



1.10.2024

שולחן עגול בנושא רפורמת האיגוח – הצעת החוק והשפעה על השווקים

נערך ע"י המכון לבנקאות ותיווך פיננסי ע"ש ויקי וג'וזף ספרא, ומרכז הראל לחקר שוק ההון,
בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב

מנחה: פרופ' דן עמירם, ראש משותף למכון ספרא לבנקאות, הפקולטה לניהול ע"ש קולר, אוניברסיטת תל-אביב.

משתתפים:

רגולטורים:

מר חנוך הגר, יועץ בכיר לרשות ניירות ערך.

רו"ח רעות וקסלר, ראש צוות פיננסיים במח' תאגידיים ברשות לניירות ערך.

עו"ד מאיר לוי, המשנה ליועץ המשפטי לממשלה, כלכלי.

מר אסף נחמני, מנהל חטיבת ההשקעות, רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון.

ד"ר יוסי סעדון, מנהל האגף הפיננסי בחטיבת המחקר, בנק ישראל.

עו"ד יאירה פרנקל, מרכזת רגולציה פיננסית, יעוץ וחקיקה (משפט כלכלי), משרד המשפטים.

מגזר עסקי:

מר איציק דבש, שותף בקרן השקעות, יזם ומשקיע הון סיכון.

מר איציק טוויל, מנהל אגף האשראי והנדל"ן, הראל ביטוח ופיננסים.

רו"ח דני ויטאן, ראש המחלקה המקצועית בתחום החשבונאי, KMPG ישראל.

מר אורן כהן, מנהל האגף העסקי, בנק הפועלים.

מר דורון כהן, יו"ר חברת קרדיטו (מנכ"ל משרד האוצר לשעבר).
עו"ד שי מרגלית, שותף בכיר במשרד עוה"ד ארנון תדמור-לוי.
גב' נועה נווה, יועצת משפטית ראשית, ישראלכרט.
ד"ר עופר רז-דרור, סמנכ"ל כלכלה, רשות המיסים.

אקדמיה:

פרופ' דן וייס, ראש מרכז הראל לחקר שוק ההון, הפקולטה לניהול ע"ש קולר, אוניברסיטת תל אביב.

מר משה פרל, מנהל מכון ספרא לבנקאות, הפקולטה לניהול ע"ש קולר, אוניברסיטת תל-אביב.

ד"ר סיון פרנקל, ראש משותף למכון ספרא לבנקאות, הפקולטה לניהול ע"ש קולר, אוניברסיטת תל-אביב.

ד"ר נעמי שפירר בלפר, מנהלת מרכז הראל לחקר שוק ההון, הפקולטה לניהול ע"ש קולר, אוניברסיטת תל-אביב.

מבוא ותובנות מרכזיות:

איגוח נחשב לכלי חיוני להרחבת הפעילות הכלכלית במשק. הוא מאפשר לגופים המעניקים אשראי לגייס מקורות זולים יותר, לשחרר הון, להפחית סיכונים ולייעל את מאזנם. האיגוח מאפשר לגופים פיננסיים מגוונים להיכנס לשוק האשראי, מוביל להגברת התחרות ובכך מאפשר לחברות במשק (בפרט עסקים קטנים ובינוניים) להשיג מימון לפעילותן בהיקפים ובתנאים טובים יותר.

עבור המשקיעים השונים, מכשירי האיגוח מציעים הרחבה וגיוון של היצע הכלים להשקעה וטומנים בחובם יתרונות משמעותיים. יתרונות אלה כוללים פיזור סיכון, תשואות גבוהות יחסית, תזרימי מזומנים קבועים וגמישות בניהול הסיכון. יחד עם זאת, כל המשקיע מוטלת החובה לקחת בחשבון את הסיכונים הכרוכים בהשקעה במכשיר ולבצע בחירה מושכלת בהתאם לתנאי השוק ולפרופיל ההשקעה הרצוי, בפרט לאור אירועי העבר והפקת הלקחים של המשקיעים ושל הרגולטורים.

הניסיונות לקדם איגוח בישראל החלו לפני כ-20 שנה עם פרסום דו"ח ועדת חיימוביץ'-אשר "לבחינת ההיבטים הנוגעים להנפקת איגרות חוב מגובות בנכסים (איגוח)" ב-2005. המשבר העולמי ב-2008 והשימוש לרעה שנעשה במכשיר בתקופה שקדמה למשבר, הובילו לבלימת התפתחות השוק ולהפקת לקחים משמעותית. ב-2015 הוקם צוות בין-משרדי לקידום האיגוח בישראל שהמליץ על פתרון חקיקתי כולל וב-2020 פרסם נייר עמדה של רשות ניירות ערך: "פיתוח שוק האיגוח – הנפקה ציבורית של אגרות חוב מגובות בנכסים".

הדיון שנערך ביוזמת מכון ספרא לבנקאות ומרכז הראל לחקר שוק ההון בפקולטה לניהול על שם קולר בתל אביב, התקיים ב-24.9.2024 בעקבות תזכיר חוק הסדרת עסקות האיגוח שאושר לאחרונה

בוועדת השרים לענייני חקיקה. החוק גובש בשים לב להפקת לקחים ממשברים פיננסיים גלובליים ולהתאמה לסטנדרטים הבינלאומיים. מטרת הדיון היתה לאפשר למשתתפים השונים – נציגי כל הרגולטורים והשותפים לניסוח החוק, נציגי המגזר העסקי הפעילים בשוק (נציגי נותני אשראי, מוסדיים, קרנות, ..) ואנשי אקדמיה, להביע את דעתם על סוגיות שונות בתזכיר החוק האחרון שפורסם, מתוך מטרה לשפר ולקדם את נוסח החוק לטובת פיתוח שוק האיגוח בישראל.

הרגולטורים שהשתתפו במפגש תיארו את המורכבות הגבוהה של ניסוח החוק ואת האתגרים הכרוכים בתיאום בין צרכי הרגולציה על המכשירים ועל השחקנים השונים בשוק האיגוח. זאת, בפרט על רקע משבר 2008, הסיכונים המיוחסים למכשיר והתפתחות הרגולציה בעולם.

מרבית המשתתפים בירכו על החוק החדש המביא בשורה של ודאות בהיבטים שונים ובפרט בכל מה שקשור להגדרה של מהו מכר. ניכר כי מנסחי החוק התגברו על חסמים רבים – לדוגמא, צוינה לטובה ההתייחסות המעודכנת של רשות המיסים שלפיה התשלום יהיה ברמת התאגיד הייעודי (אם כי המתכונת שנקבעה פוגעת בעסקאות בעלות מח"מ ארוך). בנושא זה עלתה הסוגייה שלא תוקנה של הגדרת תקופת האיגוח החל מיום רישום התאגיד הייעודי – ולא ממועד האיגוח. בנוסף, ציינו המשתתפים לטובה את האפשרות שניתנה ל"גלגול" נכסים מגבים – החלפת נכסים לרבות בזכויות שטרם נולדו. כך במקרה של פירעונות מוקדמים או באשראי לטווח קצר, תתאפשר החלפה בנכסים מגבים שנוצרו מאוחר יותר ובלבד שהנכסים המחליפים יוגדרו מראש בהסכם ההתקשרות.

בצד הקשיים, חלק מהמשתתפים סברו כי לא נכון לחייב ביצוע עסקת איגוח תחת החוק בעסקה שאינה ציבורית וכי מגבלה זו תסיג לאחור את השוק הקיים באופן משמעותי ביותר. החוק קובע כי לא תיעשה עסקת איגוח אלא בהתאם להוראות החוק החדש. ההסבר שניתן לקביעה הזו היא הסתמכות על הדירקטיבה האירופאית עליה התבססו בקביעת העקרונות של החוק, שחלה על כל העסקאות באופן רחב. לפיכך, החוק החדש יוחל גם על עסקות איגוח פרטיות (לא ציבוריות) ולכן לא יאפשר עוד ביצוע עסקות במתכונת הנהוגה כיום בשוק בהיקפים גדולים, בין בנקים למוסדיים. לדוגמא – החוק החדש קובע כי אשראי למימון בנייה, או אשראי למימון נכסים מניבים אינם יכולים לשמש נכס מגבה בעסקת איגוח ולכן נראה שלא יוכלו לשמש כנכסים מגבים גם בעסקות שאינן ציבוריות. בנוסף, החוק קובע כי עסקות איגוח שבהן ההנפקה נעשתה בשתי שכבות שונות תוגדרנה כעסקת איגוח. נראה שהחוק החדש יוביל לכך שעסקות המתבצעות כיום בין בנקים למוסדיים – ייאלצו להיות בשכבה אחת.

פרוטוקול מקוצר:

ד"ר יוסי סעדון, מנהל האגף הפיננסי בחטיבת המחקר, בנק ישראל:

חוק האיגוח בונה תשתית חדשה המאפשרת לנותני אשראי לנצל יתרונות יחסיים שלהם, כך שיוכלו להשתמש ביעילות במקורות מימון ויתמקדו ביתרון היחסי שלהם – חיתום אשראי. הגופים המוסדיים יכולים להנות מהרחבת ההיצע של נכסים להשקעה, ובמקביל, באמצעות האיגוח, לספק מקורות מימון זולים יותר עבור גופים חוץ בנקאיים המתמחים, בין השאר, במתן אשראי לעסקים קטנים ובינוניים. נכון להיום, נותני האשראי הללו נאלצים לגייס מקורות יקרים יחסית. גם הבנקים

יוכלו להנות מאיגוח אשראי באמצעותו יוכלו לנהל את ההון שלהם בצורה מיטבית ולספק עוד אשראי למשק.

עם זאת, בצד החסרונות, אי אפשר להימנע מלהזכיר את הסיכונים הכרוכים באיגוח ואת משבר 2008. למדנו מהניסיון הכושל של האחרים ולכן ננטר באופן הדוק את השוק הזה. בנק ישראל יאסוף נתונים בזמן אמת וכל רגולטור יחשף לנתונים של הגופים שנמצאים תחת פיקוחו. בנק ישראל ינתח את הנתונים באופן מקצועי ויסודי ברמה המקרו וככל שנוזהה כשלים נרים דגל. ישנה חשיבות גבוהה לאמון של הציבור בבנק ישראל בהקשר הזה.

צריך לציין שהחוק עדיין לא סגור וניתנה לנו הזדמנות נדירה להמשיך ולטפל בחוק עד שיגיע להסדרה.

מר חנוך הגר, יועץ בכיר לרשות ניירות ערך:

מטרת החקיקה הינה הסרת חסמים, בכדי לאפשר פיתוח של שוק האיגוח תוך מתן וודאות בהיבטים שונים כמו מכר מלא ומיסוי. עם זאת, ישנם גופים שהצליחו להתגבר על החסמים על בסיס העקרונות שפורסמו ולא המתינו להשלמת החקיקה זאת, העקרונות מופיעים במסמך בנושא שהרשות לניירות ערך פרסמה כבר ב 2020. הסרת החסמים תאפשר לגופים רבים יותר לפעול בשוק הזה. אך עדיין ישנה כברת דרך שיש לעבור ואני תקווה שהחקיקה תתקדם במהרה וכפי שציינת, אין הכרח להמתין להשלמת החקיקה על מנת להנפיק.

לעניין המגבלות שהצעת החוק מציבה ביחס לעסקאות איגוח: ההצדקה להן נובעת מהנחה שעשויה להתפתח בעיה יציבותית, זה בכובע של בנק ישראל, זאת סוגיה אחרת. בעיה שניה זה תמחור המכשיר, והטענה היא שגב' כהן לא יודעת לתמחר את המכשירים האלה. בשוק הציבורי אין את גברת כהן, אף לקוח ריטייל לא קונה בהנפקות, מי שקונה זה המוסדיים, אותם שחקנים גם בפרטי וגם בציבורי, לכן האבחנה בין פרטי לציבורי היא לא נכונה, היא לא קיימת באירופה וגם לא קיימת בארה"ב. באירופה האבחנה היא בין ריטייל ללא ריטייל, אנו מדברים על זה הרבה וזה על השולחן.

רו"ח רעות קסלר, ראש צוות פיננסיים במח' תאגידיים ברשות לניירות ערך:

החוק מסדיר את העקרונות שצריכים להישמר בעסקות איגוח. אספקט משמעותי בהנפקות ציבוריות הוא גילוי ודיווח לציבור של הסיכונים הגלומים בעסקת איגוח. בשונה מאג"ח קונצרני, באיגוח הלוואות קיימים מאפיינים שונים כגון פירעונות מוקדמים וניסיון קודם של היזם. מסמך המדיניות של הרשות לני"ע קובע כי העסקאות צריכות להיות פשוטות להבנה, והגילוי שלהן צריך להינתן בצורה בהירה וטובה.

בהקשר לביקורת על החלת החוק החדש גם על עסקות פרטיות, אימצנו את הדירקטיבה האירופאית שחלה על כל העסקאות באופן רחב. סברנו כי מוטב להיות זהירים ולטפל בסוגיות המשמעותיות יותר ולקחנו בחשבון שעשויות להיות עסקאות קיימות שיוטלו עליהן מגבלות. עם זאת אנחנו קשובים לשוק ויתכן שידרשו התאמות.

הרבה גורמים העלו את העובדה שהחוק עבר שינוי משמעותי בין הטיטה של 2023 למה שהובא לאישור ועדת שרים, בפרט ביחס לתחולת החוק, וכן ביחס לשאלה מהי עסקת איגוח. זו אחת השאלות הכי משמעותיות שהעסיקו אותנו, בפרט בגלל עסקאות קיימות ולאור כך ששאפנו להיות מאוד זהירים ביחס להטלת מגבלות על עסקאות קיימות. היו לנו ענייני עסקאות סינדיקציה, מכר תיקים, וכן עסקאות נוספות לגביהן לא ראינו לנון להטיל מגבלות מכוח החוק. הקווים העיקריים שהנחו אותנו בהגדרת עסקת איגוח, הם קיומו של תאגיד ייעודי אליו מומחים הנכסים המגבים, וחלוקה לטרנצ'ים. ניסינו לבדד ולהבין על אילו עסקאות נכון להחיל את החוק. לקחנו בחשבון שעשויות לחול מגבלות על עסקאות קיימות, אולם ככל שמדובר בעסקאות איגוח אנחנו סבורים שאכן נכון שהמגבלות יחולו. ככל שיש עסקאות קיימות שנכנסות להגדרה בחוק, אולם אתם סבורים שזה לא נכון להחיל עליהן את החוק, נשמח מאוד לשמוע ולחשוב האם נכון לייצר הבחנות נוספות.

הדירקטיבה האירופאית עליה התבססנו בנייר שלנו ובהמשך בעקרונות של החוק, חלה על כל עסקאות האיגוח באופן רחב. זה נכון שבהתאם לדירקטיבה אפשר לבחור שלא להיכנס למגרש ה- STS אולם לעניין דרישות הליבה הדירקטיבה לא עושה הבחנה בין סוגי העסקאות. הדירקטיבה לא מאפשרת למשקיעי ריטייל להשקיע באיגוח. כלומר, היא נועדה בין היתר כדי להגן על המשקיעים המוסדיים על אף שיש להם את הידע ואת היכולת. בטיטה של 2023 היתה אי בהירות שהצריכה מענה, כפי שעלה מפניות הציבור. כעת, כשהטיטה התפרסמה אחרי ועדת השרים הוצפו קשיים ביחס לנושא הזה, ואנחנו שומעים וקשובים. יכול להיות שיידרשו התאמות.

מר אסף נחמני, מנהל חטיבת ההשקעות, רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון:

רשות שוק ההון הינה גוף המפקח מחד על המוסדיים המשקיעים במכשירי האיגוח, ומאידך על נותני שירותי אשראי. כבר כיום, טרם הבשלת החוק, מתבצעות עסקאות של העברת הלוואות בין תאגידים בנקאיים לגופים מוסדיים תוך הבנת הסיכונים הגלומים באותם מוצרים. אנו רואים ערך לכך שאותם מוצרים יהיו נזילים. זה יגדיל את השוק, יוביל לתמחור יעיל ויאפשר לשחקנים אחרים לרכוש אותם מוצרים. עם זאת, יש לאפשר גמישות בחוק כך שהמסלול של עסקות בין מוסדיים לגופים אחרים ימשיך להתקיים ויתאפשר להנות מהיתרונות שלו גם למכשירים שאינם בהכרח מונפקים ונסחרים בבורסה ובהם נדרשת הגנה יותר מצומצמת על הרוכשים. אנחנו נתאים את הרגולציה על גופים מוסדיים בהתאם להתפתחות החוק, נבחן רגולציה קיימת כדי שנוכל גם לתמוך בחוק ונוכל לאפשר לגופים מוסדיים לבצע עסקאות אלה תוך התחשבות בסיכונים הגלומים שיבואו לידי ביטוי במחיר.

עו"ד מאיר לוי, המשנה ליועץ המשפטי לממשלה בתחום הכלכלי:

חוק האיגוח יאושר סופית ב 2025 ויניח תשתית משמעותית וארוכת טווח לאיגוח בישראל. מטרתנו היתה לייצר וודאות עסקית ולקחנו בחשבון את הפרקטיקה הנהוגה בשוק ואת האינטרס הציבורי.

הליך החקיקה היה מורכב והיה כרוך בשיתוף פעולה הדוק בין הרגולטורים השונים הנוגעים לשחקנים המגוונים ולמאפייני העסקות מסוג זה. עלינו לראות שההוראות המהותיות המסדירות את שוק האיגוח הן אחידות ומתאימות לשותפים השונים, בהינתן מבנה הפיקוח הקיים. לא נכון שכל רגולטור יקבל החלטה שאינה עקבית עם כלל המערכת. ביחס לריכוז המידע וניטורו - התקבלה

החלטה משמעותית שמידע ירוכז ע"י בנק ישראל מתוך הכרה בסיכונים הטמונים במכשיר הזה והחשש מנקודות עיוורון. הרשות לני"ע תהיה מפקחת על הגופים שאין להם כיום מפקח. נקבע שכדי לעשות איגוחים בצורה יעילה, הפיקוח יהיה על פי סוג המוצר. יש לציין שקיבלנו הרבה מאוד הערות מהציבור שהשפיעו על נוסח הצעת החוק.

ד"ר עופר רוז דרור סמנכ"ל כלכלה, רשות המיסים:

בחודשים האחרונים, על מנת להסיר חסמים, רשות המיסים עשתה כבדת דרך והחילה שינוי שייצר ודאות בהסדר המיסוי, מתוך הבנה שאחרת שוק האיגוח בישראל לא יתפתח.

עם זאת, מי שרוצה לשלם פחות מדי מס נתפוס אותו. אנחנו נראה כיצד הכלים האלה מתפתחים ונוכל להתגבר על אתגרים מיסויים.

מר אורן כהן, מנהל האגף העסקי, בנק הפועלים:

העולם משתנה בקצב מאוד מהיר, לא בטוח שמה שהתחילו להניע לפני שנים – רלוונטי היום. גם בהיעדר חוק האיגוח, נעשו עסקות סינדיקציה, מכירת חובות, ביטוחי אשראי בהיקפים עצומים שאפשרו צמצום של חשיפות בנקים לסיכונים אשראי.

איגוח משכנתאות אינו בשורה גדולה עבור בנקים בישראל כיוון שלבנקים אין ענין למכור משכנתאות ואם בכל זאת ירצו – אין בעיה לעשות זאת ללא איגוח. השינוי המשמעותי בישראל ובכל העולם הוא המימון החוץ בנקאי, והם אלה שיצטרכו את הכלים היותר משוכללים כדי לנהל את המאזן שלהם. בנקים הסתדרו לפני ויסתדרו אחרי גם בלי איגוח. הבעיה בעיני היא שהחוק מאוד קשיח ביחס להגדרה של עסקת איגוח. ולמעשה כל עסקה עם מספר טרנזיטים, תיקרא עסקת איגוח. מסיבה זו, עסקות שמתבצעות כיום לשביעות רצונם של הבנקים והמוסדיים כמו מכירת נכס מניב, יחייבו ביצוע בטראנז'י אחד אחרת לא יתבצעו. החוק לוקח את הבנקים צעד לאחור ואין בכך כל תועלת ציבורית. בנוסף, הרגולציה הבנקאית קיימת מ-2005, ה-STS באירופה הוא בחירה, אצלנו יהפוך ל-MUST, למה לחייב גופים לדווח בישראל לפי ה-STS?

מר איציק טוויל, מנהל אגף האשראי והנדל"ן, הראל ביטוח ופיננסים:

הגופים המוסדיים הם המועמדים הטבעיים לרכוש עסקות איגוח אך הם עשויים להיות גם בצד המוכר, לדוגמא – של אשראי למשכנתאות. החוק צריך להפריד בין הציבור שהדרש להגנה למשקיעים מוסדיים המעסיקים אנשים שזה תפקידם - עסקאות אשראי ופיננסיים, טובי היועצים המשפטיים, טובי יועצי המיסוי. הציבור שמשקיע באופן פרטי או באמצעות קרנות - קוק להגנה שכן שהוא לא מוקף ביועצים, איגוח אינו תחום עיסוקו. לצערי, החוק במקום להוסיף היצע ועוד משקיעים לשוק הזה - הוא גורע. החוק החדש מונע עסקות איגוח בנדל"ן מניב או במימון פרויקטלי. יש להפריד בין הגופים המוסדיים לציבור ולא להחיל את החוק על עסקות לא ציבוריות.

גב' נועה נווה, יועצת משפטית ראשית, ישראלכרט:

אנחנו מברכים על האופן שבו נבנה המכשיר כך שהוא מאפשר "גלגול" של הנכסים המאוגחים. זה חיוני בשביל שאפשר יהיה לאגח נכסים לטווח קצר, זה יכול להיות אשראי צרכני. אין צורך לאגח כל פעם מחדש – פרוצדורה שהיתה לא כלכלית אלא ניתן לשעבד נכסים אותם אתה מגדיר מראש, אין שיקול דעת או מניפולציות שאפשר לבצע בעת ההחלפה.

מנגנון שכן מסרב הוא העובדה שלכל עסקה נדרש תאגיד ייעודי אחד, לדעתנו אפשר תאגיד אחד עם חשבון בנק יעודי לכל איגוח, מה שיאפשר חיסכון בעלויות.

עו"ד שי מרגלית, שותף בכיר במשרד עוה"ד ארנון תדמור-לוי:

החוק מביא בשורה שתהיה ודאות בכל מה שקשור למהו מכר בצורה משמעותית. אבל מצד שני הוא מוציא עסקאות שהיום השוק לא יאפשר את הביצוע שלהם והתוצאה תהיה מבנים מורכבים שיאפשרו ביצוע של עסקאות. קשה להבין את המתכונת המצמצמת של התזכיר, לא רק זה שיש התחייבויות שאי אפשר לאגח אותן, יש עסקאות שאי אפשר לבצע במתכונת הזאת לדעתי.

מר דורון כהן, יו"ר חברת קרדיטו (מנכ"ל משרד האוצר לשעבר):

צריך להסדיר את השוק ולא לפחד לתת לו לעבוד. אנחנו בקרדיטו ביצענו עסקה ציבורית ראשונה לפני החלת החוק ביחד עם הרגולטורים. בנושא המיסוי - אנו נשענים על חוות דעת, בעסקה שלנו אין פרה רולינג מרשות המיסים. אנחנו גוף אשראי חוץ בנקאי, עובדים יד ביד עם הבנקים הגדולים, על אף שלכאורה מתחרים בהם בתחום המשכנתאות.

החוק מצוין ואני מברך עליו. עם זאת אי אפשר להעתיק הכל מחו"ל, כי השוק בישראל פיתח פרקטיקות, וזה היופי כשנכנסים לשוק שהוא כבר קיים. לא צריך להחיל את החוק על עסקות פרטיות ויש לאפשר איגוח של נדלן מניב, אשראי לרכב – עסקות יפות שמתבצעות לפני החלת החוק. כמו כן צריך לאפשר לתאגיד הייעודי לשרת מספר עסקות ולא חברה לכל עסקה, זה לא כלכלי. לא צריך להמתין, צריך לשנות את החוק עכשיו.

התחלנו את תהליך ההנפקה ב-2020, עברנו דרך ארוכה, התמודדנו עם חברות הדירוג ופתרנו את הקושי וכן מתמודדים עם הרצף בישראל שאינו מספיק משוכלל, אולי התהליכים החדשים ישכללו אותו. ולא כל דבר נכון לעשות כמו בחו"ל, צריך להתאים לארץ.

אז לכן אני חושב שהרצף צריך להתפתח, חשוב מהרבה סיבות, גם לשכבות הנחותות, בסופו של דבר כשהרצף ישתכלל אפשר יהיה לסחור גם בשכבה הבכירה יותר מאשר בשוק הסחיר.

רו"ח דני ויטאן, ראש המחלקה המקצועית בתחום החשבונאי, KMPG ישראל:

לאורך שנים עבדנו עם גופים פיננסיים, בנקאיים וחוץ בנקאיים והיו עסקאות רבות. נכון להיום לבנקים אין בעיית הון אבל אנחנו יודעים שיש נקודות בזמן שזה לא המצב ואז בהחלט איגוח יכול להיות רלוונטי במערכת הבנקאית. אני סבור כי במערכת הבנקאית יבינו שיוכלו לשפר תשואה משמעותית על ההון, למשל במבנה של רבדים. זה כלי שאם הוא יתפתח וישתכלל, יכול לשפר משמעותי תשואה ברבדים שונים של משקיעים שונים, ויש פוטנציאל לרווחיות שתהפוך את העסקאות לכדאיות. למצוא קונה לחוב הבכיר לא תהיה בעיה, לגבי החוב הנחות בישראל השאלה אם יש שחקנים שמוכנים לקנות אותו וגם לתמחר אותו במחיר ראוי, ואם לא מוצאים קונה לרוב הנחות אז אין ברירה אלא קפיטל ריליף. חברה שאין לה בעלי שליטה אני לא בטוח שזה נותן לה פתרון, בנק שרק הציבור מחזיק אותו לא בטוח שיכול להעביר את הטרנץ' הנחות לבעלי המניות. גם בנושא של הטרנץ' הנחות זה תלוי.

לגבי המס על ההון, הוא באמת היווה חסם, לפני החקיקה יש תקנת מס מובנית, כולם מכירים של תשלום מיסים בשנים הראשונות ואחר כך עם הפסדים שאין מה לעשות איתם, זה סגור, אז מהעבודה שלנו הכיוון החדש הוא באמת הרבה יותר טוב, הרבה יותר נכון, גם פה צריך לחשוב על כמה עדכונים נוספים כדי באמת גם למתן את החסם הזה. חשוב שלא ימנע עסקאות אחרות שקיימות בשוק.

מר איציק דבש, שותף בקרן השקעות, יזם ומשקיע הון סיכון:

אני רואה בנדל"ן סיכון פוטנציאלי כלכלי וחברתי. משכנתא ממוצעת כיום היא של 1,000,000 ₪, ההחזר מהווה אחוז גבוה יחסית מהשכר, תקופת ההחזר עלתה. הבנקים חשופים מאוד לנדל"ן. אני חושב שעלינו לחשוב איך למנוע איגוח של משכנתאות, שלא יעבירו את החלק המסוכן לפנסיה של גב' כהן. לקוחה לא מיוודעת תיגש ליעוץ בבנק, האם לא ימכור לה את האג"חיים?

עו"ד יאירה פרנקל, מרכזת רגולציה פיננסית, יעוץ וחקיקה (משפט כלכלי), משרד המשפטים:

ב 2023 יצאנו עם הטייטה וביחד עם השוק הצלחנו לשפר ואולי אף נשפר עוד קצת. באמת השאלה של המשקיע הציבורי, היה ברור לנו שהחוק שפרסמנו היה לא ברור וניסינו לתת פתרון שכמו שרעות וקסלר אמרה שאנו לא רוצים לגעת בנכסים וסינדיקציות וכו', החלטנו להמשיך, הייתה לנו הזדמנות נדירה, אחרי שזה מתפרסם זה מגיע לוועדת שרים ומשם לכנסת, אז באמת הייתה לנו הזדמנות טובה לשמוע הערות על הצעת החוק שעלתה לוועדת שרים.

לגבי ההקלות לתאגידים, בגלל חוק החברות זה לא הופיע כחלק מהתזכיר, אנו עובדים על זה, ומתכוונים לפרסם בתקופה הקרובה ואפשר יהיה להתייחס לזה.

פרופ' דן עמירם, ראש משותף למכון ספרא לבנקאות, הפקולטה לניהול ע"ש קולר, אוניברסיטת תל-אביב:

סיכון האשראי הישראלי נמצא כולו בישראל וזו אולי אחת הבעיות המרכזיות. הוא יושב על המאזן של הבנקים, אם זה הלוואות דיור, עסקיות, משכנתאות, כרטיסי אשראי יש למצוא דרך להוציאו החוצה, קשה לי לראות דרך חכמה לעשות את זה שלא באמצעות מכירת נכסים, צריך לחשוב על דרך שבה משקיעים זרים יוכלו לקחת חלק בנכסים האלה, זה סופר חשוב בעיניי, לא רצוי שכל הסיכון אשראי של מדינת ישראל ישב בישראל, זה כבר סיכון מערכת. בהשוואה למכירת תיקים, באיגוח יש טראנזים בזה יש ערך ביצירת ההנדסה הפיננסית הזאת שנקראת איגוח. העמיתים של המוסדיים זה גבי' כהן מחדרה, גם מוסדיים מתוחכמים יכולים לעשות טעויות בגלל מבנה אינטרסים כזה או אחר, לכן אני כן מאמין שצריכה להיות הפרדה, בין נוסטרו לעמיתים. יש דרכים טובות להתמודד עם זה. התזכיר הזה זה קפיצה, אפשר לשפרו, הוא עושה דברים שאי אפשר היה לעשות קודם, האיגוח המתגלגל בכרטיסי אשראי לדוגמה. אני לא חושב שהוא צריך למנוע את סוגי העסקאות דהיום אלא לעזור.

פרופ' דן וייס, ראש מרכז הראל לחקר שוק ההון, הפקולטה לניהול ע"ש קולר, אוניברסיטת תל-אביב

נכון להיום, המוסדיים רוכשים תיקי הלוואות מהבנקים, בין אם משכנתאות או הלוואות אחרות בהיקפים מאוד גדולים, יש הלוואות חוץ בנקאיות מכל הסוגים, וזה עובד נהדר. עוגן, גוף שמעניק אשראי למודרי אשראי, הצליח לבצע איגוח שנמכר למוסדיים ולבנקים ונסחר ברצף מוסדיים. אני לא בטוח שניתן היה לעשות זאת תחת החוק החדש. המבחן הראשון של החוק זה הוא – האם הוא מפריע לשוק הקיים לתפקד. אני לא בטוח מה הבשורה הגדולה בהנפקת אג"ח לציבור, הרי בסוף המוסדיים יקנו, זה לא יגיע לציבור, הם קונים גם היום. בהליך החקיקה מעורבים הרבה רגולטורים וזמן רב מהדיון בחקיקה מוקדש לוודא איך כל הרגולטורים האלה יסתדרו אחד עם השני. עסקאות שכל הצדדים שלהן זה בנקים, חברות ביטוח, לא צריכים שהרגולטור יגן עליהם. יש פה עיקרון, ברגע שיש לך שוק פעיל שעובד בסך הכל בצורה טובה, יש עסקאות מצוינות בין הבנקים למוסדיים לחוץ בנקאיים. להגיד שיש עסקאות שנעשו בחוץ ואושרו על ידי הרגולטורים ומהיום והלאה אסור לעשות, צריכה להיות סיבה מאוד חזקה".

ד"ר סיון פרנקל, ראש משותף למכון ספרא לבנקאות, הפקולטה לניהול ע"ש קולר, אוניברסיטת תל-אביב

המטרה של החוק היא לאפשר לגופים שיותר קשה להם לקחת הלוואות לקחת הלוואות. הדרך שבה הוא עושה את זה היא ע"י יצירת שוק משני. כדי שהחוק יצליח להשיג את מטרותיו, חייב להיות שוק משני לנכסים מאוג"חים, ויש הערכה שהשוק הזה יהיה נוזל, אבל אני לא לגמרי בטוח בזה. הגידול באשראי במשק יקרה רק אם הציבור ירצה להשקיע בקרנות במגובות על ידי הנכסים המאוג"חים, כולל הטרנזיים המסוכנים, הנחותים. זה שיהיו עסקאות בין הבנקים למוסדיים, זה לא יהיה מספיק כדי להשיג את מטרות החוק. ועדיין השוק המשני זה משהו שלא נגענו בו בכלל, מאוד חשוב שהשוק המשני יוצר, ולהערכתך בסוף זה יהיה יותר מקומי.

**ד"ר נעמי שפירר בלפר, מנהלת מרכז הראל לחקר שוק ההון, הפקולטה לניהול ע"ש קולר,
אוניברסיטת תל-אביב:**

בצד הסיכון של עסקות איגוח צריך להתייחס גם להזדמנויות שגלומות בעסקות אלה עבור משקיעים. המכשיר מאפשר גיוון של תיק ההשקעות, תשואה גבוהה יותר, תזרימים קבועים וניהול ופיזור סיכונים. בהקשר של החשיפה העודפת לנדלן שהוזכרה קודם וביחס לסיכון של המכשיר – כמובן שצריך להגן על ציבור המשקיעים הפחות מיודעים (בהשוואה למוסדיים) וזהו תפקידה של הרשות לני"ע. יש פה הזדמנויות השקעה מעניינות וצריך להסתכל גם על הצד הזה ולאפשר גיוון של ההשקעות.