

**דוח הועדה לבחינת היבטים הנוגעים
להנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים
(איגוח)**

מוגש

**למנהל רשות המיסים בישראל, מר איתן רוב
וליושב ראש רשות ניירות ערך, מר משה טרי**

ירושלים

סיוון התשס"ה

יוני 2005

תוכן עניינים תוכן עניינים

<u>עמוד</u>	<u>הנושא</u>	<u>פרק</u>
1	עיקרי המלצות הועדה	1 פרק
2	1.1 המלצות בתחום החשבונאות	
3	1.2 המלצות בתחום המשפט	
4	1.2.1 המחאת זכויות	
5	1.2.2 מבנה משפטי של ה-SPE וסיווג ניירות הערך המונפקים על-ידו	
5	1.2.3 סיווג העסקה כמכר או כהלוואה מובטחת במשכון	
6	1.2.4 היבטים תפעוליים	
6	1.3 המלצות בתחום המיסוי	
10	1.4 המלצות בתחום הבנקאות	
10	1.4.1 הצגה חשבונאית של עסקת האיגוח	
11	1.4.2 כריות בטחון לפרעון אגרות חוב (Credit Enhancement)	
12	1.4.3 איסור רכישה חוזרת של הלוואות שהעביר בנק אל ה-SPE	
12	1.4.4 איסור תמיכה בנזילות ה-SPE	
12	1.4.5 הבנק כנותן שירות (Servicer)	
13	1.4.6 הרכב תיק ההלוואות הנמכר ל-SPE ומניעת "Cherry Picking"	
13	1.4.7 הגבלת עסקאות עם צדדים קרובים	
13	1.4.8 פערים בתקופה לפרעון	
13	1.4.9 זכויות לווים	
14	1.5 המלצות בתחום הגילוי והמסחר בבורסה	
15	1.6 המלצות בתחום איגוח פרויקטים ממשלתיים	
16	מבוא	2 פרק
16	2.1 מושגי יסוד בעסקאות איגוח	
21	2.2 יתרונות וסיכונים בעסקאות איגוח	
21	2.2.1 יתרונות מנקודת מבטם של היזמים	
23	2.2.2 יתרונות מנקודת מבטם של המשקיעים	
25	2.2.3 סיכונים בעסקאות איגוח	
26	2.3 שוק האיגוח בעולם ובישראל	
26	2.3.1 עסקאות איגוח בארצות הברית	
29	2.3.2 עסקאות איגוח באירופה	
31	2.3.3 עסקאות איגוח בישראל	
33	היבטי חשבונאות	3 פרק
33	3.1 מבוא	
34	3.2 כללי החשבונאות האמריקאים	
38	3.3 כללי החשבונאות הבינלאומיים	
41	3.4 המצב בישראל והמלצות הועדה	
43	היבטים משפטיים	4 פרק
43	4.1 אינטרסים מוגנים וסוגיות משפטיות בעסקאות איגוח	
44	4.2 המחאת זכויות	
44	4.2.1 כללי	
44	4.2.2 זכויות החייבים	
46	4.2.3 זכויות נלוות	
47	4.2.4 המחאת זכויות שטרם נתגשו	
50	4.3 מבנה משפטי של ה-SPE וסיווג ניירות הערך המונפקים על-ידו	
53	4.4 סיווג העסקה כמכר או כהלוואה מובטחת במשכון	
56	4.5 היבטים תפעוליים	

57		היבטי מיסוי	פרק 5
57		5.1 כללי	
57		5.2 דיון בסוגיות המיסוי	
58	167	5.2.1 סיווג עסקת האיגוח לצורכי מס – האם "עסקת מכר" או "עסקת מימון"	
61	168	5.2.2 סיווג בעלי החוב ב-SPE כבעלי הון או כבעלי חוב	
62	169	5.3 מודל המס המוצע	
62	170	5.3.1 עקרונות מודל המס	
63	171	5.3.2 מודל המס – כללי	
63	172	5.3.3 עקרונות המיסוי לעסקת איגוח מסוג עסקת מכר	
65	173	5.3.4 עקרונות המיסוי לעסקת איגוח מסוג עסקת מימון	
68		היבטים בתחום הבנקאות והפיקוח על הבנקים	פרק 6
68		6.1 כללי	
69		6.2 הוראות לביצוע איגוח על ידי בנקים	
69	174	6.2.1 הצגה חשבונאית של עסקת האיגוח	
70	175	6.2.2 כריות ביטחון לפרעון אגרות חוב (Credit Enhancement)	
71	176	6.2.3 איסור רכישה חוזרת של הלוואות שהעביר בנק אל ה-SPE	
71	177	6.2.4 איסור תמיכה בנזילות של ה-SPE	
71	178	6.2.5 הבנק המעביר כנותן שירות (Servicer)	
72	179	6.2.6 הרכב תיק הלוואות הנמכר ל-SPE ומניעת "Cherry Picking"	
72	180	6.2.7 הגבלת עסקאות עם צדדים קרובים	
73	181	6.2.8 פערים בתקופה לפירעון	
73	182	6.2.9 זכויות לווים	
73	183	6.3 סיכום	
74		גילוי ומסחר בבורסה	פרק 7
74		7.1 כללי	
75		7.2 הגורם האחראי לדיווח	
76		7.3 תשקיף הנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים	
76	184	7.3.1 היקף הגילוי	
80	185	7.3.2 תשקיף מדף	
81	186	7.3.3 אגרת בקשה למתן היתר לפרסום תשקיף	
81	187	7.4 דיווח שוטף של תאגיד שהנפיק אגרות חוב מגובות בנכסים	
81	188	7.5 דיווח של יזם שהינו תאגיד מדווח בעניין ביצוע עסקת איגוח	
82	189	7.6 כללי רישום ומסחר בבורסה	
83	190	7.7 סיכום והמלצות	
84		איגוח פרויקטים ממשלתיים	פרק 8
84		8.1 כללי	
85		8.2 מאפיינים יחודיים של פרויקטים ממשלתיים לאיגוח	
86		8.3 היתרונות הגלומים באיגוח פרויקטים ממשלתיים	
87		8.4 סיכום	
88		תודות	פרק 9
90		נספחים	פרק 10
90		10.1 כתבי מינוי חברי הועדה	
92		10.2 רשימת מקורות בנושא איגוח	

1. עיקרי המלצות הועדה

הנפקת ניירות ערך מגובים בנכסים, או בשמה המקובל יותר - 'איגוח', היא אחת ההתפתחויות החשובות ביותר שהתרחשו בשווקים הפיננסיים בעולם בשנים האחרונות. ככלל, בעסקאות איגוח מועבר תזרים מזומנים עתידי הנובע מקבוצת נכסים מוגדרת, למחזיקים בניירות ערך, בתמורה לתשלום כספי הניתן בהווה. הטכניקות לביצוע עסקאות איגוח, סוגי הנכסים המאוגחים, והשלכות עסקאות האיגוח מגוונים ביותר. בעשור האחרון חל גידול יוצא דופן בהיקף עסקאות האיגוח בעולם, והדבר מעיד על חשיבותו של האיגוח כמכשיר מימוני ועל יתרונותיו לחברות ולמשקיעים כאחד. לעומת זאת, שוק האיגוח בישראל אינו מפותח, ומצוי עדיין בראשית דרכו, וזאת בהיעדר תשתית חוקית, חשבונאית ופיקוחית נאותה לביצוע עסקאות איגוח. בשנים האחרונות פנו גורמים שהתעניינו בביצוע עסקאות איגוח או עסקאות דמויות איגוח לגופי הפיקוח השונים בבקשה להסדיר את התחום ולהסיר חסמים המונעים התפתחותו.

בחודש ינואר 2003 מינו יו"ר רשות ניירות ערך ומנהל רשות המסים ועדה בין משרדית להסרת חסמים בתחום האיגוח (להלן – "הועדה"). הועדה כללה את נציגי הרשויות האחראיות לפיקוח על עסקאות איגוח, וזאת על מנת לטפל בעסקאות אלה מתוך ראייה כוללת ולאחר בחינה של היבטים רלבנטיים שונים ובהם היבטי משפט, חשבונאות, מיסוי, בנקאות, ושקיפות. במהלך עבודתה קיימה הועדה מספר רב של פגישות ודיונים עם גורמים שונים, מישראל ומחוצה לה, על מנת לעמוד על טיבו של שוק האיגוח, ללמוד אילו חסמים מונעים קיומו בישראל, ולבחון דרכים להסרתם. יצוין כי במסגרת דוח צוות הרפורמה בשוק ההון שמינה שר האוצר בראשות ד"ר יוסי בכר נקבע כי הקמת שוק איגוח במערכת הבנקאות הינו צעד משלים הנדרש להגברת התחרות ולשכלולו של שוק ההון¹.

דוח הועדה מבקש להשיג שלושה יעדים: האחד - הגברת המודעות וההבנה בישראל של נושא האיגוח על היבטיו השונים. השני - בחינת המצב הקיים בישראל והצבעה על חסמים המונעים התפתחותו של שוק איגוח תקין. השלישי - המלצות להסדרה ופיקוח בתחום האיגוח שיאפשרו פיתוח שוק איגוח תקין והוגן, המבטיח את אינטרס הציבור.

יש להדגיש כבר עתה, כי דוח זה מבוסס על הנחת היסוד לפיה התפתחותו של שוק איגוח על בסיס תשתית משפטית, חשבונאית מיסויית ופיקוחית, רצויה למשק הישראלי ויתרונותיה רבים. לעומת זאת, התפתחותו של שוק איגוח מקומי נעדר תשתית ראויה כאמור כרוכה בסיכונים רבים ואינה רצויה. לאור האמור, יצירת ודאות בתחום האיגוח, באמצעות חקיקה והסדרי פיקוח מפורשים, הינה בגדר הכרח, ובלעדיה צפוי שוק האיגוח להמשיך ולדשדש במקומו.

הדוח כולל תשעה פרקים. **פרק 1** מרכז את המלצות הועדה כולן באופן מסודר. **פרק 2**, הוא פרק המבוא, מציג מבנים מקובלים לביצוע עסקאות איגוח, ניתוח של היתרונות והחסרונות הכרוכים באיגוח, וסקירה של שוק האיגוח בעולם ובישראל. **פרק 3** דן בהיבטי החשבונאות של עסקאות

¹ דוח הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון (ירושלים, ספטמבר 2004), עמ' 60.

איגוח, וביחוד בשאלת סיווגן של עסקאות אלה כעסקאות מימון או כעסקאות מכר. **פרק 4** דן בהיבטים משפטיים שונים של עסקאות איגוח ובדין המצוי והרצוי לענין זה. ההמלצה העיקרית המובאת בו היא כי מן המקום להסדיר את תחום האיגוח בחקיקה מיוחדת. **פרק 5** דן בהיבטי מיסוי של עסקאות איגוח – סיווג העסקה כ"עסקת מכר" או "עסקת מימון", סיווג בעלי אגרות החוב כבעלי הון או כבעלי חוב ואופן המיסוי של כל אחד מהגורמים המשתתפים באיגוח. **פרק 6** דן בהיבטים יחודיים של עסקאות איגוח של בנקים. **פרק 7** דן בהצעות של איגרות חוב מגובות בנכסים לציבור, בעיקר בהיבט הגילוי הנאות הנדרש בקשר להצעת איגרות חוב אלה. **פרק 8** סוקר בקצרה את הפוטנציאל הגלום באיגוח פרויקטים ממשלתיים. במסגרת כל אחד מן הפרקים מובאות בין היתר המלצות הועדה בעניינים שנדונו באותו הפרק.

יש להדגיש, כי המלצות הועדה אינן אלא נקודת מוצא לטיפול בתחום האיגוח וזאת משני טעמים עיקריים. טעם אחד הוא כי הועדה ממליצה להסדיר חלק מהנושאים הטעונים הסדרה בחקיקה מיוחדת ומשרד המשפטים הוא המופקד על ביצוע חקיקה זו. עמדת נציגי משרד המשפטים בעניינים מסוימים הובאה בפני הועדה, אולם לעתים קרובות ללא הצגת הפתרונות הרצויים לגישתם בעניינים אלה. טעם שני הוא כי הניסיון בעולם מלמד כי שוק האיגוח הינו דינאמי וחלות בו תמורות כל העת. לפיכך תידרש התמודדות נמשכת של הגורמים המפקחים והמחוקק עם סוגיות שתעלינה מעת לעת.

להלן תמצית המלצות הועדה בנושא אגרות חוב מגובות בנכסים, להסדרת שוק האיגוח ולפיתוח מכשיר פיננסי זה בישראל:

1.1 המלצות בתחום החשבונאות

שתי מערכות התקינה החשבונאית המקובלות בעולם – כללי החשבונאות הבינלאומיים וכללי החשבונאות האמריקאיים – קובעות הוראות שונות ביחס לעסקאות איגוח נכסים פיננסיים.

המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות פועל להתאמת כללי החשבונאות בישראל לכללי החשבונאות הבינלאומיים, ולפיכך, על פי בקשת הועדה להסדיר את היבטי החשבונאות בעסקאות איגוח, פירסם המוסד לתקינה בחודש ספטמבר 2004 את הצעה לתקן חשבונאות מס' 23, המבוססת על תקן בינלאומי 39 המחודש הקובע כללים לגריעת נכסים פיננסיים.

לאור קביעת המוסד לתקינה כי יש לשאוף לכך שהתקינה החשבונאית הבינלאומית בשלמותה תהא התקינה החשבונאית המחייבת בישראל כפי שנעשה במדינות רבות וחשובות בעולם, נראה כי יש מקום לקבל תקינה זו גם לגבי סוגיית האיגוח. עם זאת, לאור הקשיים המתוארים בדוח, המתעוררים מאימוץ מיידי של ההצעה לתקן, מקבלת הועדה את המלצת המוסד לתקינה כי יישומו של תקן 23 המבוסס על תקן 39 המחודש יידחה

לפחות עד שנת 2007, וזאת על מנת לאפשר לשוק האיגוח להתפתח ולהסתגל לדרישות המחמירות של התקן הבינלאומי ובאותה העת ללמוד מהניסיון שיצטבר מיישום תקן בינלאומי 39 המחודש בעולם ומהתמודדות שוק האיגוח העולמי עם הוראותיו המחמירות של התקן.

בתקופת הביניים עד לכניסתו של התקן המוצע ימשיכו לחול על עסקאות האיגוח עקרונות התקן האמריקאי FAS 140 בהיותם הפרקטיקה המקובלת לעסקאות איגוח בישראל.

עוד ממליצה הועדה כי לא יחולו הוראות רטרואקטיביות על עסקאות איגוח לאחר תאריך התחילה של תקן חשבונאות 23, משמע שעסקאות איגוח שבוצעו טרם כניסת התקן לתוקף ימשיכו להיות מוצגות בדוחות הכספיים על פי הוראות התקן האמריקאי (או כל פרקטיקה מקובלת אחרת שתהיה תקפה במועד היווצרותו) גם לאחר כניסתו של התקן לתוקף.

עם זאת, מהלך לאימוץ גורף של תקינה בינלאומית בישראל, כפי שמתוכנן על ידי המוסד לתקינה בחשבונאות החל משנת 2008 יחייב חשיבה מחדש בקשר להוראות המעבר. ראוי לציין כי הוראות המעבר לתקן חשבונאות בינלאומי מספר 39 קובעות כי אם נגרעו נכסים מהמאזן בהתאם לכללי חשבונאות שהיו מקובלים בעבר, הם לא יוכרו מחדש בדוחות הכספיים, גם אם בהתאם לתקן חשבונאות בינלאומי מספר 39, נכסים אלה לא היו נגרעים.

בעולם לא קיימת תקינה ספציפית לגבי הטיפול החשבונאי בעסקאות איגוח מנקודת מבט הנעבר (במרבית המקרים ה-SPE), ולפיכך, ובשים לב לעובדה שהגוף הנעבר בעסקת האיגוח הוא המנפיק איגרות חוב לציבור - מציעה הועדה כי יגובשו כללים ברורים בנוגע לכללי ההצגה והגילוי של הנכסים שהועברו ל-SPE.

1.2 המלצות בתחום המשפט

הועדה מצאה כי ודאות משפטית חיונית להתפתחותו של שוק איגוח תקין, ולפיכך היעדר חקיקה מחייבת בנושא מהווה גורם מרכזי המעכב התפתחותו של שוק כאמור בישראל, ואף מגבירה את הסיכונים לפגיעה בזכויות הצדדים המעורבים בעסקאות איגוח.

פרק ההיבטים המשפטיים בדוח הועדה דן במספר סוגיות הקשורות בעסקאות איגוח. המלצתה העיקרית של הועדה היא כי ישראל תלך בעקבות מדינות רבות אחרות ותקבע בחקיקה הסדר משפטי מקיף ומפורש, אשר ייחד לעסקאות איגוח (להלן – חוק איגוח).

מקום בו היתה הועדה סבורה כי יתכנו פתרונות ביניים, עד לחקיקתו של חוק איגוח, פורט הדבר בדוח. עם זאת, חלק ניכר מן הסוגיות יוכל למצוא פתרוננו רק בדבר חקיקה ולגבי סוגיות אלה מוצגת לעתים יותר מחלופה אפשרית אחת.

1.2.1 המחאת זכויות

שלושת הנושאים העיקריים הטעונים הסדרה בהיבט של המחאת הזכויות הם הגדרת זכויות החייבים לאחר ההמחאה, אופן המחאתן של זכויות נלוות הטעונות רישום (כגון בטוחות להבטחת הלוואות לרכישת דירות) והמחאת זכויות שטרם נתגבשו במועד ההמחאה.

הגדרת זכויות החייבים לאחר ההמחאה:

על פי הדין הכללי עומדות לחייב כלפי ה-SPE כל הטענות שעמדו לו כלפי היזם בעת שנודע לו על ההמחאה. טענות אפשריות אלה כלפי ה-SPE עשויות לפגוע בתקפות עסקת האיגוח. הגבלת טענות כאמור תועיל לניתוק בין הזכויות שהומחו לבין היזם, אולם היא עשויה לפגוע בחייבים.

על מנת לאזן בין השיקולים האמורים, מוצע לקבוע בחוק איגוח מגבלות על זכותם של חייבים לטעון כלפי ה-SPE טענות שעמדו להם כלפי היזם, בהתקיים התנאים הבאים:

- א. העסקה היא לאיגוח נכסים פיננסיים, קרי זכויות לקבל כסף במועד ידוע שנקבע מראש, שאינן מותנות או שלובות בהתחייבויות מצד היזם, למעט בחיובים שוליים (כגון חיובים לא מהותיים הקשורים באופן גביית החוב).
- ב. העסקה קובעת מראש מנגנון על פיו יבוצעו חיובים שוליים כאמור על-ידי נותן שירותים שהוסמך לכך על-ידי ה-SPE, ונתן הסכמתו בכתב ליטול את מקומו של היזם במידת הצורך. במקרים מסוימים יש מקום להגביל את זהות נותן השירותים וזאת מטעמים של הגנת הצרכן.

כן מוצע להבהיר כי אם החיוב כלפי החייב בוצע במלואו, אזי לא יוכל החייב להימנע מתשלום החוב רק מן הטעם שזהות ממלא החיוב השתנתה.

אופן המחאת זכויות נלוות הטעונות רישום:

הצורך בביצוע שינוי ברישום של בטוחות להבטחת הלוואות לרכישת דירות, לשם העברתן על שם ה-SPE, הנו חסם עיקרי המונע יצירתו של שוק לאגרות חוב מגובות במשכנתאות.

הפתרון לבעיה זו עשוי להימצא, לדעת הועדה, בשני מישורים:

- א. קביעה כי העברת בטוחות שהן זכויות נלוות להלוואה אינה טעונה רישום או טעונה רישום חלופי שקל ונוח יותר לבצעו (למשל, רישום אצל רשם החברות, או מרשם חלופי שיוקם לענין משכנתאות שאוגחו).
- ב. הפחתת עלויות הרישום הגבוהות וקיצור תהליך הרישום.

המחאת זכויות שטרם נתגבשו במועד ההמחאה:

הועדה סבורה כי אין מניעה לבצע כבר היום המחאה של זכויות שטרם נתגבשו (איגוח 'מתגלגל'), במידה וההמחאה נרשמה על פי דין וניתן לה ביטוי נאות בדוחות הכספיים של היזם.

בד בבד, מוצע לכלול בחוק האיגוח הוראה מפורשת המתירה המחאת זכויות שטרם נתגבשו, ובלבד שנרשמה כדין.

1.2.2 מבנה משפטי של ה-SPE וסיווג ניירות הערך המונפקים על-ידו

יש להניח כי בטווח הקצר דרך ההתאגדות המתאימה השכיחה ביותר ל-SPE תהא כחברה פרטית המוקמת על פי חוק החברות. הואיל ומבנה של חברה אינו הולם לחלוטין את התכונות הנדרשות מ-SPE, מוצע לקבוע בחוק איגוח מעמד מיוחד לגוף המנפיק ניירות ערך מגובים בנכסים ולהסדיר אופן פעילותו וזכויות המחזיקים בניירות הערך שלו.

עד לחקיקתו של חוק איגוח, במצב דברים רגיל יש לראות הצעה של ניירות ערך מגובים בנכסים לציבור על-ידי חברת SPE כהצעה של איגרות חוב, ולא כהצעה של מניות, ומכאן שה-SPE ייחשב על פי הוראות חוק החברות לחברה פרטית.

1.2.3 סיווג העסקה כמכר או כהלוואה מובטחת במשכון

ההבחנה בין המחאה בדרך של מכר לבין המחאה על דרך השעבוד היא סוגיה סבוכה אשר הדין הכללי אינו נותן לה מענה ברור. אי הבהירות קיימת גם ביחס לעסקאות איגוח, שכן אלה כלל לא נדונו בפסיקת בתי המשפט עד כה. עסקאות איגוח בהן עשויה לעלות שאלת הסיווג כמכר או כמשכון הן עסקאות בהן קיימת מעורבות נמשכת של היזם לאחר העברת הנכסים.

הועדה סבורה כי יש להבהיר בחוק איגוח את המצב המשפטי בהקשר האמור, אם כי לא הגיעה לכלל מסקנה באשר לפתרון הרצוי. שתי גישות אפשריות בענין זה הן אלה:

א. קביעה כי מכר נכסים בעסקת איגוח אינו מותנה בהיקף הסיכונים שנותרו אצל

היזם. גישה זו מבטיחה ודאות משפטית, אולם אפשר שתיאור העסקה כמכר לא יעלה בהכרח בקנה אחד עם המציאות הכלכלית והחשבונאית.

ב. קביעה כי מדובר במכר הנכסים רק אם מירב הסיכונים הכרוכים בנכסים עברו מהיזם ל-SPE. גישה זו מייצגת נאמנה את המציאות הכלכלית, אולם קיים קושי לקבוע קריטריונים כמותיים בנדון וליישם.

הועדה סבורה כי בעת קביעת הכלל המשפטי יש להימנע מיצירת פער בין הפירוש המשפטי שניתן לעסקת המכר לבין הסיווג החשבונאי שיקבע.

1.2.4 היבטים תפעוליים

הועדה ממליצה להסמיך בחוק איגוח קביעה בתקנות של כללים שונים המבטיחים הפרדה תפעולית בין היזם לבין הנכסים המגבים. כללים אלה צריכים להסדיר, בין היתר, נושאים כגון אופן הפקדת תזרים המזומנים בחשבון נאמנות לטובת בעלי אגרות החוב; אופן ומועד ביצוע תשלומים לנותן השירותים והבקרה על תשלומים אלה; המנגנון להחלפת נותן שירותים; ועוד.

1.3 המלצות בתחום המיסוי

בעסקת איגוח קיימות השלכות מיסוי לשלושה גורמים עיקריים – ליזם או לחברת המקור (להלן בסעיף זה – חברת המקור), ל-SPE (להלן בסעיף זה – התאגיד הייעודי) ולבעלי הזכויות בו. שתי השאלות העיקריות בתחום המיסוי נוגעות לסיווג עסקת האיגוח: האם לפנינו "עסקת מכר" או שמא לפנינו "עסקת מימון", והאם יש לסווג את הזכויות המונפקות כהון או כחוב. התשובה לשאלות אלו משפיעה על סוגיות מס נוספות.

פרק המיסוי בדוח הועדה כולל דיון בשתי הסוגיות האמורות, לרבות תוצאות המס בחלופות האפשריות השונות, וכן עקרונות למודל מס מוצע. הכלל הוא כי מקום בו הדין הכללי והכללים החשבונאיים רואים בעסקת האיגוח עסקת מכר יש לראותה כך גם לצורכי מס. יחד עם זאת, ולאור המהות הכלכלית של העסקה – בעסקאות מסוימות ובאישור מקדמי מרשות המיסים- ניתן יהיה לסווג את עסקת האיגוח, לצורכי מס, כעסקת מימון, קרי, כאילו הנפקת אגרות החוב נעשתה מראש על ידי חברת המקור.

להלן מודל המיסוי לעסקת איגוח מסוג עסקת מכר ולעסקת איגוח מסוג עסקת מימון:

עקרונות המיסוי לעסקת איגוח מסוג עסקת מכר

התנאים לעסקת איגוח מסוג מכר:

1. לצורך עסקת האיגוח הוקמה חברה ייעודית חדשה (SPC) תושבת ישראל (להלן: "התאגיד הייעודי"). מקום בו התאגיד הייעודי הוקם בחו"ל יבחן הדבר באופן נפרד.

2. ייעודו היחיד של התאגיד הייעודי הוא לשרת את עסקת האיגוח, קרי, הנפקת אגרות חוב למשקיעים, רכישת הזכויות לתזרים מזומנים מחברת המקור וסליקה כספית של תזרימי המזומנים לבעלי הזכויות בתאגיד הייעודי.
3. על פי כללי חשבונאות מקובלים סווגה עסקת האיגוח כעסקת מכר.
4. עם גמר תקופת קבלת תזרים המזומנים על פי עסקת האיגוח יתפרק התאגיד הייעודי ויתרות הנכסים שבו, אם יהיו, יועברו לבעלי הזכויות בו.
5. קיימת הפרדה ברורה בין עסקת האיגוח לבין עסקת מתן השירותים.
6. בתאגיד הייעודי הונפקו זכויות רגילות (אפשר מסוגים שונים) וזכויות שירותיות (מסוג אחד). הזכות השירותית תוגדר באופן מיוחד.
7. מטרתה העיקרית של העסקה אינה הימנעות או הפחתה בלתי נאותות של תשלומי מיסים.

עקרונות המיסוי בעסקת המכר:

בחברת המקור:

1. בהתקיים התנאים הנ"ל יראו בעסקה עסקת איגוח מסוג מכר.
2. המחאת הזכויות לתאגיד הייעודי תיחשב למכירה פירותית במועד העסקה בידי חברת המקור, אשר בגינה יוכר רווח או הפסד.
3. ביחס למרכיב אגרת החוב שנותר בבעלות חברת המקור, אם נותר, לא יוכר רווח או הפסד בגין מכירת הזכויות. זכויות כאמור תועברנה לתאגיד הייעודי על פי עלותן. אם וכאשר תמכור חברת המקור את אגרות החוב הנ"ל אז תוכר יתרת רווח/ הפסד בגין מכירת יתרת הזכויות.
4. עסקת מתן השירותים הנלווית לאיגוח תתחייב במס בנפרד מעסקת האיגוח ולאורך תקופת מתן השירותים לתאגיד הייעודי (בדרך כלל תקופת האיגוח).
5. יינתן אישור על פטור מניכוי מס במקור לחברת המקור בגין התקבולים שהיא מקבלת בתקופת האיגוח מן הלקוחות לצורך העברתם לתאגיד הייעודי.
6. עסקת האיגוח (מכירת הזכות לקבלת תזרים עתידי) לא תחויב במע"מ. העסקאות העתידיות נשוא עסקת האיגוח ידווחו על-ידי חברת המקור, לרבות הוצאת חשבונית המס ללקוחות חברת המקור ותשלום המס המתחייב מביצוע עסקאות אלה.
7. הטיפול המיסויי לעניין ההכרה ברווח או בהפסד במוסדות בנקאיים הכפופים לפיקוח המפקח על הבנקים יהיה בדומה לטיפול החשבונאי, כפי שאושר על-ידי המפקח על הבנקים.

בתאגיד הייעודי:

1. התאגיד הייעודי ירשום בספריו את הנכס הנרכש (הזכויות לתזרים המזומנים) על פי הסכום ששילם עבורו (שווי השוק ביום האיגוח).
2. התאגיד הייעודי יהיה פטור ממס חברות בגין הכנסותיו (המיסוי יהיה בידי בעלי

הזכויות השיוריות).

3. ינתן אישור על פטור מניכוי מס במקור לתאגיד הייעודי בגין התקבולים שמקבל מחברת המקור במסגרת האיגוח.
4. סיווגו של התאגיד הייעודי לעניין חוק מע"מ ייקבע בהתאם לסיווגה של חברת המקור (או בעלי הזכויות השיוריות) כ"עוסק", "מוסד כספי" או "מלכ"ר". במקרים בהם חברת המקור והתאגיד הייעודי יהיו רשומים כ"עוסק", תוכלנה שתי החברות להירשם ב"איחוד עוסקים" לפי חוק מע"מ.

אצל המשקיעים בתאגיד הייעודי:

בעלי הזכויות הרגילות בתאגיד הייעודי - בעלי הזכויות הרגילות בתאגיד הייעודי יחשבו כבעלי חוב ולא כבעלי הון (בדרך כלל ישקיעו באמצעות אגרות חוב שיונפקו בתאגיד הייעודי). בעלי הזכויות הרגילות יחויבו במס בגין מרכיב הריבית שיקבלו על הזכויות שהם מחזיקים או יהיו פטורים מכוח הוראות סעיף 29(2) לפקודה ובכפוף לתנאים הקבועים בו. בהנפקת אג"ח בניכיון יחולו כללי הפרדה בין קרן וריבית והדיווח יהיה על בסיס צבירה.

בעלי הזכויות השיוריות בתאגיד הייעודי -

- א. בעלי הזכויות השיוריות בתאגיד הייעודי יחויבו במס בגין הרווחים של התאגיד הייעודי, אשר ייחשבו בידיהם להכנסות פירותיות.
- ב. בחישוב הרווחים יילקח בחשבון מרכיב ההכנסות מתוך תזרים המזומנים ובצד ההוצאות יילקח בחשבון מרכיב הריבית על הזכויות של בעלי החוב.
- ג. מיסוי בעלי הזכויות השיוריות בקשר עם ההכנסה המיוחסת אליהם מהתאגיד הייעודי יהיה על בסיס צבירה.
- ד. ייתכנו מגבלות על זהות בעלי הזכויות השיוריות, כך שיובטחו תשלומי המיסים לאוצר המדינה.
- ה. החלוקות בפועל לבעלי הזכויות השיוריות לא יחויבו במס (כמו שותף בשותפות), משום שההכנסות מהם חולקו הכספים כבר חויבו במס באופן שוטף, למעט במקרה של חלוקות מעבר ליתרת המחיר המקורי של בעלי הזכויות השיוריות.
- ו. מדי שנה תיערך התאמה של יתרת עלות הזכות השיורית לצרכי מס של בעל הזכות השיורית (בדומה לעלות זכות של שותף בשותפות), באופן כזה שרווח מיוחס לבעל הזכות השיורית מגדיל מחיר מקורי, הפסד מיוחס מקטין מחיר מקורי עד לאפס, חלוקת מזומנים מקטינה מחיר מקורי וכו'.

עקרונות המיסוי לעסקת איגוח מסוג עסקת מימון

התנאים לקבלת אישור מקדמי:

1. לצורך עסקת האיגוח הוקמה חברה ייעודית (SPC) חדשה ונפרדת, למעט במקרה של עסקת איגוח מתחדשת (Revolving) (להלן: "החברה הייעודית").
2. יעודה היחיד של החברה הייעודית הוא הנפקת אגרות חוב למשקיעים, רכישת הזכויות

לתזרים המזומנים מחברת המקור וסליקה כספית של תזרימי המזומנים לבעלי אגרות החוב. כל נכסיה של החברה הייעודית הם הזכויות לקבלת תזרים המזומנים והתחייבויותיהם הם אגרות החוב.

3. הנכסים המאוגחים הינם אחד מאלה:

א. נכסים שאינם נכללים בנכסים הניתנים לאיגוח על פי IAS 39 \ FAS 140, קרי, אינם נחשבים לנכסים פיננסיים ("נכסים פיננסיים" - הלוואות, חובות לקוחות, ליסינג מימוני וכו'). כלומר, על פי חלופה זו ניתן לאגח תזרימי מזומנים מנכסים תפעוליים, כך למשל, מדמי שכירות, ליסינג תפעולי וכו'.

ב. נכסים פיננסיים שעל פי כללי חשבונאות מקובלים לא רואים אותם כנמכרים על ידי חברת המקור (בחלופה זו תיבחן גם הסיבה שבשלה לא רואים את הנכסים כנמכרים).

4. במסגרת האיגוח יונפקו למשקיעים אגרות חוב (אפשר מסוגים שונים).

5. מלוא הזכויות הששירותיות (בדרך כלל הון המניות) בחברה הייעודית יהיה בבעלות חברת המקור. הזכות הששירותית תוגדר בנפרד.

6. עם פירעונו המלא של האג"ח תתפרק החברה הייעודית וכל יתרות הנכסים והמזומנים, ככל שנשארו בה, יועברו לחברת המקור.

7. תמורת ההנפקה תשמש את חברת המקור לפעילותה העסקית.

8. עסקת האיגוח לא נועדה להפחתה בלתי נאותה של תשלומי המיסים.

עקרונות המיסוי על פי האישור המקדמי:

1. בהתקיים התנאים הנ"ל יראו בעסקת האיגוח כאילו בוצעה הנפקת אג"ח במסגרת חברת המקור. לפיכך, המחאת הזכויות מחברת המקור לחברה הייעודית לא תיחשב כ"מכירה" בחברת המקור.

2. כל הכנסותיה, הוצאותיה, נכסיה והתחייבויותיה של החברה הייעודית ייחשבו, לצורכי מס הכנסה (לרבות חוק התיאומים בשל אינפלציה), כהכנסות, הוצאות, נכסים והתחייבויות, לפי העניין, של חברת המקור. לחברה הייעודית לא יהיו הכנסה חייבת או הפסד לצורכי מס.

3. עם פירעונו המלא של האג"ח תתפרק החברה הייעודית, וכל הנכסים בה, אם יהיו, יועברו לחברת המקור. העברה ופירוק כאמור לא יהוו אירוע מס.

4. אגרות החוב המוחזקות שלא על-ידי חברת המקור יסווגו כחוב ולא כהון.

5. לחברת המקור יינתן אישור על פטור מניכוי מס במקור בגין התקבולים שתקבל מלקוחותיה והמיועדים להעברה לחברה הייעודית, בכפוף לתנאים שייקבעו.

6. לחברה הייעודית יינתן פטור מניכוי מס במקור בגין התקבולים שתקבל מחברת המקור.

7. החברה הייעודית תידרש לנכות מס במקור מתשלומי ריבית לבעלי האג"ח, בכפוף לאישורים ספציפיים של בעלי האג"ח או לפטורים המגיעים להם על פי דין.

8. היה וחברת המקור תיכנס להליכי חדלות פירעון, יראו במועד שבו נוצרה העילה

לחדלות הפירעון בחברת המקור אירוע מס פירוטי בגין החלק היחסי של הרווח הנובע מהמחאת הזכויות לחברה הייעודית, שטרם חויב במס כחלק מתזרים המזומנים השוטף.

9. מכירת הזכות השיורית (בדרך כלל, הון המניות) בחברה הייעודית על-ידי חברת המקור תקים אירוע מס בגין יתרת כספי האיגוח שטרם חויבו במס, ויחולו תוצאות המס של עסקת איגוח מסוג מכר, בשינויים המחויבים (במצב זה ידרש אישור מקדמי מרשות המיסים).

10. החברה הייעודית לא תחויב ברישום נפרד לפי חוק מע"מ. חברת המקור תמשיך לדווח, להוציא חשבונית מס ולשלם את המע"מ הנובע מביצוע העסקאות נשוא עסקת האיגוח.

11. לגבי איגוח של תזרימי מזומנים מדמי שכירות ממקרקעין לתקופות ארוכות ושבהם מובטח למשקיעים (בעלי אגרות החוב) חלק משמעותי מערך הנכס בתום תקופת האיגוח, ייבחנו העסקאות בנפרד גם לאור ההוראות הקבועות בחוק למיסוי מקרקעין.

הועדה ממליצה כי העקרונות האמורים ישולבו במסגרת תיקון חקיקה.

1.4 המלצות בתחום הבנקאות

בנקים בעולם נוהגים לפעול כזומים, מעבירים, מקבלים ונותני שירותים בעסקאות איגוח, ומעורבותם מעלה שאלות יחודיות. להלן המלצות הועדה בקשר לביצוע איגוח על-ידי בנקים:

1.4.1 הצגה חשבונאית של עסקת האיגוח

על פי המלצות המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות, צפוי תקן חשבונאות בינלאומי IAS39 להיכנס לתוקף בשנת 2007. עד לכניסתו של התקן לתוקף, נדרשים הבנקים לפעול על פי ההוראות שנקבעו בתקן האמריקאי SFAS140 כפי שיפורסמו על-ידי המפקח על הבנקים וכפי שהן מיושמות הלכה למעשה בדוחות הכספיים של הבנקאות האמריקאית.

לאחר התחילה של תקן ישראלי לפי תקן בינלאומי מספר 39, הוראותיו לא יחולו רטרואקטיבית על עסקאות איגוח שנעשו על ידי בנקים לפני כניסתו לתוקף של התקן הישראלי החדש. עסקאות האיגוח האמורות יוסיפו להיות מוצגות בדוחות כספיים של תאגידים בנקאיים על פי הוראות התקן האמריקאי.

לאחר שבישראל יפורסם תקן מחייב לפי IAS 39, ישקול המפקח עמדתו בהתייחס להוראות לגבי ההצגה בדוח כספי של תאגיד בנקאי של עסקאות איגוח שיבוצעו לאחר כניסתו לתוקף של התקן החדש.

1.4.2 כריות בטחון לפרעון אגרות חוב (Credit Enhancement)

- א. תאגיד בנקאי שהעביר נכסים פיננסיים בעסקת איגוח ימדוד במועד ההעברה את שווי הזכויות שנשמרו בנכסים הפיננסיים שהועברו לפי שוויין ההוגן היחסי. אם הזכויות שנשמרו נדחות מפני זכויות בכירות יותר בנכסים שהועברו (להלן זכויות נדחות שנשמרו) יש להביא בחשבון עובדה זו בעת מדידת השווי ההוגן של הזכויות שנשמרו.
- ב. השווי ההוגן של זכויות נדחות שנשמרו יחושב על בסיס הנחות סבירות ושמרניות, הניתנות לביסוס באופן אובייקטיבי. יש לשמור תיעוד מדויק התומך בנאותות החישוב של השווי ההוגן ושל ההנחות שעמדו בבסיסו, לפי הסטנדרטים שנקבעו על ידי רשויות הפיקוח על בנקים בארה"ב.² אם לא ניתן לבסס את חישוב השווי ההוגן באופן אובייקטיבי, יש למחוק מיידית את הזכויות הנדחות שנשמרו (הטיפול בהעברה של נכסים פיננסיים כאשר אין זה מעשי להעריך שווי הוגן מובהר בתקן 140 בסעיפים 71 ו-72).
- ג. לאחר ההכרה לראשונה בזכויות נדחות שנשמרו, היתרה המאזנית של זכויות נדחות שנשמרו תופחת לפי שיטת הקו הישר, על פני התקופה הממוצעת לפרעון הזכויות הנדחות, אך לא יותר מעל פני 3 שנים ממועד יצירתן.
- ד. בכל מועד דיווח יש לבחון את הצורך בירידת ערך של הזכויות הנדחות.³
- ה. אם, לאחר האיגוח, נמכרות חלק מהזכויות הנדחות שנשמרו לצדדים שאינם קרובים⁴ למעביר, הזכויות הנדחות שנתרו ימדדו לפי כללי חשבונאות מקובלים.
- ו. עד ליישום המלצות ועדת באזל II⁵, לא ישקיע בנק באגרות חוב מעסקת איגוח של צד שאינו קרוב, למעט באגרות חוב כאמור בדרגת הבכירות הגבוהה ביותר (הטראנץ' העליון).

² ראו - "Interagency Guidance on Asset Securitization Activities", מיום 13.12.99, שם נקבע בין היתר כי: "This guidance ... emphasizes the specific expectation that any securitization related retained interest claimed by a financial institution will be supported by documentation of the interest's fair value, utilizing reasonable, conservative valuation assumptions that can be objectively verified. Retained interests that lack such objectively verifiable support or that fail to meet the supervisory standards set forth in this document will be classified as loss and disallowed as assets of the institution for regulatory capital purposes."

³ ראו - EITF 99-20 "recognition of interest income and impairment on purchased and retained beneficial interests in securitized financial assets"

⁴ צדדים קרובים למעביר -

(1) צד קרוב (affiliate) לפי תקן חשבונאות אמריקאי מספר 57: צד (party) השולט בתאגיד, נשלט על ידי תאגיד, או נמצא תחת שליטה משותפת עם תאגיד, באופן ישיר או עקיף באמצעות מתווך אחד או מספר מתווכים.

(2) קופות גמל וקרנות נאמנות המנוהלות על ידי המעביר או צדדים שנחשבים קרובים אליו לפי סעיף 1 לעיל.
⁵ הוראות יחס הון מזערי שנקבעו על ידי המפקח על הבנקים בישראל מבוססות על המלצות ועדת באזל לחישוב יחס הון מזערי, שפורסמו לראשונה בשנת 1988. בחודש יוני 2004 פורסמו על ידי ועדת באזל המלצות חדשות לחישוב יחס הון מזערי (המלצות ועדת באזל II), המיועדות, בין היתר, להתאים את דרישות יחס ההון המזערי לשיטות מתקדמות של ניהול סיכונים, ולהבהיר את הטיפול בעסקאות מורכבות, כגון עסקאות איגוח.

1.4.3 איסור רכישה חוזרת של הלוואות שהעביר בנק אל ה-SPE

בנק מעביר לא יורשה לרכוש בחזרה, במישרין או בעקיפין, הלוואה שמכר ל-SPE, למעט במקרים חריגים של הונאה (fraud). יחד עם זאת, כשנותרת תקופה קצרה מאוד לחיי תיק הלוואות שנמכר ל-SPE (לדוגמא: בשנה האחרונה מתוך 10 שנים או כאשר יתרת התיק מגיעה ל- 10% מיתרתו המקורית), ואם הותר הדבר לפי הסכמי ההקמה של עסקת האיגוח, יורשה הבנק המעביר לבצע Clean up ולרכוש בחזרה מה-SPE את יתרת הלוואות לפי שוויין ההוגן. זאת כדי להביא לחיסכון בעלויות ניהול תיקי הלוואות שאוגחו.

1.4.4 איסור תמיכה בנזילות ה-SPE

במקרה של בעיית נזילות של ה-SPE, הבנק המעביר וצדדים קרובים לא יורשו להעמיד, במישרין או בעקיפין, מקורות כדי לתמוך בנזילות ה-SPE. סיכון נזילות, אם יתרחש, יחול במלואו על המחזיקים באגרות החוב, או על צדדים שלישיים שאינם קרובים לבנק המעביר (כגון גופים המספקים מכשירי "חיזוק נזילות" לאגרות החוב).

1.4.5 הבנק כנותן שירות (Servicer)

בקשר להלוואות שנמכרו ל-SPE בעסקת איגוח, רשאי הבנק המעביר להמשיך לפעול כנותן שירות בלבד (Servicer), ולהציג את חוזה השירות בדוחות הכספיים כפי שנקבע בתקן אמריקאי 140, אם יקבל תמורה הולמת לעבודתו. כדי להבטיח שמירה על זכויות לווים בעסקת איגוח יקבע כי בעת החלפת נותן השירות גם נותן השירות החלופי יהיה תאגיד שחלות עליו הוראות המפקח לעניין זכויות של לווים. בנק מעביר לא יהיה מנוע מליישם חשבונאות מכירה בעסקת איגוח שבה הוא נותן שירות ל-SPE, אם שיקול הדעת שהוא רשאי להפעיל עומד בתנאים שנקבעו לעניין זה בתקן אמריקאי 140. עד שיצטבר ניסיון ויקבעו בהוראות המפקח נוהלים בהתייחס לבנק מעביר נותן שירות, המפקח יבחן את עסקאות האיגוח ויאשר:

א. שהתמורה שנקבעה הולמת את השירות.

ב. ששיקול הדעת שמפעיל נותן השירות עומד בהוראות של תקן אמריקאי 140.

ג. שנקבעו בעסקה הסדרים שיבטיחו שזכויות הלווים לא יפגעו בגין מכירת הלוואותיהם.

1.4.6 הרכב תיק ההלוואות הנמכר ל- SPE ומניעת "Cherry Picking"

כדי למנוע פגיעה באיכות תיק האשראי של בנק מעביר, לא תתאפשר מכירה סלקטיבית של ההלוואות ה"טובות" ל- SPE. עם זאת, ניתן יהיה למכור ל- SPE תיקי הלוואות שנבחרו באופן אקראי מתוך קטגוריות מסוימות (לדוגמה: הלוואות צמודות דולר, הלוואות צמודות מדד, הלוואות לא צמודות, הלוואות לדיר, הלוואות בביטחון דירת מגורים, הלוואות לרכישת רכב פרטי וכו'). זאת בתנאי שאיכות ההלוואה הנמכרת לא תהווה קריטריון להכללתה או להוצאתה מתוך התיק שיימכר. למרות האמור לעיל, בעת מכירת תיק משכנתאות, שלגביו הפרשה לחובות מסופקים מחושבת לפי שיטת עומק הפיגור⁶, המפקח על הבנקים יתיר לבנק מעביר להוציא מתוך תיק שנבחר למכירה באופן אקראי הלוואות שבמועד ביצוע עסקת איגוח נחשבות להלוואות בפיגור.

1.4.7 הגבלת עסקאות עם צדדים קרובים

צדדים קרובים לבנק מעביר (לדוגמה, קופות גמל וקרנות נאמנות שבבעלותו או שבניהולו) לא יורשו לרכוש אגרות החוב שהונפקו על-ידי ה- SPE במסגרת עסקת איגוח שבה משתתף הבנק.

1.4.8 פערים בתקופה לפרעון

א. איגוח מתחדש (Revolving) – המפקח על הבנקים יאשר ביצוע איגוח מתחדש של אשראים לתקופות קצרות כגון אשראים בכרטיסי אשראי.
ב. העברת סיכון באמצעות עסקת איגוח לא תוכר כמכירה אם התקופה האפקטיבית לפירעון איגרות החוב קצרה מהתקופה האפקטיבית לפירעון האשראים שאוגחו. לדוגמה, לאיגרות החוב תקופה אפקטיבית לפרעון של 3 שנים ולתיק ההלוואות שאוגחו תקופה אפקטיבית לפרעון של 6 שנים.

1.4.9 זכויות לווים

זכויות של לווים מבנק נקבעות על פי הדין הכללי, הדין המיוחד החל על לווים מסוימים מתאגיד בנקאי, על פי הוראות ניהול בנקאי תקין של המפקח על הבנקים ועל פי פרקטיקה הקיימת בתאגידי בנקאיים.

⁶ הפרשה לפי עומק פיגור הינה שיטה המתוארת בנספח להוראת בנספח להוראת ניהול בנקאי תקין מס' 314 "טיפול בחובות בעייתיים", לפיה תאגידי בנקאיים נדרשים לחשב הפרשה מזערית לחובות מסופקים בגין הלוואות לדיר, על פי שיעורים שנקבעו בהוראה. בהתאם לשיטה זו, באופן כללי, ככל שהפיגור בהלוואה לדיר נמשך זמן רב יותר, התאגיד הבנקאי נדרש ליצור הפרשה גדולה יותר לחובות מסופקים.

מצבם של לווים, כמו לדוגמא מי שקיבלו אשראי לדיור בבטחון משכנתא על דירת מגורים, לא יורע בשל כך שבנק מכר את ההלוואה שקבלו במסגרת עסקת איגוח. בכל עסקת איגוח יקבעו ההסדרים המתאימים לעסקה הספציפית, שיהיו מיועדים להבטחת זכויות הלווים שהלוואותיהם אוגחו.

1.5 המלצות בתחום הגילוי והמסחר בבורסה

הועדה סבורה כי בשלב זה אין מניעה ליישום מתכונת הגילוי הקיימת בדיני ניירות ערך לצורך הנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים. יש להניח כי בעתיד, לאחר שיתפתח שוק איגוח כאמור, יעלה גם צורך בקביעת כללי גילוי נקודתיים לענין זה.

יחד עם זאת, מוצע לקבוע כי על מנת לזכות בהקלות משמעותיות בגילוי שעיקרן הימנעות מתיאור כלל נכסי היזם ופטור מאגרת בקשה למתן היתר לפרסום תשקיף, תידרש עמידה בתנאים הבאים:

- א. התקינה החשבונאית התקפה בעת ההצעה מכירה בגריעת הנכסים ממאזן היזם, כולם או חלקם, ודוחות ה-SPE אינם מאוחדים בדוחות היזם.
- ב. היזם וה-SPE הינם צדדים בלתי קשורים, למעט בשל ההתקשרות בעסקת האיגוח (העשויה לכלול גם התקשרות למתן שירותים).
- ג. קבוצת הנכסים תהא מובחנת (discrete) ותכלול נכסים פיננסיים בלבד.
- ד. קיומו של מערך בקרה תפעולית המבטיח את העברת הכספים ל-SPE והחזקתם לטובת בעלי אגרות החוב.

הצעת ניירות ערך מגובות בנכסים אשר לא תעמוד בתנאים הנדרשים, תחויב במתן גילוי מידע נוסף אודות היזם, ולא תיהנה מיתרונות משטר הגילוי המקל.

בנוסף מוצע:

- א. לפרסם כללים מנחים בדבר דיווח של יזם שהינו תאגיד מדווח בענין ביצוע עסקת איגוח.
- ב. לתקן את תקנות ניירות ערך (אגרת בקשה למתן היתר לפרסום תשקיף), תשנ"ה – 1995, ולקבוע הוראת שעה לפיה ינתן פטור מתשלום אגרת בקשה למתן היתר לפרסום תשקיף להצעות של ניירות ערך מגובים במשכנתאות העומדים בתנאים שלעיל, וזאת לתקופה של שנתיים, על מנת לעודד את השימוש במכשיר זה.

1.6 המלצות בתחום איגוח פרויקטים ממשלתיים

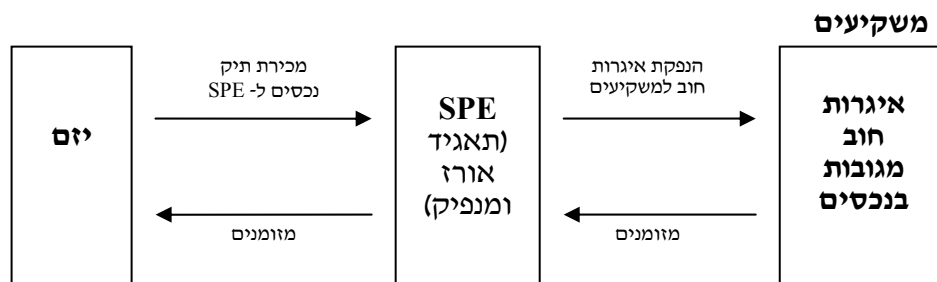
הועדה בחנה האפשרות לאיגוח פרויקטים ממשלתיים, ומצאה כי קיימים יתרונות רבים לאיגרות חוב המגובות בתזרימי מזומנים הנובעים מפרויקטים ממשלתיים. בפני הועדה לא הועלו חסמים מהותיים המחייבים היערכות מיוחדת, לרבות שינויי חקיקה, לצורך קידום הנפקות בתחום זה. צעדים נוספים העשויים לסייע בפיתוח מגזר זה, כגון השקת מערכת "רצף מוסדיים" על-ידי הבורסה או עיגון בחוק ניירות ערך של מסלול מיוחד לתשקיפי מדף, התבצעו לאחרונה.

2. מבוא

איגרות חוב מגובות נכסים הינן איגרות חוב, לזמן קצר או ארוך, שפירעונן (קרן וריבית) מובטח על-ידי תזרים מזומנים מוגדר מראש, הצפוי לנבוע מנכס או מקבוצת נכסים מוגדרים. בשנים האחרונות הפכו איגרות חוב מגובות בנכסים לאחד המכשירים הפיננסיים החשובים בשוקי ההון בעולם נוכח היתרונות הגלומים בהן למנפיקים ולמשקיעים כאחד, וסוגיית הנפקת איגרות חוב מגובות בנכסים (איגוח או securitization) הפכה מוקד לדיון בקרב פעילים בשוק ההון ורשויות הפיקוח השונות. על אף הניסיון שנצבר בתחום זה בעולם, ניתן לומר כי איגוח נכסים עודנו קורא תיגר על התפישות המקובלות בתחומי המשפט, החשבונאות, המימון והרגולציה, ומעורר בשל כך שאלות סבוכות במיוחד. לצד יתרונותיו הרבים של האיגוח, עלול שימוש לרעה במנגנון האיגוח להוביל לקריסה פיננסית של הגופים המעורבים בעסקה ולפגיעה במשקיעים ובצדדים שלישיים.

2.1 מושגי יסוד בעסקאות איגוח

הגיוון הרב במבנים משפטיים ומימוניים של עסקאות איגוח נגזר, בראש ובראשונה, מן העובדה שעסקאות אלו מתוכננות בהתאם לשיקולים הנגזרים מהסדרי משפט, חשבונאות ומיסוי, המשתנים ממדינה למדינה. ניתן, עם זאת, להבחין במספר מאפיינים בסיסיים המשותפים לכלל עסקאות האיגוח. ראשיתו של כל איגוח נכסים בישות משפטית הנקראת על פי רוב "היזם" (Originator), אשר מזהה ומבודד קבוצת נכסים שברצונו לאגח. היזם יוצר או נעזר בישות משפטית ייעודית לביצוע האיגוח (להלן – SPE, או Special Purpose Entity⁷), על מנת שזו תהא נפרדת מהיזם מבחינה משפטית וכלכלית, ולפיכך גם לא תהא כפופה לסיכוני חדלות הפירעון שלו. היזם מעביר את קבוצת הנכסים המוגדרת אל ה-SPE, אשר מנפיק ניירות ערך מגובים בתזרים מנכסים אלו למשקיעים. התמורה המתקבלת מן המשקיעים מועברת ליזם.



⁷ מינוחים נוספים מקובלים לעניין זה הם: SPV, דהיינו Special Purpose Vehicle, או SPC דהיינו Special Purpose Company (כאשר מדובר בחברה). מינוחים אלה יישמשו לעיתים גם בדוח זה.

א. הנכסים נשוא האיגוח

כאמור, ראשיתה של כל עסקת איגוח בזיהוי נכסי היזם המיועדים למטרה זו. הנכסים המגבים את איגרות החוב יכולים להיות נכסים פיננסיים המוכרים כנכס במאזן היזם כגון חובות של לקוחות, הלוואות ומשכנתאות, כרטיסי אשראי, זכויות בגין חכירה מימונית, או תזרימי מזומנים עתידיים אשר אינם מוכרים כנכס במאזן היזם, אולם נובעים מנכסים לא פיננסיים שבבעלותו, כגון זכויות מכוח הסכם חכירה תפעולית של רכבים, זכויות מכוח הסכמי שכירות תפעולית של נדל"ן, וכדומה⁸. נכסים אלו מאופיינים בתזרים יציב וצפוי המשמש להחזר תשלומי הקרן והריבית לבעלי ניירות הערך, ועל פי רוב נבחרת קבוצה גדולה של נכסים על מנת להפחית את סיכון אי התשלום. לאחר שנבחרה קבוצת נכסים ראויה לאיגוח, מבודד אותה היזם ומכין אותה להעברה ל-SPE בדרך של 'מכירה אמיתית' (True Sale). העברה זו נשענת על חוות דעת של עורך דין המביע עמדתו כי אכן מדובר במכירה של הנכסים, וכי בעקבות המכירה לא נתונים עוד הנכסים לסיכון ממשי של פשיטת רגל. המינוח המשפטי המקובל בארצות הברית לענין זה הוא כי הנכסים הם bankruptcy remote.

ב. מבנים מקובלים לעסקאות איגוח

בארצות הברית מוקם בדרך כלל ה-SPE על-ידי היזם כישות משפטית נפרדת אשר נועדה להשיג שלוש מטרות עיקריות: לשמש אמצעי להמרת נכסי היזם בתזרים חד פעמי מהנפקת איגרות חוב למשקיעים; להגן על המשקיעים באיגרות החוב מפני פשיטת רגל של ה-SPE⁹; ולהגן על הנכסים המאוגחים מפני נושי היזם. הטכניקות המשפטיות להפרדה בין ה-SPE ליזם הן מגוונות, ונבחרות בהתאם לדינים החלים על עסקת האיגוח. ה-SPE עצמו עשוי להיות חברה, נאמנות או שותפות.

יש לציין כי ניתן להנפיק ניירות ערך מגובים בנכסים אף באופן שלא נועד להשיג מטרות אלה, ובמקרים אלה לא נדרשת העברת נכסים ל-SPE. ניירות ערך יכולים להבטיח תשואה בהתבסס על תזרים הצפוי לנבוע מנכסים מסוימים, מבלי לבודד נכסים אלה מנכסים אחרים. דוגמא בולטת לכך היא אגרות חוב פרויקטאליות: חברה המבקשת לגייס הון למיזם מסוים שבכוונתה לבצע, מנפיקה ניירות ערך אשר תשואתם נגזרת מרווחים שיתקבלו בגין אותו מיזם. הנפקות של אגרות חוב מסוג זה ניתנת לביצוע כבר היום, ודוח זה לא יעסוק בהן, אלא בדרך אגב.

קיימים מספר מבנים נפוצים לביצוע עסקאות איגוח:

1. Single-Step Securitization ו-Two-Step Securitization

לכאורה, עסקת איגוח אינה מחייבת אלא העברה של הנכסים ל-SPE בתמורה למזומן.

⁸ להבחנה אם מדובר בנכסים פיננסיים או בתזרימי מזומנים הנובעים מנכסים לא פיננסיים יש השלכה לענין הטיפול החשבונאי בעסקת האיגוח – ראו פרק 3 לדוח.

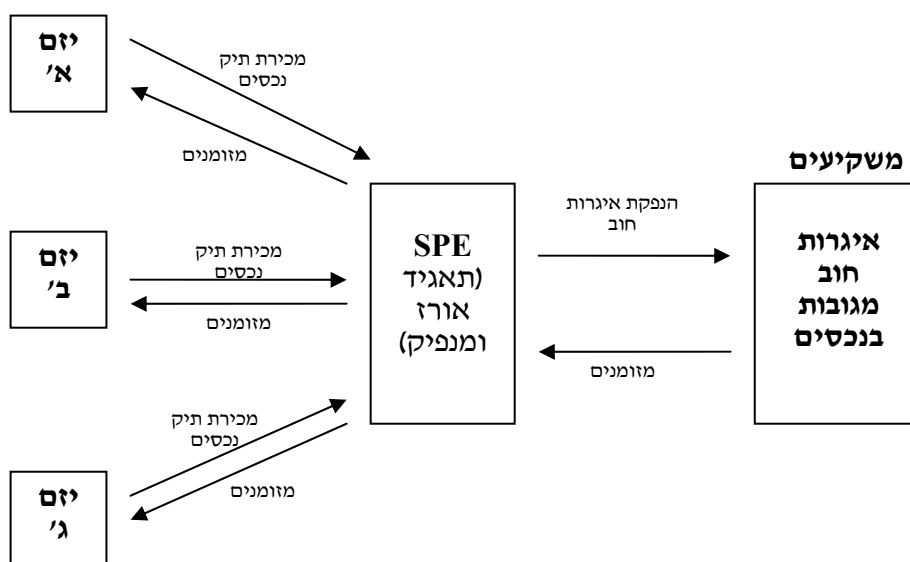
⁹ החשש בהקשר זה הוא כי ה-SPE עצמו יגיש בקשת פשיטת רגל (voluntary bankruptcy).

מבנה פשוט זה של העסקה, כמתואר לעיל, נקרא Single-Step Securitization, ועונה אמנם על דרישות FAS140, התקן החשבונאי האמריקאי המטפל בהעברה של נכסים פיננסיים¹⁰, אולם נמצא בלתי מספק במצבים בהם מתקיימת מעורבות מתמשכת של היזם ב-SPE (לדוגמא, כאשר היזם עצמו רוכש איגרות חוב של ה-SPE).

לאור האמור, התפתחה בארצות הברית פרקטיקה מורכבת יותר לעסקאות איגוח, הנקראת Two-Step Securitization או Multi-Tier Structure. במבנה עסקה זה מעביר היזם את הנכסים ל-SPE בדרך של 'מכירה אמיתית', וזה מעביר את הנכסים הלאה ל-SPE נוסף, אשר מנפיק את ניירות הערך.

2. Multiseller Securitization Conduit

מתכונת איגוח זו קושרת מספר יזמים שונים ל-SPE קיים, אשר מנפיק איגרות חוב המגובות בנכסים שנמכרו לו על-ידי אותם יזמים. מבנה העסקה מאפשר ליזמים שונים להפחית את עלויות העסקה על-ידי מכירת הנכסים ל-SPE קיים, שעיסוקו רכישת נכסים והנפקת איגרות חוב למשקיעים. מלבד הפחתת עלויות העסקה, מביא הדבר ליצירתו של תיק נכסים מגוון יותר והמשקיעים נהנים מפיוזור סיכונים. מאידך, מבנה זה מגדיל במובן מסוים את הסיכון המשפטי הנלווה לעסקה, הואיל וכל אחד מנושי היזמים המשתתפים בעסקה מהווה תובע פוטנציאלי העשוי לדרוש העברת נכסי ה-SPE לחזקתו היה והיזם החייב לו כספים יפשוט רגל.

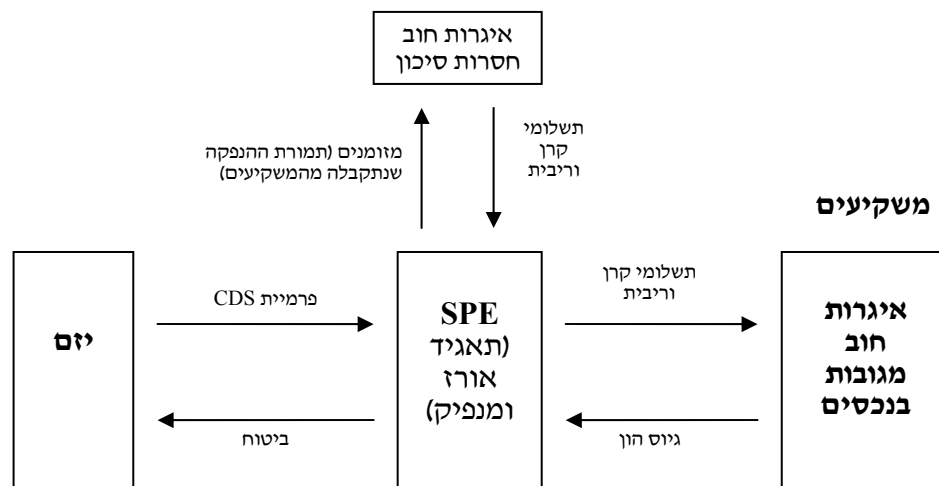


¹⁰ ראו סעיף 3.2 לדוח.

3. איגוח סינתטי

בניגוד לעסקת איגוח רגילה, בעסקת איגוח סינתטי לא נעשית העברה של נכסים מהיזם ל-SPE ומדובר למעשה בעסקה בעלת מאפייני ביטוח. בעסקת איגוח סינתטי מנפיק ה-SPE איגרות חוב בערך נומינלי בשווי תיק הנכסים המאגוח של היזם, ותמורת ההנפקה מושקעת בנכסים חסרי סיכון (איגרות חוב ממשלתיות). היזם רוכש ביטוח מה-SPE, ובתמורה משלם לו פרמיית ביטוח (פרמיית CDS – Credit Default Swap).

במידה שלא תתרחש חדלות פירעון של נכסי היזם, יקבלו בעלי איגרות החוב את מלוא תשואת איגרות החוב הממשלתיות בתוספת פרמיית הביטוח שישלם היזם. לעומת זאת, במקרה של חדלות פירעון של חלק מתיק הנכסים, ימכור ה-SPE איגרות חוב ממשלתיות בהיקף זהה להיקף הנכסים חדלי הפירעון והתמורה תועבר ליזם. לדוגמא, אם מדובר בתיק נכסים של חובות לקוחות, אזי בעקבות חדלות פירעון של 2% מחובות אלו ימכור ה-SPE 2% מאיגרות החוב הממשלתיות שבבעלותו, ויעביר התמורה ליזם. כלומר, עם התממשות אירוע הביטוח, נושאים בעלי איגרות החוב של ה-SPE בעלות הביטוח. הואיל ובעסקת איגוח סינתטי לא נדרשת כל העברה של נכסים מהיזם ל-SPE, לא מתעוררים אותם קשיים הקיימים בעסקאות איגוח רגילות. לפיכך, דוח זה לא ידון בעסקאות איגוח סינתטי.



כל אחד מהמבנים שתוארו לעיל עשוי לשמש פלטפורמה לעסקת איגוח 'מתגלגל' (revolving). בעסקת איגוח 'מתגלגל' מתחלפים הנכסים המגבים במהלך חיי איגרות החוב על פי קריטריונים שנקבעו מראש. הסיבה לכך היא כי לעתים קרובות מונפקות אגרות חוב שחיהן ארוכים יותר מחיי הנכסים המאוגחים. לדוגמא, אם מבקשים לבצע

איגוח של חובות לקוחות המשולמים בתוך שלושה חודשים, קרוב לודאי שמועד פירעונם יהיה קודם למועד פירעון איגרות החוב. עסקת איגוח 'מתגלגל' נועדה לפתור בעיה זו: התמורה המתקבלת בגין פירעון הנכסים המגבים משמשת את ה-SPE לרכישת נכסים מגבים אחרים הדומים בסוגם ובאופיים לנכסים המגבים המקוריים. כך נוצר מחזור של נכסים מגבים עד לתום חיי אגרות החוב, אז נפרעת הקרן למשקיעים. באופן זה ניתן להנפיק אגרות חוב לטווח ארוך המגובות בנכסים פיננסיים אשר מועד פירעונם הוא בטווח הקצר.

ג. כריות ביטחון ובטוחות חיצוניות

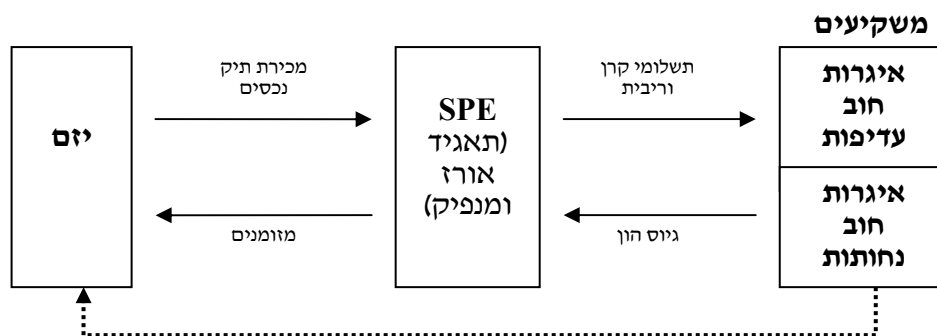
על מנת להפחית את הסיכון כי לא יהיו בידי ה-SPE משאבים מספיקים לשלם לבעלי איגרות החוב, נעשה לעתים קרובות שימוש במכשירי 'חיזוק אשראי' (credit enhancement devices) שונים שנועדו להגדיל את ההסתברות להחזר החוב במלואו ולהעלאת דירוג איגרות החוב של ה-SPE. יצוין, כי דירוג החוב הינו מרכיב קבוע בעסקאות איגוח, ובהיעדרו יש קושי למכור איגרות חוב מגובות בנכסים. חברות הדירוג בוחנות את איכות הנכסים ומפרסמות דירוגי אשראי, הנקבעים בהתבסס על מספר גורמים, לרבות איכות הנכסים, גובה הבטוחות ויתר מכשירי 'חיזוק האשראי'.

לדוגמא, ניתן לקבוע כי הבטוחות המגבות את איגרות החוב תהיינה גדולות מהנדרש לצורך החזר החוב על פי האיגרות (over-collateralization), על מנת להגן על בעלי איגרות החוב מפני אי תשלום או תשלום באיחור. איגרות החוב עשויות להיות מגובות גם בערבות בנקאית, בביטוח או בערובה המונפקת על-ידי מוסד פיננסי.

מכשיר מקובל נוסף להעלאת דירוג האשראי (של חלק מאיגרות החוב) הינו חלוקת איגרות החוב לאיגרות חוב עדיפות ונחותות¹¹. במועד העברת הנכסים ל-SPE נרכשות איגרות החוב הנחותות על-ידי צד שלישי, חברה קשורה של היזם, או היזם עצמו, ובעליהן אינם מקבלים את תקבולי הריבית והקרן אלא לאחר שבעלי איגרות החוב העדיפות קיבלו את מלוא הריבית והקרן להם היו זכאים. המשמעות היא כי איגרות החוב הנחותות מספקות מעטפת הגנה בהיותן הראשונות ל'ספוג' הפסדים על הנכסים המגבים.

על פי מתווה זה, יכולות איגרות החוב המגובות בנכסים להקנות קשת של עדיפויות, תקופות פרעון, ושערי תשואה למשקיעים. לדוגמא, בעסקת איגוח בה קיימים שני סוגים של איגרות חוב, עשוי הסוג האחד (איגרות החוב העדיפות) להקנות עדיפות בקבלת תזרימי מזומנים מהנכסים, בעוד שהסוג האחר (איגרות החוב הנחותות) יקנה מטבע הדברים שיעורי ריבית גבוהים יותר.

¹¹ החלוקה יכול שתהא לשתי שכבות (tranches) או יותר, בדרגות עדיפות שונות.



בעוד שרכישת איגרות חוב נחותות (הנושאות לעתים את עיקר סיכוני הנכסים המגבים) על-ידי צדדים שלישיים אינה מעוררת בעיות מיוחדות, הרי שרכישתן על-ידי היזם עצמו מעלה שאלות כבדות משקל בהיבטים של ההצגה החשבונאית הנאותה של העסקה בספרי היזם וקיומה של 'מכירה אמיתית' של הנכסים.

ד. מתן שירותים על-ידי היזם

בעסקאות איגוח רבות משמש היזם גם כ"נותן שירותים" (Servicer) להבטחת תזרים המזומנים הנוצר על-ידי הנכסים המאוגחים. למשל, בעסקה לאיגוח הלוואות משכנתא, עשוי היזם לפעול גם בגביית תשלומים מנוטלי הלוואות, טיפול בפיגורי תשלומים, וכדומה. מבחינה כלכלית, יש הגיון בכך שהיזם יעסוק גם במתן שירותים, בהתחשב בכך שיצר את הנכסים או החזיק בהם בעבר. ואולם, במקרה זה עולה במשנה תוקף שאלת 'המכירה האמיתית' שהרי שליטה מסוימת בנכסים נשמרת בידי היזם גם לאחר מכירתם. מקובל אמנם לקבוע מראש כי היה והיזם יקלע לקשיים ולא ימלא תפקידו כנותן שירותים כהלכה, אזי יוחלף בנותן שירותים אחר, אולם גם כך עשויה להתקיים תלות מסוימת בין היזם ל-SPE.

2.2 יתרונות וסיכונים בעסקאות איגוח

עסקאות איגוח הפכו שכיחות ברחבי העולם בשל מספר יתרונות הגלומים בהן עבור היזמים והמשקיעים כאחד. בכל הקשור במשק הישראלי, עשויות עסקאות איגוח לסייע גם בפתרון בעיות מבניות של ריכוזיות בכל הקשור במימון המגזר העסקי – בעיות הפוגעות ביעילותו וביציבותו של מגזר זה.

2.2.1 יתרונות מנקודת מבטם של היזמים

1. מקורות מימון חדשים

דירוג אשראי נמוך מקשה על תאגידים רבים לגייס כספים, הן בדרך של הנפקת מניות והן בדרך של הנפקת חוב. איגוח נכסים מהווה אפיק זול לגיוס מימון

מהציבור. היתרון המרכזי של איגוח נכסים נעוץ באפשרות להפריד בין הסיכון הכרוך בהשקעה בנכסיו המאוגחים של היזם לבין הסיכון הכללי הכרוך בהשקעה ביזם. הפרדת סיכונים זו מאפשרת למשקיעים באיגרות חוב של ה-SPE להלוות לו כספים בשער ריבית המביא בחשבון רק את הסיכון הכרוך ב-SPE ובנכסים המאוגחים, מבלי להתחשב בסיכון הכללי של היזם, והדבר בא לידי ביטוי גם בדירוג הנלווה לעסקאות האיגוח. דירוג זה משקף את הסיכון הפיננסי הנמוך יחסית של המשקיעים ב-SPE, המאפשר ליזם להשיג מימון זול. הדירוג נותן בידי המשקיעים קריטריון פשוט לאמידת הסיכון ומוזיל אף הוא את עלויות גיוס ההון. יש לזכור, עם זאת, כי במקביל להפחתת הסיכון האמורה, עשוי לגבור הסיכון העומד בפני נושיו של היזם¹², ובהקשר זה מתעוררת שאלת נאותות הסדר המעדיף את נושי ה-SPE (קרי, המשקיעים) על פני נושי היזם.

מימון עסקי היזם בדרך של איגוח נכסים מהווה, אם כן, תחליף למימון הבנקאי, מאפשר גיוס הון באופן מיידי למטרות התרחבות והשקעה, מפנה מסגרות אשראי לשימושים אחרים, ומגוון את מקורות המימון האפשריים.

2. שיפור יחסי נזילות והוצאת נכסים מהמאזן

עסקת איגוח העומדת על פי כללי החשבונאות בתנאים לגריעת נכסים מנזילה את נכסי היזם שכן תוצאתה הישירה היא החלפת נכס במזומן. בניגוד לעסקת מימון רגילה בה נרשמת הלואה בצד ההתחייבויות בספרי היזם, הרי שבעסקת איגוח העומדת בכללי הגריעה החשבונאיים, בנוסף להנזלת הנכסים וגריעתם ממאזן היזם, נרשמת ההתחייבות רק בספרי ה-SPE ולא בספרי היזם. כלומר, עסקת האיגוח משיגה מימון מבלי לרשום התחייבות לצידה. הדבר מביא לכך שיחס הנזילות המהיר של היזם (מזומנים ושווי מזומנים חלקי התחייבויות שוטפות) עולה.

עסקאות איגוח עשויות להפחית את סיכון האשראי הגלום בנכסי הבנקים ובדרך זו לסייע לבנקים ולמוסדות פיננסיים אחרים הכפופים לדרישות הלימות הון, להפחית את גובה ההון אשר עליהם להעמיד לצורך עמידה בדרישות אלה. דרישות הלימות הון נועדו בראש ובראשונה להבטיח כי למוסדות פיננסיים יהיה הון מספיק כדי לתמוך או לספוג סיכון של הפסדים במידה ונכסיהם לא יספיקו למימון ההפסדים. לדוגמה, הסטנדרט הבינלאומי של באזל המחייב דרישות הלימות הון אצל תאגידים בנקאיים, אומץ גם בישראל. על פי כללי בנק ישראל, המבוססים על כללי באזל, נדרש תאגיד בנקאי להעמיד הון בשיעור של 9% על

¹² לכאורה נושי היזם אינם נפגעים כיוון שמתקבלת תמורה מיידיית בגין הנכסים שנמכרו. הסיכון נובע מכך שתמורה זו עלולה להיות מנוצלת על-ידי היזם, באופן שיערער את מצבם של נושיו.

סיכון אשראי שאליו חשוף הבנק¹³. תאגיד בנקאי כאמור יבקש לפיכך לגרוע הלוואות (דוגמת הלוואות לרכישת דירות, קרי משכנתאות) ממאזן הבנק באמצעות עסקת האיגוח, ולהפחית בכך באופן משמעותי את סיכון האשראי ואת סכום ההון המינימלי שעליו להעמיד על פי דרישות הלימות ההון.

3. התמקדות בהכנסות תפעוליות

לצד מטרתיו העיקריות של שוק האיגוח, יש בידו לסייע לחברות להתמקד בתחומי הפעילות העיקריים שלהן - יצירת תזרים מזומנים וניהול שוטף של העסק - ולחדול מפעילות שבמהותה היא פעילות פיננסית. פעולת המימון וההנפקה במודל ה-Multiseller Securitization Conduit, למשל, נעשית בידי גוף מקצועי המתמחה בכך.

4. יתרונות מערכתיים של האיגוח עבור המשק הישראלי

שוק ההון הישראלי מתאפיין בריכוזיות יתר ובשילובי פעילויות היוצרים פוטנציאל של ניגודי עניינים. בפרט, הריכוזיות במערכת הבנקאות הישראלית היא מן הגבוהות בעולם ובשנים האחרונות אף ניכרת מגמת עלייה בהיקף הריכוזיות, במיוחד בתחום האשראי הבנקאי¹⁴. הנפקות של איגרות חוב מגובות בנכסים עשויות להוביל לירידה של משקל האשראי ממערכת הבנקאות מתוך סך האשראי הניתן לפירמות העסקיות, להגביר את התחרות ולהפחית את כוח השוק של הבנקים בתחום זה. יצירת מבנה תחרותי רצוי לא רק תגדיל את רווחת הציבור ותשפר את יכולת הפירמות לממן פעילות שוטפת, אלא אף תפחית את הסיכון ליציבות המשק הנגזר מריכוזיות זו ותתרום לשיפור כוח הצמיחה של הסקטור הפרטי. בנוסף, גופים עסקיים מהגדולים במשק אשר מיצו את מסגרות האשראי שלהם בבנקים, נוכח מגבלות לווה בודד או קבוצת לווים המוטלות על האחרונים, יוכלו לגייס הון או חוב באפיק נוסף.

2.2.2 יתרונות מנקודת מבטם של המשקיעים

1. גיוון מכשירי השקעה

איגוח נכסים מאפשר יצירת מגוון מכשירי השקעה, חלקם בעלי אטרקטיביות רבה לציבור הרחב, נוכח היציבות היחסית של תזרימי המזומנים מהנכסים המגבים מהם משתלמים הריבית והקרן לבעלי איגרות החוב. מרכיב הדירוג בעסקת האיגוח מוסיף אף הוא להפחתת הסיכון ברכישת איגרות חוב מגובות בנכסים, הואיל והקצאת הסיכון נאמדת גם על-ידי גופים בעלי מומחיות לדבר. פתיחת ערוץ להשקעה פיננסית באיגרות חוב מגובות בנכסים תאפשר הרחבת

¹³ בגין סיכון אשראי במכשירים פיננסיים מסוימים נדרשים תאגידי בנקאיים להחזיק הון בשיעורים נמוכים יותר כגון אשראי לדיוור בגינו נדרש הון מזערי בשיעור של 4.5%.

¹⁴ ראו **דוח הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון**, (ירושלים, ספטמבר 2004), בעמ' 13 ואילך.

פיזור הסיכון הקיים בתיקי ההשקעות של המשקיעים, ובאותם מקרים בהם ינפיק ה-SPE איגרות חוב המגובות במספר תיקי נכסים, מיזמים שונים, יפוזר גם הסיכון הספציפי של כל אחד מהתיקים.

2. הסרת מתווכים משוק ההון

איגוח נכסים מאפשר לחברות לוותר על תיווך של צדדים שלישיים מסורתיים לשם גיוס הון מהציבור, ומתיר להן להשיג מימון זול שלא באמצעות מתווכים פיננסיים, המקשרים במישרין בינם לבין מקור הכספים, קרי השווקים הפיננסיים. באמצעות האיגוח מפחיתה חברה את עלויות העסקה הנגבות על-ידי מוסדות פיננסיים המשמשים כמתווכים¹⁵.

לשם המחשה ניתן לסקור בקצרה את דרך פעולתו של שוק המשכנתאות בישראל. בשוק זה פועלים הבנקים למשכנתאות כמתווכים בין משקיעים לבין לווים (לוקחי משכנתאות), אולם אינם מקשרים בין לווה מסוים לבין משקיע ספציפי, אלא מחזיקים בפיקדונות כחלק ממקורות הבנק ומלווים את הכסף למעוניינים במשכנתא. העדר החפיפה בין הפקדות לבין הלוואות מעורר בעיה, שכן רוב ההלוואות לדיור הן לטווח ארוך, ואילו רוב הפקדונות הם לטווח קצר או בינוני.

הפיכת משכנתאות לניירות ערך בדרך של איגוח יכולה להשיג מספר מטרות חשובות ובהן יצירת תשתית אפשרית למימון הלוואות לזכאים שלא באמצעות תקציב המדינה, הוזלת עלויות מימון ההלוואות הניתנות על-ידי הבנקים למשכנתאות שכן התיווך הפיננסי הנעשה באמצעות שוק ההון יעיל יותר, יצירת ערוצי מימון חדשים לטווח ארוך, קידום יצירתו של שוק פעיל בו יסחרו ניירות ערך מגובי משכנתאות ומשיכת משקיעים זרים להשקיע במימון הלוואות לדיור במדינת ישראל.

יצוין, כי ועדת טלמון בחנה את האפשרות להקים שוק משני למשכנתאות בישראל, והמלצותיה התפרסמו בשנת 1998. מסקנות הועדה לא היו חד משמעיות, אולם הקמת שוק משני נתפשה כאמצעי רצוי ליעול השוק. בעוד שבשוק הראשוני למשכנתאות נוצרות המשכנתאות עצמן (כלומר, חוזי ההלוואה), הרי שבשוק המשני נמכרות משכנתאות אלו למשקיעים. כאמור, הדבר יכול להיעשות באמצעות מכירה ישירה של משכנתאות למשקיעים או באמצעות איגוח המשכנתאות. בארצות הברית, למשל, קיים שוק משני ותיק ומפותח למשכנתאות, והיקף ההשקעות בניירות ערך מגובים במשכנתאות בסוף שנת 2004 מגיע לכדי 1.76 טריליון דולר. שוק זה התאפיין מראשיתו במעורבות ממשלתית חזקה, אם כי בסוף שנות ה-70 החל להיווצר גם שוק משני פרטי

¹⁵ יש לציין, עם זאת, כי לשם ביצוע עסקאות איגוח נדרשים מתווכים אחרים כגון גופי SPE, נאמנים, חתמים וחברות דירוג.

למשכנתאות, ביוזמת הבנקים הגדולים להשקעות. תוצרי לוואי חיוביים של השוק המשני למשכנתאות בארצות הברית היו האפשרות להעביר הטיפול בגביה לבנק אחר והתייעלות כתוצאה מכך, סטנדרטיזציה של שוק המשכנתאות (נוהלי טיפול אחידים, מסמכים משפטיים אחידים, וכיוצא באלו), ויצירת מאגר מידע מפורט ורחב בדבר שוק המשכנתאות.

מגזר המשכנתאות ממחיש, אם כן, מהם היתרונות הגלומים בהסרת מתווכים משוק ההון ויצירת קשר ישיר בין הפירמות העסקיות לציבור המשקיעים.

2.2.3 סיכונים בעסקאות איגוח

ככל השקעה אחרת, אף השקעה באגרות חוב מגובות בנכסים כפופה לסיכון כלכלי. תזרים המזומנים מן הנכסים בפועל עשוי להתנהג שלא כצפוי, וכתוצאה מכך עלולים כמובן המחזיקים באגרות החוב להפסיד מכספם.

מעבר לכך, עסקאות איגוח מתאפיינות במספר סיכונים יחודיים בהיעדר הסדרה ורגולציה נאותה, ויוצרות חשש לפגיעה הן בצדדים ישירים לעסקת האיגוח והן בצדדים שלישיים. בהנחה שהמגמה העולמית לא תפסח אף על ישראל, ועסקאות איגוח תהפוכנה מקובלות יותר בעתיד, יש חשיבות רבה להסדרת הנושא גם מנקודת מבט כלל משקית.

הצדדים הישירים לעסקה העשויים להיפגע הם המשקיעים וחייביהם של היזם. ראשית, המצג המובא בפני המשקיעים הוא כי קיימת הפרדה מלאה בין היזם לנכסים המאוגחים, ולפיכך אינם כפופים לסיכון חדלות הפירעון של היזם. אם מצג זה אינו נכון, מתבססת ההשקעה באגרות החוב על הנחות מוטעות, והמשקיעים עלולים לאבד כספם עקב גורמים שלא הובאו בחשבון. שנית, וכפי שיפורט בהמשך, במסגרת עסקת האיגוח מומחים חובותיהם של חייבי היזם ל-SPE. בהקשר זה קיים סיכון כי זכויות החייבים על פי ההתקשרות בינם לבין היזם תיפגענה כתוצאה מההמחאה. בנוסף, אף צדדים שלישיים עשויים להיפגע כתוצאה מעסקת האיגוח: נושי היזם (ספקים, מלווים ועוד) ולמעשה כל צד המתקשר עם היזם, מסתמכים על האמור בדוחותיו הכספיים. מכאן שתיאור לא נכון של עסקת איגוח בדוחות היזם עלול להביא להטעיית גורמים רבים הבאים עימו בקשר עסקי.

בהיבט החשבונאי, האפשרות להוציא את הנכסים נשוא עסקאות האיגוח ממאזני היזמים מעלה חשש למניפולציה בקשר להצגה החשבונאית של התחייבויות ונכסי היזם בדוחותיו הכספיים. **פרשיית אנרון** היא אולי הדוגמא הידועה ביותר

לפוטנציאל השימוש לרעה בעסקאות איגוח נכסים. חברת אנרון האמריקאית יצרה למעלה מ-3,000 ישויות SPE שלא ניתן להן גילוי נאות בדוחותיה הכספיים (פעילויות off-balance sheet), אשר חלקן יועדו לעסקאות איגוח. בדיעבד נראה, כי המניע ליצירת ישויות אלו היה הרצון להסתיר הפסדים ולהימנע מרישומם בדוחות הכספיים, להגדיל באופן מלאכותי שוויים של נכסים, ליצור רווחים, להרחיק חובות מן המאזן ולהגדיל את ההון העצמי. בעקבות פרשיית אנרון התברר כי הטיפול החשבונאי בישויות SPE היה שגוי, ובמקרים רבים היה על אנרון לאחד דוחותיהן של ישויות אלו עם דוחותיה, ולהתייחס לעסקאות עימן כאל עסקאות מלאכותיות ונעדרות מהות כלכלית.

פרשיית אנרון הביאה לפעולה נמרצת בארצות הברית בשני היבטים. ההיבט האחד, חקיקה ברמה הפדרלית שנועדה לטפל, בין היתר, בסוגיות הקשורות בהקמתן של ישויות SPE, עסקאות עם צדדים קשורים והליכי אישור. ההיבט השני הוא בחינה מחדש, הרחבה ועדכון התקינה החשבונאית בנושא, תוך מתן דגש לנקודות התורפה שנוצלו בעניינה של אנרון. בנוסף, הליכי אישור של חקיקה פדרלית בפני הקונגרס¹⁶, להסדרת הקריטריונים לביצועה של מכירת נכסים למטרות איגוח, נפסקו בעקבות פרשיית אנרון.

2.3 שוק האיגוח בעולם ובישראל

שוק האיגוח העולמי הינו עצום ומגוון, וישראל הינה אחת המדינות המערביות המפגרות בתחום. במסגרת דוח זה נסקור את שווקי האיגוח העיקריים בעולם - בארצות הברית ובאירופה, וכן את ניצני שוק האיגוח בישראל. יש לזכור, עם זאת, כי שווקי איגוח ערים קיימים במדינות נוספות בעולם, כגון אוסטרליה, יפן ועוד.

2.3.1 עסקאות איגוח בארצות הברית¹⁷

שיטת האיגוח במתכונתה הנוכחית החלה בראשית שנות ה-70 בשוק המשכנתאות האמריקאי. עידוד אקטיבי של ממשלת ארצות הברית אשר ביקשה לפתח שוק משני למשכנתאות בכדי לאפשר לגופי מימון המספקים משכנתאות לשפר נזילותם, הביא להקמת מספר גופים (Government National Mortgage Association, Fannie Mae ו-Freddie Mac) שכל תכליתם קניית משכנתאות מגופי המימון שיצרו אותן והעברת הזכויות בהם למשקיעים. איגוח ראשון מחוץ לשוק המשכנתאות התרחש בארצות הברית בשנת 1985 כאשר חברת Sperry Corporation איגחה את תקבוליה הצפויים מעסקאות החכרה של ציוד מחשבים.

¹⁶ H.R.333 Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act of 2001
¹⁷ על פי נתוני ה-ASF (American Securitization Forum)

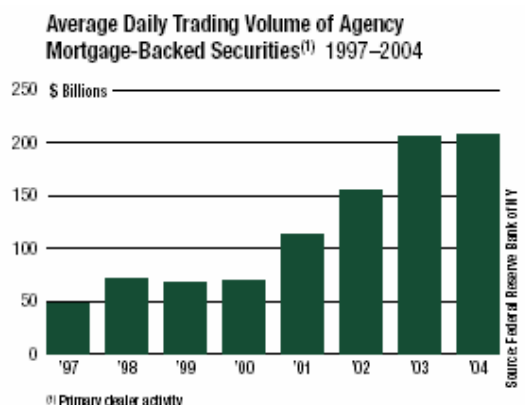
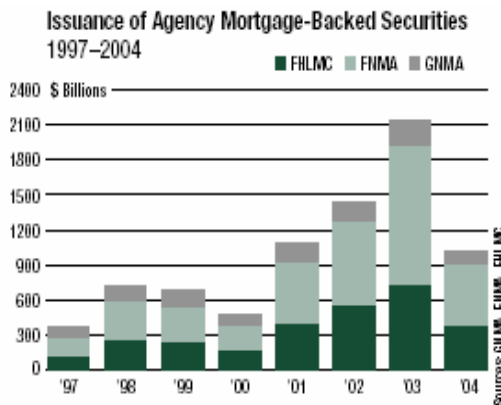
עד לאמצע שנות ה-90 היו התפתחות וצמיחתו של שוק האיגוח האמריקאי איטיים במקצת. לדוגמא, סך עסקאות האיגוח הכולל בשנת 1985 עמד על סך של 50 מיליארד דולר ועשר שנים מאוחר יותר על סך של 250 מיליארד דולר. בעשור האחרון חל זינוק משמעותי בהיקף העסקאות בשוק האיגוח האמריקאי ובשנת 2004 הגיע היקף ההנפקות לסך של כ-2.65 טריליון דולר.

ארצות הברית הינה כיום שוק האיגוח הגדול ביותר בעולם. מבחינת עומק השוק מדובר גם בשוק האיגוח היחיד בו משתתפים בצורה פעילה הן משקיעים פרטיים והן משקיעים מוסדיים. שוק האיגוח האמריקאי מציע עשרות יישומים של עסקאות איגוח השונות זו מזו במאפייניהן ומציגות למשקיעים אפשרויות מגוונות של תשואה וסיכון. על פי הערכות מומחים, כ-75% מסך המחזור בשוק האיגוח העולמי מקורו בשוק האמריקאי, עובדה המעידה לכשעצמה על חשיבותו של שוק זה בפרספקטיבה עולמית. בנוסף לכך, חלק ניכר מן המשקיעים בשווקי האיגוח העולמיים האחרים, כגון אירופה ויפן, הם משקיעים אמריקאיים.

ניתן לחלק את שוק האיגוח האמריקאי לשני פלחים עיקריים: איגוח מגובה משכנתאות (Mortgage Backed Securities או בקיצור MBS) המהווה שני שלישים מהשוק ואיגוח מגובה על-ידי נכסים אחרים שאינם משכנתאות (Asset Backed Securities או בקיצור ABS).

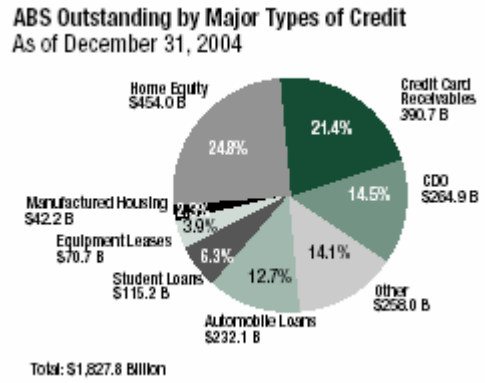
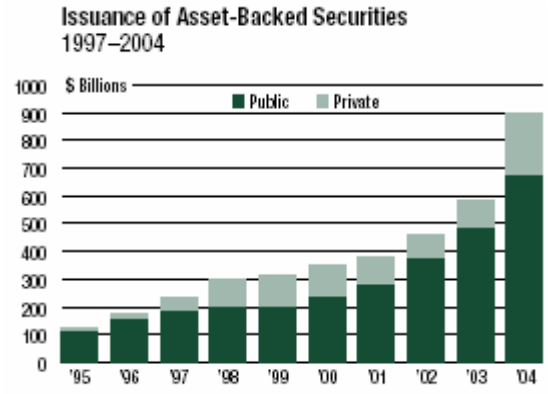
איגוח מגובה משכנתאות:

האיגוח בתחום זה נשלט עדיין בידי הסוכנויות הממשלתיות אשר היו חלוצות האיגוח בשנות ה-70. הגיבוי הכלכלי שהעניקה ממשלת ארצות הברית לסוכנויות אלו הביאה לרכישת אמונו של ציבור משקיעים נרחב, ואף כיום, למעלה מ-30 שנים לאחר שבוצעו העסקאות הראשונות, מייצרים שלושת הגופים הנהנים מגיבוי ממשלתי נתח נכבד מעסקאות האיגוח. בשנת 2004 הונפקו על ידי שלוש הסוכנויות המובילות איגרות חוב מגובות משכנתאות בסך של טריליון דולר לעומת איגרות חוב מגובות משכנתאות בסך של 750 מיליארד דולר בלבד שהונפקו על-ידי כל הגופים האחרים. מספרים אלה, הגם שהינם מרשימים, מהווים ירידה חדה של כ-43% לעומת היקף ההנפקות בשנת 2003 שעמד על קרוב ל-3 טריליון דולר. הירידה נבעה מהתייצבות שערי הריבית בארצות הברית לאחר שנים של ירידה חדה בריבית בהן התרחש גל הנפקות חסר תקדים. גם כך מהווה שוק האיגוח המגובה במשכנתאות כשני שלישים מכלל שוק האיגוח האמריקאי ונפחי המסחר היומיים בו הם אדירים. כפי שניתן לראות בדיאגרמה שלהלן, נפח המסחר היומי באיגרות חוב מגובות משכנתאות שהונפקו על-ידי שלושת הסוכנויות הגדולות עלה מ-40 מיליארד דולר בשנת 1996 ליותר מ-200 מיליארד דולר בשנת 2004.



איגוח מגובה נכסים אחרים:

הגידול המרשים בהיקף השוק האמריקאי בתחום זה נמשך, ובשנת 2004 הונפקו אגרות חוב מגובות נכסים בסך של כ-900 מיליארד דולר. בחינה של אופי הנכסים המאוגחים (ראו בדיאגרמות להלן) מעלה, כי לצד נכסים פיננסיים מוכרים המאוגחים ברחבי העולם כגון תקבולי לקוחות, כרטיסי אשראי, תקבולי חכירות ו-CDO (אגרות חוב המגלמות בתוכן סיכון משולב של מספר גופים), בולט נתח השוק הגדול של הלוואות לכל מטרה בביטחון דירה (Home Equity Loans). הלוואות אלה ניתנות לכל מטרה ולכן הן נחשבות מכשיר השקעה מסוכן שהתשוואה עליו גבוהה. בשלוש השנים האחרונות תפס פלח זה כרבע משוק האיגוח מגובה הנכסים וסך העסקאות הקיימות בו נכון לסוף 2004 עומד על כ-450 מיליארד דולר. ניתן לראות בכך אינדיקציה נוספת להתפתחויות החלות בשוק האיגוח האמריקאי כאשר לצד מכשירי איגוח מוכרים ובטוחים יחסית מתפתחים מכשירים מסוכנים יותר המניבים למשקיעים בהם תשואות גבוהות יותר.



שוק האיגוח באירופה¹⁸:

על אף שארצות הברית נחשבת לחלוצת האיגוח בעולם, הרי שעסקאות הדומות במהותן לעסקאות איגוח נעשו בשוק המשכנתאות בדנמרק ובגרמניה כבר לפני זמן רב. עם זאת, שוק האיגוח האירופי צמח ביחוד בעשור האחרון כתוצאה מהשפעת הגורמים הבאים:

- ההכרה באירו כמטבע אחיד ביטלה כמעט לחלוטין את שאלת סיכוני המטבע ותרמה לבחינה רוחבית של אפשרויות ההשקעה ברחבי אירופה.
- תהליכי חקיקה ושינויים רגולטוריים שהתרחשו במדינות אירופאיות רבות עודדו את שוק האיגוח, והשיגו בין היתר את הודאות המשפטית והחשבונאית הנחוצה לקיומו.
- לחצים תחרותיים ורגולטוריים על מוסדות כספיים חייבו השגת תשואות גבוהות יותר על השקעות, וגרמו להפניית משאבים פיננסיים לשוק האיגוח.
- שקיפות רבה יותר בשוק המשכנתאות ורמת הסיכון הנמוכה יחסית של תזרימי התשלומים הצפויים מעסקאות בשוק זה הגבירו את רמת האמינות המיוחסת לאיגוח.
- הרחבת קשת הנכסים לאיגוח, הכוללת כיום הכנסות של קבוצות ספורט, הכנסות של בתי לוויית, הכנסות של בתי מרזח, ועוד.

נסיבות אלה הביאו כאמור לגידול חד במספר עסקאות האיגוח. בעשור האחרון (ובעיקר בשנים 1999, 2001 ו-2003, בין היתר עקב כניסת האירו, שינויים חקיקתיים וכניסת מדינות נוספות לאיחוד האירופי), חל גידול של מאות אחוזים בהיקף עסקאות האיגוח. ההערכה היא כי בשנת 2005 יגיע היקף עסקאות האיגוח החדשות באירופה לכ- 300 מיליארד אירו. הטבלה שלהלן מציגה נתונים ביחס להתפתחותו המהירה של שוק האיגוח האירופי:

מאפייני השוק האירופי:

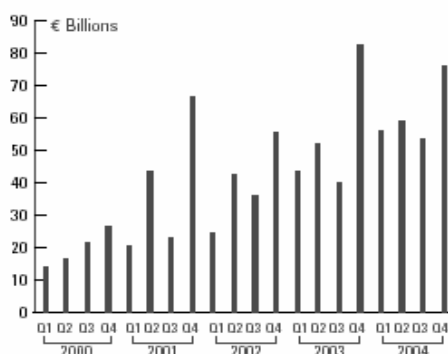
שוק האיגוח האירופי נחות אמנם מן המקבילה האמריקאית בגודלו ובהיקפי המסחר שבו, אולם לא כך הם פני הדברים באשר למגוון הנכסים המאוגחים בו. בעוד שבארצות הברית איגוח המשכנתאות מהווה קרוב ל-75% משוק האיגוח, בשוק האירופי רבות מן העסקאות מבוססות על נכסים פיננסיים אחרים (קרוב ל-40% מכלל עסקאות האיגוח). מן הדיאגרמה שלהלן, המפלחת את עסקאות האיגוח על פי סוג הבטוחות (לא

¹⁸ על פי נתוני ה-ESF (European Securitisation Forum)

כולל משכנתאות), ניתן לראות כי על אף שאפיקי האיגוח המסורתיים כגון CDO, תקבולי לקוחות, הלוואות וכרטיסי אשראי עדיין מהווים חלק עיקרי משוק האיגוח, הרי ש- 30% מהעסקאות שנעשו בשנת 2004 הם של נכסים פיננסיים אחרים (לעומת 2% בלבד בשנת 2000).

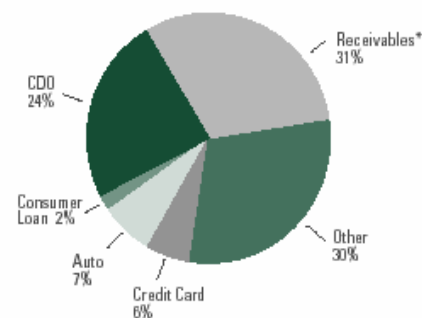
European Securitisation Issuance*

2000:Q1-2004



European ABS Issuance

by Collateral Type 2004

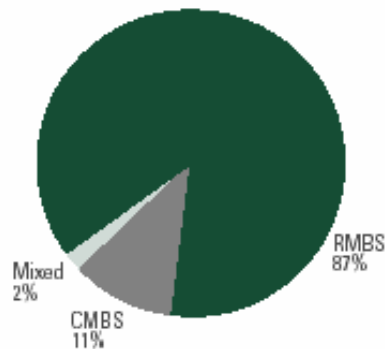


העדר גופים הנתמכים על ידי הממשלה כדוגמת Government National Mortgage Association ו- Fannie Mae האמריקאיים השפיע ככל הנראה על היקף שוק האיגוח למשכנתאות באירופה. ועדיין, שוק זה מהווה כ- 60% מכלל שוק האיגוח האירופי.

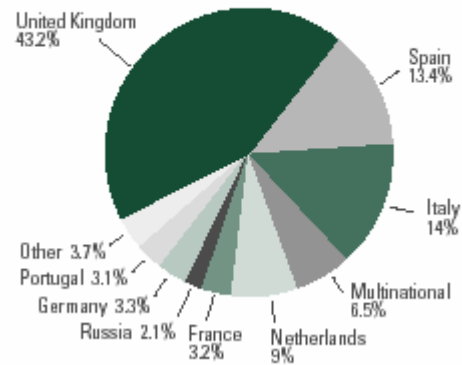
שינויי חקיקה במדינות שונות באירופה אפשרו את המשך צמיחת שוק איגוח המשכנתאות אולם כפי שמתקף בטבלה שלהלן, עיקר ההקלות ניתנו בסקטור הפרטי של משכנתאות למגורים (Residential Mortgage Backed Securities, או בקיצור RMBS), המהווה 87% מכלל העסקאות מבוססות המשכנתאות. לדעת מומחים, אפיק הצמיחה העיקרי הוא שוק המשכנתאות המסחרי אשר רק אחוזים בודדים מהמשכנתאות הניתנות בו מאוגחים.

עד תחילת שנות ה- 2000 היה שוק האיגוח האירופי נחלתן הבלעדית של מדינות בודדות (בעיקר בריטניה, צרפת וגרמניה), אולם בשנים האחרונות מדינות נוספות רבות גילו את כלי האיגוח כמנוף חשוב לצמיחת הכלכלה. כיום, מדינות כספרד, פורטוגל, הולנד ואיטליה נחשבות מעצמות איגוח בקנה מידה אירופאי. הטבלה שלהלן מתארת את התפלגות שוק האיגוח האירופאי על פי מדינות (בהתבסס על מיקום הנכסים המגבים). ניתן להסיק ממנה כי על אף שבריטניה הינה עדיין המדינה המובילה בתחום האיגוח באירופה, הרי שמדינות נוספות מצמצמות פערים, ולעומת זאת, מדינות שנחשבו מובילות בעבר בשוק האיגוח, כגון צרפת וגרמניה, נחלשו באופן יחסי.

European MBS Issuance
by Collateral Type 2004



European Securitisation Issuance
2004 by Country of Collateral



2.3.3 עסקאות איגוח בישראל

בישראל הפכו עסקאות דמויות איגוח שכיחות יותר בשנתיים האחרונות, אם כי באופן יחסי לנעשה בחו"ל מדובר בהיקפים קטנים ביותר. עסקאות אלה נעשו כולן בשוק הפרטי ולא הונפקו בהן איגרות חוב לציבור הרחב. רוכשי איגרות החוב המגובות בנכסים היו בדרך כלל משקיעים מוסדיים, והעסקאות לוו על-ידי סוכנויות דירוג ישראליות.

שתי עסקאות איגוח של ממש שביצעו חברות ישראליות הן עסקאות מכתשים-אגן תעשיות בע"מ וכימיקלים לישראל בע"מ. בעסקה הראשונה איגחה מכתשים אגן, באיגוח 'מתגלגל', כ- 150 מיליון דולר של trade receivables, ובעסקה השנייה איגחה כימיקלים לישראל, באיגוח 'מתגלגל', כ- 250 מיליון דולר של trade receivables. בשני המקרים נעשו העסקאות בשיטת ה-multiseller securitization conduit ורכישת ניירות הערך המגובים בנכסים נעשתה בשוק האמריקאי.

בראשית חודש נובמבר 2004 התפרסם דבר אי פירעון תשלומי הריבית על אגרות חוב של חברת ה-SPC קאר אנד גו המגובות בחובות לקוחות של חברת הליסינג ספלנדיד, שהונפקו בעסקה דמוית איגוח למשקיעים מוסדיים. דירוג האשראי הגבוה שניתן לאגרות החוב (AA) צנח דרמטית (ל-D) בעקבות אי התשלום. פרטי המקרה אינם ידועים עדיין לאשורם, אולם ברור כבר עתה כי ההפרדה בין היזם לבין ה-SPC לא

עמדה בשעת מבחן, שכן אי תשלום הריבית נבע מקריסת היזם¹⁹. מקרה קאר אנד גו צריך לשמש תמרור אזהרה מפני הסיכון שיש בהתפתחות שוק איגוח בלתי מוסדר בישראל, והיעדר סטנדרטים משפטיים ותפעוליים מחייבים בתחום זה.

¹⁹ ממידע שהתפרסם בנדון נראה כי כישלון העסקה נבע במידה רבה גם מכשלים תפעוליים: הסבה לא מלאה של חובות הלקוחות ל-SPE; זכויות שנותרו ליזם לפעול בחשבון ה-SPE; וכשל במנגנון העברת הטיפול בחובות לנותן שרותים חלופי.

3. היבטי חשבונאות

מבוא 3.1

עסקת האיגוח בה עוסקת החשבונאות הינה עסקה של המרת נכסים פיננסיים לניירות ערך (אגרות חוב, מניות וזכויות אחרות). כלכלית, מהווה עסקת איגוח עסקת מימון שבמהלכה מקבל מעביר הנכסים הפיננסיים (Transferor) תמורה, בדרך כלל מזומנים, כנגד הנכסים שהעביר. הנכסים מועברים ליישות למטרה מיוחדת (SPE) או למבנה של מספר גופים המוקמים לצורך העסקה ומקבלים דירוג אשראי גבוה מזה שהיה מקבל המעביר עצמו. כתוצאה מכך, מופחתות עלויות המימון של המעביר שמבצע את עסקת האיגוח.

ניתן לומר כי כל עסקאות האיגוח מצויות על גבי סקאלה שבעברה האחד עסקת מימון טהורה ובעברה האחר עסקת מכר טהורה. עסקת מימון טהורה היא עסקה שמהותה קבלת מימון (מזומנים כנגד הלוואה) שפירעונו מובטח בנכסים. במועד קבלת המימון מצויים עדיין הנכסים בשליטת המעביר, הממשיך לשאת בכל הסיכונים והתשואות הקשורים בהם (המשך "מעורבות" מוחלטת של המעביר). לעומת זאת, בעסקת מכר טהורה מוכר המעביר את הנכסים לצד שלישי, ולאחר המכירה אין לו כל מעורבות בנכסים שהועברו (הוא אינו מחזיק בזכויות כלשהן בנכסים אלה, אינו נותן להם שירות וכו').

מנקודת מבט חשבונאית ישנן בטבורה של עסקת האיגוח שתי שאלות מרכזיות, השלובות למעשה זו בזו והתשובה להן קובעת אם עסקת האיגוח תטופל חשבונאית כעסקת מכר או כעסקת מימון. השאלה האחת דנה באפשרות גריעת הנכסים (Derecognition) מדוחות המעביר, והאחרת - בצורך באיחוד הגוף הנעבר (אליו הועברו הנכסים הפיננסיים) בדוחות המעביר. מענה לשאלות אלו צריך להינתן בהתחשב בכך שבעסקות איגוח ממשיך המעביר להיות מעורב, במידה מסוימת בעסקה, בדרכים שונות, בהן החזקה של שיעור מסוים מהזכויות בנכסים שהועברו (לרוב זכויות נחותות), המשך מתן שירות (Servicing) לנכסים שהועברו, אפשרות חזרה במקרה של גילוי נכסים בלתי מבצעים (Recourse), וכדומה.

מידת המעורבות של המעביר בנכסים שהועברו במסגרת עסקת האיגוח היא שמכריעה בסופו של יום בשאלת סיווג העסקה כעסקת מכר או כעסקת מימון, וכפועל יוצא מכך בשאלת גריעת הנכסים המועברים מדוחות המעביר. מעורבות זו נגזרת, בין היתר, ממידת עוצמתם של הגורמים הבאים:

- מידת בידוד הנכסים שהועברו מהמעביר.
- המידה בה הצד השני לעסקה (הנעבר) מקבל שליטה על הנכסים שהועברו.

- המידה בה העביר המעביר את הסיכונים והתשואות לנעבר.
- הזכויות שממשיך המעביר להחזיק בנכסים שהועברו: היקפן, והזכויות שהן מקנות.
- מידת המשך מעורבותו של המעביר בנכסים שהועברו והמחויבויות השונות שלו ביחס לנכסים אלו.

3.2 כללי החשבונאות האמריקאים

התקינה האמריקאית מטפלת בשאלת גריעת הנכסים הפיננסיים המועברים בעסקת איגוח מדוחות המעביר ובשאלת הצורך באיחוד דוחותיו הכספיים של הגוף הנעבר במספר תקנים והבהרות. הכללים לגריעת נכסים פיננסיים נקבעו בתקן חשבונאות 140 (FAS 140) אשר בנוסף לקביעת התנאים המאפשרים את גריעתו של נכס פיננסי מדוחות המעביר, קובע תנאים ספציפיים לגופים הקולטים נכסים פיננסיים במסגרת עסקאות איגוח כך שאין צורך באיחודם (גופים נעברים אלה מכונים Qualified SPE או בקיצור QSPE). איחודן של ישויות משפטיות אשר אינן עומדות בתנאים ל-QSPE שנקבעו בתקן 140 מטופל על פי פרסומים אחרים כדוגמת ARB 51 המציג את מודל ההצבעה הקונבציונלי לפיו מאוחדים גופים לפי מבחן של החזקה ברוב זכויות ההצבעה בהן, ו-FIN 46R המציג מודל מיוחד לאיחוד ישויות למטרה מיוחדת (SPE), ואשר לפיו יש לזכויות ההצבעה משמעות מועטה והאיחוד נקבע על פי מודל הזכויות המשתנות והנהנה העיקרי מהן.

FAS 140 (Accounting for the Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities) קובע כללי חשבונאות, בין היתר, לעסקאות מכירה של נכסים פיננסיים (לדוגמא: ניירות ערך, לקוחות, תיק הלוואות חייבים בגין חכירות הוניות ונגזרים פיננסיים), לעסקאות איגוח של נכסים פיננסיים (בדרך כלל עסקאות מכירה חלקית עם המשך מעורבות של המוכר), וכן לעסקאות מכירה של התחייבויות. כאמור, אין התקן קובע כללים לגבי איחוד של ישויות למטרה מיוחדת הנפוצות בעסקאות איגוח (למעט QSPE's). חשוב לציין כי FAS 140 מתווה כללים חשבונאיים לטיפול בעסקאות איגוח מנקודת מבטו של המעביר בלבד ואין הוא עוסק בכללים החשבונאיים הנוגעים לנעבר.

המודל שמציג FAS 140 לצורך קביעה אם ניתן לגרוע נכס פיננסי מדוחות המעביר מבוסס על ניתוח המבנה המשפטי של העסקה. בבסיס המודל עומדת שאלת המשך השליטה של המעביר בנכסים הפיננסיים שהועברו וההנחה כי ניתן לפרק את תזרימי המזומנים הנובעים מן הנכסים הפיננסיים למרכיבים פיננסיים. בהתאם להנחות יסוד אלה קובע התקן כי המעביר יכול בדוחותיו את המרכיבים של המכשירים

הפיננסיים בהם הוא שולט ויוציא מדוחותיו את המרכיבים לגביהם איבד את השליטה.

מכירה של נכס פיננסי תתאפשר רק במקרים בהם המעביר חדל לשלוט בנכס המועבר וקיבל חלף ההעברה תמורה שאינה כוללת זכויות הנאה כלשהן בנכס המועבר. לעניין זה יראו את המעביר כמי שחדל לשלוט בנכס המועבר, אם מתקיימים כל התנאים הבאים:

- (1) הנכס המועבר בודד מנכסי המעביר – משמעות הבידוד הינה שהנכסים שהועברו אינם בהישג ידו של המעביר או נושיו, לרבות במקרה של פשיטת רגל או כינוס נכסים של המעביר. תנאי זה נבחן תוך ניתוח המבנה המשפטי, ונסמך, בדרך כלל, על חוות דעת משפטית המעידה כי המכירה הינה "True sale at law". בגדר זה נבחנת השאלה האם אכן בוצעה מכירה מלאה של הנכסים מהמעביר ל-SPE.
- (2) מחזיק הנכס רשאי לנהוג בנכס המועבר מנהג בעלים – משמע שלמקבל הנכס (או אם המקבל הוא QSPE – לבעלי הזכויות בו) זכות לשעבד או למכור/להחליף את הנכסים.
- (3) המעביר אינו ממשיך לשלוט אפקטיבית בנכס, בדרך של הסדר המאפשר ומחייב את המעביר לרכוש או לפדות את הנכסים לפני פירעונם או בדרך של הקניית יכולת למעביר לגרום למחזיק להחזיר אליו נכסים ספציפיים, כדוגמת הסכם המאפשר ומחייב את המעביר לרכוש חזרה או לפרוע את הנכס לפני פקיעתו/פירעונו, או מקנה למעביר היכולת לחייב את המחזיק להחזיר אליו את הנכס המועבר.

במידה ותנאי המכירה אינם מתקיימים – תחשב העסקה כעסקה של קבלת מימון, המובטחת בנכסים הכספיים שהועברו. לא יוכר כל רווח או הפסד מהעסקה, והנכסים שהועברו יוצגו בדוחותיו הכספיים של המעביר (נכסים אלה יזוהו ככאלה שמוגבלים לפירעון ההתחייבות המיוחסות).

במידה ותנאי המכירה מתקיימים - על המעביר לגרוע את הנכס המועבר מדוחותיו, להכיר בנכסים ובהתחייבויות שנתקבלו (מזומנים, זכויות, נגזרים ומחויבויות אחרות) כתמורה עבור הנכסים על פי שווים ההוגן וכן להכיר ברווח או הפסד של תוצאת המכירה.

נקודה מעניינת הנגזרת משאלת ההכרה ברווח או הפסד מעסקת האיגוח מתעוררת לאור ההנחה שביסוד FAS 140 לפיה קיימת אפשרות לחלק נכסים פיננסיים למרכיבים פיננסיים ואפשרות למכור רק חלק ממרכיביו של נכס פיננסי. במקרה זה קובע FAS 140 כי על המעביר לכלול את החלק בנכסים הפיננסיים שלא הועבר בספריו לפי העלות. עלות זאת תיקבע על בסיס הקצאה של העלות הכוללת של הנכסים בין החלק שנמכר לחלק שנשאר בהחזקתו, לפי יחסי השווי ההוגן של כל חלק במועד המכירה. הרווח שיוכר בגין החלק שנמכר יחושב כפער שבין התמורה

שנתקבלה לעלות הנכסים שנמכרו. בחישוב התמורה יובאו בחשבון נכסים והתחייבויות שנרשמו בדוחות המעביר על בסיס שווים ההוגן למועד העסקה.

שאלת הצורך באיחוד הגוף הנעבר בדוחות המעביר היא שאלה סבוכה ורגישה יותר. מקרים שונים הביאו לחשיבה מחודשת בכל הנוגע לכללי האיחוד של ישויות למטרה מיוחדת ולפרסום של מספר כללים והנחיות בנושא.

FAS 140 מציג, כאמור, מודל של ישות כשירה למטרה מיוחדת המכונה QSPE ומתקיימים בה שורה של תנאים קפדניים אשר יוצגו להלן. בהתקיים כל התנאים אין הישות המיוחדת מאוחדת בספרי המעביר. באם הישות הקולטת את הנכסים אינה עומדת בדרישות התקן בקשר ל – QSPE, מטופל איחודה על-ידי הבהרה 46 המחודשת (Fin 46R) שפורסמה בחודש דצמבר 2003, ומציגה מודל מורכב שנועד במהותו לבדוק מהן הזכויות השונות של הצדדים המחזיקים ב-SPE ומיהו הנהנה העיקרי (Primary Beneficiary), אשר יהיה זה שיאחד את הישות בדוחותיו. הפרסום של הבהרה 46 המחודשת - על מורכבותה הרבה – הוליד אצל חברות רבות מוטיבציה מיוחדת לעמוד בדרישות הכשירות של ה-QSPE, וזאת על מנת שלא להידרש לשאלת האיחוד. עקב כך מתכוון ה-FASB (גוף התקינה האמריקאי) להוציא תיקון לתקן 140 המקשיח את הדרישות מ-QSPE ומנסה להבטיח כי לא יגרעו מהדוחות הכספיים של המעביר ישויות אשר אמורות להיכלל בו.

QSPE לצורך FAS 140 הנו ישות משפטית (Legal Vehicle) המקיימת את התנאים המצטברים הבאים:

- (1) היא נפרדת באופן ברור מהגורם המעביר.
- (2) הפעילויות שהיא רשאית לבצע:
 - א. מוגבלות משמעותית.
 - ב. נקבעו באופן מפורש במסמכי ההתאגדות של הישות, ו-
 - ג. ניתנות לשינוי משמעותי רק בהסכמת רוב בעלי הזכויות בישות, שאינם המעביר, חברות מסונפות של המעביר או סוכניו.
- (3) היא מוגבלת להחזקה ב:
 - א. נכסים פיננסיים שהועברו שהינם פסיביים במהותם (שאינם מקנים זכויות הצבעה או השתתפות בקבלת החלטות).
 - ב. מכשירים נגזרים פסיביים הקשורים לזכויות שהישות הנפיקה למי שאינו המעביר, חברות מסונפות של המעביר או סוכניו.
 - ג. נכסים פיננסיים (לדוגמא: ערבויות או זכויות לביטחונות) שיזכו את הישות בפיצוי אם אחרים ייכשלו בטיפול בנכסים הפיננסיים שהועברו לישות או בהעברת נכסים המגיעים לה בהתאם למסמכי הקמתה.
 - ד. זכויות שירותים הקשורות לנכסים פיננסיים אותם הישות מחזיקה.

ה. נכסים לא פיננסיים המוחזקים באופן זמני בהקשר לגביית נכסים פיננסיים המוחזקים על ידה.

ו. מזומן שנגבה מנכסים שהוחזקו בישות והשקעות שנרכשו באמצעות מזומן המוחזק לפני חלוקתו לבעלי זכויות ההשתתפות בישות.

4) אם הישות תוכל למכור או להיפטר מנכסים פיננסיים (שאינם מזומנים), היא תוכל לעשות זאת רק כתגובה אוטומטית לקרות אחד מהמקרים הבאים:

א. בקרות אירוע או נסיבות העומדים בכל התנאים הבאים: (1) האירוע מצוין במפורש במסמך ההתאגדות של הישות; (2) התרחשות האירוע או הנסיבות אינה בשליטת המעביר, חברות מסונפות של המעביר או סוכניו; ו- (3) האירוע גורם או צפוי לגרום לירידה בשווי ההגון של הנכסים הפיננסיים בשיעור מסוים מתחת לשווי ההגון של הנכסים ביום שהתקבלו על-ידי הישות.

ב. מימוש זכותם של ה- BIH (beneficial interests holders) המחזיקים בישות ואינם המעביר, חברות מסונפות שלו או סוכניו, להשבת זכויות הטבה לישות.

ג. מימוש על-ידי המעביר של אופציית CALL או ROAP (removal-of-accounts provision) המעוגנת במסמכי היסוד של הישות, העברת נכסים לישות, או קבלת זכויות הטבה בנכסים שהועברו.

ד. פירוק הישות או הגעתה לפדיון ביום קבוע שנקבע ביום הנפקת הזכויות בישות.

כאמור, לאחרונה פורסמה הצעה לתיקון FAS 140, בקשר למידת כשירותו של גוף לשמש

QSPE, ולבידוד הנכסים המועברים. ההצעה נועדה להשיג שתי מטרות:

1) להביא לאיחוד של נכסים שהועברו על ידי מעבירים, היכולים להשיג שליטה אפקטיבית על הנכסים שהועברו, אם יעניקו לגוף תמיכה כספית.

2) להבטיח שגוף מסוים יהיה בתחולת FIN 46 (דהיינו, לא ייחשב כ-QSPE) אם למעביר קיימת היכולת להגדיל או להגן על השווי של הזכויות הנחותות שלו, בדרך של מתן תמיכה כספית או בדרך של קבלת החלטות באשר להנפקה של זכויות נוספות בגוף זה

לאימוץ התיקון עשויות להיות ההשלכות הבאות:

1) גוף לא יחשב כ-QSPE אם הוא מתקשר בהסכם עם המעביר, המחייב אותו להעביר מזומנים או נכסים אחרים לשם עמידה במחויבויות הגוף למחזיקי הזכויות בו.

2) חיוב להשתמש במבנה דו-שלבי על מנת להשיג בידוד של הנכסים המועברים, כשהגוף השני יהווה QSPE, אם העברה זאת היא כנגד הנפקה של זכויות בגוף זה.

התקינה הבינלאומית, בדומה לזו האמריקאית, מתמודדת באמצעות תקנים והבהרות עם שתי השאלות המרכזיות בעסקאות האיגוח, קרי גריעת הנכסים מדוחותיו הכספיים של המעביר והצורך באיחוד הגוף אליו הועברו הנכסים על ידי המעביר.

הכללים הנוגעים לגריעת נכסים פיננסיים מדוחותיו הכספיים של המעביר מעוגנים בתקן בינלאומי 39 (IAS 39)

Financial Instruments: recognition and measurement אשר נוסח מתוקן שלו פורסם בדצמבר 2003 ונכנס לתוקף בינואר 2005. הכללים לאיחוד גופים וישויות משותפות נקבעים בין היתר בתקן בינלאומי 27 הון באיחוד גופים על בסיס שליטה (בהקבלה ל- FAS 94 ו- ARB 51 בתקינה האמריקאית) ובהבהרה מספר 12 (להלן - SIC 12) הדנה ספציפית באיחוד ישויות למטרה מיוחדת (SPE) בדוחות המעביר (בהקבלה ל- FIN 46 האמריקאי).

התקינה הבינלאומית לעניין גריעת נכסים פיננסיים מהדוחות הכספיים של המעביר מבוססת, כאמור, על תקן חשבונאות בינלאומי מספר 39 ומאמצת, באופן כללי, את המודל האמריקאי המשלב מרכיבים פיננסיים ושליטה. עם זאת, התקינה הבינלאומית מתמקדת במהות הכלכלית של העסקאות ולא בצורתן המשפטית וכוללת הוראות עקרוניות וכלליות המחייבות יישום של שיקול דעת רב. התקן הבינלאומי שונה ממקבילו האמריקאי, בין היתר בכך שהוא מייחס פחות דגש לניתוח המשפטי של העסקה ולצורך בקבלת חוות דעת משפטית בקשר למעמד הנכסים שהועברו במקרה של פשיטת רגל או כינוס נכסים של המעביר.

על פי התקינה הבינלאומית, נכסים כספיים – כולם או חלקם - לא יאוחדו בדוחות המעביר, אם המעביר מאבד שליטה על הזכויות החוזיות הנובעות מנכסים אלו. הקביעה אם המעביר איבד שליטה על הנכסים שהועברו תיעשה בהתבסס על בחינת המצב של המעביר ושל המקבל לאחר ההעברה. בהתאמה, אם מצב העניינים לאחר העסקה מצביע על כך שהמעביר לא איבד שליטה בנכסים שהועברו, ימשיכו נכסים אלו להיכלל בדוחות המעביר, והעסקה תטופל כעסקת מימון המובטחת בנכסים אלו. התקן מונה מספר דוגמאות למצבים המצביעים על כך שהשליטה בנכסים לא הועברה על ידי המעביר (בעיקר מכיוון שהמעביר ממשיך לשאת במירב הסיכונים בגין הנכסים).

התקן הבינלאומי **המתוקן** התקף, כאמור, עבור תקופות דיווח המתחילות ב- 1 בינואר 2005 מבוסס על התפיסה כי גריעה של נכסים פיננסיים תתבסס בשלב הראשון על מבחן העברת הסיכונים והתשואות, ובשלב השני תיבחן על בסיס השליטה בנכסים שהועברו. על פי התקן הבינלאומי המתוקן, יש לאחד תחילה את כל החברות הבנות וה- SPE של

התאגיד (בהתאם להוראות IAS 27 ו-SIC 12), ולאחר מכן לבחון, על בסיס מאוחד, האם יש להוציא מהדוחות הכספיים המאוחדים של התאגיד את הנכסים הפיננסיים שהועברו.

בשונה מהתקינה האמריקאית, אין בתקן הבינלאומי קונספט של ישות למטרה מיוחדת, אשר בהתקיים תנאים מסוימים לא תאוחד לעולם בדוחות המעביר (בהשוואה ל-QSPE אשר מופיע בתקן האמריקאי). בנוסף, התקן הבינלאומי אינו קובע דרישות לבידוד משפטי של הנכסים שהועברו, כפי שהן מצויות בלב התקינה האמריקאית ומבטיחות כי נושי המעביר לא יוכלו לשים ידיהם על הנכסים שהועברו גם במקרה של פשיטת רגל של המעביר.

הכללים לאיחוד SPE על פי התקינה הבינלאומית נקבעו בהבהרה SIC 12, הקובעת כי SPE יאוחד בדוחות המממן (Sponsor), כאשר :
פעילויות ה-SPE, במהותן, מבוצעות עבור המממן ;
המממן שולט על ההחלטות המתקבלות ב-SPE, על מנת להשיג את מירב ההנאות מה-SPE ;
המממן מחזיק במירב הסיכונים ו/או התשואות של פעילויות ה-SPE ;
המממן מחזיק במירב בזכויות הכלכליות השיוריות של נכסי ה-SPE.

התקן הבינלאומי המתוקן מכיר בשלושה מצבי עולם לעסקה להעברת נכסים פיננסיים :
1) המעביר העביר את כל (Substantially all) הסיכונים והסיכונים הקשורים בנכס הפיננסי. במקרה זה יגרע המעביר את הנכס הפיננסי מדוחותיו הכספיים. העברת כל הסיכונים והסיכונים הקשורים בנכס פיננסי מסוים תתרחש בהתקיים אחד מהתנאים הבאים :

(א) הזכויות החוזיות לתזרימי המזומנים מהנכס הפיננסי פקעו.
(ב) הזכויות החוזיות לתזרימי המזומנים מהנכס הפיננסי הועברו.
(ג) המעביר ממשיך להחזיק בזכויות החוזיות לקבלת תזרימי המזומנים מהנכס הפיננסי, אולם למעביר מחויבות חוזית להעביר תזרימים אלה למקבל אחד או יותר, וכל הסיכונים והתשואות המתייחסים לנכס הועברו, וכן מתקיימים כל התנאים הבאים :

- למעביר אין מחויבות לשלם סכומי כסף למקבלים, למעט כאשר הוא גובה סכומים מהנכס האמור.
- חל איסור על המעביר למכור או לשעבד את הנכס האמור, פרט להפיכת הנכס לבטוחה למקבלים לצורך קיום התחייבות המעביר לשלם להם את תזרימי המזומנים שייגבו.
- למעביר מחויבות להעביר כל סכום של תזרימי מזומנים שהוא גובה עבור המקבלים ללא דיחוי מהותי.

2) ברשות המעביר נותרו כל (Substantially all) הסיכונים והסיכויים הקשורים בנכס הפיננסי. במקרה זה יוותר הנכס הפיננסי בדוחותיו הכספיים.

3) המעביר לא ממשיך להחזיק, אך הוא גם לא העביר, את כל הסיכונים והתשואות המתייחסים לנכס. במקרה זה יש לבדוק את מידת שליטתו של המעביר בנכס המועבר. במידה ושליטתו בנכס הועברה (דהיינו אין לתאגיד Continuing Involvement בנכס), ניתן להכיר בגריעה של הנכס הפיננסי, אולם אם נותרה לתאגיד מעורבות נמשכת בנכס הפיננסי ימשיך המעביר להכיר בנכס הפיננסי עד לגובה המעורבות הנמשכת. גובה זה ימדד לפי מידת החשיפה של המעביר לשינויים בערכו של הנכס הפיננסי ושל זרמי המזומנים הצפויים ממנו.

לענין ההכרה ברווח או הפסד מגריעת נכסים פיננסיים בעסקאות איגוח קובע התקן הבינלאומי המתוקן, כי במקרה של גריעת נכס פיננסי מדוחות המעביר יש להכיר ברווח או בהפסד במועד גריעת הנכס מהדוחות. ההפרש בין התמורה שהתקבלה והערך בספרים של הנכס מוכר כרווח והפסד בדוח הרווח וההפסד לתקופה. נכס או התחייבות חדשים שנוצרים במועד המכירה וכן התחייבות למתן שירות בעתיד מוכרים בעת המכירה לפי שווים ההוגן.

לענין האפשרות של המעביר לשמש במסגרת העסקה כשרת (Servicer) לנכסים, קובע התקן כי אם התאגיד מעביר נכס פיננסי בהעברה המקיימת את תנאי ההכרה במכירה, וכחלק מהעסקה התאגיד ממשיך להחזיק זכות לשרת את הנכס שהועבר תמורת עמלת שירות, עליו להכיר במועד המכירה בנכס או בהתחייבות בגין זכות שירות זאת. אם צפוי שהעמלה שתתקבל לא תפצה בצורה הולמת את התאגיד על השירות שיספק, על התאגיד להכיר בהתחייבות בגין מחויבות זאת, על בסיס שוויה ההוגן. אם צפוי שהעמלה שתתקבל על ידי התאגיד תקנה לתאגיד פיצוי הגבוה מפיצוי הולם בגין השירות שיסופק על ידו, על התאגיד להכיר בנכס בגין זכות (ערך הנכס יקבע על ידי הקצאת הערך בספרים של הנכס הפיננסי שהועבר, לפי יחסי השווי ההוגן של החלק שהועבר והחלק שלא הועבר).

עסקאות איגוח קלאסיות (מכירת נכסים פיננסיים ל-SPE) עלולות להיתקל בבעיות הבאות אשר תמנענה החלטה בדבר יכולת הפסקת הכרה מלאה בנכס (derecognition) בהתאם לתקינה הבינלאומית:

1) לא יתקיים מבחן העברת זכויות לתזרימי מזומנים אל מחוץ לקבוצה המדווחת, כיוון שעל פי הוראות SIC 12, בדרך כלל יאוחד ה-SPE, ולכן על מנת שהעסקה תעמוד בהגדרת "מכירה" חייב להתקיים מבחן ה"העברה" (pass-through test). יש לציין, כי מספר מועט של עסקאות איגוח בנוי בצורה שתעמוד בתנאים אלה.

- 2) אפילו במקרה בו עסקת איגוח מקיימת מבחן ה"העברה" (pass-through test), קיימת סבירות נמוכה כי באופן משמעותי כל (substantially all) הסיכונים והתשואות הטמונים בנכס מועברים ל-SPE. לדוגמה כריות הביטחון שמספק המעביר במסגרת עסקאות האיגוח הקלאסיות הנהוגות בישראל הן כאלו שלא כל (substantially all) הסיכונים והתשואות הטמונים בנכס הועברו לידי ה-SPE.
- 3) לבסוף, בהנחה שהמעביר אינו משאיר בידי באופן משמעותי את כל (substantially all) הסיכונים, מבחן השליטה בדרך כלל לא יתקיים משום של-SPE אין יכולת למכור את הנכסים הפיננסיים.

3.4 המצב בישראל והמלצות הועדה

שוק האיגוח בישראל מצוי עדיין בחיתוליו, ולפיכך מעטים המקרים בהם בוצעו עסקאות איגוח של נכסים פיננסיים על ידי חברות ישראליות. במספר המקרים המועט בו בוצעו עסקאות אלו הן טופלו על פי כללי החשבונאות האמריקאים ובבסיס FAS 140.

מנגד, המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות קיבל בעבר החלטה אסטרטגית להתאים את כללי החשבונאות בישראל לכללים הבינלאומיים בחשבונאות המתפרסמים על-ידי ה-IASB (International Accounting Standards Board). ההנחה היא כי בעידן של גלובליזציה כלכלית, ישראל אינה יכולה להשתמש ב"שפת עסקים" מקומית ועליה לנהוג לפי כללי החשבונאות הנהוגים בעולם. לשון אחר, אם תונהג בישראל שיטה חשבונאית שאינה עולה בקנה אחד עם המקובל בשווקי ההון המפותחים, היא תהווה "חסם כניסה" בפני משקיעים זרים ואף "חסם יציאה", לפחות במידה מסוימת, בפני פירמות ישראליות החפצות להיסחר בשווקים הבינלאומיים.

בהתאם להחלטה אסטרטגית זו, וכפועל יוצא של דיוני הועדה פירסם המוסד לתקינה בחודש יולי 2004 את הצעה לתקן חשבונאות מס' 23, המבוססת על חלק מתקן בינלאומי 39 הקובע כללים לגריעת נכסים פיננסיים.

לאור קביעת המוסד לתקינה כי יש לשאוף לכך שהתקינה החשבונאית הבינלאומית בשלמותה תהא התקינה החשבונאית המחייבת בישראל, כפי שנעשה במדינות רבות ומפותחות בעולם, נראה כי יש מקום לקבל תקינה זו גם לגבי סוגיית האיגוח. יש חשיבות בכך שהמעבר לתקינה החשבונאית הבינלאומית ייעשה בשלמות וללא החרגה של תקן מסוים, שכן, למעשה, כל החרגה, גם מזערית, משמעה שלא ניתן יהיה לומר לגבי דוחות כספיים בישראל כי הם ערוכים על פי תקני חשבונאות בינלאומיים.

הועדה ערה לקשיים המתעוררים מאימוץ מיידי של ההצעה לתקן :
1. אימוץ מיידי של התקינה הבינלאומית, הקובעת דרישות מחמירות שיש לעמוד בהן

על מנת להכיר בגריעת הנכס הפיננסי המועבר מן הדוחות הכספיים המאוחדים ואימוצו המידי עלול למנוע פיתוחו של שוק האיגוח בישראל עוד בטרם צעד את צעדיו הראשונים.

2. הפרקטיקה הנהוגה בארץ, הגם שהיא מבוססת על מספר קטן של עסקאות, שונה מהותית בתפיסת עולמה מהתקן הבינלאומי, מתבססת על מבחני השליטה בנכסים שהועברו, נסמכת על חוות דעת משפטיות, והכל על פי דרישות התקן האמריקאי.
3. התקן הבינלאומי המחודש טרם נכנס לתוקף ברחבי העולם, טרם נצבר נסיון מספיק לגביו, ובחוגים רבים נשמעת ביקורת קשה על הוראותיו.

לאור זאת מקבלת הועדה את המלצת המוסד לתקינה כי יישומו של תקן 23 המבוסס על תקן 39 המחודש יידחה לפחות עד לשנת 2007, וזאת על מנת לאפשר לשוק האיגוח להתפתח ולהסתגל לדרישות המחמירות של התקן הבינלאומי. במקביל ימשך תהליך הלימוד מן הניסיון שיצטבר מיישום תקן בינלאומי 39 בעולם ומהתמודדות שוק האיגוח העולמי עם הוראותיו של התקן.

בתקופת הביניים עד לכניסתו לתוקף של התקן המוצע ימשיכו לחול על עסקאות האיגוח עקרונות התקן האמריקאי FAS 140 בהיותן הפרקטיקה המקובלת לעסקאות איגוח בישראל.

הועדה מקבלת את ההמלצות הכלולות בטיטות הצעה לתקן חשבונאות מספר 23 לפיהן התקן יחול בדרך של מכאן ולהבא החל מהדוחות הכספיים לתקופות המתחילות ביום 1 בינואר, 2007. לפיכך, אם ישות גרעה נכסים פיננסיים בהתאם לכללי חשבונאות, אשר היו מקובלים לפני תחילת תקן זה כתוצאה מעסקה שהתרחשה לפני 1 בינואר 2007, ונכסים אלו לא היו נגרעים בהתאם לתקן זה, הישות לא תכיר מחדש בנכסים אלו.

עם זאת, מהלך לאימוץ גורף של תקינה בינלאומית בישראל, כפי שמתוכנן על ידי המוסד לתקינה בחשבונאות החל משנת 2008 יחייב חשיבה מחדש בקשר להוראות המעבר. ראוי לציין כי הוראות המעבר לתקן חשבונאות בינלאומי מספר 39 קובעות כי אם נגרעו נכסים מהמאזן בהתאם לכללי חשבונאות שהיו מקובלים בעבר, הם לא יוכרו מחדש בדוחות הכספיים, גם אם בהתאם לתקן חשבונאות בינלאומי מספר 39, נכסים אלו לא היו נגרעים.

הואיל ולא קיימת בעולם תקינה ספציפית לגבי הטיפול החשבונאי בעסקאות איגוח מנקודת מבט הנעבר (במרבית המקרים ה-SPE), ובשים לב לכך שהגוף הנעבר בעסקת האיגוח הוא המנפיק אגרות חוב לציבור, מציעה הועדה כי יגובשו כללים ברורים בנוגע להצגה וגילוי של הנכסים שהועברו ל-SPE.

4. היבטים משפטיים

4.1 אינטרסים מוגנים וסוגיות משפטיות בעסקאות איגוח

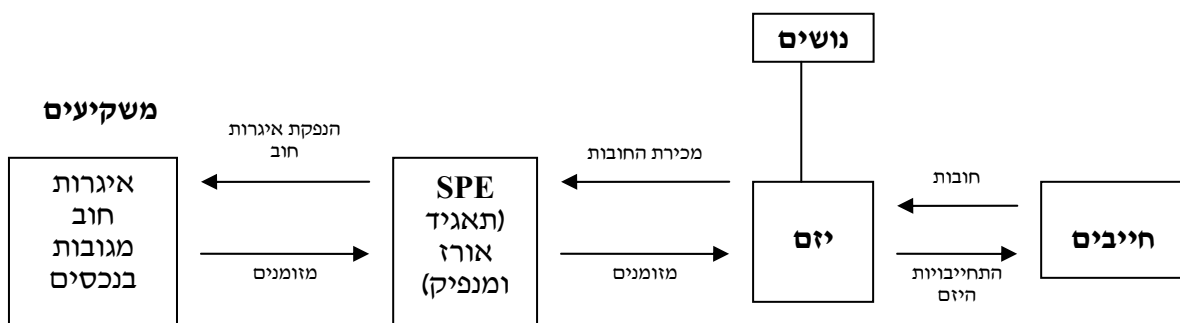
ודאות משפטית היא תנאי לקיומו של שוק איגוח תקין. היעדר חקיקה או פסיקה מחייבת בנושא בישראל הינו גורם עיקרי לעיכוב התפתחותו של שוק כאמור בישראל. במובן זה מפגרת ישראל אחר מדינות רבות אשר הסדירו את ההיבטים המשפטיים הקשורים בביצוע עסקאות איגוח בחקיקה מיוחדת. על מדינות אלה נמנות צרפת (1988), ספרד (1998), איטליה (1999), יוון (2003) ודרום אפריקה (תקנות מ-2004). במדינות אחרות בהן לא קיימת חקיקת איגוח מיוחדת, ובראשן ארצות הברית ואנגליה, קיימת תשתית משפטית המאפשרת ביצוע עסקאות מורכבות בזכויות, ומכאן שהצורך בהסדרה משפטית בדרך של חקיקה לא היה כה חזק. עם זאת, אף בארצות הברית, מולדת האיגוח, נשמעים בשנים האחרונות קולות הקוראים להסדרת תחום האיגוח בחקיקה פדרלית, וישנן דוגמאות להסדרה מסוימת בחקיקה ברמה המדינתית²⁰.

חקיקת איגוח מיוחדת אינה חשובה כמובן רק לשם עידודו של שוק איגוח, אלא בעיקר להסדרת אינטרסים מוגנים של הצדדים הקשורים בעסקאות איגוח. חוק איגוח צריך לאזן בין אינטרסים של שלוש קבוצות:

אינטרס המשקיעים באיגרות החוב של ה-SPE כי הזכויות המועברות אליהם תורחקה מהישג ידם של נושי היזם בקרות אירוע פשיטת רגל של היזם.

אינטרס נושי היזם, בהווה ובעתיד, כי תימנע הברחה של נכסי היזם בדרך של איגוח וכי בכל עת תינתן להם תמונה מלאה ומדויקת על מצבת הנכסים וההתחייבויות של היזם המשקפת את עסקאות האיגוח שביצע.

אינטרס החייבים של היזם כי לא ייפגעו כתוצאה מהאיגוח, וכי הזכויות הנובעות להם מן ההתקשרות בינם לבין היזם תישמרנה.



²⁰ בארצות הברית נעשו שינויים בחוקי מדינות במטרה לקבוע כי נכסים מאוגחים ייצאו ממת הנשייה של היזם: ראו, למשל, Delaware Uniform Commercial Code, Chapter 27A. Asset-Backed Securities Facilitation Act (74 Del. Laws, c. 332) יוזמה להצעת חוק פדרלית בנדון שביקשה לתקן את קוד פשיטת הרגל האמריקאי לא יצאה לפועל: Section 912 of H.R. 933, Bankruptcy Reform Act of 2001

כאמור, בישראל אין הסדר משפטי מפורש לגבי ביצוע עסקאות איגוח והדבר מהווה חסם משמעותי המונע התפתחות שוק איגוח תקין. גם כאשר מתבצעות עסקאות איגוח, הן מלוות באי ודאות משפטית רבה, וזכויותיהם של הצדדים המעורבים עלולות להיפגע. הועדה סבורה כי הדרך הראויה לתיקון מצב דברים זה היא חקיקת חוק איגוח, המסדיר את כל היבטי העסקה, ויש להימנע, ככל שניתן, מתיקונים נקודתיים של מגוון דברי חקיקה קיימים, המטפלים כל אחד בנפרד בהיבט אחר של עסקת האיגוח. בפרק זה נסקור את הבעיות העיקריות שהוצגו בפני הועדה במישור המשפט הכללי, וכן את דרכי הפעולה האפשריות לפתרון.

4.2 המחאת זכויות

4.2.1 כללי

עסקאות איגוח הן למעשה עסקאות בהן מומחות זכויות של נושה (היזם) כלפי חייב פלוני לצד שלישי (ה-SPE). הדין הישראלי המסדיר את נושא המחאת הזכויות הוא חוק המחאת חיובים, תשכ"ט – 1969 (להלן – חוק המחאת חיובים). בהמחאת זכות רגילה ניתן להבחין בשני יסודות – חילוף נושים והעברת הבעלות בזכות. הנושה המקורי, הממחה, חדל להיות הנושה של החייב, והצד השלישי, הנמחה, הופך לכל דבר וענין להיות נושה של החייב. בנוסף, הזכות החוזית חדלה להיות נכס של הממחה והיא הופכת להיות נכס של הנמחה.²¹

4.2.2 זכויות החייבים

המחאת זכויות היזם ל-SPE מעלה שאלות מורכבות באשר למעמד החייבים, לזכויותיהם, ולמערכות היחסים שבינם לבין היזם וה-SPE. נדון בשאלות אלה בשני מישורים – זכויות החייבים בעת ההמחאה, וזכויותיהם לאחר ההמחאה.

א. זכויות החייבים בעת ההמחאה

סעיף 1(א) לחוק המחאת חיובים קובע כי זכותו של נושה ניתנת להמחאה ללא הסכמת החייב, זולת אם נשללה או הוגבלה עבירותה לפי הדין, לפי מהות הזכות או לפי הסכם בין החייב לבין הנושה. הגנת החייב אינה מושגת, אם כן, על-ידי התנאת ההמחאה בהסכמתו, אלא היא נובעת מהוראת החוק לפיה אין בהמחאה כדי לשנות את תנאי הזכות והחייב רשאי להעלות כלפי הנמחה טענות שיש לו כלפי הממחה.²²

²¹ ראו ש. לרנר, המחאת חיובים, דיני חיובים – חלק כללי (העורך ד' פרידמן, 1994), 23 – 29 (להלן – לרנר).

²² סעיף 2(א) לחוק המחאת חיובים; שם, עמ' 129.

לאור האמור, במצב דברים רגיל אין היזם נדרש לבקש את הסכמת החייבים או ליידע אותם על ביצוע ההמחאה ל-SPE²³. הודעה לחייבים מיטיבה את מצבו של ה-SPE (הנמחה), הואיל וטענות החייבים כלפיו מוגבלות לטענות שעמדו להם בעת שנודע להם על ההמחאה²⁴.

ב. זכויות החייבים לאחר ההמחאה

כאמור, המחאת זכות פירושה כי הזכות עוברת כמות שהיא, על כל תנאיה. החייב אינו זכאי אמנם לבחור את זהות הנמחה או למנוע את ההמחאה, אולם עומדות לו כלפי הנמחה כל הטענות שעמדו לו כלפי הממחה בעת שנודע לו על ההמחאה. טענות אלה עשויות לנבוע מכוח החוזה בו התקשרו החייב והממחה, אשר זכויות האחרון בו הומחו, וכן יכול שתהיינה טענות חיצוניות לחוזה זה²⁵. לדוגמא, נניח כי חייב רכש נכס מ-א' וזה המחאה את זכותו לקבלת התמורה על פי ההסכם ל-ב'. במידה שבהסכם נכללה התחייבות של א' כלפי החייב, אשר לא בוצעה, אפשר שהחייב יימנע מתשלום חובו על פי ההסכם או יקזז את ההתחייבויות זו כנגד זו. יתרה מכך, אף אם ישנן התקשרויות אחרות בין החייב ל-א', אשר כלל אינן קשורות להסכם שהזכויות על פיו הומחו, אפשר שתקום לחייב טענת הגנה בפני קיום חובו כלפי ב'.

טענות אפשריות אלה כלפי הממחה פוגעות בתקפות עסקת האיגוח, שכן משמעותן היא שכל עוד לא ימלא היזם את חיוביו כלפי החייב, לא ידרש האחרון לשלם ל-SPE. כתוצאה מכך, אי קיום חיובי היזם בשל חדלות פירעון או בשל כל סיבה אחרת מסכן את תזרים המזומנים הצפוי לבעלי אגרות החוב של ה-SPE, והניתוק שבין הזכויות שהומחאו לבין היזם, העומד בבסיס עסקת האיגוח, מוטל בספק.

פתרון פרקטי לבעיה עשוי להיות קביעה מפורשת בהסכם שבין החייב לממחה לפיה מוותר החייב על זכותו להעלות טענות כלפי הנמחה. ייאמר מיד, כי אף אם אין מניעה להתנות באופן זה על הוראת סעיף 2(א) לחוק המחאת חיובים, לא יהיה בכך כדי למנוע טענות מכוח דינים אחרים²⁶. בנוסף, ספק אם הדבר עולה בקנה אחד עם מדיניות ציבורית רצויה שמטרתה להגן על זכויות חייבים, שעליהם נמנה ציבור הצרכנים הרחב²⁷.

²³ מצב דברים זה אינו מתקיים, לדוגמא, כאשר דין ספציפי מורה אחרת. ר' הדיון בחוק ההסדרים להלן – סעיף 4.2.3 לדוח.

²⁴ סעיף 2(א) לחוק המחאת חיובים.

²⁵ יש להבחין בין שני סוגי הטענות: בעוד שטענות מכוח החוזה עומדות בלא הגבלה כלפי הנמחה, בלא שים לב לשאלה מתי נודע לחייב על ההמחאה והאם הסכים לה, טענות שמחוץ לחוזה ניתן להעלות כנגד הנמחה רק עד לעת שנודע לחייב על ההמחאה. ע"א 357/00 יהושע נ' בוכהולט, פ"ד נו(4) 529, סעיף 7 לפסק הדין.

²⁶ ראו חוק הגנת הצרכן, התשמ"א – 1981; חוק החוזים האחידים, התשמ"ג – 1982.

²⁷ ראו לרנר, לעיל הערה 12, עמ' 132 – 133.

לדעת הוועדה צריכה סוגיה זו למצוא פתרונה בחוק איגוח, להבדיל מהדין הכללי, תוך איזון בין האינטרס בהגנת החייבים לבין האינטרס בהגנת ציבור המשקיעים באגרות החוב של ה-SPE ובעידוד עסקאות איגוח בשוק ההון. חריג המגביל זכויות המוקנות לחייבים אפשר שייקבע ביחס לעסקאות איגוח מובהקות שיש בהן המאפיינים הבאים:

- א. העסקה היא לאיגוח נכסים פיננסיים, קרי זכויות לקבל כסף במועד ידוע שנקבע מראש, שאינן מותנות או שלובות בהתחייבויות מצד היזם, למעט בחיובים שוליים (כגון חיובים לא מהותיים הקשורים באופן גביית החוב).
- ב. העסקה קובעת מראש מנגנון על פיו יבוצעו חיובים שוליים כאמור על-ידי נותן שירותים שהוסמך לכך על-ידי ה-SPE, ונתן הסכמתו בכתב ליטול מקומו של היזם במידת הצורך. במקרים מסוימים יש מקום להגביל את זהות נותן השירותים וזאת מטעמים של הגנת הצרכן. לדוגמא, כאשר מדובר ביזם שהוא בנק, המאגח חובות לקוחות, אף על נותן השירותים להיות בנק.

בנוסף, יש להבהיר כי אם החיוב כלפי החייב בוצע במלואו, אזי לא יוכל להימנע מתשלום החוב רק מן הטעם שזהות ממלא החיוב היתה שונה.

4.2.3 זכויות נלוות

סעיף 5 לחוק המחאת חיובים קובע כי בכפוף לאמור בהסכם ההמחאה, כוללת המחאת זכות גם כל ערבות ושעבוד שניתנו להבטחתה וכל זכות אחרת הנלוות לזכות שנמחתה, במידה שהן עבירות; על הנושה לעשות, לפי דרישת הנמחה, את הפעולות הדרושות כדי שכוחה של המחאת הזכויות האמורות יהיה יפה לכל דבר.

מתעוררת בעיה לגבי זכויות נלוות שהמחאתן טעונה רישום, ובעיקר לגבי זכויות נלוות במקרקעין. גופים המבקשים לבצע איגוח של הלוואות המגובות בהסכמי משכנתא ציינו בפני הוועדה כי הצורך בשינוי הרישום לגבי כל אחת ואחת מהבטוחות להחזר הלוואות יוצר נטל כבד אשר מורכבותו ועלויותיו עולים על היתרונות שבביצוע האיגוח.

מערך הבטוחות של בנקים להבטחת הלוואות לרכישת דירות כולל משכנתא או הערת אזהרה הרשומות בלשכת רישום המקרקעין, התחייבות הלווה לרשום משכנתא לטובת הבנק, ורישום שעבוד על זכויותיו החוזיות של הלווה אצל רשם המשכונות, חברה משכנתא או בפנקס רישום המתנהל אצל קבלן.

בחוק ההסדרים במשק המדינה (תיקוני חקיקה להשגת יעדי התקציב והמדיניות הכלכלית לשנת הכספים 2003), התשס"ג – 2003 (להלן – חוק ההסדרים) נעשה ניסיון להקל על יצירתו של שוק איגוח משכנתאות ונקבע כי לצורך העברת

משכנתא והערת אזהרה הרשומות בלשכת רישום המקרקעין אין צורך בבדיקה פרטנית של כל אחד מחוזי ההלוואה וניתן להסתפק בחוות דעת עורך דין בדבר אפשרות העברת זכויות המלווה.

הסדר זה הינו חלקי ביותר ותועלתו מוגבלת, כיוון שאינו מטפל ביתר הבטוחות הקיימות (שאינן רשומות בלשכת רישום המקרקעין), ואינו מפחית את עלויות העסקה הכרוכות בהעברת רישום של אלפי בטוחות. פתרון לבעיה זו עשוי להימצא בשני מישורים:

א. קביעה כי העברת בטוחות שהן זכויות נלוות להלוואה אינה טעונה רישום או טעונה רישום חלופי שקל ונוח יותר לבצעו (למשל, רישום אצל רשם החברות, או הקמת מרשם מרכזי חלופי לענין משכנתאות שאוגחו).

ניתן לתמוך בקביעה כי העברת הבטוחות אינה טעונה רישום בטענה כי מטרת הרישום היא יידוע בעל המקרקעין וצדדים שלישיים על קיומה של בטוחה המקנה לנושה מסוים עדיפות על המקרקעין. מכאן שאי ידיעת זהות הנושה, להבדיל מאי ידיעה על עצם קיום הבטוחה, אינה פוגעת בבעל המקרקעין ובצדדים שלישיים, ולכן אינה טעונה רישום. מנגד, קביעה כי אין צורך ברישום פוגעת במטרתו היסודית של המרשם לשקף את בעלי הזכויות השונות במקרקעין ובמהימנותו הבסיסית. הקמת מרשם מרכזי לרישום עסקאות איגוח יכולה להתגבר על בעיה זו.

ב. הפחתת עלויות הרישום הגבוהות וקיצור תהליך הרישום.

הסדרת בעיית הרישום מצויה באחריות משרד המשפטים, ובשלב זה נבחנות על-ידו אפשרויות לפתרון הבעיה. יש לשוב ולהדגיש כי בעיית הרישום הינה בעיה אקוטית המונעת יצירתו של שוק איגוח משכנתאות בישראל, ולפיכך מן הראוי להקדיש מאמץ רב לפתרונה.

4.2.4 המחאת זכויות שטרם נתגבשו

סעיף 1 לחוק המחאת חיובים קובע כי ניתן להמחות זכותו של נושה, לרבות זכות מותנית או עתידה לבוא, זולת אם נשללה או הוגבלה עבירותה לפי דין, לפי מהות הזכות או לפי הסכם בין החייב לבין הנושה. באופן כללי, נקטה ההלכה הפסוקה בישראל בהקשרים משפטיים שונים באבחנה בין "זכות עתידה" שהתגבשותה בעתיד היא ודאית, בין במועד קבוע ובין בקרות ארוע שהתרחשותו אינה מוטלת בספק, לבין זכות שטרם נולדה או טרם נתגבשה. אף בקשר להמחאת חיובים עשוי להשתמע מפסיקת בתי המשפט בנושא²⁸ כי לא ניתן למכור חוב עתידי שעה שהעסקה היוצרת את החוב טרם נתגבשה.

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; ראו גם א. זמיר, חוק המכר, תשכ"ח – 1968 (במסגרת סדרת

הניסיון בעולם מלמד כי בעסקאות של איגוח 'מתגלגל' (Revolving) נמכרים נכסים עתידיים, שקיומם טרם עוגן בחוזה או בהתקשרות משפטית אחרת. לאור האמור לעיל, עולה השאלה האם ניתן לבצע עסקאות כאמור בישראל על פי הדין הקיים. בפסק דין **אלוני**²⁹ דן בית המשפט העליון בשאלה האם ניתן להטיל עיקול על זכות שטרם נתגבשה. השופטת פרוקצ'יה הסבירה מהם הנימוקים למגבלות הכלליות שבדין באשר לעשיית עסקאות בנכסים עתידיים, כדלקמן³⁰:

"ההתנגדות הכללית לעסקאות בנכסים עתידיים טמונה בעיקר בטעמים משולבים של הגנה על החייב והגנה על הנושים. מבחינת החייב, החשש הוא כי קיים קושי להעריך מראש את טיבן והיקפן של עסקאות ובטוחות בנכסים עתידיים, וקיים חשש לפגיעה בו אם תיעשנה עסקאות מראש בנכסיו העתידיים לטובת נושיו, בלא להותיר לו נכסים פנויים במידה מספקת, כנדרש לרווחתו המינימלית. אשר לנושים, הועלה חשש כי צדדים שלישיים עלולים להיפגע בכך שיסתמכו על נכסים שבידי החייב לצורך בטחונות בלא לדעת כי אחרים קנו בהם זכויות עוד קודם שבאו לעולם (לרנר, שם, עמ' 77).

כנגד שיקולים אלה, הועלו טעמים שכנגד. מבחינת החייב – היכולת ליתן בטוחה על נכס עתידי נותנת בידיו אמצעי רב ערך לקבלת אשראי, והיתרון העשוי לצמוח לו מכך, ביחוד במישור העסקי, גובר על החשש מפני אי הוודאות בעתיד. אשר לפגיעה אפשרית בנושים – זו מוקחה מקום שניתן לקיים רישום בטוחה או עסקה אחרת שעושה החייב בזכות העתידית באופן שקיומן ייחשף בפני נושים פוטנציאליים. הנה כי כן, ההתנגדות לעסקאות בציפיות עתידיות נעוצה בטעמים עיוניים ומעשיים כאחד."

לאחר סקירת הדין הישראלי והזר באשר לעסקאות בזכויות עתידיות, לרבות בתחום המחאת החיובים, סיכמה השופטת פרוקצ'יה באמירה כי "הכלל לפיו אין לעשות עסקאות וליתן בטוחות בזכויות עתידיות שטרם באו לעולם עומד להערכה ולעיון מחודשים. ההלכה הפסוקה במקומנו סתה מהעקרון האמור מבלי משים, בתחומים בהם מתבקש ליתן הכרה משפטית לציפייה או לסיכוי שיש להם משקל כלכלי ומקום שישנה הסתברות מסוימת כי יתממשו. התפתחות סוגיה זו על דרך

הפירוש לחוקי החוזים בעריכת ג. טדסקי, תשמ"ז – 1987, 92, הגורס כי לא ניתן להעביר נכס שאינו קיים בעת כריתת החוזה; **לרנר**, לעיל הערה 12, עמ' 74 ואילך.

²⁹ ע"א 3553/00 **אלוני נ' זנד טל מכוני תערוכת בע"מ**, נז(3) 577. (להלן – פסק דין אלוני)

³⁰ **שם**, בסעיף 9 לפסק דינה של השופטת פרוקצ'יה.

³¹ **שם**, סעיף 15 לפסק הדין של השופטת פרוקצ'יה.

³² ראו **שם**, סעיף 13 לפסק הדין של השופטת פרוקצ'יה.

³³ השווה לפסק דין **אלוני**, בו הוחלט כי יש לרשום את העיקול בספרי הרשות המוסמכת המפקחת מכוח צו הפיקוח על מצרכים ושירותים (יצור חלב), תשכ"ז – 1967.

³⁴ סעיף 356 לפקודת החברות קובע כדלקמן: "מקום שבפשיטת רגל אין תוקף להמחאה כללית של זכויות, אין תוקף להמחאה בפירוק חברה; ולענין זה תבוא תחילת הפירוק במקום תחילת הגשת בקשת פשיטת הרגל".

³⁵ ע"א 5578/93 **נדב נ' סרגובי**, פ"ד מט(2) 459, סעיף 6 לפסק הדין של השופט שמגר.

הרחבת ההכרה המשפטית ביכולת הדיספוזיציה בציפייה לזכות עתידה נתנה אותותיה גם במשפטן של ארצות אחרות. הדברים מחזקים את הצורך ואת האפשרות להרחיב את ההכרה בלגיטימיות של אמצעים אלה, ולו בתחומים בהם הדבר מתבקש מכורח צרכי הכלכלה והעסקים.³¹

מבחינה כלכלית, אין מקום להבחין בין עסקת איגוח בזכויות מכוח חוזים קיימים לבין עסקת איגוח 'מתגלגל', שכן אפשר שחווה קיים יהיה בעל משקל כלכלי פחות ערך מציפייה או סיכוי עתידי העשויים להניב טובת הנאה כספית משמעותית³². עסקאות מסוג זה הוכרו בעולם הרחב, והן נחוצות לשכלול הכלכלה.

עם זאת, לאור האמור לעיל, יש לבחון את האינטרסים של הגנת החייב והגנת הנושים בקשר לעסקאות איגוח 'מתגלגל'. אינטרס הגנת החייב אינו משמעותי הואיל ומדובר בחברה המאגחת זכויות עתידיות, ולא בחייב יחיד, אשר מתעורר חשש לרווחתו ולתנאי הקיום המינימליים שלו. אינטרס הגנת הנושים חשוב, אך אפשר להגן עליו בדרך של רישום לשם העמדת נושי היזם על קיום התחייבות³³, והצגה חשבונאית המשקפת העסקה באופן נאות. סעיף 97 לפקודת פשיטת רגל [נוסח חדש], התש"ם – 1980 (להלן – פקודת פשיטת הרגל) עוסק בתוקפה של המחאת זכויות על-ידי מי שהוכרז לאחר מכן פושט רגל. הוראת הסעיף חלה גם בקשר לפירוק חברה, מכוח סעיף 356 לפקודת החברות³⁴, ומכאן שהיא יפה לענייננו.

נראה, כי על פי סעיף 97 לפקודת פשיטת הרגל, תחול חובת רישום של המחאת זכויות עתידיות באיגוח 'מתגלגל' שכן המדובר בהמחאה כללית שאינה מפרטת את החוזים הכלולים בהמחאה או את שמות החייבים. תכלית ההוראה לספק לנושיו של הממחה מידע מדויק על היקף זכויותיו, כדי שיוכלו להעריך את יכולתו לפרוע חובותיו ולכלכל צעדיהם בהתאם³⁵, ומכאן שרישום ההמחאה הכללית יענה על הצורך בהגנת הנושים. הואיל והיזם הינו תאגיד, ייעשה רישום ההמחאה אצל רשם החברות, על פי תקנות החברות (סדרי רישום של המחאת זכות), תש"ל – 1970.

המלצות הועדה בנושא הן שתיים:

א. יש לכלול בחוק האיגוח הוראה מפורשת המתירה המחאת זכויות שטרם נתגבשו, בתנאי שנרשמה כדין.

ב. הועדה סבורה כי גם בהיעדר הוראה כאמור, הפרשנות הראויה לדין הקיים היא כי אין מניעה לבצע המחאת זכויות שטרם נתגבשו במסגרת עסקת איגוח. המחאה כאמור תהא טעונה בדרך כלל רישום אצל רשם החברות, על פי תקנות החברות (סדרי רישום של המחאת זכות), תש"ל – 1970. מובן כי בנוסף, על ההמחאה לקבל ביטוי נאות גם בדוחות הכספיים של הממחה.

מבנה משפטי של ה-SPE וסיווג ניירות הערך המונפקים על-ידו

מבנה ה-SPE נקבע בהתאם לשיקולים משפטיים, חשבונאיים ומיסויים. בהעדר הוראה מחייבת בדין באשר לדרך התאגדותו של ה-SPE, השיקול העיקרי הוא הרחקת סיכון פשיטת הרגל (bankruptcy remote), דהיינו מניעת ירידה לנכסיו של ה-SPE במקרה פשיטת רגל של היזם.

מעיון בדין הזר עולה כי על פי רוב אין הסדר מחייב המכתיב דרך התאגדות מסוימת של ה-SPE, אם כי לעתים קרובות מוטלות על ה-SPE מגבלות - בין מכוח הדין ובין מכוח פרקטיקה נוהגת. כך למשל, בארצות הברית עשוי ה-SPE ללבוש צורות משפטיות שונות, ויכול שיהיה חברה, נאמנות, או שותפות. הואיל וחשש עיקרי בארצות הברית באשר להגנת המשקיעים ב-SPE הוא כי תוגש על-ידו בקשת פשיטת רגל (voluntary bankruptcy), בדרך כלל מואגד ה-SPE כחברה או כנאמנות. היתרון בדרך התאגדות של חברה נובע מן הגמישות היחסית באשר לאמצעים האפשריים להרחקת הסיכון האמור, כגון מינוי דירקטור עצמאי מטעם המחזיקים באגרות החוב שיחזיק בזכות וטו לגבי בקשת פשיטת רגל, או קביעת סייגים בתקנון לענין הגשת בקשה כאמור. בנוסף, קיימת בארצות הברית ודאות משפטית גדולה יחסית באשר לדיני פשיטת הרגל החלים על חברות. השימוש בנאמנויות נובע בין היתר מקביעת ה-Bankruptcy Code האמריקאי, כי לא כל נאמנות יכולה להיות חייבת (debtor) בהליכי פשיטת רגל³⁶.

גם באנגליה נגזרות הדרישות המקובלות ליצירת SPE מדיני פשיטת רגל. ה-SPE הוא בדרך כלל חברה חדשה, המאוגדת על פי הדין האנגלי או על פי דין אחר שבו נהוגים כללים דומים באשר לפשיטות רגל. החברה אינה מבצעת כל פעילות מלבד האיגוח, ואינה מעסיקה עובדים. חובות דומות עשויות להידרש גם מכוח חוק. לדוגמא, בדין האיטלקי קיים חוק איגוח, אשר אינו מחייב דרך התאגדות מסוימת, אולם מגביל את החברה לפעילות איגוח בלבד.

חוק האיגוח הצרפתי מציג מודל שונה. חוק זה מקים מכשיר יחודי לרכישת חובות, הנקרא FCC (Fonds Communs de Creances). מכשיר זה מוקם במשותף על-ידי חברת ניהול ונאמן - חברת הניהול מנהלת את עסקי ה-FCC בעוד שהנאמן לנכסי ה-FCC מפקח על חברת הניהול. ה-FCC אינו גוף תאגידי, ולכן למחזיקי היחידות המונפקות על-ידו אין זכויות הצבעה ואינם רשאים להחליף את חברת הניהול או הנאמן. הוראות ספציפיות באשר לזכויות מחזיקי היחידות, תפקידי חברת הניהול והנאמן, אחריותם,

³⁶ על פי סעיף 109(a) ל-Bankruptcy Code רק מי שמוגדר כ"person" יכול להיות חייב, ובהגדרה זו נכללת, בעקפין, רק "business trust". מכאן שנאמנויות אחרות אינן יכולות לכאורה להיות חייב בפשיטת רגל.

ועוד, נקבעו בחוק.

נראה כי בחירת דרך ההתאגדות של SPE צריכה להתחשב בשתי תכונות עיקריות: בידוד ה-SPE מהיזם, וניהול יעיל של ה-SPE לטובת המחזיקים ביחידות המונפקות על-ידו. הואיל ודרכי ההתאגדות השונות הקיימות כיום בדין הישראלי אינן מותאמות לצרכים אלו, מוצע לייסד בחוק האיגוח גוף משפטי חדש, בדומה למודל הקיים בדין הצרפתי³⁷. בחוק האמור יש לקבוע את מנגנון הניהול של הגוף, זכויות בעלי היחידות המונפקות, אחריות המנהלים, דרישות רישוי שונות, הגבלת עיסוקי הגוף לאיגוח, כישורים לניהול הגוף וכיוצא באלה.

בטווח הקצר, ועל פי הדין הקיים, נראה כי דרך ההתאגדות הנכונה ביותר ל-SPE, הינה כחברה פרטית על פי חוק החברות. על מנת לבדוד את ה-SPE מהיזם באופן מוחלט רצוי כי החברה תהא צד שלישי, בלתי קשור ליזם, אשר מניותיה לא תוחזקנה על-ידו. על מנת להשיג ניהול יעיל של ה-SPE לטובת המחזיקים ביחידות המונפקות על-ידו, יש לקבוע מנגנונים שונים בתקנון החברה להבטחת עניינם של המחזיקים ביחידות. בניגוד לחברה רגילה, מטרת ה-SPE אינה לפעול על פי שיקולים עסקיים להשאת רווחיו³⁸, ולמעשה הסכמי ההקמה והאיגוח צריכים להגביל פעילותה באופן משמעותי.

שאלה מעניינת העולה בהקשר זה היא האם יש לסווג את ניירות הערך המונפקים על-ידי ה-SPE כמניות או כאגרות חוב. לסיווג האמור יש נפקות מעשית חשובה אם ניירות הערך של ה-SPE מונפקים לציבור, שכן אם מדובר במניות ייחשב ה-SPE כחברה ציבורית לפי חוק החברות ויחולו עליו החובות הנגזרות מכך, בעוד שאם מדובר באגרות חוב ייחשב ה-SPE כחברה פרטית ולא יחולו עליו החובות האמורות³⁹. יש להבהיר כי גם כשמדובר בחברה פרטית, עדיין יחולו עליה חובות הגילוי מכוח חוק ניירות ערך ותקנותיו, בהיותה "תאגיד מדווח" לפי סעיף 1 לחוק ניירות ערך.

במבנה רגיל של חברה, נהנים בעלי המניות מן ההפרש שבין שווי נכסיה של החברה לבין שווי חובותיה, ותשואתם אינה קבועה מראש. בעלי המניות הם הזכאים להפעיל את

³⁷ השוו גם לקרן לפי חוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד – 1994.

³⁸ סעיף 11(א) לחוק החברות.

³⁹ ראו הגדרות "חברה פרטית" ו"חברה ציבורית" בסעיף 1 לחוק החברות.

⁴⁰ א. חביב-סגל, **דיני חברות לאחר חוק החברות החדש (כרך ב')**, תשס"ד – 2004, 51 – 52.

⁴¹ שם, בעמ' 56 – 58.

מנגנוני השליטה בחברה. בעלי אגרות החוב הם נושי החברה והם מקבלים תשואה על השקעתם בצורה של ריבית, דהיינו תשואתם נקבעת מראש, ויש לה מועדי פירעון קבועים מראש. ככלל, אין לבעלי אגרות החוב יכולת לכוון את פעילותה של החברה, אם כי לעתים הם מקבלים לידיהם כוח מסוים להשפיע על מהלך קבלת ההחלטות בחברה⁴⁰.

המבחנים העיקריים לסיווג תכליתי של נייר ערך הם אלה⁴¹:

א. השתתפות בסיכוי ובסיכון שיוריים: ככל שהשתתפותו של בעל נייר הערך גדולה יותר, כך ראוי יותר לסווג את נייר הערך כמניה.

ב. גמישות הזכויות הנלוות לנייר הערך: ככל שיש גמישות רבה יותר בשינוי הזכויות והן נתונות לשינוי ולהשפעה ממהלך קבלת ההחלטות בחברה, ראוי יותר לסווג את נייר הערך כמניה.

ג. קיומה או היעדרה של זכות השתתפות: בעלי חוב נהנים אך ורק מן הזכות לתבוע זכויותיהם החוזיות כנגד החברה, ואינם זכאים לזכויות יתר כלשהן.

ל-SPE אין בעלי מניות רגילים. לבעלי המניות אין יכולת לכוון את פעילות החברה, אלא בסייגים שנקבעו מראש, הם אינם משתתפים בסיכוי ובסיכון שיורי, ואינם מחזיקים בזכויות הצבעה וקבלת דיבידנד אפקטיביות. פעילותה העיקרית של חברת ה-SPE היא בקרה ופיקוח על תהליך האיגוח ומכאן נגזרות מגבלות על תפקידי זכויות בעלי המניות בה. גם מבחינה מהותית אין מקום להגן על בעלי המניות ב-SPE משל היו בעלי מניות רגילים בחברה ציבורית, והמנגנונים המיוחדים שנקבעו לכך בחוק החברות (הוראות הנוגעות לדירקטורים חיצוניים, אישור עסקאות עם בעלי שליטה, הצעות רכש ועוד) אינם נחוצים לצורך הגנה עליהם. דברים אלה מקבלים משנה תוקף לגבי המחזיקים בניירות הערך המונפקים על-ידי ה-SPE, אשר אינם מחזיקים בזכויות הצבעה או קבלת דיבידנד, אינם משתתפים בסיכוי ובסיכון שיוריים, הזכויות הנתונות להם קבועות מראש ואינן ניתנות לשינוי בקלות, ואינם בעלי זכות השתתפות. לאור האמור, במצב דברים רגיל יש לראות במחזיקי ניירות הערך בעלי איגרות חוב, ולפיכך חברת SPE המנפיקה ניירות ערך מגובים בנכסים לציבור לא תהא חברה ציבורית, אלא חברה פרטית.

להלן המלצות הועדה בנושא:

א. יש לקבוע בחוק איגוח מעמד מיוחד לגוף המנפיק ניירות ערך מגובים בנכסים ולהסדיר את אופן פעילותו ואת זכויות המחזיקים בניירות הערך שלו.

ב. בטווח הקצר, ועל פי הדין הקיים, נראה כי עסקאות איגוח תתבצענה באמצעות חברות SPE. במצב דברים רגיל, אין לראות את הצעת ניירות הערך המגובים בנכסים כהצעת מניות לציבור, אלא כהצעת איגרות חוב.

4.4 סיווג העסקה כמכר או כהלוואה מובטחת במשכון

חוק המחאות חיובים מכיר בשני סוגים עיקריים של המחאות – המחאה בדרך של מכר והמחאה על דרך השעבוד⁴². בעוד שבהמחאה בדרך של מכר עוברת הבעלות בזכות לידי הנמחה, הרי שבהמחאה על דרך השעבוד נותרת הבעלות בזכות בידי הממחה ומשועבדת לטובת הנמחה להבטחת הלוואה שנתן לממחה.

ההבחנה בין המחאה בדרך של מכר לבין המחאה על דרך השעבוד היותה במשך השנים מקור בלתי נדלה למחלוקות ודיונים בבתי המשפט ובספרות המשפטית⁴³. נבחן ראשית את נפקויות ההבחנה ביחס לעסקאות איגוח:

א. בהמחאה בדרך של מכר מועברת הבעלות בזכות לידי הנמחה (ה-SPE), ולפיכך במקרה בו תתרחש חדלות פירעון של היזם, ישולמו כספי החייבים ל-SPE ולא לקופת הפירוק של היזם. בכך מושג היתרון העיקרי של עסקת האיגוח שמטרתה להפריד בין הנכסים המועברים לבין יתר נכסי היזם. לעומת זאת, בהמחאה על דרך השעבוד, עשוי ה-SPE, בתנאים מסוימים, להיחשב לכל היותר לנושה מובטח של היזם, ומימוש הנכסים כפוף לפיקוח בית המשפט במקרה בו ניתן צו הקפאת הליכים⁴⁴.

ב. לפי גישה שמצאה ביטוי אף בפסיקה, על פי סעיף 2(ב) לחוק המשכון, תשכ"ז – 1967, יחולו הוראותיו של חוק זה גם על המחאה בדרך של שעבוד. משמעות הדבר כי המחאה על דרך השעבוד עשויה להיות טעונה רישום על מנת שכוחה יהא יפה כלפי נושים אחרים של היזם⁴⁵. זאת בעוד שככלל המחאה בדרך של מכר אינה טעונה רישום.

ג. גריעת הנכסים המומחים ממאזן היזם מחייבת, לפי כללי החשבונאות האמריקאיים, המצאה של חוות דעת משפטית בדבר קיומו של מכר אמיתי (true sale) של הנכסים שהומחו. אף מטעם זה יבקש היזם לבצע עסקת איגוח שדינה המחאה בדרך של מכר.

שאלת תחולתו של סעיף 2(ב) לחוק המשכון נדונה ארוכות בפסיקה. בפרשת **קולומבו**⁴⁶ ניתנה פרשנות רחבה לסעיף זה, ונקבע כי עסקה לאספקת סחורה בין ספקית לקמעונאית על פי הסכם בו נכללה בין היתר תניית "שימור בעלות", אשר קבעה כי הסחורה תישאר נכס מנכסי הספקית עד לתשלום מחירה המלא על-ידי הקמעונאית, תיחשב עסקת משכון

⁴² סעיף 1(ב) לחוק המחאות חיובים קובע כי "המחאה יכול שתהיה לגבי הזכות, כולה או מקצתה, ויכול שתהיה מותנית או על דרך שעבוד".

⁴³ ראו ע"א 455/89 קולומבו נ' בנק למסחר בע"מ ואח', פ"ד מה(5) 490 (להלן – קולומבו); רע"א 1690/00 מ.ש. קידוחי הצפון בע"מ נ' ורד גוילי – מפרקת זמנית ומנהלת מיוחדת, פ"ד נו(4), 385 (להלן – קידוחי הצפון); נ. זלצמן וע. גרוסקופף "הסוואת משכון – הצעה לעיון חוזר בהלכת קולומבו" עיוני משפט כו(1) 79.

⁴⁴ ראו סעיף 350(ו) לחוק החברות.

⁴⁵ ראו סעיף 178 לפקודת החברות [נוסח חדש], תשמ"ג – 1983.

⁴⁶ קולומבו, לעיל הערה 34.

של הסחורה על-ידי הקמעונאית לטובת הספקית. בפרשת **קידוחי הצפון**⁴⁷ ביטל בית המשפט העליון הלכה זו, ככל שהיא נוגעת לעסקת אשראי שנכלל בה סעיף של שימור בעלות, אך ציין שפסק הדין אינו מתיימר לבחון את דפוסייהן של כל העסקאות המסחריות לסוגיהן. הרציונל שהנחה את בית המשפט העליון בקביעת הלכת קולומבו, הוא הרצון לתת תוקף להיבטים הכלכליים של העסקה ולא לצורתה הפורמלית, והחשש כי צדדים לעסקה יבקשו להסוות עסקות משכון בצורות שונות על מנת שלא יחול עליהן חוק המשכון. הסוואה כאמור עשויה לפגוע בצדדים שלישיים ובעיקר בנושים של המוכר (אם סברו כי לא היה מכר והנכס נותר בבעלות המוכר) ובנושים של הרוכש (אם סברו כי היה מכר והנכס עבר לבעלות הרוכש).

פרופ' לרנר⁴⁸ מציין, כי לצורך ההבחנה בין מכר למשכון יש לבחון את אופיה האמיתי של העסקה על פי כוונת הצדדים, כפי שהיא עולה לא רק מן המצוי בהסכם בכתב, אלא ממכלול נסיבותיה של העסקה. לדבריו קיימות שתי גישות עקרוניות להבחנה בין מכר זכות למישכונה:

- א. גישה על פיה הסכם המחאה המאפשר לנמחה שלא נפרע מן החייב, לחזור ולהיפרע מן הממחה, ייחשב לשעבוד, ואילו הסכם השולל מן הנמחה את זכות החזרה הוא מכר.
- ב. גישה על פיה אין להסתפק בזכות החזרה אל הממחה, וההבדל בין מכר ומשכון הוא במידת הסיכונים שהנמחה נוטל על עצמו. אם כלל הסיכונים חלים על הממחה, אותה הוא שהעסקה היא משכון.

על פי הגישה הראשונה, אין לראות בעסקת האיגוח המחאה על דרך שעבוד כיוון שליזם אין אפשרות לחזור בו מן המחאה, ול-SPE אין זכות חזרה ליזם⁴⁹. על פי הגישה השנייה, לעומת זאת, עשויה להתעורר שאלה בקשר לעסקאות איגוח בהן לא עוברים כלל הסיכונים ל-SPE, וחלקם נותרים אצל היזם.

באופן כללי העסקאות הבעייתיות בהיבט של סיווגן כמכר או כמשכון, הן אלה שיש בהן אחד או יותר מן המאפיינים הבאים:

1. **מתן ערבות על-ידי היזם לפירעון אגרות החוב:** מתן ערבות כאמור על-ידי היזם קושרת אותו ישירות לסיכון הגלום בתזרים שמכר ל-SPE.
2. **התחייבות היזם להזרמת נכסים מגבים (שלא נמכרו בשלב הראשוני) על מנת לתמוך**

⁴⁷ קידוחי הצפון, לעיל הערה 34.

⁴⁸ לרנר, לעיל הערה 12, 110 – 111.

⁴⁹ ראו ע"א 3966/01 יהושע TBWA פרסום ושיווק בע"מ נ' בון מארט מילניום בע"מ (בפירוק), פ"ד נו(4) 952.
⁵⁰ יש לציין כי חלק מן המצבים המתוארים מקובלים בעסקאות איגוח בחו"ל ובישראל. מצב שכיח יחסית הוא רכישת איגרות חוב נחותות על-ידי היזם, אשר יש בצידה גם היגיון כלכלי: על פי רוב, היזם מסוגל לאמוד את שווי איגרות החוב במדויק וממאן למכור אותן לצדדים שלישיים במחיר נמוך מן השווי. בנוסף, השארת סיכון מסוים אצל היזם מפחיתה מן הסיכון המוסרי (Moral Hazard) שלו.

בתשלומים על פי תנאי אגרות החוב: אף במקרה זה ערב למעשה היזם לפירעון אגרות החוב, ואינו מתנתק מן הסיכון הגלום באי תשלום על פי הזכויות שהועברו בעסקת האיגוח.

3. **התחייבות להחליף נכסים שהועברו ל-SPE אשר נתבררו כלא מבצעים (non-**

performing assets) **בנכסים אחרים של היזם:** נכסים לא מבצעים הם נכסים שהתשלום בגינם לא בוצע בתוך פרק זמן קצוב מהמועד שנקבע לכך. לדוגמא, ניתן להגדיר חוב של לקוח שלא שולם בתוך 30 יום ממועד התשלום המיועד כחוב שאינו מבצע. התחייבות של היזם להחליף נכסים כאמור המצויים בקבוצת הנכסים המאוגחת בנכסים אחרים, מהווה למעשה ערבות עקיפה של היזם לנכסים שלכאורה מכר.

4. **רכישת אגרות חוב נחותות (subordinated notes) על-ידי היזם:** במקרים רבים

מונפקות אגרות חוב מגובות בנכסים על פי חלוקה לשכבות (tranches). לדוגמא, ניתן לחלק את אגרות החוב לשתי שכבות, כך שהשכבה התחתונה תספוג 10% מהתזרים הראשון שלא יתקבל, בעוד שהשכבה העליונה תספוג את יתרת התזרים שלא יתקבל. אגרות חוב בשכבה התחתונה הן ברמת סיכון גבוהה יותר, והריבית שתינתן בגינן תהא גבוהה יותר. בחלוקה זו של הסיכון אין כשלעצמה פסול, אולם לעתים מקבל היזם על עצמו מראש לרכוש את אגרות החוב הנחותות ובכך משאיר אצלו חלק ניכר מהסיכון הגלום בתזרים, על אף שלכאורה מכר אותו ל-SPE.

5. **זכויות שארית הנותרות אצל היזם:** מאחר וקיימת ציפייה כי לא כל הזכויות

הנמכרות יניבו תזרים מזומנים, נמכרות ל-SPE זכויות העשויות להניב בפועל סכום גבוה מהסכום שצריך להשתלם למחזיקים באגרות החוב. קביעה כי העודפים הנותרים ב-SPE, לאחר פירעון אגרות החוב, יועברו לידי היזם, משמעה כי ליזם נותר אינטרס כלכלי בזכויות שמכר.

6. **מתן שירותים על-ידי היזם:** אם היזם משמש כנותן שירותים בלבד בעסקה,

והתמורה בגין שירותים אלה אינה קשורה בביצוע הנכסים בפועל, קשה לומר כי חלק מהסיכונים הכרוכים בנכסים נותרו בידי היזם. ואולם, אם התמורה בגין מתן השירותים תלויה בביצועיהם של הנכסים המועברים, אזי סיכון מסוים הכרוך בנכסים אלה נותר בידי היזם.

מצבים אלה מייצגים מעורבות נמשכת של היזם לאחר העברת הנכסים⁵⁰. האם סוג או מידת המעורבות משליכה על סיווג העסקה כמכר או משכון? המצב המשפטי כיום אינו ברור. ישנן שתי גישות אפשריות שניתן ליישם בחוק איגוח בסוגיה זו: על פי הגישה האחת יש לקבוע כי מכר הנכסים בעסקת איגוח אינו מותנה בהיקף הסיכונים שנותרו אצל היזם. גישה זו שוללת למעשה את תחולת סעיף 2(ב) לחוק המשכון בקשר לעסקאות איגוח, ויתרונה בודאות המשפטית שהיא מייצרת. מאידך, תיאור העסקה כמכר לא יעלה בהכרח בקנה אחד עם המציאות הכלכלית והחשבונאית. על פי הגישה השנייה ניתן לקבוע כי מדובר במכר ובלבד שמירב הסיכונים הכרוכים בנכסים הועברו מהיזם ל-SPE. גישה זו

מייצגת נאמנה את המציאות הכלכלית, אולם קיים קושי לקבוע קריטריונים כמותיים
בנדון וליישם, ולפיכך אפשר שלא תביא לפתרון בעיית אי הודאות.

לבסוף, יש להתחשב בתכלית שהודגשה בפסק דין קולומבו, קרי אזהרת צדדים שלישיים
ומניעת היווצרותו של משכון מוסווה. תכלית זו קיימת גם ביחס לעסקאות איגוח, ומכאן
שמן הראוי כי כוונת הצדדים לעסקת האיגוח למכור את הזכויות תוצג בבירור כלפי
צדדים שלישיים, ובעיקר כלפי נושיו של היזם. אמצעי פשוט יחסית ליידוע צדדים
שלישיים הוא בדרך של רישום המחאה כללית אצל רשם החברות. שאלה היא אם די בכך
לשם אזהרת צדדים שלישיים, במקרה בו עסקת האיגוח מטופלת בפן החשבונאי כעסקת
מימון והנכסים המועברים נשארים בספרי היזם. יש לזכור כי הרישום החשבונאי וכללי
הגריעה של נכסים מן הדוחות הכספיים נקבעים לפי תקני החשבונאות, ולכן עקרונית
אפשר שיווצר פער בין הטיפול המשפטי לבין הטיפול החשבונאי בענין. פער כאמור אינו
רצוי ויש להימנע ממנו.

4.5 היבטים תפעוליים

פרשת קאר אנד גו הציפה בעיות רבות שלא טופלו נכון בנוגע להיבטים התפעוליים של
עסקאות איגוח. בסופו של יום, ההפרדה בין היזם לנכסים המגבים תלויה גם בטכניקה
לביצוע העסקה ובבקרה על יישום האמור במסמכי העסקה. בעסקת קאר אנד גו המשיכו,
ככל הנראה, כספי החייבים לזרום לחשבון הבנק של היזם, ולא לחשבון ה-SPC, וכספים
נמשכו מחשבון הנאמנות של ה-SPC שלא לשם פירעון אגרות החוב. בתגובה לאירועי
קאר אנד גו, פרסמה מעלות, החברה הישראלית לדירוג ניירות ערך בע"מ, אשר דירגה את
העסקה, רשימת עקרונות להידוק הבקרה והמעקב אחר עסקאות איגוח ולמניעת מעשי
הפרה ומרמה⁵¹.

עקרונות אלה מהווים בסיס ראשוני לביצוע עסקאות איגוח. עם זאת, נוכח חשיבותה של
הפרדה תפעולית בין היזם לנכסים המגבים, מוצע לקבוע בחוק איגוח כי שר המשפטים
יוסמך לקבוע בתקנות כללים גם בנושאים אלה. כללים אלה צריכים להסדיר, בין היתר,
את הנושאים הבאים: אופן הפקדת תזרים המזומנים בחשבון נאמנות לטובת בעלי אגרות
החוב; ביצוע הסבה של הוראות הקבע של חייבים לחשבון הנאמנות, או לחלופין, החתמת
החייבים על הוראות קבע לחשבון הנאמנות; איסור על ביצוע פעולות בחשבון הנאמנות
ללא אישור הנאמן למחזיקים באגרות החוב; אופן ומועד ביצוע תשלומים לנותן
השירותים והבקרה על תשלומים אלה; הגדרה מראש של התנאים בהם יוחלף נותן
השירותים, וזהותו של נותן שירותים חלופי שנתן הסכמתו לשמש בתפקיד זה. בנוסף
צריכות התקנות לכלול הסדרה מפורטת של תפקידי הצדדים הקשורים ביישום עסקת
האיגוח ובראשם נותן השירותים והנאמן.

⁵¹ מעלות החברה הישראלית לדירוג ניירות ערך, "עקרונות עסקות האיגוח – מכאן והלאה", 20.12.04.

5. היבטי מיסוי

5.1 כללי

בעסקת איגוח קלאסית, נעשית המחאת זכויות לקבלת תזרים מזומנים מהיזם או מחברת המקור ל - SPE, תאגיד יעודי שתפקידו להוות מסגרת משפטית לביצוע עסקת האיגוח ולשמש, בין היתר, כמסלקה של כספים והעברתם לבעלי אגרות החוב שבו.

עסקת איגוח יוצרת השלכות מיסוי לשלושה גורמים עיקריים – ליזם או לחברת המקור (להלן בפרק זה - "חברת המקור"), ל - SPE ולבעלי הזכויות בו. סיווג כזה או אחר של העסקה יוביל לתוצאות מיסוי שונות מן הקצה אל הקצה, ויכול להשפיע באופן מכריע על הכדאיות הכלכלית של העסקה.

על פי עקרונות הפרשנות בדיני המס, סיווג העסקאות לצרכי מס הולך, בדרך כלל, בעקבות המשפט הכללי וכללי החשבונאות המקובלים, כל זאת אלא אם כן נקבע במפורש אחרת על פי דיני המס. לפיכך, מקום בו על פי הדין הכללי והכללים החשבונאיים רואים בעסקת האיגוח, דהיינו, בהסבת הזכויות או המחאתן ל - SPE, כעסקת מכר, ככלל, יש לראותה כך גם לצורכי מיסוי.

יחד עם זאת, על פי הפסיקה, מוסמך פקיד השומה לסווג את העסקה בשונה מהדין הכללי, אם השתכנע כי לאור מהותה הכלכלית של העסקה – היא מהווה עסקת מימון ולא עסקת מכר⁵².

5.2 דיון בסוגיות המיסוי

עסקת איגוח מעלה שתי שאלות עיקריות בתחום המיסוי, שמהן נגזרות סוגיות והשלכות מיסוי נוספות. שאלות אלה נוגעות לסיווג עסקת האיגוח, קרי, האם לפנינו "עסקת מכר" או שמא לפנינו "עסקת מימון", ולסיווג ניירות הערך המונפקים על-ידי ה - SPE, האם מדובר בהון או בחוב.

התשובה לשאלות אלו תשפיע גם על סוגיות נוספות:

- אופן קביעת עלות הנכס הנמכר בעסקת מכירה במישור חברת המקור;
- סוגיית סיווג ההכנסה – האם רווח הון או הכנסה פירותית במישור חברת המקור;

⁵² ראה לעניין זה, למשל, רע"א 8522/96 רוכוורג רוטמנש חברה לבניין נ' פקיד שומה ת"א, מיסים יא/3, 70; א. יורן, "סיווג שונה" של עסקה לצורך מס ומיקומה הנכון של העסקה המלאכותית, משפטים ב(1) 43; והוראות סעיף 86 לפקודת מס הכנסה הדין ב"עסקה מלאכותית".

- סוגיית הפרדת התמורות בגין שירותי הגבייה מעסקת האיגוח במישור חברת המקור ;
- סוגיית ההתאמה (Matching) שבין ההכנסות וההוצאות במישור ה SPE ;
- סוגיית חובת ניכוי המס במקור מזרמי התקבולים בעסקת האיגוח - אלו המתקבלים מלקוחות חברת המקור עבור ה- SPE ואלו המועברים מחברת המקור ל- SPE ;
- תחולת הפטור ממס לפי סעיף 29(2) לפקודת מס הכנסה, לגבי הגופים המנויים בסעיף.

להלן דיון קצר בסוגיות :

5.2.1 סוגיה ראשונה: סיווג עסקת האיגוח לצורכי מס – האם "עסקת

מכר" או "עסקת מימון"

בעסקת איגוח נעשית המחאת זכות חוזית לקבלת כספים מחברת המקור ל- SPE. אם נסווג את המחאת הזכויות כעסקת מכר, הרי שחברת המקור מוכרת נכס ל- SPE. לעומת זאת, אם תסווג העסקה כעסקת מימון חברת המקור תיחשב כאילו הנפיקה חוב כנגד שיעבוד מיוחד של תזרים המזומנים.

להלן סקירת תוצאות המס בחלופות השונות בחברת המקור וב- SPE :

א. תוצאות המס בחברת המקור במקרה של סיווג העסקה כ"עסקת מכר":

אם תסווג העסקה כעסקת מכר, הרי שחברת המקור (המוכרת) מכרה נכס והיא תחויב במס בשל מכירתו. לשאלת סיווג העסקה יש משמעות רבה, שכן אם מדובר במכירת נכס הון, שיעור המס בגין רווח ההון בעסקת המכר יהיה 25% בלבד. לעומת זאת, אם תסווגנה ההכנסות מעסקת המכר כהכנסות פירותיות יחול מס חברות בשיעור הרגיל (כיום 34%). מובן, כי קיים חשש לפרשנות שתוביל למסקנה בדבר שינוי סיווג ההכנסה כתוצאה מעסקת האיגוח⁵³.

בהקשר זה יצוין, כי גופים מסוימים המנויים בסעיף 29(2) לפקודת מס הכנסה [נוסח חדש] (להלן – הפקודה), כגון רשויות מקומיות, קופות גמל, ומוסדות ציבור, יכולים להיות פטורים ממס במכירת הזכויות בתנאי הסעיף האמור.

גם לאחר שסווגה עסקת המכר כעסקה הונית או פירותית, עולה השאלה כיצד

⁵³ בהקשר זה יוער כי לאור תכנית המיסים הרב שנתית שעברה בתיקון 147 לפקודת מס הכנסה, החל משנת 2010 שיעור מס רווחי ההון ושיעור מס החברות יהיו זהים – 25%.

לקבוע את העלות באותה מכירה.

על פי רוב, עלות הנכס המועבר תואמת ליתרת העלות כפי שהיא רשומה בספרי חברת המקור (לדוגמה: יתרת ההלוואה לפירעון או חוב מוגדר של לקוח), אך לעיתים יהיה קשה לקבוע את העלות, למשל מקום בו הומחו זרמי התקבולים בלבד, מבלי שהנכס הריאלי שממנו הופקו התקבולים עבר לבעלות ה-SPE, אלא שועבד לטובתו בלבד (לדוגמה, תקבולי ליסינג תפעולי או זכויות לקבלת דמי שכירות).

כמו כן, יתכנו מקרים שבהם מכירת הנכס תהיה כרוכה בהפסד. כך למשל, במקרים של איגוח תזרימי מזומנים של חובות לקוחות, שבהם ההכנסה מהמכירה ללקוח כבר דווחה במלואה בחברת המקור עוד בטרם ביצוע האיגוח.

בעסקאות האיגוח מקובל שחברת המקור, על אף שהמחיתה את הזכות לקבלת המזומנים, משמשת כנותנת שירותי גבייה. על פי רוב שירותי הגבייה מתומחרים בנפרד מעסקת האיגוח והכספים מהם מתקבלים לידי חברת המקור לאורך תקופת מתן השירות (תקופת האיגוח). מקום בו רואים את עסקת האיגוח כעסקת מכר יש להפריד בין שתי העסקאות – עסקת המכר ועסקת השירותים. בעוד שאת עסקת האיגוח יש לחייב במס כעסקת מכר במועד האיגוח, הרי שאת עסקת מתן שירותי הגבייה יש לחייב במס לאורך תקופת מתן השירותים (תקופת האיגוח), וליחס את ההוצאות בהתאם.

לאחר שנקבעה דרך חיוב עסקת המכר במס, יש להבטיח כי לא ינוכה מס במקור על ידי הלקוחות בגין התקבולים המועברים דרך חברת המקור ל-SPE, שכן בשל הרווחים מתקבולים, כאמור, חויבה כבר חברת המקור במס.

ב. תוצאות המס ב-SPE במקרה של סיווג העסקה כ"עסקת מכר":

בעסקת איגוח שסווגה כעסקת מכר רכש ה-SPE נכס. עלות רכישת הנכס תהיה זהה בדרך כלל לעלות גיוס ההון ב-SPE. הנכס הנרכש הוא המקור שמפיק את התקבולים להם זכאי ה-SPE.

ככלל, בצד ההכנסות בספרי ה-SPE יופיעו התקבולים שיקבל ה-SPE מחברת המקור (כנותנת שירותי גבייה) ובצד ההוצאות יירשמו הוצאות הריבית המשולמים לבעלי אגרות החוב והוצאות שירותי הגבייה להם זכאית חברת המקור בגין שירותי הגבייה. במקרה של הנפקת הון מניית, לא יירשמו הוצאות ריבית.

בהקשר זה עולה השאלה, האם כל התקבולים שיתקבלו בידי ה-SPE מהווים הכנסות לצורכי מס, או, שמא, חלקם מהווים חוזר עלות ההשקעה, בדומה למרכיב קרן הלוואה שנפרעת שאינה נחשבת להכנסה. לחילופין, האם ניתן לייחס לתקבולים הנחשבים להכנסה, הוצאות הפחתה המחושבות מעלות הנכס, בדומה להוצאות פחת.

אין חולק, כי אם ייקבע שכל התקבולים מהווים הכנסה לצורכי מס ואין לנכות בגינם הוצאות הפחתה, הרי שב-SPE ייווצר בסיס מס רחב מדי, הכולל למעשה את עלות ההשקעה, אשר יאיין את הכדאיות הכלכלית של העסקת האיגוח.

גם אם תימצא דרך לייחוס עלות רכישת "הנכס" לאורך חיי אגרת החוב כנגד התקבולים ב-SPE, הרי שלא תמיד תהיה התאמה מלאה בין הוצאות הפחתה "הנכס" והוצאות הריבית על אגרות החוב, מחד, לבין התקבולים (ההכנסות) שיתקבלו ב-SPE, מאידך. מכאן, שיתכנו מצבים שבהם ישולמו מיסים בשל העדר התאמה מושלמת (העדר Matching) בין ההכנסות להוצאות ברמת ה-SPE.

ג. תוצאות המס בחברת המקור במקרה של סיווג העסקה כ"עסקת מימון":

אם תסווג העסקה כ"עסקת מימון" של חברת המקור, דהיינו, כעסקה לגיוס הון זר עם שעבוד ספציפי של זרמי התקבולים המאוגחים, הרי שיש לראות את חברת המקור כאילו הנפיקה בעצמה את האג"ח (או נטלה הלוואה) עם שעבוד ספציפי של זרמי התקבולים מהנכס המגבה. במצב שכזה קבלת כספי האיגוח אינה מהווה הכנסה בידי חברת המקור, בדומה להלוואה שניטלה מבנק. לכשיופקו ההכנסות בעתיד מהחוזים של חברת המקור מול לקוחותיה, אז ורק אז, יחולו אירועי המס.

במקביל, ונאמנים לגישה זו, תשלומי הריבית על אגרת החוב למשקיעים ב-SPE יותרו בניכוי כנגד הכנסות כאמור, כאילו מדובר בהוצאות ריבית על הלוואה שנטלה חברת המקור.

בעסקת מימון יכול שהלקוחות ינכו מס במקור מהתשלומים שהם משלמים לחברת המקור (ודרכה ל-SPE), על פי אישור ניכוי מס במקור תקף שאותו מחזיקה חברת המקור. ניכוי מס כאמור, יכול להפריע לזרימת המזומנים בעסקה, שכן, בעלי אגרות החוב ב-SPE מצפים למלוא התקבולים מהלקוחות מבלי שנוכה מהם מס במקור בשל חובות המס של חברת המקור.

ד. תוצאות המס ב-SPE במקרה של סיווג העסקה כ"עסקת מימון": במקביל, ותחת ניתוח העסקה כעסקת הלוואה במישור חברת המקור, הרי שאין ליצור חיובי מס ברמת ה-SPE, על מנת לא לגרום ל"כפל מס" או ל"לכפל הוצאות". לפיכך, התקבולים שיתקבלו ברמת ה-SPE לא ייחשבו להכנסה ואילו הריבית שתשולם על ידי ה-SPE לבעלי אגרות החוב לא תיחשב להוצאה.

5.2.2 סוגיה שנייה: סיווג בעלי החוב ב-SPE כבעלי הון או כבעלי חוב

בעסקת איגוח מוקם SPE שהינו תאגיד עזר שכל ייעודו לשרת את עסקת האיגוח. ככלל, עם סיום עסקת האיגוח ה-SPE מתפרק.

לאור האמור, ניתן לטעון כי אין לפנינו תאגיד שכוונתו להשיא רווחים לבעלי מניותיו בדומה לחברה בע"מ על פי ייעודיה המקובלים על פי חוק החברות. כלומר, מדובר בתאגיד שאינו למטרת רווח, אלא נועד לשמש מסלקה של כספים בעסקה, כך שמצד אחד יקבל תקבולים בשל הזכויות שהומחו אליו מחברת המקור ומצד שני יעביר תקבולים אלה לבעלי האג"ח במועדם.

למעשה, מי שנושא בסיכון באותו SPE הם בעלי אגרות החוב בלבד ולא בעלי המניות, שאין להם עניין ממשי כלכלי בחברה.

במקרה זה, רשאי פקיד השומה, לסווג את העסקה בצורה שונה ולטעון כי ניירות הערך שהונפקו על-ידי ה-SPE הנם, למעשה, הון וכי בעלי אגרות החוב הם, למעשה, בעלי הון (כמו בעלי מניות), ולכן הכספים שמחולקים להם אינם ריבית על חוב כי אם דיבידנד. כלל ידוע הוא כי תשלום דיבידנד אינו מהווה הוצאה ניתנת בניכוי, משום היותו תשלום שלא יצא ביצירת הכנסה אלא לאחר גמר הפקתה.

במקרה זה תהיה תוצאת המיסוי קשה במיוחד. אם נתייחס לעסקת האיגוח כאל עסקת מכר, הרי שבמישור ה-SPE יירשמו התקבולים כהכנסות ובהעדר הוצאות ריבית מוכרות, חבות המס תהיה גדולה במיוחד.

במקרה שבו יסווגו בעלי אגרות החוב ב-SPE כבעלי החוב ולא כבעלי הון, התשלומים שישולמו להם (מרכיב הריבית בתשלומים) יוכרו כהוצאה ב-SPE או בחברת המקור, לפי העניין, ובאופן זה יוקבלו ההוצאות להכנסות במידה נכונה יותר.

במצב דברים זה מרכיב הריבית בתשלומי ה-SPE לבעלי החוב יסווג בידיהם כהכנסות מריבית. לפיכך, מקום בו בעלי החוב זכאים לפטור ממס מריבית מכוח הוראות סעיף 29(2) לפקודה, הרי שהכנסות ריבית אלו תהיינה פטורות ממס בידם. לעומת זאת, מקום בו בעלי החוב אינם זכאים לפטור ממס הם יחוייבו במס בשיעור מלא (מס שולי/ מס חברות) או בשיעורי מס מוגבלים של 15% החלים על ריבית של אגרת חוב הנסחרת בורסה המוחזקת על ידי יחידים⁵⁴ (או 20% החל משנת 2006⁵⁵).

לעתים, עולה ממבנה עסקת האיגוח כי הסיכון ביחס לכלל אגרות החוב מוטל על בעלי אגרות החוב הנחותות (ה-tranch התחתון) המוחזקות, לעיתים, על ידי חברת המקור. במקרים אלו יהיו בעלי אגרות החוב הנחותות זכאים לקבל מה-SPE כספים רק לאחר שכל בעלי אגרות החוב הבכירות קיבלו את כל הכספים המגיעים להם. במקרים אלו ניתן לטעון כי בשל העובדה שהסיכון על כלל אגרות החוב נופל בעיקרו על בעלי אגרות החוב הנחותות (בדרך כלל חברת המקור עצמה), הרי שניתן לראות, לכל הפחות, במחזיקים באגרות החוב הנחותות כבעלי הון ולא כבעלי חוב וכי הסכום שהשקיעו ברכישת אגרות החוב הנו סכום הון ולא סכום חוב. במצב שכזה, השלכות המס שפורטו לעיל יחולו לגבי בעלי אגרות החוב הנחותות בלבד.

5.3 מודל המס המוצע

5.3.1 עקרונות מודל המס

- מודל המס צריך לתמוך בעסקאות האיגוח ולאפשר ביצוען, תוך שימת לב לתזרים המזומנים בעסקה ולמהות הצדדים המבצעים את העסקה.
- מודל המס צריך להביא לתוצאה צודקת, כך שלא ייווצר "כפל מס" או "העדר מס".
- מודל המס צריך לשאוף לצמצם או לפתור את בעיית ה"הקבלה" (Matching) בין ההכנסות להוצאות.
- מודל המס צריך להבטיח את תשלומי המיסים בעסקה.
- מודל המס צריך להתחשב מצד אחד בצורה בה בחרו הצדדים לבצע את העסקה ומצד שני גם במהות הכלכלית האמיתית של העסקה.
- מודל המס צריך, ככל שניתן, להיות פשוט ומובן.

⁵⁴ סעיף 125ג(ב)(2) לפקודת מס הכנסה.

⁵⁵ על פי תכנית המסים הרב שנתית, כפי שנתקבלה בתיקון מספר 147 לפקודת מס הכנסה.

5.3.2 מודל המס - כללי

כפי שפורט לעיל, על פי עקרונות המיסוי הקיימים, סיווג העסקאות וחשבונאות המס הולכים אחרי עולם המשפט וכללי החשבונאות המקובלים, וזאת, אלא אם כן, נקבע במפורש אחרת. משמעות הדברים היא כי מקום בו על פי הדין הכללי והכללים החשבונאיים רואים בעסקת האיגוח (בהמחאת הזכויות ל- SPE) כעסקת מכר, ככלל, יש לראותה כך גם לצורכי מס.

יחד עם זאת, בסוגי עסקאות מסוימים, ולאור המהות הכלכלית של אותן עסקאות, ניתן יהיה לקבל אישור מקדמי מרשות המסים לפיו עסקת האיגוח תסווג, לצורכי מס, כעסקת מימון, קרי, כאילו הנפקת אגרות החוב נעשתה מראש על ידי חברת המקור.

5.3.3 עקרונות המיסוי לעסקת איגוח מסוג עסקת מכר

התנאים לעסקת איגוח מסוג מכר :

1. לצורך עסקת האיגוח הוקמה חברה ייעודית חדשה (SPC) תושבת ישראל (להלן: "התאגיד הייעודי"). מקום בו התאגיד הייעודי הוקם בחו"ל הדבר ייבחן באופן נפרד.
2. ייעודו היחיד של התאגיד הייעודי הוא לשרת את עסקת האיגוח, קרי, הנפקת אגרות חוב למשקיעים, רכישת הזכויות לתזרים מזומנים מחברת המקור וסליקה כספית של תזרימי המזומנים לבעלי הזכויות בתאגיד הייעודי.
3. על פי כללי חשבונאות מקובלים סווגה עסקת האיגוח כעסקת מכר.
4. עם גמר תקופת קבלת תזרים המזומנים על פי עסקת האיגוח יתפרק התאגיד הייעודי ויתרות הנכסים שבו, אם יהיו, יועברו לבעלי הזכויות בו.
5. קיימת הפרדה ברורה בין עסקת האיגוח לבין עסקת מתן השירותים.
6. התאגיד הייעודי הנפיק זכויות רגילות (אפשר מסוגים שונים) וזכויות שירות (מסוג אחד). הזכות השירותית תוגדר באופן מיוחד.
7. מטרתה העיקרית של העסקה אינה הימנעות או הפחתה בלתי נאותות של תשלומי מיסים.

עקרונות המיסוי בעסקת המכר :

חברת המקור :

1. בהתקיים התנאים המפורטים לעיל יראו בעסקה עסקת איגוח מסוג מכר.
2. המחאת הזכויות לתאגיד הייעודי תיחשב למכירה פירותית במועד העסקה

- בידי חברת המקור, אשר בגינה יוכר רווח או הפסד.
3. ביחס למרכיב אגרת החוב שנותר בבעלות חברת המקור, אם נותר, לא יוכר רווח או הפסד בגין מכירת הזכויות. זכויות כאמור תועברנה לתאגיד הייעודי על פי עלותן. אם וכאשר תמכור חברת המקור את אגרות החוב הנ"ל אזי תוכר יתרת רווח/ הפסד בגין מכירת יתרת הזכויות.
 4. עסקת מתן השירותים הנלווית לאיגוח תתחייב במס בנפרד מעסקת האיגוח ולאורך תקופת מתן השירותים לתאגיד הייעודי (בדרך כלל תקופת האיגוח).
 5. יינתן אישור על פטור מניכוי מס במקור לחברת המקור כנגד התקבולים שהיא מקבלת בתקופת האיגוח מן הלקוחות לצורך העברתם לתאגיד הייעודי.
 6. עסקת האיגוח (מכירת הזכות לקבלת תזרים עתידי) לא תחויב במע"מ עסקאות על-ידי חברת מקור שהיא עוסק. העסקאות העתידיות נשוא עסקת האיגוח ידווחו על-ידי חברת המקור, לרבות הוצאת חשבונית המס ללקוחות חברת המקור ותשלום המס המתחייב מביצוע עסקאות אלה. חברת מקור שהיא מוסד כספי המאגחת נכסים פיננסיים, תחויב במס רווח במועד ביצוע עסקת האיגוח.
 7. הטיפול המיסויי לעניין ההכרה ברווח או בהפסד במוסדות בנקאיים הכפופים לפיקוח המפקח על הבנקים יהיה בדומה לטיפול החשבונאי, כפי שאושר על-ידי המפקח על הבנקים.

התאגיד הייעודי:

1. התאגיד הייעודי ירשום בספריו את הנכס הנרכש (הזכויות לתזרים המזומנים) על פי הסכום ששילם עבורו (שווי השוק ביום האיגוח).
2. התאגיד הייעודי יהיה פטור ממס חברות בגין הכנסותיו (המיסוי יהיה בידי בעלי הזכויות השיריות).
3. יינתן אישור על פטור מניכוי מס במקור לתאגיד הייעודי בגין התקבולים שמקבל מחברת המקור במסגרת האיגוח.
4. סיווגו של התאגיד הייעודי לעניין חוק מע"מ ייקבע בדרך כלל כ"מוסד כספי".

המשקיעים בתאגיד הייעודי:

1. בעלי הזכויות הרגילות בתאגיד הייעודי - בעלי הזכויות הרגילות בתאגיד הייעודי ייחשבו כבעלי חוב ולא כבעלי הון (בדרך כלל ישקיעו באמצעות אגרות חוב שיונפקו בתאגיד הייעודי). בעלי הזכויות הרגילות יחויבו במס בגין מרכיב הריבית שיקבלו על הזכויות שהם מחזיקים (אגרות החוב) או שיהיו פטורים ממס מכוח סעיף 29(2) לפקודת מס הכנסה בכפוף לתנאים הקבועים בו. בהנפקת אג"ח בניכיון יחולו כללי

הפרדה בין קרן וריבית והדיווח יהיה על בסיס צבירה.

2. בעלי הזכויות השיוריות בתאגיד הייעודי -

- א. בעלי הזכויות השיוריות בתאגיד הייעודי יחויבו במס בגין הרווחים של התאגיד הייעודי, אשר ייחשבו בידיהם להכנסות פירותיות.
- ב. בחישוב הרווחים יילקח בחשבון מרכיב ההכנסות מתוך תזרים המזומנים ובצד ההוצאות יילקח בחשבון מרכיב הריבית על הזכויות של בעלי החוב.
- ג. מיסוי בעלי הזכויות השיוריות בקשר עם ההכנסה המיוחסת אליהם מהתאגיד הייעודי יהיה על בסיס צבירה.
- ד. ייתכנו מגבלות על זהות בעלי הזכויות השיוריות, כך שיובטחו תשלומי המיסים לאוצר המדינה.
- ה. החלוקות בפועל לבעלי הזכויות השיוריות לא יחויבו במס (כמו שותף בשותפות), משום שההכנסות מהם חולקו הכספים כבר חויבו במס באופן שוטף, למעט במקרה של חלוקות מעבר ליתרת המחיר המקורי של בעלי הזכויות השיוריות.
- ו. מדי שנה תיערך התאמה של יתרת עלות הזכות השיורית לצרכי מס של בעל הזכות השיורית (בדומה לעלות זכות של שותף בשותפות), באופן כזה שרווח מיוחס לבעל הזכות השיורית מגדיל מחיר מקורי, הפסד מיוחס מקטין מחיר מקורי עד לאפס, חלוקת מזומנים מקטינה מחיר מקורי וכו'.

5.3.4 עקרונות המיסוי לעסקת איגוח מסוג עסקת מימון

התנאים לקבלת אישור מקדמי:

1. לצורך עסקת האיגוח הוקמה חברה ייעודית (SPC) חדשה ונפרדת, למעט במקרה של עסקת איגוח מתחדשת (Revolving) (להלן: "החברה הייעודית").
2. יעודה היחיד של החברה הייעודית הוא הנפקת אגרות חוב למשקיעים, רכישת הזכויות לתזרים המזומנים מחברת המקור וסליקה כספית של תזרימי המזומנים לבעלי אגרות החוב. כל נכסיה של החברה הייעודית הם הזכויות לקבלת תזרים המזומנים והתחייבויותיהם הם אגרות החוב.
3. הנכסים המאוגחים הינם אחד מאלה:
 - א. נכסים שאינם נכללים בנכסים הניתנים לאיגוח על פי IAS 39 \ FAS 140, קרי, אינם נחשבים לנכסים פיננסיים ("נכסים פיננסיים" - הלוואות, חובות לקוחות, ליסינג מימוני וכו'). כלומר, על פי חלופה זו ניתן לאגח תזרימי מזומנים מנכסים תפעוליים, כך למשל, מדמי שכירות, ליסינג תפעולי וכו'.
 - ב. נכסים פיננסיים שעל פי כללי חשבונאות מקובלים לא רואים אותם

כנמכרים על ידי חברת המקור (בחלופה זו תיבחן גם הסיבה שבשלה לא רואים את הנכסים כנמכרים).

4. במסגרת האיגוח יונפקו למשקיעים אגרות חוב (אפשר מסוגים שונים).
5. מלוא הזכויות השיוריות (בדרך כלל הון המניות) בחברה הייעודית יהיה בבעלות חברת המקור. הזכות השיורית תוגדר בנפרד.
6. עם פירעונו המלא של האג"ח תתפרק החברה הייעודית וכל יתרות הנכסים והמזומנים, ככל שנשארו בה, יועברו לחברת המקור.
7. תמורת ההנפקה תשמש את חברת המקור לפעילותה העסקית.
8. עסקת האיגוח לא נועדה להפחתה בלתי נאותה של תשלומי המיסים.

עקרונות המיסוי על פי האישור המקדמי:

1. בהתקיים התנאים הנ"ל יראו את עסקת האיגוח כהנפקת אג"ח של חברת המקור. לפיכך, המחאת הזכויות מחברת המקור לחברה הייעודית לא תחשב כ"מכירה" בחברת המקור.
2. כל הכנסותיה, הוצאותיה, נכסיה והתחייבויותיה של החברה הייעודית ייחשבו, לצורכי מס הכנסה (לרבות חוק התיאומים בשל אינפלציה), כהכנסות, הוצאות, נכסים והתחייבויות, לפי העניין, של חברת המקור. לחברה הייעודית לא יהיו הכנסה חייבת או הפסד לצורכי מס.
3. עם פירעונו המלא של האג"ח תתפרק החברה הייעודית, וכל הנכסים בה, אם יהיו, יועברו לחברת המקור. העברה ופירוק כאמור לא יהוו אירוע מס.
4. אגרות החוב המוחזקות שלא על-ידי חברת המקור יסווגו כחוב ולא כהון.
5. לחברת המקור יינתן אישור על פטור מניכוי מס במקור בגין התקבולים שתקבל מלקוחותיה והמיועדים להעברה לחברה הייעודית, בכפוף לתנאים שייקבעו.
6. לחברה הייעודית יינתן פטור מניכוי מס במקור בגין התקבולים שתקבל מחברת המקור.
7. החברה הייעודית תידרש לנכות מס במקור מתשלומי הריבית לבעלי האג"ח, בכפוף לאישורים ספציפיים של בעלי האג"ח או לפטורים המגיעים להם על פי דין.
8. היה וחברת המקור תיכנס להליכי חדלות פירעון, יראו במועד שבו נוצרה העילה לחדלות הפירעון בחברת המקור אירוע מס פירותי בגין החלק היחסי של הרווח הנובע מהמחאת הזכויות לחברה הייעודית, שטרם חוייב במס כחלק מתזרים המזומנים השוטף.
9. מכירת הזכות השיורית (בדרך כלל, הון המניות) בחברה הייעודית על-ידי חברת המקור תקים אירוע מס בגין יתרת כספי האיגוח שטרם חויבו במס, ויחולו תוצאות המס של עסקת איגוח מסוג מכר, בשינויים המחויבים (נדרש אישור מראש מרשות המיסים).

10. החברה הייעודית לא תחויב ברישום נפרד לפי חוק מע"מ. חברת המקור תמשיך לדווח, להוציא חשבונית מס ולשלם את המע"מ הנובע מביצוע העסקאות נשוא עסקת האיגוח.

11. במקרה של איגוח של תזרימי מזומנים מדמי שכירות ממקרקעין לתקופות ארוכות ושהם מובטח למשקיעים (בעלי אגרות החוב) חלק משמעותי מערך הנכס בתום תקופת האיגוח, תיבחנה העסקאות בנפרד, גם לאור ההוראות הקבועות בחוק למיסוי מקרקעין.

הועדה ממליצה כי העקרונות האמורים יקבעו בחקיקה.

6. היבטים בתחום הבנקאות והפיקוח על הבנקים

6.1 כללי

בנקים בעולם נוהגים לפעול כזמרים, מעבירים, מקבלים ונותני שירותים בעסקאות איגוח. הנכסים העיקריים המאוגחים על-ידי בנקים הם הלוואות משכנתא, הלוואות לתאגידים ולאחרים, תקבולים מכרטיסי אשראי וכו'. בשל תפקידם של הבנקים במערכת הכלכלית וחשיבותם ליציבות המשק כולו, מוסדרת פעולתם באמצעות מערכת רגולציה יחודית. גם בתחום האיגוח יש לתת את הדעת למספר סוגיות עקרוניות וייחודיות הקשורות בפעילות הבנקים בתחום זה:

א. הלימות הון: בנקים בעולם פועלים במסגרת הוראות המחייבות אותם לשמור בכל עת על יחס הון מזערי. גריעת נכסים ממאזני הבנקים בתמורה למזומן מפחיתה את סיכון האשראי שאליו הם חשופים ועשויה לשפר את יחסי הלימות ההון שלהם. השפעת האיגוח על העלאת יחס ההון מהווה תמריץ נוסף, שאינו קיים אצל גופים אחרים, לביצוע עסקאות איגוח. ההוראות של רשויות הפיקוח על הבנקים קובעות האם בנק רשאי, בעקבות עסקת איגוח, לשחרר הון שהוחזק בגין סיכון האשראי של נכסים לפני שאוגחו, אם האיגוח מפחית את סיכון האשראי שנותר אצל הבנק לאחר העברת הנכסים. אחד החששות בהקשר זה הוא כי בנקים יבצעו 'Cherry Picking', כלומר יבררו ויאגחו את נכסיהם הטובים ביותר, כדי לזכות בדירוג גבוה ובתמורה גבוהה מהעסקה, ויתירו נכסים מסוכנים יותר בבעלותם. באופן זה לא תתקיים דרישת הלימות ההון המניחה גיוון ופיזור סיכון בנכסי הבנק.

ב. סיכון מוסרי (Moral Hazard): בעסקאות איגוח רבות מעביר בנק את סיכון האשראי הכרוך בנכסים שהועברו, אך ממשיך לפעול כנותן שירותים, ולפיכך נותר בקשר עם לקוחותיו, הלווים. החשש הוא כי הבנק יחוש אחריות וחובה להתערב בנסיבות מסוימות בקשר לנכסים שהועברו, על מנת לשמר יחסיו עם לקוחות קיימים, או בכדי למנוע פגיעה במוניטין שלו כלפי המחזיקים בניירות הערך שהונפקו, אם עקב התממשות סיכון האשראי בנכסים שהעביר יקבע להם דירוג נמוך יותר. לדוגמא, בנק עשוי לרכוש בחזרה הלוואה שלא נפרעה, על מנת שלא לפגוע בקשרים עתידיים עם הלקוח. כדי להבטיח שבנק לא יקלע למצב הסיכון האמור נדרשות רשויות הפיקוח על הבנקים לקבוע הוראות המבטיחות ניתוק אפקטיבי בין הבנק לבין ה-SPE.

המפקח על הבנקים מכיר בחשיבות של העברת סיכוני אשראי, באמצעות עסקאות איגוח (מסורתי וסינטטי), ובאמצעות שיטות אחרות, בהיותן חלק מניהול סיכוני האשראי של תאגידים בנקאיים. העברת סיכון האשראי באמצעות איגוח מסורתי תוכר לעניין ההצגה החשבונאית בדוח הכספי של תאגיד בנקאי, אך ורק אם נעשתה לפי ההנחיות של רשויות

הפיקוח האמריקאיות⁵⁶ ונרשמה לפי העקרונות החשבונאיים המקובלים בארצות הברית (SFAS 140) כפי שהם מיושמים הלכה למעשה במערכת הבנקאות האמריקאית. הכרה באיגוח כהעברת סיכון ודרישות ההון יטופלו לפי המלצות ועדת באזל לעניין זה.

המפקח על הבנקים מכיר בצורך ובחשיבות של הקמת שוקי איגוח בישראל לנכסי אשראי למשתכנים, לרוכשי רכב, למשתמשים בכרטיסי אשראי וכו'. זאת, כל עוד האיגוחים, שתאגידים בנקאיים הם צד להם, ייעשו בדרך מקובלת ובעמידה בדרישות שאחדות מהן מפורטות להלן ובהתאם לנהלים אשר ייקבעו על ידי המפקח על הבנקים בהמשך.

6.2 הוראות לביצוע איגוח על ידי בנקים

להלן תנאים עיקריים לביצוע עסקת איגוח על-ידי בנקים. ראוי להבהיר שההוראות להלן מתייחסות בעיקר לעסקאות איגוח שמטופלות חשבונאית כמכירה ונגרעות מספרי הבנק המעביר. זאת, מאחר ומרבית התנאים אינם רלבנטיים כאשר לא מוכרת מכירה.

6.2.1 הצגה חשבונאית של עסקת האיגוח

על פי המלצות המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות, צפוי תקן חשבונאות בדבר הכרה וגריעה של נכסים פיננסיים המבוסס על התקן הבינלאומי IAS39 להיכנס לתוקף החל בשנת 2008. עד לכניסתו של התקן לתוקף, על הבנקים לפעול על פי ההוראות שנקבעו בתקן האמריקאי SFAS140 כפי שיפורסמו על-ידי המפקח על הבנקים וכפי שהן מיושמות הלכה למעשה בדוחות הכספיים של הבנקאות האמריקאית.

לאחר התחילה של התקן הישראלי לפי תקן בינלאומי מספר 39, לא יחולו הוראותיו רטרואקטיבית על עסקאות איגוח שנחתמו על ידי בנקים לפני כניסתו לתוקף של התקן הישראלי החדש. עסקאות האיגוח האמורות ימשיכו להיות מוצגות בדוחות כספיים של תאגידים בנקאיים על פי הוראות התקן האמריקאי. לאחר שיפורסם בישראל תקן מחייב לפי IAS 39, ישקול המפקח עמדתו בהתייחס להוראות לגבי ההצגה בדוח כספי של תאגיד בנקאי של עסקאות איגוח שיבוצעו לאחר כניסתו לתוקף של התקן החדש.

6.2.2 כריות בטחון לפרעון אגרות חוב (Credit Enhancement)

6.2.2.1 תאגיד בנקאי שהעביר נכסים פיננסיים בעסקת איגוח ימדוד, במועד ההעברה, זכויות שנשמרו בנכסים הפיננסיים שהועברו לפי שוויין ההוגן היחסי. אם הזכויות שנשמרו נדחות מפני זכויות בכירות יותר בנכסים שהועברו (להלן זכויות נדחות שנשמרו) יש להביא בחשבון עובדה זו בעת מדידת השווי ההוגן של הזכויות שנשמרו.

6.2.2.2 השווי ההוגן של זכויות נדחות שנשמרו יחושב על בסיס הנחות סבירות ושמרניות, הניתנות לביסוס באופן אובייקטיבי. יש לשמור תיעוד מדויק התומך בנאותות החישוב של השווי ההוגן ושל הנחות שעמדו בבסיסו, לפי הסטנדרטים שנקבעו על ידי רשויות הפיקוח על בנקים בארצות הברית.⁵⁷ אם לא ניתן לבסס את חישוב השווי ההוגן באופן אובייקטיבי, יש למחוק מיידית את הזכויות הנדחות שנשמרו (הטיפול בהעברה של נכסים פיננסיים כאשר אין זה מעשי להעריך שווי הוגן מובהר בתקן 140 בסעיפים 71 ו-72).

6.2.2.3 לאחר ההכרה לראשונה בזכויות נדחות שנשמרו, היתרה המאזנית של זכויות נדחות שנשמרו תופחת לפי שיטת הקו הישר על פני תקופת הפירעון של הזכויות הנדחות, אך לא יותר מאשר בתוך תקופה של 36 חודשים ממועד יצירתן (בתום החודש הראשון יופחת 1/36 מהיתרה, בתחום החודש השני יופחת 1/35 מהיתרה וכן הלאה).

6.2.2.4 בכל מועד דיווח יש לבחון את הצורך ברישום הפרשה בגין ירידת ערך של הזכויות הנדחות.⁵⁸

6.2.2.5 אם, לאחר האיגוח, נמכרות חלק מהזכויות הנדחות שנשמרו לצדדים שאינם קרובים⁵⁹ למעביר, הזכויות הנדחות שנתרו ימדדו לפי כללי חשבונאות מקובלים.

⁵⁷ ראו - "Interagency Guidance on Asset Securitization Activities", מיום 13.12.99, שם נקבע בין היתר כי: "This guidance ... emphasizes the specific expectation that any securitization related retained interest claimed by a financial institution will be supported by documentation of the interest's fair value, utilizing reasonable, conservative valuation assumptions that can be objectively verified. Retained interests that lack such objectively verifiable support or that fail to meet the supervisory standards set forth in this document will be classified as loss and disallowed as assets of the institution for regulatory capital purposes."

⁵⁸ ראו - EITF 99-20 "Recognition of interest income and impairment on purchased and retained beneficial interests in securitized financial assets"

⁵⁹ צדדים קרובים למעביר -
(1) צד קרוב (affiliate) לפי תקן חשבונאות אמריקאי מספר 57: צד (party) השולט בתאגיד, נשלט על ידי תאגיד, או נמצא תחת שליטה משותפת עם תאגיד, באופן ישיר או עקיף באמצעות מתווך אחד או מספר מתווכים.

6.2.2.6 עד ליישום המלצות ועדת באזל II⁶⁰, לא ישקיע בנק באגרות חוב מעסקת איגוח של צד שאינו קרוב, למעט אגרות חוב בדרגת הבכירות הגבוהה ביותר (הטראנץ' העליון).

6.2.3 איסור רכישה חוזרת של הלוואות שהעביר בנק אל ה-SPE

בנק מעביר לא יורשה לרכוש בחזרה, במישרין או בעקיפין, הלוואה שמכר ל-SPE, למעט במקרים חריגים של הונאה (Fraud). יחד עם זאת, כשנתרת תקופה קצרה מאוד לחיי תיק הלוואות שנמכר ל-SPE (לדוגמא: בשנה האחרונה מתוך 10 שנים או כאשר יתרת התיק מגיעה ל- 10% מיתרתו המקורית), ואם הותר הדבר לפי הסכמי ההקמה של עסקת האיגוח, יורשה הבנק המעביר לבצע Clean up ולרכוש בחזרה מה-SPE את יתרת הלוואות לפי שוויין ההוגן. זאת כדי להביא לחיסכון בעלויות ניהול תיקי הלוואות שאוגחו.

6.2.4 איסור תמיכה בנזילות של ה-SPE

במקרה של בעיית נזילות של ה-SPE, הבנק המעביר וצדדים קרובים לא יורשו להעמיד, במישרין או בעקיפין, מקורות כדי לתמוך בנזילות ה-SPE. סיכון נזילות, אם יתרחש, יחול במלואו על המחזיקים באגרות החוב, או על צדדים שלישיים שאינם קרובים לבנק המעביר (כגון גופים המספקים מכשירי "חיזוק נזילות" לאגרות החוב).

6.2.5 הבנק המעביר כנותן שירות (Servicer)

בקשר להלוואות שנמכרו ל-SPE בעסקת איגוח, רשאי הבנק המעביר להמשיך לפעול כנותן שירות בלבד (Servicer), ולהציג את חוזה השירות בדוחות הכספיים כפי שנקבע בתקן אמריקאי 140, אם יקבל תמורה הולמת לעבודתו. כדי להבטיח שמירת זכויות הלווים בעסקת איגוח, יקבע כי בעת החלפת נותן השירות יהיה גם נותן השירות החלופי תאגיד שחלות עליו הוראות המפקח לעניין זכויות של לוויים (ראה להלן סעיף 6.2.9).

⁶⁰ קופות גמל וקרנות נאמנות המנוהלות על ידי המעביר או צדדים שנחשבים קרובים אליו לפי סעיף 1 לעיל. הוראות יחס הון מזערי שנקבעו על ידי המפקח על הבנקים בישראל מבוססות על המלצות ועדת באזל לחישוב יחס הון מזערי, שפורסמו לראשונה בשנת 1988. בחודש יוני 2004 פורסמו על ידי ועדת באזל המלצות חדשות לחישוב יחס הון מזערי (המלצות ועדת באזל II), המיועדות, בין היתר, להתאים את דרישות יחס ההון המזערי לשיטות מתקדמות של ניהול סיכונים, ולהבהיר את הטיפול בעסקאות מורכבות, כגון עסקאות איגוח.

בנק מעביר לא יהיה מנוע מליישם חשבונאות מכירה בעסקת איגוח שבה הוא נותן שירות ל-SPE, אם שיקול הדעת שהוא רשאי להפעיל עומד בתנאים שנקבעו לעניין זה בתקן אמריקאי 140.

עד שיצטבר ניסיון ויקבעו בהוראות המפקח נהלים בהתייחס לבנק מעביר נותן שירות, המפקח יבחן את עסקאות האיגוח ויאשר:

א. את שיעור התמורה שנקבעה בגין השירות.

ב. ששיקול הדעת שמפעיל נותן השירות עומד בהוראות של תקן אמריקאי 140.

ג. שנקבעו בעסקה הסדרים שיבטיחו כי זכויות הלווים לא יפגעו בגין מכירת הלוואותיהם.

6.2.6 הרכב תיק הלוואות הנמכר ל-SPE ומניעת "Cherry Picking"

כדי למנוע פגיעה באיכות תיק האשראי של בנק מעביר, לא תתאפשר מכירה סלקטיבית של הלוואות ה"טובות" ל-SPE. עם זאת, ניתן יהיה למכור ל-SPE תיקי הלוואות שנבחרו באופן אקראי מתוך קטגוריות מסוימות (לדוגמה: הלוואות צמודות דולר, הלוואות צמודות מדד, הלוואות לא צמודות, הלוואות לדיר, הלוואות בביטחון דירת מגורים, הלוואות לרכישת רכב פרטי וכו'). זאת בתנאי שאיכות ההלוואה הנמכרת לא תהווה קריטריון להכללתה או להוצאתה מתוך התיק שיימכר. למרות האמור לעיל, בעת מכירת תיק משכנתאות, שלגביו הפרשה לחובות מסופקים מחושבת לפי שיטת עומק הפיגור⁶¹, המפקח על הבנקים יתיר לבנק מעביר להוציא מתוך תיק שנבחר למכירה באופן אקראי הלוואות שבמועד ביצוע עסקת איגוח נחשבות להלוואות בפיגור.

6.2.7 הגבלת עסקאות עם צדדים קרובים

צדדים קרובים לבנק מעביר (לדוגמה, קופות גמל וקרנות נאמנות שבבעלותו או שבניהולו) לא יורשו לרכוש אגרות חוב שהונפקו על-ידי ה-SPE במסגרת עסקת איגוח שבה משתתף הבנק.

⁶¹ הפרשה לפי עומק פיגור הינה שיטה המתוארת בנספח להוראת ניהול בנקאי תקין מס' 314 "טיפול בחובות בעייתיים", לפיה תאגידים בנקאיים נדרשים לחשב הפרשה מזערית לחובות מסופקים בגין הלוואות לדיר, על פי שיעורים שנקבעו בהוראה. בהתאם לשיטה זו, באופן כללי, ככל שהפיגור בהלוואה לדיר נמשך זמן רב יותר, התאגיד הבנקאי נדרש ליצור הפרשה גדולה יותר לחובות מסופקים.

6.2.8 פּערים בתקופה לפרעון

6.2.8.1 איגוח מתחדש (Revolving) – המפקח על הבנקים יאשר ביצוע איגוח מתחדש של אשראים לתקופות קצרות כגון אשראים בכרטיסי אשראי.

6.2.8.2 העברת סיכון באמצעות עסקת איגוח לא תוכר כמכירה אם התקופה האפקטיבית לפירעון איגרות החוב קצרה מהתקופה האפקטיבית לפירעון האשראים שאוגחו. לדוגמא, לאיגרות החוב תקופה אפקטיבית לפרעון של 3 שנים ולתיק ההלוואות שאוגחו תקופה אפקטיבית לפרעון של 6 שנים.

6.2.9 זכויות לווים

זכויות של לווים מבנק נקבעות על פי הדין הכללי, הדין המיוחד החל על לווים מסוימים מתאגיד בנקאי, על פי הוראות ניהול בנקאי תקין של המפקח על הבנקים ועל פי פרקטיקה הקיימת בתאגידים בנקאיים. מצבם של לווים, כמו לדוגמא, מי שקיבלו אשראי לדיור בבטחון משכנתא על דירת מגורים, לא יורע בשל כך שבנק מכר את ההלוואה שקבלו במסגרת עסקת איגוח. בכל עסקת איגוח יקבעו ההסדרים המתאימים לעסקה הספציפית, שיהיו מיועדים להבטחת זכויות הלווים שהלוואותיהם אוגחו.

6.3 סיכום

כדי לסייע להתפתחות שוקי האיגוח בישראל, יבחן המפקח על הבנקים באופן פרטני את עסקאות האיגוח, ולא להשימץ שהן עומדות בדרישות ייתן אישור מקדמי (פרה-רולינג). עם צבירת ניסיון בנושא יקבע המפקח על הבנקים נהלים להסדרת הפעילות.

7. גילוי ומסחר בבורסה

7.1 כללי

חוק ניירות ערך, תשכ"ח – 1968 (להלן – חוק ניירות ערך) ותקנותיו קובעים חובות גילוי על תאגידים המבקשים להנפיק ניירות ערך לציבור. היקף ותוכן הגילוי בתשקיף נגזרים בין היתר ממאפייניה היחודיים של ההנפקה המדוברת (עסקי התאגיד, גורמי הסיכון שלו, מבנה השליטה בתאגיד וכיוצא באלו), אם כי חוק ניירות ערך והתקנות מכוחו מצביעים מראש גם על פרטי גילוי ספציפיים הנחוצים בדרך כלל. הוראת העל בקשר לגילוי בתשקיף הינה סעיף 16 לחוק ניירות ערך, הקובע כי התשקיף יכלול כל פרט העשוי להיות חשוב למשקיע סביר השוקל רכישת ניירות הערך המוצעים על פיו, כל פרט שנקבע בתקנות, ולא יהיה בתשקיף פרט מטעה.

עסקאות איגוח מחייבות חשיבה מחודשת בכל הקשור למודל הגילוי הרצוי. בניגוד להנפקה רגילה של ניירות ערך, אין בהצעת ניירות ערך מגובים בנכסים בדרך כלל חשיבות רבה לתיאור עסקי התאגיד המנפיק (ה-SPE), אלא יש להרחיב את הגילוי בקשר למבנה העסקה, הנכסים המגבים ואיכותם, והשירותים (servicing) הניתן בקשר לנכסים המגבים, לרבות מנגנון גביית הכספים. בנוסף, יש מקום לבחון כיצד תיושמה חובות הדיווח השוטף החלות לאחר הנפקת ניירות ערך מגובים בנכסים לציבור הרחב.

הועדה לבחינת דרישות הגילוי בתשקיף הצעה של ניירות ערך מסחריים או אגרות חוב שאינן ניתנות להמרה שבראשה עמד עו"ד ראובן בכר (להלן - ועדת ראובן בכר), אשר מסקנותיה פורסמו ביום 26 באוגוסט 2003, התייחסה באופן כללי לגילוי הנדרש בתשקיף הנפקה לציבור של איגרות חוב מגובות נכסים שאינן ניתנות להמרה, והמלצותיה אינן קונקרטיות ומספקות לעניין זה.

בראשית חודש ינואר 2005 פרסמה רשות ניירות ערך בארצות הברית כללים להסדרת חובות הגילוי בקשר לניירות ערך מגובים בנכסים (להלן – הכללים האמריקאים)⁶². כללים אלה קובעים מתכונת גילוי שונה מהמקובל בהצעות ניירות ערך לציבור, אשר מעלה שאלות נכבדות באשר למודל הדיווח הרצוי. עם זאת, האפשרות להסיק מכללים אלה לענייננו בשלב זה מוגבלת: הכללים האמריקאים מיועדים להסדיר שוק איגוח מתוחכם ומגוון הפועל מזה שנים, ומבוססים לפיכך על הניסיון והפרקטיקות המקובלות בארצות הברית בתחום, בעוד שבישראל טרם היו הצעות לציבור של אגרות חוב מגובות בנכסים. בנוסף, במידה שמסגרת הגילוי הנוכחית על פי דיני ניירות ערך אינה מהווה חסם מהותי המונע הצעת ניירות ערך מגובים בנכסים לציבור, שאלה מרכזית היא האם ניתן ליישם

⁶² Securities and Exchange Commission, Asset-Backed Securities; Final Rule, January 7, 2005

מסגרת גילוי זו בטווח הזמן הקצר, מבלי להיזקק לתיקוני חקיקה.

לאור האמור, המלצות הועדה תתמקדנה במספר נושאים עיקריים הקשורים במודל הגילוי הרצוי, ולא תעסוקנה בהוראות גילוי ספציפיות או בסוגים מסוימים של הנפקות איגוח שאיננו צופים כי תבוצענה בשלב ראשון של הקמת שוק איגוח. סביר להניח כי בתחום האיגוח, בדומה לתחומים אחרים, תתפתח במשך הזמן אצל רשות ניירות ערך פרקטיקה באשר לפרטים הטעונים גילוי בתשקיפים ובדיווח השוטף, אשר יהיה מקום לעגנה בחוק ובתקנות לאחר שייצבר ניסיון מספק בהנפקות מסוג זה.

הנושאים העיקריים לדיון הם אלה:

- א. זהות הגורם האחראי לדיווח.
- ב. הפרטים שיש לכלול בתשקיף הנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים.
- ג. הפרטים שיש לכלול בדיווח שוטף של תאגיד שהנפיק אגרות חוב מגובות בנכסים.
- ד. הפרטים שיש לכלול בדיווח של יזם שהינו תאגיד מדווח שביצע עסקת איגוח.
- ה. כללי רישום ומסחר של איגרות החוב בבורסה.

7.2 הגורם האחראי לדיווח

סעיף 15(א) לחוק ניירות ערך קובע כי הצעת ניירות ערך לציבור לא תיעשה, אלא על פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו. על פי רוב, הצעת ניירות הערך לציבור נעשית על-ידי התאגיד המנפיק את ניירות הערך (דהיינו, המנפיק הוא גם המציע), ותאגיד זה חב בחובת פרסום התשקיף. עם פרסום התשקיף, הופך התאגיד האמור, אשר ניירות הערך שלו הוצעו לציבור, ל"תאגיד מדווח", כהגדרתו בסעיף 1 לחוק ניירות ערך, וחלות עליו חובות הדיווח השוטף לפי סעיף 36 לחוק ניירות ערך והאחריות הנובעת מאי מילויין.

מוצע שלא לחרוג ממתכונת זו, ולהגדיר את ה-SPE המציע את ניירות הערך לציבור כמנפיק וכמדווח הנושא באחריות כלפי המחזיקים באגרות החוב למילוי חובות הדיווח. נשאלת השאלה האם להטיל חובות דיווח נוספות על צדדים אחרים לעסקה – היזם, נותן השירותים, נותני האשראי – שכן ה-SPE החב בחובות גילוי ניזון למעשה מן המידע המצוי ברשותם. יש לזכור כי על פי רוב רכישת הנכסים על-ידי ה-SPE נעשית ערב הנפקת ניירות הערך, ולצורך זה, ולפיכך המידע על נכסים אלו – שהוא לב ליבו של התשקיף – מקורו ביזם. מוצע כי רשות ניירות ערך לא תטיל, לעת עתה, צדדים נוספים לעסקה בחובות דיווח ישירות, ולפיכך על ה-SPE (המנפיק והמציע) לודא כי בידיו האמצעים להבטיח, כי יוכל למסור, כנדרש על פי חוק ניירות ערך והתקנות מכוחו, כל מידע העשוי להיות חשוב למשקיע סביר. האחריות הישירה למסירת המידע הרלבנטי תוטל לפיכך על ה-SPE.

7.3 תשקיף הנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים

7.3.1 היקף הגילוי

כמפורט לעיל, העברת הנכסים המגבים ל-SPE נועדה לבודד אותם, מבחינה משפטית וכלכלית, מיתר הנכסים המצויים בבעלות או בניהול היזם. בהיבט הגילוי הנאות, משמעות הדבר היא כי מקום בו אכן נוצר בידוד כאמור, צריך תשקיף ה-SPE לכלול בעיקר את המידע הרלבנטי לתיאור ה-SPE, הנכסים המגבים ומבנה העסקה, ואין צורך לכלול בו תיאור שלם של יתר הנכסים והפעילויות של היזם. תוצאה זו נסמכת על הנחת העבודה כי בהתקיים הפרדה מלאה, שיקולי המשקיעים ברכישת אגרות החוב מתבססים על הסיכונים והסיכויים הגלומים בנכסים המגבים, בעוד שסיכונים וסיכויים אחרים הנובעים מנכסים ומפעילויות אחרות של היזם נותרים מנת חלקו בלבד, ולמחזיקי אגרות החוב אין ענין בהם.

לעומת זאת, בהיעדר בידוד משפטי וכלכלי מלא של הנכסים המגבים מן התאגיד היזם, נושאים המחזיקים באגרות החוב בסיכון חדלות הפירעון הכללי של היזם, ולפיכך אין די בתיאור הנכסים המגבים בלבד. לכאורה, העברת הנכסים לישות משפטית נפרדת מיועדת להבטיח ניתוק מספק בין היזם ל-SPE, אולם בהתחשב בחדשנות השימוש במכשיר האיגוח ובשים לב להיעדר חקיקה או פסיקה בעניינו (לרבות תנאים ברורים לענין מכר הנכסים המגבים), נראה כי יש לקבוע באילו נסיבות לא ידרש גילוי נוסף על עסקי היזם. יש לציין, כי אף במקרה בו נמכרו הנכסים על פי מבחנים משפטיים וחשבונאיים רלבנטיים, עשוי להידרש גילוי על היזם, אם קיימת תלות של ה-SPE בו, ולכן יש לראות בתנאים שיוצגו להלן קווים מנחים בלבד. לדוגמא, אם מלבד היזם אין נותן שירותים נוסף העשוי למלא מקומו במקרה של חדלות פירעון, אזי תשלומי הריבית והקרן של איגרות החוב תלויים ביזם, ולכן נדרש גילוי נרחב עליו. מכאן שלעתים ידרש גילוי על היזם גם בהיעדר ספקות באשר למכירת הנכסים.

לאור האמור, יתכנו שני מסלולים אפשריים, בהיבט הגילוי⁶³, בהנפקות ניירות ערך מגובים בנכסים:

- א. התשקיף והדיווח השוטף יכללו בנוסף לגילוי על ה-SPE והנכסים המגבים, גם גילוי מלא על היזם.

⁶³ כמפורט בהמשך, היקף הגילוי בדיווח השוטף ייגזר למעשה מהיקף הגילוי בתשקיף.

ב. התשקיף והדיווח השוטף לא יכללו גילוי על היזם, אלא בעיקר גילוי על ה-SPE והנכסים המגבים.

על מנת להיכלל בגדר מסלול הגילוי השני, המהווה מסלול גילוי מיוחד לאגרות חוב מגובות בנכסים, ידרש קיומם של התנאים המצטברים הבאים:

א. התקינה החשבונאית התקפה בעת ההצעה מכירה בגריעת הנכסים ממאזן היזם, כולם או חלקם, ודוחות ה-SPE אינם מאוחדים בדוחות היזם.

ב. היזם וה-SPE הינם צדדים בלתי קשורים, למעט בשל ההתקשרות בעסקת האיגוח (העשויה לכלול גם התקשרות למתן שירותים).

ג. קבוצת הנכסים המועברים תהא מובחנת, ותכלול נכסים פיננסיים בלבד.

ד. קיומו של מערך בקרה תפעולית המבטיח את העברת הכספים ל-SPE והחזקתם לטובת בעלי איגרות החוב.

הצעת ניירות ערך מגובים בנכסים אשר לא תעמוד בתנאים הנדרשים, תחויב במתן גילוי מידע נוסף אודות היזם, ולא תיהנה מיתרונות משטר הגילוי המקל. יש לציין, כי לאחר כניסתו לתוקף של חוק איגוח יהיה מקום לבחון מחדש תנאים אלה, ולהתאימם להוראות חוק האיגוח.

יובהר, כי במקרה בו חברה פרטית מבקשת להנפיק אגרות חוב על מנת לממן הקמתו של פרויקט שהתקבולים העתידיים ממנו ישמשו לפירעון אגרות החוב, מדובר למעשה בהנפקה של אגרות חוב פרויקטאליות על-ידי התאגיד המקים את הפרויקט, וידרש גילוי מלא על תאגיד זה.

א. פרטים על ה-SPE:

על אף שאין הגבלה בדין באשר לדרך ההתאגדות של ה-SPE, קרוב לודאי שיאוגד כחברה, שכן במסגרת זו מוקנות למחזיקים באגרות החוב מירב ההגנות וכללי הרישום למסחר בבורסה מאפשרים, נכון להיום, רק רישום של SPE שהינו חברה. במצב דברים רגיל, ניתן יהיה לראות את ניירות הערך המונפקים על-ידי ה-SPE כאגרות חוב (להבדיל ממניות)⁶⁴, ומכאן שה-SPE יהיה חברה פרטית על פי הוראות חוק החברות, ו"תאגיד מדווח" על פי הוראות חוק ניירות ערך, שחלות עליו כל הוראות הגילוי החלות על חברה שניירות הערך שלה הוצעו על פי תשקיף.

אינדיקציה חיובית לקיומה של עסקה כלכלית אמיתית ולהעברת הסיכונים והסיכויים הגלומים בנכסים המגבים מהיזם ל-SPE יש כאשר אלה מהווים

⁶⁴ ראו דיון בסעיף 4.3 לדוח.

⁶⁵ ראו דוח ועדת ראובן בכר, בעמ' 28 - 29.

צדדים בלתי תלויים. קיומו של קשר מהותי בין היזם וה-SPE, וביחוד שליטה של היזם ב-SPE, עשויים להקשות על ניתוק הנכסים, ולהגביר את הסיכון להרמת מסך ההתאגדות, על פי סעיף 6 לחוק החברות. לאור האמור, מוצע לקבוע כי בכדי להיכלל בגדר משטר הגילוי המיוחד לאגרות חוב מגובות בנכסים, צריכים כל קשריו של ה-SPE עם היזם להתמצות בהתקשרות לצורך עסקת האיגוח.

ב. הנכסים המגבים:

בדומה לכללים האמריקאים, הועדה בדעה כי אין לקבוע מראש "רשימה סגורה" של נכסים שהוא עסקאות איגוח בהנפקות ציבוריות, ויש לאפשר איגוח של מגוון נכסים, כל עוד מתקיים העיקרון הבסיסי על פיו מדובר בנכסים פיננסיים (למעט ניירות ערך) אשר על פי תנאיהם יומרו למזומן בתוך תקופת זמן קצובה. מכאן שנכסים מגבים אפשריים הם חובות של לקוחות, הלוואות, לרבות הלוואות מגובות במשכנתאות, כרטיסי אשראי, ועוד. בנוסף, אין מניעה לכך שקבוצת הנכסים לא תהא סטטית, אלא מתגלגלת (revolving) כל עוד נקבעו מראש קריטריונים ברורים בענין.

על מנת לאפשר קבלת החלטת השקעה מושכלת, חייבת קבוצת הנכסים המגבים להתאפיין בהרכב ידוע מראש של נכסים, אשר אינו יכול להשתנות על פני זמן. דרישה זו, לקבוצת נכסים 'מובחנת' (discrete), נקבעה גם בכללים האמריקאים, ומוצע לאמצה אף בישראל. בנוסף, על אף שאין מניעה עקרונית להתיר בעתיד איגוח של מספר סוגי נכסים לכדי נייר ערך מסוג אחד, מוצע בשלב ראשון להחיל את משטר הגילוי המקל רק ביחס לאיגוח של קבוצת נכסים מסוג אחד.

יש לציין, כי הכללים האמריקאים מפרטים תנאים נוספים באשר לנכסים שהוא האיגוח: לדוגמא, הכללים האמריקאים בוחנים אם במועד ההצעה לציבור ניתן לכלול נכסים לא מתפקדים (delinquent assets) בקבוצת הנכסים המאוגחת. נכס לא מתפקד הוא בין היתר נכס שלא נתקבל תשלום שהגיע בגינו בתוך 30 יום מהמועד שנקבע לכך. לכאורה נכסים לא מתפקדים אינם מומרים למזומן בתוך תקופת זמן קצובה, ולפיכך אינם יכולים להיחשב כנכסים שהוא איגוח. למעשה, אם שיעור הנכסים הלא מתפקדים במועד ההצעה לציבור הינו מהותי, אזי לא ניתן עוד לראות בכך הצעת ניירות ערך מגובים בנכסים, שכן התשלומים לבעלי ניירות הערך ייגזרו בעיקר מיכולת הגבייה של נותן השירותים, להבדיל מאופיים של הנכסים הניתנים להמרה למזומן. על פי הכללים האמריקאים, יוגבל שיעור הנכסים הלא מתפקדים ל- 20% בהצעות על פי תשקיף מדף ול- 50% בתשקיף רגיל.

על אף שניתן להבין את ההיגיון הקבוע בתנאים כאלה ואחרים שבכללים האמריקאים, נראה כי אין מקום לבחון אותם כעת, בטרם נעשתה בישראל הנפקה ציבורית של אגרות חוב מגובות בנכסים, ונושאים אלה יותרו לטיפול בשלב מאוחר יותר, במידת הצורך.

ג. גילוי בתשקיף

בדומה לפירוט הניתן בתשקיפים אחרים, סביר כי גם בתחום האיגוח תתפתח במשך הזמן פרקטיקה באשר לפרטים הטעונים גילוי, ואין מקום לקבוע מראש מסמרות בענין זה. כאמור, העיקרון המנחה הוא, כי בהינתן הפרדה כלכלית ומשפטית מלאה בין ה-SPE לבין היזם, וניתוק מלא בין האחרון לבין הנכסים הנמכרים ליזם, אין מקום להביא תיאור של כלל עסקי היזם בתשקיף. המדובר בהקלה משמעותית ביותר עבור כל תאגיד המבקש לאגח נכסיו ולבצע גיוס הון מהציבור, וביחוד עבור תאגידי גדולים.

נראה כי עיקר הגילוי בתשקיף יתייחס לנושאים אלה: הנכסים המגבים; הצדדים לעסקת האיגוח; ומבנה עסקת האיגוח.

תיאור הנכסים המגבים צריך שיכלול, בין היתר, פירוט סוג הנכסים, מאפייניהם (למשל, פילוח גיאוגרפי, חתך החייבים), הקריטריונים על פיהם נבחרו הנכסים וזהות הגורם שקבע קריטריונים אלה, גורמי סיכון הקשורים בנכסים או בחייבים או באי פירעון ההתחייבות למחזיקים בניירות הערך, מידע סטטיסטי באשר לביצועי הנכסים או נכסים דומים בעבר, שינויים שעשויים להתרחש בקבוצת הנכסים, וכיוצא באלו.

תיאור הצדדים לעסקה יכלול, בין היתר, את זהות, כישורי ותפקידי היזם, ה-SPE, נותן השירותים (הראשוני והחלופי), גופים המספקים מכשירי חיזוק אשראי לעסקה, והנאמן. כן תפורט מערכת ההתקשרויות שבין הצדדים, והזכויות והחובות הנובעות מהם.

תיאור מבנה העסקה יכלול, בין היתר, הסבר בדבר מהות עסקת האיגוח, סוגי ניירות הערך המוצעים לציבור ואופן הקצאת התזרים המתקבל ביניהם, מנגנון התשלום וגביית הכספים מהחייבים והעברתם ל-SPE, אופן החזקת הכספים בידי ה-SPE, מודלים והנחות לחישוב התזרים הצפוי להתקבל, עמלות המשולמות לצדדים השונים, המנגנון להחלפת נותן שירותים, וגורמי הסיכון הכרוכים בביצוע העסקה (לרבות גורמי סיכון הנובעים מאי ודאות משפטית). מוצע לחייב צירוף של חוות דעת משפטית לתשקיף, בדבר מכירת הנכסים ל-SPE, בהתאם להוראת סעיף 20(א)(3) לחוק ניירות ערך המסמך את הרשות

לדרוש חוות דעת עורך דין בקשר לפרטים נוספים על אלה הקבועים בתקנות.

בהתאם למתכונת הקבועה בחוק ניירות ערך ובתקנות מכוחו, היקף הגילוי ותוכנו נקבעים בהתאם לעיקרון המהותיות ונסיבות הענין, וייבחנו בכל מקרה לגופו.

ד. חובת דירוג

ועדת ראובן בכר היתה בדעה כי תנאי למתן ההקלות בדרישות הגילוי הנוגעות לתשקיף הצעה לציבור של אגרות חוב מגובות נכסים צריך להיות קבלת דירוג מחברה מדרגת, וזאת בהתחשב במורכבות המכשיר הפיננסי, חשיבותו של אלמנט בידוד העסקה, והניסיון שהצטבר בהנפקות פרטיות⁶⁵. הועדה התרשמה כי דירוג אגרות החוב המגובות בנכסים מהווה מרכיב קבוע וחשוב ותועלתו למשקיע השוקל רכישת אגרות החוב רבה, אולם אין מקום לקבוע כיום חובת דירוג כתנאי למתן ההקלות בדרישות הגילוי הנוגעות לתשקיף. כאשר ינתן דירוג לאגרות החוב המגובות בנכסים, מן המקום כי יתייחס הן לנכסים המגבים, והן להפרדה שבין היזם ל-SPE.

7.3.2 תשקיף מדף

היתרונות הגלומים בהצעת ניירות ערך לציבור, מעת לעת, בהתאם לתשקיף מדף, אינם יחודיים דוקא להנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים. פרסום תשקיף מדף מקל על חברות המבקשות להציע ניירות ערך על פני תקופת זמן ממושכת על סמך מסגרת הצעה כללית שקבעו מראש. הצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 26) (תשקיף מדף), התשס"ד – 2004, אשר אושרה בכנסת, וסדרת התקנות הנלוות לתיקון זה, העומדת בפני אישור, מיועדות להסדיר נושא זה. על פי הנוסח המוצע לתקנות ניירות ערך (תנאים להצעה על פי תשקיף מדף), התשס"ד – 2004, תתאפשר הצעת ניירות ערך על פי תשקיף מדף אם המנפיק הנו תאגיד מדווח וחלפו לפחות 12 חודשים מאז הוצעו ניירות הערך שלו לציבור על פי תשקיף, ובלבד שהתאגיד קיים את כל חובות הדיווח החלות עליו ובית משפט לא מצא כי התאגיד או נושאי משרה בו הפרו חובת דיווח, כמפורט בתקנות האמורות.

אגרות חוב מגובות בנכסים עונות להגדרת "תעודות התחייבות" המוצעת לענין זה, ומכאן שהצעת אגרות חוב מגובות בנכסים תוכל להנות מיתרונותיו של הסדר תשקיף המדף, בהתקיים התנאים לכך. הועדה אינה רואה לפיכך מקום להמלצות נוספות בענין זה.

7.3.3 אגרת בקשה למתן היתר לפרסום תשקיף

על מנת לעודד הנפקות של איגרות חוב מגובות במשכנתאות ולהקל על הגופים הראשונים שיתאגדו להנפיק ניירות ערך כאמור, ובהתחשב בעלויות הנוספות הקיימות בהנפקת מכשיר חדש זה, מוצע לפטור הנפקות של אגרות חוב מובטחות בנכסים מאגרת פרסום תשקיף (כ- 4,000 ש"ח ושלוש מאיות האחוז מהסכום המגויס) למשך תקופה של שנתיים. ליישום המלצה זו ידרש תיקון של תקנות ניירות ערך (אגרת בקשה למתן היתר לפרסום תשקיף), תשנ"ה – 1995 (להלן – תקנות אגרת תשקיף).

7.4 דיווח שוטף של תאגיד שהנפיק אגרות חוב מגובות בנכסים

תאגידי המדווחים על פי חוק ניירות ערך חייבים בהגשת דוח תקופתי ושלושה דוחות ביניים מדי שנה. הפירוט הנדרש בדוחות אלה קבוע בתקנות דוחות תקופתיים ומיידיים. בהתאם לתיקון מספר 23 לחוק ניירות ערך ותיקון התקנות שנלווה לו, בעקבות המלצות ועדת ברנע, יכלול הדיווח התקופתי גם תיאור עסקי התאגיד, בדומה לתיאור המחויב בתשקיף. מכאן שהיקף הגילוי כפי שהוזכר לעיל יפה גם ביחס לדוחות התקופתיים.

נראה כי בשלב זה אין מקום לקבוע מתכונת דיווח מיוחדת גם לגבי דיווח מידי של תאגידי שהנפיקו ניירות ערך מגובים בנכסים. לדוגמא, על פי תקנה 36 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), תש"ל – 1970 (להלן – תקנות דוחות תקופתיים ומיידיים), ידרש SPE לפרסם דוח מידי בדבר אירועים או עניינים החורגים מעסקי התאגיד הרגילים, כגון בחינה מחדש של הדירוג שניתן לו, הורדת דירוג, החלפת נותן שרותים והסיבות לכך, חשש כי לא יתבצע תשלום למחזיקים באגרות החוב, ועוד. אין צורך לבצע תיקון חקיקה לשם החלת חובות דיווח אלה.

7.5 דיווח של יזם שהינו תאגיד מדווח בענין ביצוע עסקת איגוח

ביצוע עסקת איגוח על-ידי תאגיד המדווח לפי חוק ניירות ערך יהווה בדרך כלל אירוע החורג מעסקי התאגיד הרגילים, וככזה יחייב האירוע דיווח מידי על פי סעיף 36 לתקנות דוחות תקופתיים ומיידיים. בתקופה האחרונה אכן פורסמו מספר דיווחים על-ידי תאגידי בדבר עסקאות איגוח שביצעו (כיזמים), אשר נסתיימו בהנפקה פרטית של אגרות חוב. דיווחים אלה היו מצומצמים בהיקפם, ומן הראוי כי תפורסם הבהרה על-ידי רשות ניירות ערך ביחס לפרטים שיש להביא בדיווחים אלה.

מוצע כי דיווח מיידי על עסקת איגוח יכלול, בין היתר, תיאור של העסקה, זהות ה-SPE וההפרדה בינו לבין היזם, הנכסים המגבים ואופן מכירתם, התמורה הצפויה להתקבל מעסקת האיגוח, יעוד התמורה, חובות היזם (לרבות חובות שנטל על עצמו בהסכם שירותים עם ה-SPE), חשיפה חיובית/ שלילית שעשויה להיות ליזם בגין עסקת האיגוח (הורדת/ העלאת דירוג, אי עמידה בתנאים שהועמדו על-ידי נושי היזם וכדומה), ויתר ההשלכות המהותיות של העסקה (לדוגמא, שינוי יחסים פיננסיים אצל היזם). במידה שהיזם הנפיק אגרות חוב בעבר יתכן ועסקת האיגוח תהא טעונה אישור של אסיפת בעלי אגרות החוב ודיווח בהתאם, על פי התנאים שנקבעו בענין זה בעת הנפקת אגרות החוב. במהלך חיי העסקה ידרש דיווח מיידי על עניינים כגון החלפת היזם בנותן שירותים אחר, קבלת תשלומים מהותיים מתוך 'כרית הבטחון' של ה-SPE, ועוד. כאמור, לא נדרש תיקון חקיקה ודי בפרסום הבהרה על-ידי רשות ניירות ערך בענין זה.

7.6 כללי רישום ומסחר בבורסה

כללי הבורסה לרישום איגרות חוב למסחר קובעים כי על חברה חדשה או חברה נסחרת, המבקשת לרשום למסחר סדרת איגרות חוב, לעמוד בתנאים המפורטים להלן:

1. **הון עצמי** של 16 מיליון שקל או אחת מהחלופות הבאות:
 - א. דירוג מקומי (A-) לפחות או דירוג בינלאומי (BBB-) לפחות;
 - ב. שווי הסדרה של איגרות החוב – 200 מיליון שקל;
 - ג. לחברה בורסאית: שווי מניות נסחרות – 200 מיליון שקל.
2. **שווי הסדרה** – 24 מיליון שקל.
3. **פיזור מזערי של החזקות הציבור** – 35 מחזיקים בסדרת איגרות החוב, כאשר שווי ההחזקה לכל מחזיק 200 אלף שקל.

כללים אלה אינם מהווים חסם בפני הנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים, ולפיכך לא מצאה הועדה מקום לשינויים או התאמות בכללי הרישום הקיימים להנפקת איגרות חוב בבורסה, לצורך הנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים לציבור.

בשלב זה אין מניעה ליישום מתכונת הגילוי הקיימת בדיני ניירות ערך לצורך הנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים, על פי הקווים שהותוו לעיל. יש להניח כי בעתיד, לאחר שיתפתח שוק איגוח כאמור, יעלה גם צורך בקביעת כללי גילוי נקודתיים לענין זה.

מוצע לקבוע, כי על מנת לזכות בהקלות משמעותיות בגילוי שעיקרן הימנעות מתיאור כלל נכסי היזם ופטור מאגרת בקשה למתן היתר לפרסום תשקיף, תידרש עמידה בתנאים הבאים:

- א. התקינה החשבונאית התקפה בעת ההצעה מכירה בגריעת הנכסים ממאזן היזם, כולם או חלקם, ודוחות ה-SPE אינם מאוחדים בדוחות היזם.
- ב. היזם וה-SPE הינם צדדים בלתי קשורים, למעט בשל ההתקשרות בעסקת האיגוח (העשויה לכלול גם התקשרות למתן שירותים).
- ג. קבוצת הנכסים תהא מובחנת (discrete) ותכלול נכסים פיננסיים בלבד.
- ד. קיומו של מערך בקרה תפעולית המבטיח את העברת הכספים ל-SPE והחזקתם לטובת בעלי איגרות החוב.

הצעת ניירות ערך מגובות בנכסים אשר לא תעמוד בתנאים הנדרשים, תחויב במתן גילוי מידע נוסף אודות היזם, ולא תיהנה מיתרונות משטר הגילוי המקל.

בנוסף, מוצע:

א. לפרסם כללים מנחים בדבר דיווח של יזם שהינו תאגיד מדווח בענין ביצוע עסקת איגוח.

ב. לתקן את תקנות ניירות ערך (אגרת בקשה למתן היתר לפרסום תשקיף), תשנ"ה – 1995, ולקבוע הוראת שעה לפיה ינתן פטור מתשלום אגרת בקשה למתן היתר לפרסום תשקיף להצעות של ניירות ערך מגובים במשכנתאות העומדים בתנאים שלעיל, וזאת לתקופה של שנתיים, על מנת לעודד את השימוש במכשיר זה.

8. איגוח פרויקטים ממשלתיים

8.1 כללי

במהלך דיוני הוועדה נבחנה אפשרות הנפקתם של ניירות ערך המגובים בתזרימי מזומנים של פרויקטים ממשלתיים. כפי שצוין בראשית הדוח, הכינוי איגוח מוענק כיום למספר הולך וגדל של מכשירים שונים ומגוונים בהם מונפקות אגרות חוב. המשותף למכשירים אלה הוא היותם שיטת מימון לגיוס הון בהווה בתמורה לתזרים מזומנים הצפוי להתקבל בעתיד, מנכס או מקבוצת נכסים מוגדרת.

העיקרון בבסיס עסקאות האיגוח נשוא דוח זה הוא כי ניתן להפריד בין תזרים מזומנים מסוים הצפוי להתקבל אצל חברה לבין יתר נכסי החברה, על-ידי מכירת אותו תזרים מזומנים. באופן זה, הסיכון הכללי של החברה מופרד מן הסיכון, הנמוך יותר, שיש בקבלת תזרים המזומנים. לעומת זאת, באיגוח פרויקטים ממשלתיים, לא מדובר באיגוח 'קלאסי', בו מועברים נכסים מהיזם ל-SPE, אשר מנפיק ניירות ערך המגובים באותם נכסים, אלא בהקמת SPE ייעודי על-ידי היזם, המגייס הון לצורך הקמת פרויקט ספציפי, עתיד, שיבצע בעצמו. פירעון אגרות החוב מבוסס על תזרים המזומנים מן הפרויקט.

לדוגמא, חברה חדשה יכולה לבקש לגייס הון בהנפקה ציבורית או פרטית לצורך מיזם תיירות שבכוונתה להקים, ולקבוע כי ניירות הערך המונפקים יעניקו תשואה המגובה בתקבולים מהמיזם. זו למעשה הנפקה של איגרות חוב פרויקטאליות. בניגוד לעסקאות האיגוח בהן עוסק דוח זה, אין שאלה של הפרדת הסיכון שבפרויקט מסיכונים אחרים, בהנחה שכל פעילות החברה המנפיקה מסתכמת במיזם המניב את תזרימי המזומנים.

הנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים של פרויקטים ממשלתיים היא למעשה הנפקה של איגרות חוב פרויקטאליות, ומטרתה אינה להפריד בין הסיכון הכללי של היזם לבין סיכון הפרויקט על מנת להפחית מעלויות המימון, שכן ממילא היזם במקרה זה אינו אלא המדינה. מטרתה של הנפקה כאמור היא פניה לציבור כמקור מימון חיצוני לפרויקטים בהיקפים גדולים ביותר. במקרים רבים מבצעת המדינה פרויקטים באמצעות זכיינים פרטיים (הסכמי PFI/BOT), הנדרשים לגייס הלוואות בשיעור של כ- 75% - 80% מהיקף ההשקעה בפרויקט, ומתקשים לעשות כן בשל היקפי הפרויקטים או בשל מגבלת לווה בודד או יחס הלימות הון, ולכן יש חשיבות רבה להשגת מקורות מימון נוספים.

פרויקטים ממשלתיים נשוא איגוח עשויים להיות פרויקטים פעילים או עתידיים. לשם המחשה, הממשלה יכולה לממן הקמת כביש אגרה, בדרך של הנפקת ניירות ערך אשר תשואתם תיגזר מן התקבולים שייגבו בכביש האגרה. הנפקה דומה יכולה להיעשות גם ביחס לכביש אגרה פעיל, המניב תזרים מזומנים כבר בהווה, ותמורת ההנפקה תיועד לצרכים אחרים של המדינה.

איגוח פרויקטים ממשלתיים מקובל בחו"ל, ומתבצע הן על-ידי המדינה והן על-ידי הסקטור הפרטי, אשר מחזיק בזיכיונות לפרויקטים ממשלתיים מכוח הסכמים מסוג BOT/PFI. הנפקת ניירות ערך מגובים בתזרימי מזומנים מנכסים או מפרויקטים ממשלתיים/ מוניציפליים, מלווה במספר מרכיבים פיננסיים פנימיים וחיצוניים ל-SPE המהווים "חיזוק אשראי" לגוף המנפיק, ובאמצעותם ניתן לשדרג את דירוג ההשקעה של ניירות הערך המונפקים. אחד המרכיבים הוא ביטוח "מונוליין" – ביטוח פירעון אגרות החוב (קרן וריבית) באמצעות חברות ביטוח ייחודיות העוסקות אך ורק בסוג זה של ביטוח (ומכאן המונח "מונוליין"). ביטוח זה מקנה לניירות הערך את דירוג ההשקעה הגבוה של חברת הביטוח ומגדיל את היכולת להנפיק את ניירות הערך, ולפיכך יש לקוות כי המודעות למכשיר זה בשוק הישראלי תגבר.

8.2 מאפיינים יחודיים של פרויקטים ממשלתיים לאיגוח

הפרויקטים הממשלתיים העיקריים העשויים להוות בסיס לאיגוח הינם בתחום התחבורה (כבישי אגרה, מערכות להסעת המונים ושדות תעופה), אם כי קיימים פרויקטים פוטנציאליים נוספים כגון מתקני התפלה, תחנות כוח, ועוד. פרויקטים אלה הינם בדרך כלל בעלי תזרים מזומנים חיובי החל ממועד סיום הקמת הפרויקט ותחילת הפעלתו, ולאורך שנים רבות.

איגוח פרויקטים ממשלתיים יכול שיעשה על-ידי המדינה או על-ידי גופים מהמגזר הפרטי אשר קיבלו זיכיון מהמדינה להקמה ותפעול של פרויקט ממשלתי בתחום התשתית לתקופה קצובה (הסכמי PFI/BOT). האיגוח יתבצע על פי מודל של הבטחת תזרים המזומנים, כולו או חלקו, הצפוי להתקבל אצל הגוף המנפיק (ה-SPE), שכל פעילותו היא הקמת הפרויקט ותפעולו:

לפרויקטים הממשלתיים בתחום התשתית מספר מאפיינים ייחודיים:

א. עלות הקמת הפרויקטים הינה גדולה מאד בהשוואה לעלות המקובלת של פרויקטים בשוק הישראלי, ובמרבית הפרויקטים מדובר בהשקעה העולה על סך של מיליארד ש"ח לצורך הקמת הפרויקט. עובדה זו יוצרת קשיים בגיוס הון בכלל ומהמגזר הבנקאי בפרט, נוכח מיעוט הבנקים הגדולים בישראל, ומגבלות בנק ישראל בדבר לווה בודד וקבוצת לווים, אנשים קשורים ויחס הון מזערי.

ב. הפרויקטים הממשלתיים מתאפיינים בתקופת הקמה הנמשכת בין שנתיים לשש שנים, בה תזרים המזומנים של הפרויקט הינו שלילי. זאת להבדיל מאיגוח מגובה במשכנתאות, ליסינג של כלי רכב וכו', המניב תזרים מזומנים חיובי כבר בסמוך לאחר ההתקשרות הבסיסית בעסקת המשכנתא או הליסינג.

- ג. מדובר בתחומי פעילות בהם קיים פיקוח ממשלתי על מכלול הפעילות של הפרויקט, בין מכוח הסכם ובין מכוח הדין, ובחלק מהפרויקטים המדינה פועלת גם כלקוח.
- ד. מספר רב של פרויקטים המתנהלים בו זמנית זקוקים למימון. ישנו קושי לממן ההשקעה בפרויקטים אלו במט"ח של משקיעים זרים, בין היתר בשל פערים בשערי החליפין, היינו העדר הקבלה בין המטבע המשמש למימון הפרויקט לבין המטבע בו מתקבלות ההכנסות מהפרויקט.
- ה. השקעות בפרויקטים אלו בדרך של Project Finance הינן בעלות סיכון גבוה מהסיכון המקובל בקשר לאיגרות חוב קונצרניות עקב ריכוז מספר רב של גורמי סיכון כגון שימוש במינוף גבוה, התמקדות בתחום עסקי צר, העדר ניסיון רב בתחום העסקי אצל הגופים המממנים, קיומו של לווה ללא היסטוריה עסקית, הלוואות מסוג Non Recourse, הלוואות ארוכות טווח ל- 20 - 30 שנה, ועוד.

8.3 היתרונות הגלומים באיגוח פרויקטים ממשלתיים

הנפקה בבורסה של ניירות ערך מגובים בתזרים מזומנים של פרויקטים ממשלתיים, תרחיב מאוד את מקורות המימון החוץ – בנקאיים של פרויקטים, תקטין את עלויות המימון, ומכאן תגביר את סיכויי היתכנות הפרויקטים: ראשית, הציבור יוכל להשתתף ישירות, או באמצעות גופים המנהלים כספיו (קרנות נאמנות), בהשקעה שאינה פתוחה בפניו כיום. שנית, נוכח הרפורמה בשוק ההון, יש לצפות כי גופים מוסדיים רבים יצטרפו למימון פרויקטים ממשלתיים בתחום התשתית, הן בשל הצורך של אותם גופים לפנות לאפיקי השקעה נוספים, והן בשל המח"מ של השקעות הגופים המוסדיים אשר תואם את אורך החיים של הפרויקטים. היקפי ההשקעה של הגופים המוסדיים נגזרים בין היתר מסחירות איגרות החוב ודירוגן בדרגת השקעה גבוהה, ולפיכך הנפקתן בבורסה או רישומן במערכת "רצף מוסדיים" של הבורסה, תתרום מאוד לרכישת איגרות החוב המגובות בנכסים. שלישית, כניסת הציבור ומשקיעים מוסדיים עשויה להוביל גם להצטרפות משקיעים זרים למימון הפרויקטים, ומכל מקום תתרום להגברת התחרות בשוק המימון הקיים ותקטין את עלויות מימון הפרויקטים. לבסוף יש לציין, כי האפשרות להנפיק באמצעות תשקיף מדף תקל על גיוסי הון לפרויקטים עתירי ממון בעלי תקופת הקמה ארוכה, שכן כיום יש קושי הן בגיוס נקודתי של סכומי כסף כה גדולים, והן בהשקעה זמנית של הכספים קודם להשקעתם בפרויקט. הנפקה באמצעות תשקיף מדף מאפשרת גיוס מעט לעת, בהתאם ליכולות המשקיעים ולצרכי הפרויקט.

בחינת האפשרות לאיגוח פרויקטים ממשלתיים העלתה כי קיימים יתרונות רבים לאיגרות חוב המגובות בתזרימי מזומנים הנובעים מפרויקטים ממשלתיים. בפני הועדה לא הועלו חסמים מהותיים המחייבים היערכות מיוחדת, לרבות שינויי חקיקה, לצורך קידום הנפקות בתחום זה. צעדים נוספים העשויים לסייע בפיתוח מגזר זה, כגון השקת מערכת "רצף מוסדיים" על-ידי הבורסה או עיגון בחוק ניירות ערך של מסלול מיוחד לתשקיפי מדף, התבצעו לאחרונה.

9. תודות

חברי הועדה מבקשים להודות בכל לב לאנשי המקצוע והמומחים השונים אשר הופיעו בפני הועדה ו/או נפגשו עם חבריה ותרמו מניסיונם, מומחיותם ומזמנם ללימוד הנושא ולגיבוש המלצות הועדה.

בכלל זה נבקש להודות (על-פי סדר א"ב):

פרופ' מרדכי אבריאל – בנק הפועלים

גב' ורד אולפינר-סקל, עו"ד (רו"ח) – מנהלת תחום בכירה מיסוי מקרקעין, חטיבה מקצועית, רשות המיסים בישראל

מר גיל אורן, עו"ד – יגאל ארנון ושות'

גב' מרים אילני, עו"ד – משרד המשפטים

מר ארז אלטיט, עו"ד – גולדפרב, לוי, ערן ושות'

מר ירון ארנסט – Moody's Investors Services, Senior Credit Officer

מר אלי אשרף – סמנכ"ל כספים, מכתשים-אגן תעשיות בע"מ

ד"ר שמואל בורנשטיין, עו"ד – גרוס, קלינהנדלר, חודק, הלוי גרינברג ושות'

מר יהושע בליצקי, רו"ח – מח' המיסוי בנק הפועלים

מר ענר ברגר, עו"ד – כימיקלים לישראל

מר שי ברגר, עו"ד – מנהל תחום בכיר מע"מ, חטיבה מקצועית, רשות המיסים בישראל

צביקה ברנשטיין, רו"ח – חטיבה מקצועית, רשות המיסים בישראל

ד"ר סתיו גאון – אוניברסיטת קולומביה

מר זאב גולן – מנהל תכנית עמיתי קרן קורת

מר מנחם גורמן, עו"ד - חיים סאמט, שטיינמץ, הרינג ושות'

מר גיל גזית - מנכ"ל מידרוג בע"מ

מר משה גילצר – עיריית תל-אביב

מר עידו גליל, רו"ח – הפיקוח על הבנקים

גב' אביבה דגן, עו"ד – גרוס, קלינהנדלר, חודק, הלוי, גרינברג ושות'

גב' רותי דהאן – מעלות החברה הישראלית לדירוג ניירות ערך בע"מ

מר גיל דויטש – מנכ"ל בית השקעות אקסלנס

מר אמיר הלוי, עו"ד - גרוס, קלינהנדלר, חודק, הלוי, גרינברג ושות'

גב' מיכל הקר, עו"ד – כספי ושות'

ד"ר דורון הרמן, עו"ד - ש. פרידמן ושות'

מר דני ויטן, רו"ח - סומך-חייקין

מר יוסי זינגר – זינגר את אבן, שותף מנהל

גב' דלית זמיר, עו"ד – משרד המשפטים

גב' רוני טלמור, עו"ד – משרד המשפטים

מר אלי יונס - מנכ"ל בנק המזרחי

גב' איה יופה, עו"ד – גרוס, קלינהנדלר, חודק, הלוי, גרינברג ושות'

גב' דוידה לחמן-מסר, עו"ד – המשנה ליועץ המשפטי, משרד המשפטים
פרופ' שלום לרנר
ד"ר ישראל לשם, עו"ד – מיתר ליקוורניק גבע & לשם ברנדויין ושות'
גב' חגית מאירוביץ', עו"ד – קנטור ושות'
מר משה מזרחי, עו"ד (רו"ח) – היועץ המשפטי של רשות המיסים בישראל
מר שמואל מסנברג – מנהל החטיבה העסקית, בנק המזרחי
מר ג'קי מצא, רו"ח (משפטן) – סמנכ"ל בכיר לעניינים מקצועיים, רשות המיסים בישראל
גב' דורית סלינגר – מנכ"ל מעלות החברה הישראלית לדירוג ניירות ערך בע"מ
מר מנחם פדר, עו"ד – כספי ושות'
מר אשר פוגל – יו"ר אמפא השקעות
מר אילי פיטרמן, רו"ח (משפטן) – מנהל אגף בכיר (שומה וביקורת), רשות המיסים בישראל
מר ג'ורג' פרוידנשטיין – מנכ"ל EMI – עזר חברה לביטוח משכנתאות בע"מ
מר משה פרץ, רו"ח - קסלמן וקסלמן
גב' ורד צהר-טואף, עו"ד - הלשכה המשפטית בנק טפחות
מר שלומי קלסי – Risk Modules Ltd.
מר ישראל קנטור, עו"ד – קנטור ושות'
גב' מיכל רבינוביץ' – יועצת משפטית, לאומי ושות' בית השקעות בע"מ
מר אשר רבינוביץ', עו"ד – ש. פרידמן ושות'
מר גיל רווה, עו"ד – הרצוג, פוקס, נאמן ושות'
גב' אפרת רם, עו"ד – הרצוג, פוקס, נאמן ושות'
גב' שירי שחם, עו"ד – יגאל ארנון ושות'
מר יעקב שטיינמץ, עו"ד - חיים סאמט, שטיינמץ, הרינג ושות'
גב' יעל שידלובסקי - מנהלת תחום איגוח ואשראי מגובה נכסים, הראל חברה לביטוח
מר מוטי שלנר – Risk Modules Ltd.
מר רן שקד – סמנכ"ל כספים, ניו קופל בע"מ
מר עופר שרון, עו"ד – לשכה משפטית, רשות המיסים בישראל
PWC – Trent Jonson, Adv. וושינגטון

10. נספחים

10.1 כתבי מינוי חברי הועדה

Ayotte, Kenneth M. and Stav Gaon, 2005, Asset-backed securities: Costs and benefits of bankruptcy remoteness, *Columbia Business School*, Working Paper.

Gaon, Stav, 2005, Securitization and the wealth expropriation hypothesis: An empirical analysis, *Columbia Business School*, Working Paper.

Steven L. Schwartz, *Structured Finance, A Guide to the Principles of Asset Securitization* (3d. ed. 2002).

Steven L. Schwartz, Securitization Post-Enron, *Duke Law School Public Law and Legal Theory Research Paper Series*, Research Paper No. 38 (May 2003).

Kenneth N. Klee and Brendt Butler, Asset-Backed Securitization, Special Purchase Vehicles and Other Securitization Issues, 35 *Uniform Commercial Code Law Journal* (2002) 23.

Gorton, Gary and George Pennacchi (1989) "Are Loan Sales Really Off-Balance Sheet?" *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 4:2, 125.

Calomiris, Charles and Joseph Mason (2004). "Credit Card Securitization and Regulatory Arbitrage" *Journal of Financial Services Research* 26, 5.

Dechow, Patricia M., Linda A. Myers., and C. Shakespeare. 2004. Playing with assumptions to report a rosy future today: the role of corporate governance in the reporting of asset securitizations. *Working paper*, University of Michigan.

Higgins, E., and J.R. Mason. 2003. What is the value of recourse to asset backed securities? A study of credit card bank ABS rescues. *Federal Reserve Bank of Philadelphia*, Working paper no. 03-6.

Obay, L. 2000. *Financial Innovation in the Banking Industry: the Case of Asset Securitization*. Garland Publishing, Inc.

Shakespeare, C. 2003. Accounting for asset securitizations: complex fair values and earnings management. *Working paper*, University of Illinois.

Armstrong, Peter and Fletcher, Peter, "Securitization in Public Sector Finance". *Public Money & Management*, Vol. 24, No. 3, pp. 175-182, June 2004

Christopher W. Frost, Asset Securitization and Corporate Risk Allocation, 72 *Tul. L. Rev.* 101 (1997)

Minh Van Ngo, Agency Costs and the Demand and Supply of Secured Debt and Asset Securitization, 19 *Yale J. Reg.* 413 (2002)

Cohn, Michael J., Asset Securitization: How Remote is bankruptcy remote, 26 *Hofstra Law Rev.* (1998) 929

Lupica, Lois R., Asset Securitization: The unsecured creditor's perspective, 76 *Tex. Law. Rev.* (1998) 595

Riddiough, Timothy J., 1997, Optimal design and governance of asset-backed securities, *Journal of Financial Intermediation* 6, 121 – 152.