

25.92x31.36	1/2	10	עמוד	גלובס - כותרת	08/2023	87047624-8
אוניברסיטת רייכמן - 84260						

ה"גיים ציינג'ר" הפיננסי של ישראל: למי יועיל חוק האיגוח החדש ומהן הסכנות

זועי ויינברגר ונטע סרוסי

ביוני האחרון הכריז נגיד בנק ישראל כי פתיחת השוק הישראלי למערכת הפיננסית המצומצמת והמוגבלת שלנו. לדברי פרופ' אמיר ירון, שדיבר בכנס האגודה הישראלית לכלכלה, "אמרת מספר פעמים לראש הממשלה ולשר האוצר כי החוק עשוי להיות 'גיים ציינג'ר' במערכת הפיננסית בישראל, אבל לצערי החקיקה עדיין לא הושלמה". השבוע, אחרי שנים ארוכות של קרבות, פרסם משרד המשפטים להערת הציבור תזכיר חוק שמקים לראשונה שוק עסקאות איגוח בישראל. עד היום, עסקאות שכאלה קרו רק באופן פרטי, בין גופים מוסדיים. במקביל, משרד האוצר המס שיחול על עסקאות האיגוח, ושתכליתו לעודד אותן.

אחרי שנים של עיכובים פורסם השבוע נוסח החוק שמקים בישראל שוק עסקאות איגוח - מהלך שלפי נגיד בנק ישראל ישנה את כללי המשחק במערכת הפיננסית ו"יסיר חלק מסיכון הריבית מהמערכת הבנקאית, ולכן גם מהצרכן הפיננסי" • איך בדיוק זה יעבוד, מה תהיה ההשפעה על גובה הריבית ומהם המכשולים שעוד נותרו בדרך

להתייחס להשפעות אלה. בכיר לשעבר בתחום החיסכון באחד מהגופים המוסדיים אומר כי "יש פה נכס לטווח ארוך עם תשואה יציבה שיכול אפילו להוות תחליף לאג"ח המיועדות (אג"ח שבעבר הנפיקה המדינה לקרנות הפנסיה ובאוקטובר 2022 הוחלפו במנגנון מבטיח תשואה, ר' ו'). זאת מאחר שלטווח ארוך הגופים וההוסכים מחפשים תשואה טובה ויציבה, ותהליך כזה יכול לספק את שני הדברים".

ומה עם הסיכון? "המיקוד העיקרי יהיה תמיד נכס הבסיס, במקרה הזה איכות ההלוואה. אם זה נכס יציב, ובישראל שוק המשכנתאות מאוד יציב, הסיכון לא גדול, ככל שאתה לא מתרחק ממנו, כך שמבחינה זו אני לא רואה סיכון גבוה". הוא מזכיר כי אחד הגורמים שהצילו את ישראל במשבר הסאבי-פריים בשנת 2008 היה העובדה שהשוק הישראלי לא היה מאוגה, כיוון שמוצרי האיגוח לא היו, ועדיין אינם, מפותחים כאן. לעומת ישראל, שוק האיגוח האמריקאי היה מתקדם,



בכיר בתחום החיסכון: "צריך לוודא שיהיו מרווחים מספיק גבוהים. היום, ברמת ריביות גבוהה, זה יעבוד, אבל אם המרווחים יתכווצו, אי אפשר יהיה לאגח ולצאת מרווחים".

עסקת איגוח היא עסקה שבה מונפקות איגרות חוב שהפירעון שלהן מבוסס על תזרים מזומנים שוטף של גופים פרטיים - כמו משכנתאות, עסקאות בכרטיסי אשראי, הלוואות מסחריות או ליסינג. למשל, בנק מקים למעשה תאגיד ייעודי, ריק ונקי מחובות, ומעביר אליו את הזכויות לקבלת ההזרמים השוטפים - תשלומי משכנתה למשל.

במקביל, התאגיד מגייס ממשקיעים חוב, שהפירעון שלו מבוסס על אותם תשלומים. באופן זה מתאפשרת להם השקעה שהסיכון בה ממוקד למשכנתאות, בלי הסיכון שכרוך בהשקעה כוללת בבנק.

בין השאר, הוא יאפשר לבנק להציע יותר הלוואות לא צמודות למדד, שייעבירו חלק מהסיכון למשקיעים באותן איגרות חוב. לדברי ירון, "פיתוח השוק יתרום גם לפיזור סיכונים יעיל יותר, להרחבת אפיקי ההשקעה של המוסדיים בשוק המקומי, לפיתוח שוק האשראי החוץ-בנקאי ולהחלת מקורות המימון, וכן אפשרות לפינוי הון במערכת הבנקאית, שיוקצה, בין

עוד זווית

החברות החזקות יותר, ולכן תחום האיגוח עבור הגופים הקטנים והבינוניים במשק יכול להיות בכחינת 'להיות או לחדול'".

חלופה לשוק הקונצרני

לדבריו, אותם גופים יגייסו היום בריבית חד-ספרתית גבוהה, במקרה הטוב, כלומר שוק האג"ח הקונצרני די סגור בפניהם. "כד בכד, איגוח מהווה כלי ליצירת פיזור יעיל יותר של סיכונים והעברתם במערכת הפיננסית - בהתאם לתיאבון הסיכון של המשקיעים. האיגוח יוצר אפיקי השקעה וחיסכון נוספים עבור משקיעים פוטנציאליים, שלא היו נגישים להשקעה עבורם ללא איגוח. אסדרה של תחום האיגוח חיונית ליצירת שוק הון משוכלל יותר ולגיוון מקורות האשראי במשק, ויכולה להיות קריטית עבור חברות בינוניות וקטנות".

כופולרי מאוד בעולם, אז למה אנחנו מחכים כמעט 20 שנה?

ציטריץ, סמנכ"ל וראש תחום מוסדות פיננסיים, מימון מובנה ושירותים נוספים בחברת מידרוג. "הטיימינג יכול להיות קריטי; אנחנו בעיצומה של תקופה מאתגרת מבחינה מאקרו-כלכלית - סביבת הריבית והאינפלציה גבוהות והאשראי הבנקאי התייקר, והשוק שלנו מושתת ברובו על אשראי בנקאי. "פינוי הון במערכת הבנקאית עשוי לחלחל לשאר המשק, ובין היתר לשמש למימון עסקים קטנים ובינוניים שנואשים לאשראי כיום. ברגע שהסיכון עלה המרווחים נפתחו; אנחנו רואים ששוק האג"ח הקונצרני פתוח היום בעיקר עבור

במדינות האיחוד, וחלק מן השינויים שהוכנסו בתזכיר החוק הנוכחי מקורם באותה דירקטיבה. בפורום שווי הוגן שהתקיים באוניברסיטת רייכמן במרץ האחרון, הביעו גורמים שונים במשק תמיכה די נרחבת בכניסה של שוק האג"ח לישראל. כעת, נראה כי המהלך שהוביל מאיר לויץ, המשנה ליועצת המשפטית לממשלה (משפט כלכלי), זכה לשותפים בבנק ישראל, ברשות ניירות ערך, רשות שוק הון ורשות המסים. "מאחורי התזכיר יש רוח גבית גדולה שרוותמת את מרבית הגורמים המקצועיים במשק", הסביר מוטי

מסוכנות מיד ליד, הרחיק עד מאוד את הסיכוי לקידומה של חקיקה בנושא.

תמיכה נרחבת במשק

ב-2015 הסוגייה התעוררה מחדש. רוח צוות בינמשרדי המליץ על קידום פתרון חקיקתי, אשר ייתן מענה לקשיים הרגולטוריים העולים מעסקאות איגוח מסורתיות. בהמשך, בשנת 2018 נכנסה לתוקף דירקטיבה של האיחוד האירופי בנושא איגוח, שביקשה לקבוע מסגרת משפטית אחידה לנושא

שוק האיגוח פופולארי מאוד בעולם. בהתאם לנתוני הבנק העולמי, ולהערכת בנק ישראל, בשוקי הון מפותחים שיעור איגוח מסך התוצר של המדינה נע בין 5% ל-10%. בכריטינה הנתונים עומדים על יותר מ-10% ובהולנד על קרוב ל-20%. בארצות הברית השוק גדול ביותר, קרוב ל-54%, והוא נסמך בעיקר על משכנתאות. בארץ, לעומת זאת, בגלל היעדר הסדרה של התחום, עמדו האיגוחים על עשירית האחוז בלבד מהיקף השוק. ועדת חיימוביץ' אשר, שמונתה בשנת 2005 על ידי שר האוצר ויושב ראש רשות ניירות ערך, סברה כי היעדר ההסדרה של התחום היא חסם משמעותי המונע את ההתפתחות של שוק איגוח תקין, מאחר שעסקאות האיגוח מלוות באי-ודאות משפטית, חשבונאית ומיסויית. משבר הסאבי-פריים של 2008, שהמחיש את הסכנות הכרוכות בעסקאות האיגוח כשבנקים גילגלו משכנתאות

10.65x31.61	2/2	11 עמוד	גלובס - כותרת	08/2023	87047625-9
אוניברסיטת רייכמן - 84260					

ניירות הערך על הגופים המנפיקים, כמו גם היכולת לבצע אכיפה במקרה של הפרת הוראות הדין. מעבר לזה, בכסיס התזכיר מונחת הקביעה שלפיה עסקת איגוח תסווג כעסקת מכר אמיתית. כך, מסבירים במשרד המשפטים, מובטח הניתוק בין הנכסים המועברים לצורכי האיגוח ובין יתר נכסי הגוף המנפיק, והמשקיעים באג"ח אמורים לא להיות חשופים לסיכוני חדלות פירעון.



פרופ' אמיר רון, נגיד בנק ישראל
צילום: רפי קוץ

"עלול לפגוע בפנסיות"

חרף האמור, ישנם מי שבכל זאת חוששים מהשינוי המוצע. גורם ששימש שנים בתפקיד משפטי בכיר במגזר הציבורי מצביע על שורה של קשיים שמעורר הכלי החדש, ועל חשש שהוא יפגע מאוד בציבור החוסכים לפנסיה: "איגוח של משכנתאות בישראל עלול לפגוע בפנסיות שלנו. מודל הפנסיה והגמל בישראל הוא ייחודי, והעמיתים בו נושאים בכל הסיכון. עכשיו מגלגלים עליהם את הסיכונים בתיקי המשכנתאות של בנקים, וכן בהלוואות אחרות שנתנה המערכת הבנקאית. מדוע?".

נוסף על כך, נטען כי דווקא מי שמבקשים לכאורה להושיע אותו באמצעות התזכיר - משקי הבית והעסקים הקטנים - עלולים להיפגע מכניסת הכלי החדש.

"בקורונה למשל, גילינו מצבים שבהם משקי הבית ועסקים קטנים התקשו בפירעון ופנו לבנקים שסייעו ויקטינו את החוב. האם זה יתאפשר גם בעולם האיגוח? ספק אם האג"ח שיונפקו על יסוד זרמי התקבולים מתיקי ההלוואות והמשכנתאות, ומחויבות להיפרע במועדים שנקבעו בהם, יאפשרו התחשבות בחייבים".

בתזכיר ביקשו להתמודד עם החשש. "בעסקת איגוח עלול להיווצר כשל שוק כתוצאה מקיום מידע אסימטרי בין היום ובין ציבור המשקיעים בנוגע לסיכונים הנובעים מהנכסים המגבים.

"הניסיון שנצבר במדינות שונות מצביע על כך שכשל שוק זה הוביל לא אחת לכך שתעודות התחייבות שהוצעו למשקיעים בעסקאות איגוח תומחרו ביתר, תוך שיוזמי העסקה מגלגלים חלק בלתי פרופורציונלי מהסיכון אל כתפי המשקיעים.

"כדי לצמצם את החשש מפני כשל שוק זה, הרגולציה בארה"ב ובאירופה קובעת כי על היום להיות שותף לסיכון המגולגל למחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים במסגרת עסקת האיגוח, ולהחזיק בשיעור סיכון שלא יפחת מ-5%.

"בהתאם, מוצע לקבוע כי יזם בעסקת איגוח ישמור לאורך כל חי העסקה חלק מן הסיכון הגלום בנכסים המגבים... מוצע לקבוע שיעור סיכון מינימלי של 5%", נכתב בתזכיר.

שר האוצר, בהסכמת הנגיד, גם יהיה רשאי להגדיל שיעור זה בצו, והרגולטורים יהיו רשאים לקבוע הוראות שיוסיפו או יחמירו על התקנות שיקבע השר.

אחד הסיכונים המרכזיים שהועלו הוא שמוכרי ההלוואות יעבירו הלוואות בסיכון גבוה, ישאירו אצלם הלוואות בטוחות ובכך יגדילו את הסיכון אצל הרוכשים

ואף יש שיגידו פרוץ, כשאפשר היה אפילו לבצע איגוח על הלוואות מאוגחות, כלומר איגוח על איגוח.

נאסר איגוח על איגוח

כאן נציין כי בתזכיר החוק נאסר באופן מפורש איגוח על איגוח, זאת ברומה לדירקטיבה האירופית שאוסרת איגוח של נכסים מאוגחים למעט במקרים חריגים, ובניגוד למה שהותר בארה"ב. "אין ספק שהבעיה הייתה שככל שמתרחקים מנכס הבסיס רמת הסיכון עולה אקספוננציאלית. מצד שני גם התשוואות עולות", מציין הגורם.

ככל מקרה, הוא מציין, "צריך לוודא שיהיו מרווחים מספיק גבוהים כדי שהאיגוח יהיה כדאי. כדי לאגח צריך 'לפרנס' שורה של גורמים בדרך, כמו מנפיק או עורכי דין והקמת חברת SPC (תאגיד נפרד למטרה מיוחדת). היום, ברמת ריביות יחסית גבוהה ומרווחים גבוהים, זה יכול לעבור, אבל אם המרווחים יצטמצמו, אי אפשר יהיה לאגח ולצאת מרווחים".

בכיר במערכת הבנקאית אמר כי אם התהליך יעבור היטב הוא אכן אמור להוריד את גובה הריבית. "משקיע שיש לו תזרים מזומנים משועבר, רמת הסיכון שלו תהיה נמוכה יותר ממה שהוא ראה עד עכשיו, אז הריבית שהוא יבקש תהיה נמוכה יותר".

אחד הסיכונים המרכזיים שהעלו כל המעורבים בדבר, הוא שמוכרי ההלוואות יעבירו הלוואות בסיכון גבוה, ישאירו אצלם הלוואות בטוחות יותר ובכך יגדילו את הסיכון אצל הרוכשים. בכל מקרה, החקיקה המוצעת לא מתירה עסקאות מורכבות ומינוף גבוה.

התזכיר כולל גם דרישות שנוגעות לפיקוח על החברה המנפיקה, ההתנהלות שלה ושומרי הסף המלווים אותה בעת ההנפקה ואחריה, וכן מודגשת בו האחריות שמטילים דיני