוע ניהולי וכלכלי לעסקים קטנים. ה-SBA מספק סיוע באמצעות ערבות פדראלית של ממשלת ארה"ב להלוואות לעסקים אלו. נכון להיום, הערבות ניתנת על 80% מהלוואה עד \$100,000, ועל 75% מהלוואה מעל \$100,000. המקסימום להלוואה הינו \$750,000. הלוואות אלו נמכרות בשוק המשני הפרטי.

הלוואות ניתנות לפרק זמן שנע בין 5 ל-25 שנים. אורך זמן הלוואה נע בהתאם לענף, אליו משתייך העסק הקטן. סה"כ ממוצע פרק זמן הלוואות בתיקים המאוגחים עומד על 14

שנים.⁸¹ עסק אינו רשאי לקבל הלוואה באם ישנו מקור מימון תחליפי סביר: גיוס הון, מכירת נכסים, או גיוס מקורות אישיים.

פתיחת השוק המשני להלוואות לעסקים קטנים החלה בצעד חקיקתי, שאפשר לקבץ מספר הלוואות לעסקים קטנים יחדיו באגם הלוואות אחד, ולמוכרן. בשנת 1984 העביר הקונגרס חוק לעידוד השוק המשני להלוואות לעסקים קטנים (Small Business Secondary Market Improvement Act). החוק התיר יצירת אגם הלוואות לעסקים קטנים, והגדיר את התנאים לבנייתו ומכירתו. בכך הביא החוק להתפתחות שוק משני לאשראי וסייע ביצירת יעילות ונזילות מוגברות במכירת הלוואות לעסקים קטנים. החוק אפשר לחלק המובטח בהלוואות המגובות ע"י ה-SBA להימכר לרוכשים פרטיים, ובכך למנף את הערובה הממשלתית ולספק מימון נוסף מהסקטור הפרטי. המוסדות המלווים יכלו להשתמש במימון זה על מנת להלוות בשנית. לאחר מתן ההלוואה, המוסד המלווה נשאר מחויב לאותם תנאי שירות ההלוואה וגבייתה, בהתאם להסכם שנחתם מראש עם ה-SBA.⁸²

הקמת אגמי הלוואות מותרת לתאגידים בנקאים, חברות ביטוח, ברוקרים, דילרים ומוסדות נוספים הנמצאים תחת הנחיות ה-SBA. התנאים ליצירת אגם הלוואות הם:

- א. כל אגם יהיה בהיקף מינימאלי של מיליון דולר
- ב. האגם יורכב לפחות מארבע הלוואות
- ג. הלוואה אחת לא תהיה יותר מ-25% מכלל האגם
- ד. כל ההלוואות צריכות להיות בריבית קבועה או משתנה
- ה. לכל ההלוואות יהיו אותם תנאי החזר
- ו. משך חיים הממוצע (מח"מ) של ההלוואה החדשה ביותר לא יהיה פחות מ 70% מהמח"מ של ההלוואה הוותיקה ביותר⁸³

המשקעים רוכשי ההלוואות, רואים חשיבות רבה בהחזר הקרן והריבית בתאריכים הנקובים להם. לכן, בהלוואות הניתנות במסגרת זו, נעשה שימוש בקנס תשלום מוקדם ללווה. קיומו של הקנס מחזק את הוודאות להחזר תקבולים בתאריך המיועד ולא לפניו, ומעלה את אטרקטיביות הרכישה למשקיעים.⁸⁴ כמו כן, בעת חדלות פירעון של הלווים, מבטיח ה-SBA לרוכש את החזר התקבולים בזמנים המיועדים, ובמקביל ממנה ה-SBA "קצין הצלה" (Workout officer) להלוואה, על מנת לסייע ללווה להחזיר את חובו, או לחילופין לחלט בטוחות.

יש לציין שחוק זה הסדיר קנייה ישירה של אוסף קטן של הלוואות. עסקה כזו בהיקפים קטנים וללא הנפקת איגרת חוב, איננה עסקת איגוח במובנה הקלאסי, אלא מכירת הלוואות בשוק משני. למרות זאת, מתווה העסקה המאפשר ומגדיר מכירת אגם הלוואות קטן, ומסדיר את המחאות הזכויות והחובות, היה צעד בכיוון איגוח ציבורי רחב היקף של הלוואות לעסקים קטנים.

ממכירת אגם קטן של הלוואות בשוק המשני, קצרה הדרך לאיגוח אגם גדול של הלוואות בשוק הציבורי. האיגוח נעשה באמצעות איחוד מספר אגמי הלוואות קטנים, המגובים ע"י ה-SBA, או באמצעות יצירת אגם גדול מהלוואות יחידות.⁸⁵

במרבית עסקאות האיגוח של הלוואות לעסקים קטנים בארה"ב, אוגחו החלקים המובטחים ע"י ה-SBA. בעסקאות אלו נעשה לרוב שימוש במכאניזמים להפחתת הסיכונים, כדוגמת חברה ייעודית המופרדת לחלוטין מחברה המקור. כמו כן, בחלקן של העסקאות נעשה שימוש באגרות חוב נחותות ועליונות, על מנת להסיט סיכונים ולעודד משקיעים לרכוש את אגרות החוב.

כדי להמשיך ולפתח את איגוח העסקים הקטנים בארה"ב גם להלוואות ואגמי הלוואות שאינם דווקא מגובים ע"י ממשלת ארה"ב, חתם הנשיא קלינטון בספטמבר 1994 על חוק ריגלי לפיתוח קהילתי (The Riegle Community Development and Regulatory Improvement Act 1994).⁸⁶ החוק נחקק במטרה להסיר חסמים רגולטורים מאיגוחים של עסקים קטנים ומורה למפקחים על הבנקים להכיר באיגוח של הלוואות לעסקים קטנים לצורך הפחתה מהמאזנים ודרישות עמידה בהלימות הון. למרות חקיקת חוק זה, כמעט ולא אוגחו תיקי הלוואות שאינם מגובים לפחות חלקית ע"י ה-SBA. נראה כי הסיבה היא הקושי שבדרוג והערכת הלוואות שאינן מגובות ע"י הממשל. קושי זה מחייב בדיקה פרטנית של כל הלוואה והלוואה ומייקר משמעותית את עליות העסקה.⁸⁷

ע"פ נתוני חברת הדירוג S&P, רק חלק קטן מסך כל ההלוואות לעסקים קטנים אוגחו. מאז שנת 1997 הייתה חברת S&P מעורבת בדירוג של עסקאות איגוח להלוואות לעסקים קטנים בהיקף של 8.3 מיליארד דולר בלבד, בעוד שלהערכת החברה קיימות בשוק האמריקאי הלוואות לעסקים קטנים בסך של 2 טריליון דולר. בשל רתיעת השוק מאיגוח הלוואות לעסקים קטנים, פיתחה מאז חברת S&P סימולציות דירוג המתבססות על מאגר הנתונים של ה-SBA. המאגר מתעד 20 שנה של פעילות, ומכיל מידע אודות 10,000 מלווים, 650,000 הלוואות ו-1,689 סוגי תעשיות וענפי פעילות. באמצעות סימולציות אלו, ניתן ליצור תחזית שיעורי חדלות פרעון ברמת מובהקות של 95%, שיעור וודאות גבוה. קיומו של מאגר כזה מפחית את הקשיים העומדים בפני איגוח הלוואות לעסקים קטנים ובראשם פערי המידע בנוגע לתפקודם ותחזית חדלות הפירעון שלהם.⁸⁸

התקדמות חיובית בתחום איגוח ההלוואות לעסקים קטנים שאינן מגובות ע"י הממשלה, ניתן לראות בעסקה בהיקף של 100 מיליון דולר, שנחתמה בנובמבר 2004 ע"י Advanta Corporation. בעסקה איגוח מתגלגל זו, אוגחו תקבולים עתידיים של עסקים קטנים מחובות כרטסי אשראי.⁸⁹ עסקה זו מצביעה על התבגרותו של תחום איגוח ההלוואות לעסקים קטנים שאינן מגובות בערבות פדראלית, ומאותת על מגמת העתיד: איגוח הלוואות לעסקים קטנים ללא סיוע חיצוני.

איגוח הלוואות לעסקים קטנים בספרד

גם ממשלת ספרד נקטה בצעדים על מנת לעודד איגוח הלוואות לעסקים קטנים.⁹⁰ הממשלה החליטה להעביר את הסיכון בהלוואות לעסקים אלו לגורמים חוץ בנקאיים. בשנת 1999, פרסמה ממשלת ספרד תוכנית וקריטריונים לעסקאות איגוח של הלוואות לעסקים קטנים. בין היתר, קבעה התוכנית, כי על מנת לעמוד בתנאיה, לפחות 80% מההלוואות המאוגחות חייבות להיות של עסקים קטנים. באיגוח אגמי הלוואות אלו, התחייבה הממשלה לגבות רצועות דירוג מסוימות של האגחים.⁹¹

גובה הערבויות השתנה בהתאם לרצועות הדירוג (Tranches):

א. ב- 1999 הממשלה גיבתה ב- 100% את רצועות הדירוג AA, A ו- BBB.

ב. החל מ- 28 בדצמבר 2001, הערבות כיסתה 50% מסכום הקרן והריבית של אגרות החוב המדורגות "A" ו- 80% מסכום הקרן והריבית של אגרות החוב המדורגות "AA".

ג. החל מ- 2003, הערבויות ניתנו רק ל- 80% מסכום הקרן והריבית של אגרות החוב המדורגות AA.

הבנקים שביקשו להשתתף בתכנית זו, התחייבו בפני הממשלה להשקיע 50% (החל מ-2003, 100%) מתמורת ההנפקה במימון נוסף לעסקים קטנים ובינוניים.

על פי נתוני חברת MOODY'S, עד סוף שנת 2003 לבדה אוגחו במסגרת תוכנית זו כ- 11,450 מיליון אירו.⁹² העסקאות שבוצעו עד עתה היו מוצלחות, ושיעורי ההפסדים בעסקאות אשר בוצעו החל משנת 2000 הינם נמוכים (כ- 2%). בנוסף, כ- 60% מתוך ההפסדים נרשמו בשנתיים הראשונות, ולאחר כ- 5 שנים שיעור ההפסדים התקרב לאפס.

את הגידול שחל בהיקף העסקאות ניתן לראות בטבלה מספר 2. בין שנת 2002 לשנת 2003, היקף העסקאות גדל פי שניים ואף יותר.

טבלה מספר 2

היקף עסקאות איגוח של הלוואות לעסקים קטנים בספרד החל משנת 2000

שנה	2000	2001	2002	2003
סה"כ הונפק (במיליוני יורו)	1,537	550	3,110	6,253

Source: Alberto Barbachano, Alberto Postigo, *Moody's Spanish SME Loan-Backed Securities Index*, (Moody's Investor Service, April 30, 2004), p.1.

www.moody's.com/moodys/cust/research/babylon/Release/Rating%20Action/noncategorized_number/2002500000439334.asp?search=7&searchQuery=alberto%20barbachano&click=1
כניסה לאתר ב- 28 ביוני 2005.

מהיוזמות בארה"ב, ספרד ומדינות אחרות, נראה שמדינות אלו לא הסתפקו בחקיקה שהורידה חסמים רגולאטורים ופרוצדוראליים בתחום עסקאות איגוח. מדינות אלו נקטו בצעדים ממנויים כדי לעודד איגוח הלוואות לעסקים קטנים. התמיכה הממשלתית נבעה מרתיעתם של משקיעים להשקיע בענף העסקים הקטנים, הנחשב מסוכן וקשה לדירוג והערכה. מעורבותה של הממשלה מתבטאת בהעמדת ערבויות לאגרות החוב. ערבויות אלו מפחיתות את הצורך בבדיקה פרטנית של כל הלוואה והלוואה, ומוזילות את עלויות העסקה ואת משך הזמן הנדרש לעריכתה. ערבויות אלו מעלות את ערכן של אגרות החוב, והופכות אותן למוצר השקעה רווחי למשקיעים.

איגוח עסקים קטנים בישראל

המסקנה העיקרית העולה מהנעשה בארה"ב ובספרד היא שבכוחה של התערבות חיצונית לפתח את השוק המשני לאשראי לעסקים קטנים. מעורבות חיצונית ממשלתית ו/או פילנתרופית באמצעות מתן בטוחות, תקל על איגוחן של ההלוואות, ותגביר את האטרקטיביות של אגרות החוב בעיני משקיעים.

כאמור, על מנת לדרג את אגרות החוב, במהלך תהליך איגוח ההלוואות מתבצע דירוג של העסקה על ידי חברת דירוג. בתהליך מורכב ויקר, נבחנים התנהגות הלוואות דומות בעבר,⁹³ ומאפייני ההלוואות המועמדות לאיגוח.⁹⁴ יתכן כי ערבות ממשלתית ו/או פילנתרופית בשיעור מספק, תייתר בדיקה פרטנית של כל הלוואה והלוואה, תתגבר על מחסום המחסור במידע הקיים בשוק, ותפשט את העסקה. בהתאמה, יופחת משך הזמן הנדרש להערכת העסקה, וכן תוזל עלותה.

לאור הכדאיות במעורבות אקטיבית במתן בטוחות להלוואות לעסקים קטנים, ניתן לשקול מעורבות של קרנות פילנתרופיות הרוצות למנף את תרומתן לקהילה. מתן ערובה חלקית ע"י קרנות פילנתרופיות, יתמרץ את הממשלה לשתוף פעולה.

אפשר לקדם את השוק המשני להלוואות לעסקים קטנים באמצעות שני מודלים: הראשון, איגוח קלאסי (מכירת אמת באמצעות SPV) ע"פ המודלים הנפוצים בעולם. במודל זה יונמך הסיכון באמצעות ערבויות משותפות של המדינה וקרנות פילנתרופיות. המודל השני פשוט יותר, ותמציתו מכירה פרטית של תיק הלוואות קיים למשקיע מוסדי תוך הקטנת הסיכון ע"י המדינה וקרנות פילנתרופיות.

בשל הקשיים הטמונים בעסקה הראשונית בשני המודלים (סיכון רב יותר באין עסקה קודמת, ועלויות גבוהות לעריכת העסקה), אפשר שיינתנו תמריצים ראשוניים למשקיעים באמצעות מעורבות ישירה של גוף פילנתרופי, ו/או גוף ממשלתי, שיתחייבו לקחת את הסיכון הראשוני הכרוך בעסקה. הבנק ימכור/ינפיק תיק הלוואות לעסקים קטנים אשר נמצא בבנק, התיק יובטח ע"י הגוף הממשלתי/פילנתרופי ויהיה אטרקטיבי למשקיעים בגלל הביטחונות שנמצאים בו. הבנק המוכר יתחייב להשקיע את התמורה מהמכירה/הנפקה בהלוואות נוספות, אותן יעניק לעסקים קטנים.

יש לציין כי כתוצאה ממכירת/הנפקת ההלוואות, נוצרת פגיעה במחויבות הבנק לשרת את ההלוואות, ולהשלים את תהליך הגביה. הסיבה לכך היא העדרו של תמריץ לבנק לגבות את חובות החייבים בעת חדלות פירעון, שכן לאחר מכירת/הנפקת ההלוואות אין הבנק נושא עוד בהפסדים בשל חדלות הפירעון. על מנת לשמור על מחויבותו של הבנק נותן ההלוואות לספק שירותים גם לאחר מכירת/הנפקת ההלוואות, יש להסדיר את נושא הגביה והספקת השירותים בטרם המכירה/ההנפקה, באמצעות חוזה בין הבנק לגוף המנפיק/הרוכש. דרך אחת לשמור על מחויבותו של הבנק לשרת את ההלוואות, היא באמצעות עמלה שתשולם לו בתמורה לאספקת השירות, וכן קביעת אפשרות להחליפו בבנק אחר באם לא ימלא את תפקידו כהלכה. דרך אחרת היא שהבנק המוכר את תיק הלוואות ימשיך להחזיק בחלק מן התיק, ובכך ישמר האינטרס שלו לגבות את החובות ולשרת את ההלוואות.⁹⁵

המודל הקלאסי לאיגוח הלוואות לעסקים קטנים

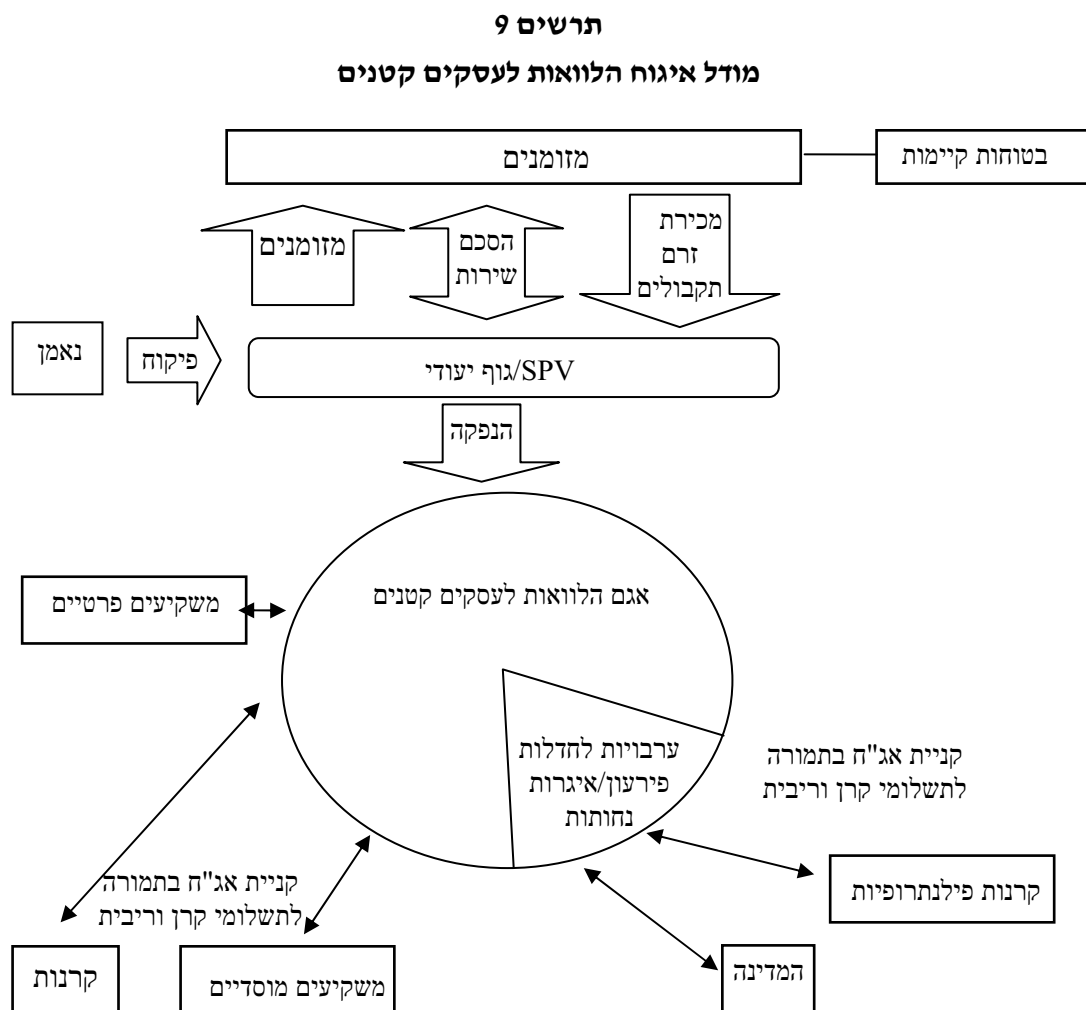
המודל הראשון לאיגוח הלוואות לעסקים קטנים הינו במתווה של איגוח קלאסי. המודל יכול להיות מיושם על תיקי ההלוואות קיימים ומתפקדים, תיקי ההלוואות לעסקים קטנים של המדינה שניתנו באמצעות קרן תבור, בשיתוף עם בנק אוצר החייל והבנק הבינלאומי⁹⁶ מגובים בערבויות ממשלתיות, בשיעור של 70% לכל הלוואה.⁹⁷ תיק אחר שהינו מועמד מוביל לאיגוח הוא תיק ההלוואות של קרן קורת. במסגרת תיק זה, התחייבה קרן קורת לספק בטוחות בשיעור ממוצע של 35% לכל הלוואה.

המודל מתבסס על ערבות פילנתרופית ו/או ממשלתית, המבטיחה שבעת חדלות פירעון ישולמו כל ההחזרים במועד הנקוב להם. מאחר ובתיק ההלוואות של המדינה כבר קיימות ערבויות ממשלתיות, יש לוודא כי אלו יבטיחו לא רק את החזר החוב בעת חדלות פירעון, אלא גם את החזרי הריבית והקרן במועדן. הביטחונות צריכים להבטיח לא רק את השבת החוב במקרה של חדלות הפירעון, אלא גם תשלום קשיח של החזרי הקרן והריבית במועד המדויק. אם בעת חדלות פירעון נכנס לתוקפו הליך מסורבל, שבסופו משולם החוב ע"י ערבויות הממשלה או ערבויות פילנתרופיות, אין בכך כדי לסייע לבעלי אגרות החוב, שלהם מועדי התשלומים הם בעלי חשיבות רבה.

דרך נוספת ליישם את המודל היא באמצעות הנפקת 2 קבוצות של אג"ח, קבוצה א' עיקרית וקבוצה ב' נחותה. אגרות החוב מסוג ב' ישמשו ככרית ביטחון לאגרות החוב של קבוצה א'. ככל שכרית הביטחון תהיה גדולה יותר, כך הדירוג של אגרות החוב של קבוצה א' יהיה גבוה יותר. את אגרות החוב הנחותות יקנה הגוף הממשלתי/פילנתרופי. גוף הזה יקבל את החזרי הקרן והריבית רק לאחר שבעלי האג"ח העיקרי יקבלו את תקבוליהם. קניית אגרות החוב הנחותות תהיה במקום העמדת ערבויות להלוואות.

יש לציין כי קניית אגרות החוב הנחותות תזכה את המדינה/הקרן הפילנתרופית בתשואה ככל מוצר השקעה אחר. העמדת ערבות לחדלות פירעון תזכה את הקונה בפרמיית סיכון. את התשואות האלו יכולות הקרן והמדינה ליעד למימון "קציני הצלה" להלוואות שתקלו בקשיים.

מעבר לכך, ביכולתם של הגוף הפילנתרופי ושל המדינה להפחית את הסיכויים לחדלות פירעון באמצעות תוכניות חונכות לבעלי העסקים הקטנים, יעוץ ופיקוח שוטפים. ייעוד חלק מתשואותיהם לליווי העסקים הקטנים (הלווים), יביא לשיפור איכות הניהול העסקי בקרב עסקים אלה, ולהפחתת הסיכון לחדלות פירעון, ובאופן זה להגדיל את תשואתם מעסקת האיגוח. בתרשים מספר 9 מתוארת עסקת איגוח קלאסי של הלוואות לעסקים קטנים:



בשל משך החיים הממוצע (מח"מ) הנמוך יחסית של ההלוואות בתיקים אלו (ההלוואות הן של קרן קורת והן של קרן תבור ניתנות לתקופה של 5 שנים בלבד), ובשל פרק הזמן שייקח לערוך את העסקה הזו, ייתכן כי לא תהיה כדאיות כלכלית באיגוחה.⁹⁸ על כן יש לשקול עריכת עסקת איגוח מתגלגל. משמעות עסקה זו היא שהבנק יחליף הלוואות שנפדו בהלוואות חדשות שינתנו על ידו. במקרה זה, הבנק יהיה מחויב להמשיך להעניק הלוואות חדשות בקצב הזהה להלוואות שנפדו, כדי לתחזק את התיק. חובה זו מעלה את הסיכון שטמון בעסקה, וזאת משום שאם לא יעלה בידי הבנק להעניק עוד הלוואות, יאלצו המדינה/הקרן לערוב להחזרת התקבולים, למרות שאלו לא יתקבלו מלווים.

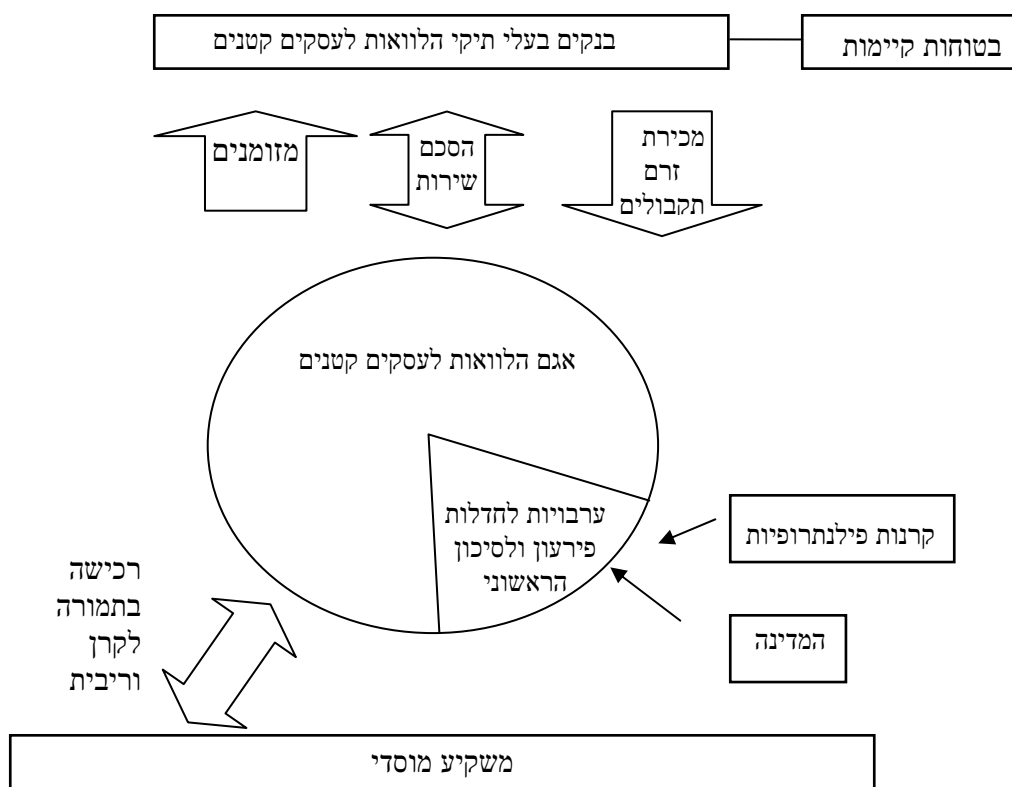
אפשרות נוספת של יישום מודל קלאסי לאיגוח הלוואות לעסקים קטנים, היא בניית תיק חדש תוך ייעודו מראש לאיגוח. כבר בתהליך מתן ההלוואות, יקוטלגו אלו על סמך הקריטריונים הנבדקים ע"י חברות הדירוג, באופן שייקל על משך הזמן הנדרש בתהליך הדירוג. בבניית תיק כזה יש להקפיד על סטנדרטיזציה (נוהלי טיפול אחידים, מסמכים משפטיים אחידים, וכיוצא באלו). איסוף כמות מספקת של הלוואות, על מנת שיהיה ניתן לאגוח, הוא תהליך שעורך שנים ספורות.

המודל השני - מכירת תיק הלוואות קיים למשקיע מוסדי

בהתחשב בבעיות שנסקרו לעיל בעסקת האיגוח הקלאסי, ישנה אפשרות נוספת לצעד פחות שאפתני, על מנת לתרום להתפתחות השוק המשני בכלל, ולעסקים קטנים בפרט. אפשר לערוך עסקת מכירה של תיק הלוואה במלואו למשקיע מוסדי אחד. משמעות מכירה זו היא, שנהלים פרודוראליים רבים שמאפיינים עסקת איגוח במובנה הקלאסי, ובראשן הקמת חברת ייעודית, ודירוג אגרות החוב מתייתרים. למשקיעים המוסדיים יכולת להעריך את הסיכון הטמון בתיק, ולבצע עסקת רכישה באופן מהיר יותר, מאשר עסקה המבוצעת על ידי הנפקת אגרות חוב לציבור. תרשים מספר 10 מציג מודל של מכירת תיק הלוואות של עסקים קטנים למשקיע מוסדי:

תרשים 10

מודל מכירת תיק הלוואות



גם באיגוח מצומצם זה, יוכל הבנק (לאחר אישור המפקח על הבנקים) למחוק את החוב ממאזניו בתמורה למזומנים שיקבל מהמשקיע המוסדי ולהחתים לוויס חדשים. כתוצאה מהמכירה ייהנה המשקיע המוסדי מזרם תקבולים ותשלום הקרן במועדים שנקבעו. בכך, יגוון את השקעותיו, ואף את יוקרתו הכלכלית.

עסקה כזו תהווה התקדמות חיובית בכיוון איגוח תיקי ההלוואות, שכן לראשונה יתומחרו הלוואות אלו ויבחנו לפרוטרוט. עסקה זו תיצור כלים מתודולוגיים להערכה עתידית של ההלוואות. כמו כן, הצלחתה של עסקה זו תביא להורדת שיעור הערבויות העתידיות, אותן ידרשו משקיעים בעסקאות האיגוח הבאות.

יש לציין, כי לגופים מעטים במשק הישראלי יש כלים לקנות ולהעריך תיק הלוואות כזה. על כן, במודל זה תימנע האפשרות ממשקיעים פרטיים לקנות את מוצר ההשקעה המבוסס על הלוואות לעסקים קטנים. לאור נכות שוק אגרות החוב בישראל, ובשל הקושי בעריכת עסקת איגוח ראשונה, יתכן שכדאי לנצל את מגמת שיתוף הפעולה בין הממשלה לבין הקרנות הפילנתרופיות, ובכך לפתור את כשל השוק הקיים בתחום אגרות החוב בישראל, למקסם את הנזילות ואת היעילות של ההשקעות במשק, ולהגביר את האשראי לעסקים קטנים ובינוניים.

סיכום

במחקר הוצגו השוק המשני לאשראי בכלל, וכלי האיגוח בפרט, כאמצעים שטומנים בחובם יתרונות רבים לפירמות ולמשקיעים. חדשנותם הפיננסית של אמצעים אלו, פותחת אפיקי מימון חדשים, מטייבת ומגוונת את ההשקעות במשק, מפזרת סיכונים אשראי וסיכונים השקעה, מסייעת לבנקים לעמוד ביחס הלימות הון, ומגבירה את הנזילות והגמישות לחברות ולמשקיעים. כמו כן, כלים אלו מסייעים להאצת הצמיחה במשק כולו. הם משכללים ומייעלים את שוק ההון, מפחיתים את התלות במערכת הבנקאית, מושכים משקיעים ומצמצמים את מעורבות הממשלה במשק, תוך קידום האפשרות לסייע נקודתית לפרויקטים ספציפיים.

ישראל מצויה בפיגור רב אחרי המדינות המערביות, במימוש הפוטנציאל של כלי האיגוח. כמות עסקאות האיגוח הנערכות בארץ הינה מזערית, ומרבית עסקאות האיגוח הנערכות בארץ אינן עסקאות איגוח במתכונתן הקלאסית. מצב זה מונע מהחברות, מהמשקיעים ומהמשק כולו את שלל יתרונותיו של כלי האיגוח.

נראה כי הסיבות העיקריות לאי התפתחותו של כלי זה בישראל הן העלויות הגבוהות והמורכבות המשפטיות הכרוכות בעריכת העסקאות הראשונות. עלויות אלה נובעות מאי התאמת החקיקה בארץ לעסקאות אלו, ומחוסר ודאות משפטית ורגולטורית באשר למעמדן. כתוצאה מכך, עולה הסיכון הטמון בעסקאות האיגוח, משקיעים פוטנציאליים נמנעים מלהשקיע, וכל עסקת איגוח נדרשת להתוות את החוקים מחדש. בנוסף, קיומם של כשלים ספציפיים במערכת הבנקאות מונע את התהוותם של שוק משני ושל עסקאות איגוח בתחום האשראי בארץ. אי

קיומה של סטנדרטיזציה בהליך מתן הלוואות, ואי הימצאו של מאגר מידע משוכלל ואחיד, מקשים על הליך דירוג תיקי הלוואות. הליך הדירוג מתייקר ומתארך משמעותית.

הממשלה נקטה בצעדים חיוביים לקידום הנעשה בתחום האיגוח בישראל, כגון מתן תמריצים כלכליים ורגולאטוריים, הפחתת כמות אגרות החוב הממשלתיות, הוספת משתתפים בשוק ההון, והקמת ועדה שעסקה בנושא הסרת חסמים בתחום. הניסיון העולמי מראה כי פעילות נחושה וזריזה יותר להסדרת תחום האיגוח בחוק, תסיר את חוסר הוודאות האופף את התחום, ותקל על הפרוצדורה המורכבת הכרוכה בעריכת עסקאות אלו.

קרנות פילנתרופיות יכולות להשתמש בכלי האיגוח למטרת מינוף השקעתן ותרומתן לקהילה. האיגוח מציע לקרנות הפילנתרופיות את יתרונותיו הניהוליים של השוק הפרטי ואת השתתפותם של גורמים פרטיים במימון פרויקטים, אותם מקדמות הקרנות. מעורבותם של גורמים פרטיים במימון פרויקטים, המונעת מאינטרס כלכלי להשאת רווחים, הופכת את התרומה לקהילה לעסקה יעילה יותר, משפיעה יותר ואף רווחית לקהילה ולכל הצדדים המעורבים.

הממשלה יכולה להשתמש ביתרונותיו של כלי האיגוח למציאת מקור מימון לפרויקטים ציבוריים, באמצעות מעורבות השוק הפרטי. עסקאות איגוח מנצלות את חוסנה הכלכלי של המדינה לשם מתן ערבויות ובטחונית, אולם מנוהלות באמצעות השוק הפרטי. כך, מציעות עסקאות האיגוח אמצעי יעיל וחשכוני לקידום פרויקטים עתירי ממון. ע"י שימוש בכלי האיגוח, יכולה הממשלה להפחית את המעורבות הציבורית במימון פרויקטים ציבוריים, ולהפכם לעסק רווחי ויעיל.

במחקר הוצגו שני מודלים יישומיים לקידום השוק המשני להלוואות לעסקים קטנים בכלל, ואיגוחן בפרט.

המודלים מתבססים על ערבויות של גוף פילנתרופי ו/או ממשלתי לעסקת מכר או הנפקה של תיק הלוואות לעסקים קטנים. מפגישות שנערכו עם מנהלי קרן קורת עולה כי קיימת נכונות רבה למעורבות פעילה של הקרן, באמצעות מתן ערבות לתיק הלוואות לעסקים קטנים המיועד למכירה או לאיגוח.⁹⁹ לקרן קורת תיק הלוואות קיים בבנק אוצר החייל, בו קיימת כבר ערבות פילנתרופית לחדלות פירעון של החייבים. הערבות הינה בשיעור של 35% במוצע לכל הלוואה. ע"פ דברי דורון כליף, סמנכ"ל ומנהל חטיבת הכספים בבנק אוצר החייל, הבנק מעוניין לשתף פעולה במכירת/איגוח תיק הלוואות של קרן קורת הנמצא בבנק.¹⁰⁰ בימים אלו מבצע הבנק ניתוח של התיק למטרת בחינת אפשרות איגוחו.

גם מפגישות עם רן אלון, הממונה על ערבויות המדינה,¹⁰¹ עולה כי קיימת נכונות של המדינה לבחינת מעורבות לשיתוף פעולה עם קרן קורת בנושא. שיתוף הפעולה יכול לבוא לידי ביטוי בהשלמת הערבויות הנדרשות לצורך מכירת/איגוח התיק.

המודל הראשון בנוי כעסקת איגוח קלאסי. הבנק ימכור את תיק הלוואות של הקרן במכירת אמת לחברה ייעודית (SPV) שתאוגד לצורך עסקת האיגוח, החברה תנפיק את אגרות החוב בהנפקה ציבורית. הערבויות הפילנתרופיות הקיימות בתיק יוסבו לערובות לתשלום התקבולים בעת חדלות פירעון, או לרכישת אגרות חוב נחותות, שיבטיחו את החזר תקבולי הקרן והריבית למשקיעים. את התמורה המתקבלת ממכירת תיק הלוואות יקצה הבנק למתן הלוואות חדשות לעסקים קטנים. כך ייהנו העסקים הקטנים ממקורות מימון נגישים יותר, וישבר מיתוס הסיכון הסובב אותם.

המודל השני בנוי כעסקת מכר, בה ימכור הבנק את תיק ההלוואות של הקרן למשקיע מוסדי. הערבות הפילנתרופית תבטיח את החזר תקבולי הקרן והריבית למשקיע, גם בעת חדלות פירעון של הלווים. בניגוד לעסקת האיגוח הקלאסית, עסקה זו תהיה פשוטה יותר מבחינה משפטית, ותהיה כרוכה בעלויות מעטות יותר ובמשך זמן קצר יותר לעריכתה. לאור משך החיים המקסימאלי של הלוואות לעסקים קטנים בתיק והיקפן, הפחתת העלויות וקיצור משך הזמן הנחוץ לעריכת העסקה, יקלו משמעותית על עריכת העסקה.¹⁰² גם את תמורת מכירה זו יקצה הבנק למתן הלוואות חדשות לעסקים קטנים. יחד עם זאת, תרומתה של עסקה במתווה זה לשכלול שוק ההון תהיה מוגבלת, שכן, אין היא תישא בשורת חדשנות למשק הישראלי, ואין היא תסייע לפיתוח שוק האיגוח.

בשני המודלים תהיה חשיבות רב לעירוב המפקח על הבנקים על מנת להבטיח כי התיקים המאוגחים/נמכרים יופחתו ממאזני הבנק.

עלות עריכת עסקאות איגוח קלאסי נגזרת מכמות העסקאות הנערכות. ככל שירבו עסקאות אלו, תרד עלותן השולית. אולם, עסקאות אלו לא יערכו מעצמן. הניסיון העולמי מראה כי התערבות חיצונית, שתפחית את הסיכונים ותוזיל את העלויות, יכולה להתניע את שוק האיגוח. מעורבותן הקיימת של קרנות פילנתרופיות ושל המדינה במתן בטחונות להלוואות לעסקים קטנים, שתקל על איגוחן, וההבנה בקרב גופים אלה, לחשיבות פתיחת שוק האשראי לעסקים קטנים, יכולות לפתוח חלון הזדמנויות לפיתוח שוק ההון.

תרומתן הראשונית של עסקאות איגוח קלאסיות בערבות ממשלתית ופילנתרופית, תהיה בפתיחת אפיק השקעה למשקיעים חדשים. אגרות חוב המגובות בהלוואות לעסקים קטנים יסייעו בגיוון תיקיהם של המשקיעים בענף שעד כה היה פתוח רק בפני הבנקים. השתתפותם של המשקיעים הפרטיים תוסיף מקורות מימון חדשים להלוואות לעסקים קטנים. ככל שיתקיימו יותר עסקאות כאלו, יתפתחו מיומנויות הדירוג, מאגרי המידע וכן הפרקטיקה המשפטית והפרוצידוראלית לעריכת עסקאות אלו. בכך, יש לתרום להצטרפותם של גורמים פרטיים לשימוש בכלי האיגוח, על כל יתרונותיו לחברות, למשקיעים ולכלל המשק. באופן זה, ביכולתן של המדינה והקרנות הפילנתרופיות להשיא למשק בישראל רווח כפול, הראשון באמצעות מנוף הצמיחה של העסקים הקטנים, והשני באמצעותו של שוק אגרות חוב משוכלל, המספק מכשירים ממוניים מתוחכמים ויעילים.

בנוסף להמלצתנו הראשית לאגח תיק הלוואות לעסקים קטנים, על מנת לפתח את שוק האיגוח ולשכלל את שוק ההון בישראל, נחוצים הצעדים הבאים :

א. חקיקת חוק איגוח ממצה (בדומה לנעשה בארצות רבות בעולם). החוק יתייחס למאפיינים הייחודיים של עסקאות האיגוח כגון מעמד ה-SPV, המחאת זכויות,¹⁰³ מכירת אמת וכו'. חוק זה יפזר את חוסר הוודאות, ויסדיר את הפרוצדורה המשפטית והחשבונאית לעריכת עסקאות איגוח.

ב. קידום האיגוח הסינטיטי. האיגוח הסינטיטי הינו פיתוח של האיגוח הקלאסי המסייע בגיוס ממון ובצמצום סיכונים לחברת המקור. בין היתר, עסקת איגוח סינטיטית אינה כרוכה בהעברת בטוחות. על כן, נראה כי ביכולתו של כלי זה להתגבר על חלק מהחסמים המשפטיים העומדים בפני איגוח קלאסי ולהוזיל את עלויות העסקה.

ג. נחוצה סטנדרטיזציה של דירוג האשראי של עסקים ויחידים. הקמת מערכת דירוג אשראי המתבססת על סטנדרטים אחידים תביא לטיוב המידע בידי עסקים ויחידים לגבי עצמם, ותשפר את מערך קבלת ההחלטות למתן אשראי בבנקים. סטנדרטיזציה זו תקל על עריכת עסקאות איגוח, שכן היא תאפשר את הערכת הסיכון ביתר קלות. למערך דירוג אחיד יש גם יתרונות נוספים למשק, שעיקרם הוא הגברת התחרות במערכת הבנקאות.

ד. הקמת מאגר מידע להלוואות לעסקים קטנים. יש להסב את המידע הקיים בתיקי הלוואות המגובים ע"י הממשלה וע"י הקרנות למאגר מידע המותאם לצרכי איגוח. מידע זה יהיה נגיש לביצוע חיתוכים על בסיס מיקום גיאוגרפי, ענף פעילות, אופי בטחונות וכו'. יש לשקול כיצד לתמרץ את הבנקים הפרטיים לבצע זאת גם במאגרי המידע שלהם. קיומו של מאגרי מידע להלוואות לעסקים קטנים יקל על תהליך איגוח הלוואות ויזרוז.

חדשנות פיננסית היא מנוע צמיחה מתוחכם ומשוכלל. ביכולתה להאיץ את הצמיחה במשק ולהקנות לו גמישות ויכולת תמרון רחבה. השוק המשני וכלי האיגוח מאפשרים את מעקף ערוצי המימון הבנקאיים תוך פתיחת אפיקי מימון חדשים, גיוון אפשרויות השקעה ושכלול שוק ההון כולו. על ישראל לנצל את מנועי הצמיחה האלה כשם שעשו מדינות אחרות בהצלחה רבה, ולנקוט בצעדים להסדרת השימוש בהם. אם לא תשכיל לעשות זאת, תיוותר ישראל הרחק מאחור במרוץ הכלכלה הגלובאלית.

נספח איגוח

עסקת איגוח קלאסי

- הבנק ימכור את תיק הלוואות של קרן קורת במכירת אמת לחברה ייעודית (SPV) שתאוגד לצורך עסקת האיגוח.
- הבנק יעביר את בטוחות החייבים לרשות החברה הייעודית.
- הערבויות הפילנתרופיות הקיימות בתיק יוסבו לערובות לתשלום התקבולים בעת חדלות פירעון, או לרכישת אגרות חוב נחותות, שיבטיחו את החזר תקבולי הקרן והריבית למשקיעים.
- היקף הערבויות הנדרש ייקבע ע"י חברת דירוג.
- החברה תנפיק את אגרות החוב בהנפקה ציבורית.
- את התמורה שתתקבל ממכירת תיק הלוואות יקצה הבנק למתן הלוואות חדשות לעסקים קטנים.

עסקת מכר

- הבנק ימכור את תיק ההלוואות של קרן קורת בעסקת מכר למשקיע מוסדי.
 - הערבות הפילנתרופית תבטיח את החזר תקבולי הקרן והריבית למשקיע המוסדי, גם בעת חדלות פירעון של הלוואים.
 - את תמורת מכירה זו יקצה הבנק למתן הלוואות חדשות לעסקים קטנים.
- ❖ בשני המודלים תהיה חשיבות רב לעירוב המפקח על הבנקים על מנת להבטיח כי התיקים המאוגחים/נמכרים יופחתו ממאזני הבנק.
- ❖ יתכן שיתוף פעולה עם המדינה בשני המודלים בהשלמת הערבויות הנדרשות לעריכת העסקה.

¹Secured Debt.

²Structured Finance.

³בשנת 90 היקף ההנפקות הציבוריות של עסקאות אלו עמד על פחות מ- 50 מיליארד דולר.

⁴הוועדה לבחינת היבטים הנוגעים להנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים, "דוח הוועדה לבחינת היבטים הנוגעים להנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים", טיוטה, עמודים 16-17.

⁵חברת מעלות, מצגת, *דירוג עסקאות איגוח Structured Finance תאוריה ומעשה* (תל אביב, דצמבר 2004).

⁶לפריסה זו חשיבות רבה מבחינה חשבונאית ויחסים פיננסיים.

⁷בכך, יש ביכולת כלי האיגוח להביא להגברת מידת התחרות במערכת הבנקאות בישראל, המאופיינת בריכוזיות רבה.

דוד רוטנברג, *התחרותיות בענף הבנקאות: היבטים תיאורטיים וראיות אמפיריות מישראל ומחול* (ירושלים: בנק ישראל, מאי 2005), עמוד 53.

⁸חשיבות אפיקי השקעה אלו באה לידי ביטוי במיוחד כאשר הריבית במשק נמוכה. כתוצאה מכך הבנקים נותנים למשקיעים ריבית נמוכה מאוד באפיקים הסולידיים. זה מחייב את המשקיעים המוסדיים, אשר נמצאים בתחרות רבה על השגת תשואות לתיקים אשר הם מנהלים, לחפש אפיקי השקעה אלטרנטיביים בעלי תשואה גבוהה יותר.

⁹יובא להמון, המפקח על הבנקים, בנק ישראל, *טיטות קווים מנחים לדירוג אשראי* (ירושלים: בנק ישראל, 26 באוקטובר 2004), חוזר מספר ח-2141-06.
www.bankisrael.gov.il/deptdata/pikuah/basel2/H2141.pdf
תאריך כניסה לאתר 28 ביוני 2005.

¹⁰Multiseller Securitization Conduit.

¹¹Two-Step Securitization.

¹²כשם שיפורט בהמשך, למרות יתרונותיו, נמנעה הוועדה לבחינת היבטים הנוגעים להנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים בטיטות הדו"ח מלהתמקד בכלי משוכלל זה.

¹³רוא"ח ברוד גובי, חשב בנק כרמל בעת העסקה, ראיון עם המחברים, תל אביב, 27 במרץ 2005; עו"ד אשר (קוקי) רבינוביץ, משרד ש.פרידמן, טיפל בעריכת העסקה, ראיון עם המחברים, תל אביב, 22 במאי 2005; רונן באומס, חשב, בנק אדנים, ראיון טלפוני עם המחברים, 15 ביוני 2005.

¹⁴בראש הוועדה עמד שי טלמון, החשב הכללי באוצר דאז.

¹⁵שי טלמון- יו"ר הצוות ואחרים, *דו"ח ועדת טלמון* (ירושלים: משרד האוצר, מרץ 1998), נספח 1- כתב מינוי.

¹⁶משרד האוצר, הודעות דובר, *טלמון וסמט: לא תהיה ערבות ממשלתית בשוק המשני למשכנתאות*, 20 ביולי 1999;

dover.mof.gov.il/Mof/Dover/MofDoverTopNav/MofDoverSubjects/MofDoverSubjects_1999/MofDoverSubjects_1999_07/Subject2816_1999_7_20.htm
כניסה לאתר 25 ביוני 2005

¹⁷הוועדה לבחינת היבטים הנוגעים להנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים, דוח הוועדה לבחינת היבטים הנוגעים להנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים, טיוטה, עמוד 13.

¹⁸יונתן הולצר מנכ"ל, בנק אדנים, ראיון טלפוני עם המחברים, 9 ביוני 2005; באומס, ראיון טלפוני עם המחברים, 15 ביוני 2005; גובי, ראיון עם המחברים, תל אביב, 27 במרץ 2005.

¹⁹רבינוביץ, ראיון, תל אביב, 22 במאי 2005.

²⁰בנוסף לאיגוחי משכנתאות ישנם עוד שני סוגי איגוח: איגוח עסקאות ליסינג ואיגוח מוניציפלי.

איגוח תזרימי מזומנים בתחום הליסינג נפוץ, ומהווה חלק חשוב מכלל עסקאות האיגוח בארץ. אולם גם עסקאות אלו אינן עסקאות איגוח במובן הקלאסי. כל העסקאות שנעשו עד כה, נעשו בשוק הפרטי ולא כהנפקה ציבורית. במבנה המשפטי של עסקאות אלו לא מתקיימת הפרדה מלאה בין חברת המקור לבין החברה הייעודית וחברת המקור היא לרוב חברת האם של החברה הייעודית. מבנה זה לא מנטרל במלואו את הסיכון לפשיטת הרגל של חברת המקור, והשפעתה על החוזי התקבולים לבעלי אגרות החוב. מס הכנסה לא מכיר בעסקאות אלו כעסקאות מכר, אלא כהלוואה של חברת הבת לחברת האם. בשל אי הכרה זו, לא נמחק החוב ממאזניה של חברות הליסינג, אולם אלו גם אינן מחויבות במס על רווחי הון בשל המכירה. גם בתחום זה אין המשקיעים הפרטיים, חברות הליסינג או המשק כולו, נהנים מיתרונותיו של כלי האיגוח. לפרשת "קאר אנד גו" אשר התרחשה בנובמבר 2004, היו הדים רבים בשוק עסקאות האיגוח בישראל. מדובר בעסקה בהיקף של 50 מיליון ₪, שבה חברת מעלות הייתה החברה המדרגת ומשרד רו"ח בריטמן אלמגור ושות' היה הנאמן. החברה לא העבירה את תשלום הריבית לחברה הייעודית ולאחר מכן פשטה את הרגל. כתוצאה מכך, דרוג אגרות החוב הורד בפתאומיות מהדירוג הגבוה (AA) לדירוג הנחות

ביותר (D). לאחר הפרשה הוציאה חברת הדירוג "מעלות" הוראות חדשות וקשוחות יותר לעמידה בתנאי הדירוג שלה.

פרשה זו מעלה את הצורך בקביעת חוקים ותקנות ברורות בנושא האיגוח. כנראה שסוגית "קאר אנד גו", כפי שתתברר בבימ"ש, תעזור לקבוע קביעה חד משמעית בנוגע למעמדן של החברות הייעודיות, רכישה אמיתית, והסדרי הבעלות על התקבולים.

איגוח מוניציפאלי הוא פתרון נדרש לקושי של הרשויות המקומיות בישראל לגייס סכומי כסף גדולים להשקעה בתשתיות ובפיתוח, בגלל הגמישות האפשרית בבניית זרם התקבולים והתאמתו להכנסות עתידיות בטווח הארוך. ביכולת האיגוח להעמיד לרשות מקורות פיננסיים זמינים ומגוונים ולהפחית את תלותה בשלטון המרכזי ובבנקים. הממשלה החלה לנקוט בצעדים ישומיים כדי לעודד את קיומו של איגוח מוניציפאלי, אולם נראה כי לאור מצבן הכלכלי והתפקודי של רוב הרשויות, יבקשו המשקיעים תשואה גבוהה למדי על אגרות החוב. כמו כן, קיימים חסמים משפטיים לייחוד חלק מסוים מהכנסות הרשויות מארנונה לפרויקט ספציפי.

עסקת האיגוח המוניציפאלי של תאגיד המים והביוב של ראשון לציון "מניב ראשון, הייתה הראשונה והיחידה שנערכה עד כה, בהיקף של 84 מיליון ₪. הכנסות התאגיד מאגרות מים, ביוב, היטלי פיתוח, מתמורה עבור עבודות בתחום התיעול וממענקים ישמשו לצורך החזר הריבית והקרן לבעלי האג"ח. עסקה נוספת עומדת כנראה לפני ביצוע בעיריית תל אביב: הנפקת אג"ח של חניון "הבימה". מקורות: גלובס, 7 בנובמבר 2004;

חברת מעלות, מצגת, עקרונות עסקות איגוח - *Securitization* - מכאן והלאה, מפגש עיתונות (תל אביב, 20 בדצמבר 2004);

Frank J Fabozzi, *Bond Market Analysis and Strategies* (N.J: Pearson Prentice Hall, 2004) p.177

משרד האוצר, הודעת דובר, הרשויות המקומיות יורשו לגייס כספים באמצעות הנפקת אגרות חוב, 25 ביוני 2003

dover.mof.gov.il/Mof/Dover/MofDoverTopNav/MofDoverSubjects/MofDoverSubjects_2003/MofDoverSubjects_2003_06/Subject2469_2003_6_25.htm

כניסה לאתר ב- 28 ביוני 2005.

²¹ הארץ, 29 בספטמבר 2004.

www.haaretz.com/hasite/pages/ShArtPE.jhtml?itemNo=483186&contrassID=2&subContrassID=17&sbSubContrassID=0

כניסה לאתר ב- 28 ביוני 2005.

²² Ynet, 24 בדצמבר 2004, www.ynet.co.il/articles/1,7340,L-2337975,00.html

כניסה לאתר ב- 28 ליוני 2005.

²³ ידי"ר יוסי בכר, יו"ר הצוות ואחרים, דוח הצוות הבין-משרדי לעניין הרפורמה בשוק ההון (ירושלים:

משרד האוצר, ספטמבר 2004), עמוד 2. www.mof.gov.il/bachar/pdf/bachar.pdf

כניסה לאתר ב- 28 ביוני 2005.

²⁴ מס הכנסה, הודעות מס הכנסה ומיסוי מקרקעין, משה טרי וטלי ירון-אלדר מינו ועדה לבחינת היבטים

הנוגעים להנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים. www.mof.gov.il/itc/odaa02-02-04.htm

כניסה לאתר ב- 28 ביוני 2005.

²⁵ הארץ, 11 במאי 2005.

²⁶ חוק המחאת חיובים, תשכ"ט – 1969, ס"ח תשכ"ט, עמוד 250, סעיף 2(א).

²⁷ בעסקאות איגוח מומחות הזכויות (התקבולים מהחייב) של חברת המקור (הממחה) אל ה-SPV (הנמחה).

²⁸ ע"א 263/70 בנק ליצוא בע"מ נ' בנק לאומי לישראל בע"מ ואח', פ"ד כד(2) 672; ע"א 717/89 בנק איגוד

לישראל בע"מ נ' ערן טורס בע"מ (בפירוק), פ"ד מט(1) 114; ר' גס א. זמיר, חוק המכר, תשכ"ח – 1968,

במסגרת סדרת הפירוש לחוקי החוזים בעריכת ג. טדסקי (ירושלים: המכרז למחקרי חקיקה ולמשפט

השוואתי ע"ש הרי ומיכאל סאקר, 1987), הגורס כי לא ניתן להעביר נכס שאינו קיים בעת כריתת החוזה;

עמ' 74 ואילך.

²⁹ חוק המחאת חיובים, סעיף 5.

³⁰ חוק ההסדרים במשק המדינה (תיקוני חקיקה להשגת יעדי התקציב והמדיניות הכלכלית לשנת הכספים

2003), התשס"ג – 2003, ס"ח תשס"ג עמוד 150, סעיפים 49-53.

³¹ חוק המחאת חיובים, סעיף 1(ב).

³² ר' ע"א 455/89 קולומבו נ' בנק למסחר בע"מ ואח', פ"ד מה(5) 490, רע"א 1690/00 מ.ש. קידוחי הצפון

בע"מ נ' ורד גוילי – מפרקת זמנית ומנהלת מיוחדת, פ"ד נז(4) 385.

³³ חוק החברות, תשנ"ט – 1999, ס"ח תשנ"ט, עמוד 189, סעיף 350(ו).

³⁴ חוק המשכון, תשכ"ז – 1967, ס"ח תשכ"ז, עמוד 48, סעיף 2(ב); פקודת החברות [נוסח חדש], תשמ"ג –

1983, ד"מ תשמ"ג 704, סעיף 178.

³⁵ כגון רכישת אגרות חוב נחותות ומתן ערבויות לפירעון אגרות החוב על ידי חברת המקור, המשך נתינת שירות, התחייבות להחלפת נכסים לא מבצעים ב-SPV והתחייבות כי שארית העודפים הנותרים שהתקבלו מתורים המזומנים בידי ה-SPV יועברו לחברת המקור.

³⁶ המוסד לתקינה חשבונאית, פרסומים חדשים/ הצעות לפירסומים חדשים/ הצעה לתקן חשבונאות מספר 22 www.iasb.org.il.

כניסה לאתר ב- 25 ביוני 2005.

³⁷ משה שפיגל, סגן המפקח על הבנקים, בנק ישראל, היבטי איגוח בתחום הבנקאות והפיקוח על הבנקים (ירושלים: בנק ישראל, דצמבר 2004), עמוד 1.

³⁸ הריבית מתפרסמת בתכיפות חצי חודשית, והיא ריבית אפקטיבית ממוצעת המחושבת כממוצע משוקלל של הריבית על ההלוואות החדשות- המשלימות ושאין משלימות - הניתנות ע"י תאגידים בנקאיים במהלך מחצית חודש לשם רכישת דירת מגורים, או במישכון דירת מגורים. כל התקופות כוללות את הגבול העליון.

³⁹ Herbert Smith, *UK securitization – review of 2003 and outlook for 2004* (London: 2004), p. 2. www.globalsecuritisation.com/EUROPE/United Kingdom

כניסה לאתר ב- 28 ליוני 2005.

⁴⁰ Mayer, Brown, Rowe & Maw, *European Issuance Seen Rising Again in '04* (Harrison Scott .il Publications Inc., January 19, 2004).

כניסה לאתר ב- 28 ליוני 2005.

⁴¹ Herbert Smith, *UK securitization – review of 2003 and outlook for 2004*, pp. 1-2.

www.globalsecuritisation.com/Europe/United Kingdom

כניסה לאתר ב- 28 ליוני 2005.

⁴² Richard Ambery, *Securitization in the UK: The Final Frontier* (Mayer, Brown, Rowe & Maw LLP, July 1, 2003), p.1.

www.securitization.net/pdf/Ambery__Enterprise_Act_19June03_Art.PDF

כניסה לאתר ב- 28 ליוני 2005.

⁴³ Law No. 130 of April 30 1999 Securitization Law

⁴⁴ Mayer, Brown, Rowe & Maw, *European Issuance Seen Rising Again in '04* (January 19, 2004). www.securitization.net/international/article.asp?id=408&aid=3296.

⁴⁵ Legislative Decree No. 6 of January 17 2003.

⁴⁶ Articles 2447 bis – 2447 decies of the Italian Civil Code.

⁴⁷ Freshfields Bruckhaus Derringer, *Trade receivable securitization in Italy* (June 2002), pp. 3-4 www.freshfields.com/practice/finance/publications/pdfs/8604.pdf

כניסה לאתר ב- 28 ליוני 2005.

⁴⁸ Petrizio Messina Orrick, *New horizons for the Italian securitization market*, p.1.

www.globalsecuritisation.com/Europe/Italy

כניסה לאתר ב- 28 ליוני 2005.

⁴⁹ Gnesh Rejendre, *European securitization: 2003 market review and outlook for 2004*, p. 2.

www.globalsecuritisation.com/Europe/Deutsche Bank overview

כניסה לאתר ב- 28 ליוני 2005.

⁵⁰ Securitization of small business loans, known as PYMEs in Spain

⁵¹ *Securitization News And Developments*, Vinod Kothari's Securitization Website, <http://www.vinodkothari.com>.

⁵² The fondo de Titulacion (FTH), 2/1981

⁵³ Inigo Berricano, Pedro de Rojas, *Spanish Securitization Transactions: the legal regime and recent trends*, p.1

www.globalsecuritisation.com/Europe/Spain

כניסה לאתר ב- 28 ליוני 2005.

⁵⁴ Royal Decree 926/1992

⁵⁵ עינב בן יהודה, הארץ, 14 בספטמבר 2004. hebra.haifa.ac.il/~soc/lecturers/talmud/files/539.htm. כניסה לאתר ב- 28 ביוני 2005.

⁵⁶ Glenn Yago, Betsy Zeidman, *Building Israel Small Businesses and Microenterprise Sector* (Milken Institute, January 2005), p. 22.

www.milkeninstitute.org/pdf/israel_small_business_0105.pdf

כניסה לאתר ב- 28 ביוני 2005.

⁵⁷Koret Israel Economic Development Fund (KIEDF).

⁵⁸ בנוסף להלוואות אלו, ובהסתמכות עליהן, סיפק בנק אוצר החייל אשראי נוסף הצמוד להלוואות של הקרן בסך 92 מיליון ₪.

⁵⁹ כאמור אחת הדרכים להפחתת הסיכון היא באמצעות חלקות אגרות חוב לשכבות שונות (tranches) בהתאם לסיכון הגלום בהן: חלוקה לאג"ח נחותות ועדיפות. בעלי האג"ח הנחותות יקבלו את הקרן והריבית רק לאחר שבעלי האג"ח העדיפות יקבלו את תקבוליהם. באמצעי זה מוסט הסיכון כלפי רוכשי האג"ח הנחותות. יש לזכור כי רכישת האג"ח הנחותות היא כמו כל השקעה אחרת שיש תקבולים בצידה.

⁶⁰ פרימיית הסיכון נגבית מן מהמרווח בין התשואה על אגרות החוב לבין הריבית המשולמת במקור על החוב.

⁶¹ תאגיד Compartamos בשיתוף עם תאגיד Banamex and Acciones y Valores de Mexico. 16.8 מיליון דולר בטרנצ'י ראשון מתוך הנפקה בהיקף של 40 מיליון דולר.

⁶² המוסד The International Finance Corporation הינו תאגיד בבעלות הבנק העולמי, שמטרתו להקטין את העוני במדינות המתפתחות החברות בו.

⁶³ אגרות החוב זכו לדירוג AA ע"י העמיתים המקומיים של חברת הדירוג הבינ"ל Standard & Poor's and Fitch Ratings

⁶⁴Jennifer Meehan, *Tapping the Financial Markets for Microfinance*, Grameen Foundation, USA Publication Series (February 2005), p.11. www.gfusa.org/pubdownload/dl.php.htm כניסה לאתר ב- 28 ביוני 2005.

⁶⁵ בנק ICIC הבנק השני בגודלו בהודו רכש תיק הלוואות קיים מ-SHARE גוף המספק מיקרו הלוואות באזורים הכפריים של הודו. להלוואות ערבה Grameen Foundation קרן בינ"ל שנוסדה במטרה להפחית את מימדי העוני בעולם באמצעות ציוד העניים בכלים כלכליים לקדם את עצמם.

⁶⁶Jennifer Meehan, *Tapping the Financial Markets for Microfinance*, p.9 www.gfusa.org/pubdownload/dl.php כניסה לאתר ב- 28 ביוני 2005.

⁶⁷Marcela Davison Aviles, Richard Ventura, Glenn Yago, Betsy Zeidman, *The Isabella Project- Closing the Latino Capital Parity and Procurement Gap, Concept Paper for San Francisco Bay Area Pilot Program* (The Latino Community Foundation, Milken Institute, San Francisco Hispanic Chamber of Commerce 2004)

⁶⁸שם, עמודים 13-16.

⁶⁹רות פרידמן, תקציר קובץ נתונים על עסקים קטנים ובינוניים בישראל (תל אביב: הרשות לעסקים קטנים, ינואר 2005). www.asakim.org.il/upload/fridman2005.pdf. כניסה לאתר ב- 28 ביוני 2005.

⁷⁰שם, עסקים בעלי מחזור הנמוך מ 5 מיליון שקלים מייצרים פחות מרבע מהתוצר למורת היותם 93% מכלל העסקים בישראל.

⁷¹חזי מנדלאוי, "העצמאי" גיליון 5 (תל אביב: להב- לשכת ארגוני העצמאים והעסקים בישראל, אפריל 2005) עמוד 12.

⁷²בהתבסס על מודל של תיקי ההלוואות של קרן קורת.

⁷³מתוך האתר של הרשות לעסקים קטנים- www.hon.org.il

⁷⁴גלובס, 4 בינואר 2004.

⁷⁵שם.

⁷⁶משרד האוצר, הודעת הדובר, הוגדל היקף ההלוואות שיעמיד בנק אוצר החייל לעסקים קטנים במסגרת הקרן לסיוע לעסקים קטנים ב-62.5 מיליון ₪, (5 במאי 2005),

dover.mof.gov.il/Mof/Dover/MofDoverTopNav/MofDoverSubjects/MofDoverSubjects_2005/MofDoverSubjects_2005_05/News2005_05_05.htm

כניסה לאתר ב- 28 ביוני 2005.

⁷⁷ד"ר קרנית פלוג, מצגת, תמונת המאקרו של המשק הישראלי: האם ההתאוששות מחלחלת לעסקים הקטנים? (ירושלים: בנק ישראל, 5 בינואר 2005).

www.bankisrael.gov.il/deptdata/neumim/neum174h.pps

כניסה לאתר ב- 28 ביוני 2005.

⁷⁸Inna Koren, *The ABCs of small Business Loan Securitization: Nothing Small about Small Business in America* (Wachovia Securities, Inc, March 11 2003), p.11. www.securitization.net/pdf/wachovia_small_031103.pdf

כניסה לאתר ב- 28 ביוני 2005.

⁷⁹ יש לציין כי דווקא במצב המשפטי בישראל, המחאת זכויות קניינות במרשמי המקרקעין והחברות הינה עניין מסורבל שמקשה מאוד על אפשרות איגוח.

⁸⁰ יחד עם זאת, חישוב זה תמיד נעשה ע"י הבנק טרם מתן ההלוואה. הבנק הינו המוסד בעל מיומנות ההערכה הגבוהה ביותר במשק לעניין זה.

⁸¹Inna Koren, *The ABCs of small Business Loan Securitization: Nothing Small about Small Business in America*, pp. 2-4. www.securitization.net/pdf/wachovia_small_031103.pdf
כניסה לאתר ב- 28 ביוני 2005

⁸²Tomas T. MacCool, *Small Business Administration, Size of the SBA 7(a)Secondary Markets is Driven by Benefits Provided*, (Washington D.C: General Accounting Office, May 1999), p.3. www.gao.gov/archive/1999/gg99064.pdf
כניסה לאתר ב- 28 ביוני 2005.

⁸³ בנוסף לדרישות אלו קיימות דרישות נוספות שמפאת קוצר היריעה לא פורטו בעבודה.

⁸⁴Inna Koren, *The ABCs of small Business Loan Securitization: Nothing Small about Small Business in America*, pp. 4,8. www.securitization.net/pdf/wachovia_small_031103.pdf
כניסה לאתר ב- 28 ביוני 2005.

⁸⁵ היתרון באיגוח אגמי הלוואות קיימים בהם מובטחת ערבות של ה-SBA, הוא כי בעת חדלות פירעון של הלווים, הביטחונות של הממשלה מחליפים באופן זהה את סכום ותאריך קבלת התקבולים העתידיים, בעוד שבאיגוח אגם שמורכב מהלוואות בודדות המגובות ע"י ערבות ממשלתית, הביטחונות הממשלתיים מבטחים את החזרת החוב ואת קבלת הקרן והריבית, אולם בתום תהליך ארוך יותר, שיכול לפגוע בודאות קבלת התקבולים.

⁸⁶The Riegle Community Development and Regulatory Improvement Act 1994 (12 U.S.C)

⁸⁷ Ron Feldman, *Will the Securitization Revolution Spread?* (Federal Reserve Bank of Minneapolis, September 1995).
www.minneapolisfed.org/pubs/region/95-09/reg959b.cfm
כניסה לאתר ב- 28 ביוני 2005.

⁸⁸Weili Chen, Winston Chang, *Standard & Poor's Introduces U.S. Small-Business Portfolio Model*, Standard & Poor's, (February 4 2005), p.1

⁸⁹Press release: *Advanta Prices Securitization Backed by Small Business Credit Card Receivables*, (November 03 2004)

⁹⁰Alberto Barbachano, Alberto Postigo, *Moody's Spanish SME Loan-Backed Securities Index* (Moody's Investor Service, April 30 2004), p.1.

www.moodys.com/moodys/cust/research/babylon/Release/Rating%20Action/noncategorized_number/2002500000439334.asp?search=7&searchQuery=alberto%20barbachano&click=1
כניסה לאתר ב- 28 ביוני 2005.

⁹¹Jose Ramon Tora, *Securitization Spanish-Originated Loans To Small And Midsized Enterprises* (Standard & Poor's, Madrid, April 11 2003), p.1

⁹²Alberto Barbachano, Alberto Postigo, *Moody's Spanish SME Loan-Backed Securities Index* (April 30 2004), p.14.

www.moodys.com/moodys/cust/research/babylon/Release/Rating%20Action/noncategorized_number/2002500000439334.asp?search=7&searchQuery=alberto%20barbachano&click=1
כניסה לאתר ב- 28 ביוני 2005.

⁹³ ביניהם מאגרים הקיימים בעולם, ובישראל בבנק המאגח ובמאגרי המידע של המדינה ושל קרן קורת.

⁹⁴ תוך בחינת משך החיים הממוצע שלהם, היקף יתרות חוב בפיגור, היקף ועיתוי הפירעונות המוקדמים, אופי הביטחונות, פיזור גיאוגרפי וענפי וכו'.

⁹⁵ לקביעת אחוז ההחזקה ולטיבה בעת חדלות פירעון, יש משמעות רבה בהגדרת העסקה ובשיקולי המפקח על הבנקים להורדת ההלוואות ממאזני הבנקים. מ. שפיגל- סגן המפקח על הבנקים, *היבטי איגוח בתחום הבנקאות והפיקוח על הבנקים*, דצמבר, 2004.

⁹⁶ ראה הסבר על התיקים בעמודים 27-28 לעיל.

⁹⁷ עד לגובה יתרה לתשלום של 50 אלף ₪.

⁹⁸ על כך יפורט בעמוד הבא.

⁹⁹ קרל קפלן, מנכ"ל קרן קורת בישראל, בפגישה עם המחברים, ירושלים, 10 במרץ 2005.

¹⁰⁰ דורון כליף, סמנכ"ל ומנהל חטיבת הכספים, בנק אוצר החייל, ראיון עם המחברים, רמת גן, 10 במרץ 2005.

¹⁰¹ רן אלון הממונה על ערבויות המדינה, אילנית ורנר, רכזת ערבויות מדינה, ירושלים: משרד האוצר, בפגישה עם המחברים, 15 במרץ 2005.

¹⁰² פרופ' אמיר ברנע, המרכז הבינתחומי בהרצליה, ראיון עם המחברים, הרצליה, 10 במרץ 2005.

¹⁰³ תוך התייחסות מיוחדת להעברת זכויות נלוות במקרקעין.

FELLOWS | KORET
PROGRAM | MILKEN INSTITUTE

תוכנית עמיתי קורת – מכון מילקן
בית מילקן, רחוב תל חי 13
ירושלים, 97102

info@kmifellows.org
www.kmifellows.org