

## תיבה ד' - 2 : מהו אשראי בלתי אמצעי (Marketplace Lending), ומה בינו לבין אשראי בנקאי ?

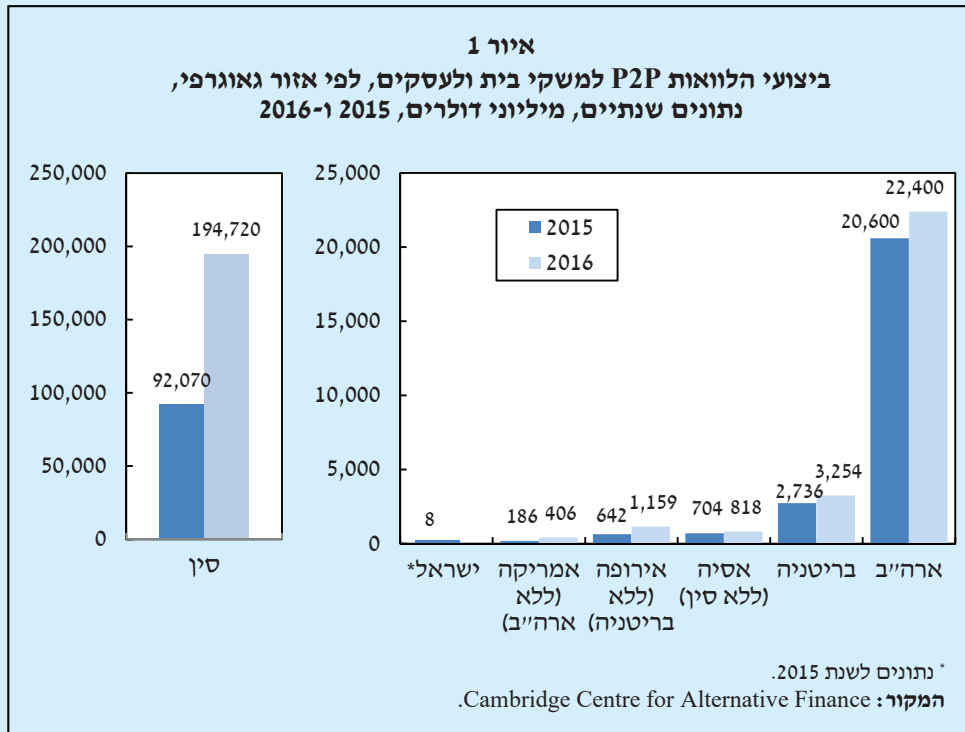
מאז המשבר הפיננסי ב-2008 התפתחו בעולם מתווכי אשראי מסוג חדש, כאלטרנטיבה למערכת הבנקאות המסורתית<sup>1</sup>. מתווכי אשראי אלה פועלים דרך פלטפורמות מקוונות, המפגישות ישירות מלווים ולווים. פעילות זו, השייכת לתעשיית ה-FinTech, היא חלק מחידושים רבים, המתפתחים בתחום הפיננסי בשנים האחרונות. ישראל בולטת לחיוב במספר היזמים והחברות שקמו בשוק המקומי בתחום זה, יחסית לגודל האוכלוסייה. לעומת זאת, השימוש וההטמעה של חידושים פיננסיים בישראל היו עד כה איטיים בהשוואה לעולם. מדובר בתחום המקיף שירותים פיננסיים מסוגים שונים: תשלומים, תשתיות פיננסיות, ביטוח, ייעוץ השקעות, גיוסי הון ומתן אשראי. תיבה זו תתמקד רק בפיתוחים בקטגוריה האחרונה – במתן אשראי.

יתרת האשראי דרך פלטפורמות מימון מקוונות בעולם זניחה ביחס לשוק האשראי הכולל, ולעת עתה אינה מהווה איום על המערכת הבנקאית המסורתית, אולם שיעורי הצמיחה של האשראי ממקור זה גבוהים מאוד: בכל אחת מהשנים 2013 עד 2015 עמד קצב הגידול של ההלוואות החדשות על שיעורים תלת-ספרתיים, וזאת בשווקים גדולים וקטנים כאחד. בשנתיים האחרונות הייתה התייצבות מסוימת בשיעורי הצמיחה של האשראי המקוון בעולם המפותח: ב-2016 צמח אשראי זה ב-22% בארה"ב, ב-43% באנגליה וב-41% באירופה (ללא אנגליה)<sup>2</sup>.

המתווכים פועלים לפי מודלים שונים. הנפוץ ביותר שבהם מבחינת היקף הפעילות הוא תיווך במתן אשראי – P2P (Person to Person): פרטים או משקיעים מוסדיים מלווים ישירות למשקי בית או לעסקים קטנים. נתח ההשקעה של הגופים המוסדיים בפלטפורמות אלו הולך וגדל, וישנם גם שיתופי פעולה עם בנקים. פלטפורמות ה-P2P הראשונות הוקמו באנגליה (2005) ובארה"ב (2006). כיום פלטפורמות אלה נפוצות הן במדינות מפותחות והן במדינות מתפתחות. מבחינת היקף הפעילות השוק הגדול ביותר נמצא בסין, ואחריו, בפרע ניכר, ארה"ב ושאר העולם (איור 1).

<sup>1</sup> השם המקובל לתחום פעילות זה אינו אחיד, ורווחים מספר כינויים – marketplace, P2B (Person to Business), P2P (Person to Person) lending ועוד.

<sup>2</sup> נתוני הצמיחה מבוססים על סקירות באתר Cambridge Centre for Alternative Finance.



- מבחינת המודל העסקי יש לפלטפורמות ה-P2P כמה מאפיינים משותפים, שגם מבדילים אותן מהמערכת הבנקאית:
- מרבית הפלטפורמות אינן נושאות בסיכון האשראי בעצמן, ומשמשות רק כמתווך. הן אינן מרוויחות מפערי הריבית אלא מהעמלות שהן גובות מהלווים ומהמלווים. המלווים הם שנושאים בסיכון האשראי.
  - פעילות התיווך אינה כרוכה בהמרת מח"ם (maturity transformation). משמע שלא כבפיקדון בנקאי, הפלטפורמות אינן מתחייבות לאפשר פיידיון מוקדם למלווה, טרם פירעון ההלוואות בהן השקיע. קיימת אפשרות לנסות ולמכור את ההלוואות בשוק משני.
  - הפלטפורמות עושות שימוש רב בטכנולוגיה להערכת סיכון הלווה ולבניית תיק השקעות מפוזר עבור המלווה. דבר זה מצמצם מאוד את הצורך בעובדים (ולכן מקטין מאוד את ההוצאות התפעוליות) ומקצר את הליך אישור ההלוואה.
  - "חויית המשתמש" נוחה.

בארץ מתוככי אשראי מקוונים החלו להתפתח רק בשלוש-ארבע השנים האחרונות, וכיום פועלות בתחום מספר מצומצם של חברות. היקף יתרת האשראי דרך פלטפורמות אלה מוערך ב-500 מיליון ש"ח, שהם כ-0.3% מיתרת האשראי שלא לדוור במערכת הבנקאית, בכרטיסי אשראי ובגופים המוסדיים. מספר גופים מוסדיים נכנסו לאחרונה לתחום הפעילות. עד כה כל חברה לתיווך באשראי הייתה מחליטה בעצמה איזה מידע לפרסם, אולם, לגבי כולן יהיה נכון לומר שהמידע הנחשף לעיני המשקיע על סיכון ההשקעה מצומצם יותר מאשר בשוק האג"ח, למשל, שגם שם הוא נושא בסיכון חדלות הפירעון: המשקיע באמצעות חברה לתיווך אשראי אינו יודע את מצבם הפיננסי הנוכחי והקודם של הלווים, וזאת בשונה מהמשקיע בחברות ציבוריות, המפרסמות תשקיף לפני ההנפקה ודוחות תקופתיים לאחר מכן. גם אם הפלטפורמה מספקת דירוג אשראי להלוואות, זהו מודל דירוג פנימי, שהקשר בינו לבין סיכון חדלות הפירעון אינו שקוף. זאת בשונה מחברה שהנפיקה אג"ח וזוכה פעמים רבות לדירוג מחברת דירוג גדולה בעלת מודל דירוג מקובל. החקיקה החדשה שאושרה השנה תחייב את הפלטפורמות בפרסום רחב יותר של נתונים. (ראו בהמשך).

על פי רוב, הרגולציה רואה את האשראי דרך מתווכים מקוונים באור חיובי. במרבית המדינות לא התקבלה חקיקה ספציפית לאשראי מקוון, והמתווכים בערוץ זה כפופים לרגולציה השוררת בתחום התיווך הפיננסי. מדינות שהעבירו חקיקה ספציפית התמקדו בתחומי הרישוי, הגנה על המשקיעים ומקצועיות בניהול הסיכונים. לצד אלה העניקו אותן מדינות הטבות מס לפעילות זו.

לפיקוח על מתווכי אשראי יש חשיבות רבה. כדאי לציין כי כבר היו בעולם כמה פלטפורמות שהתגלו כהונאה<sup>3</sup>. בישראל אושר השנה בכנסת תיקון לחוק שהכפיף את פלטפורמות ה-P2P לפיקוחה של רשות שוק ההון הביטוח והחיסכון<sup>4</sup>. החוק קבע שעל מתווכי אשראי מקוונים לקבל רישיון כדי לעסוק בפעילות זו, וניתן לקבל רישיון "בסיסי" או "מורחב" – רישיון בסיסי למתווך שתיק האשראי הכולל בתיווכו אינו עולה על 25 מיליון ש"ח ורישיון מורחב למתווך שתיק האשראי הכולל בתיווכו עולה על הסכום האמור. במסגרת החוק הוכנסו דרישות לגבי ההון העצמי של המתווך, הוטלו מגבלות על היקף ההתחייבויות של לווה בודד ועל היקף האשראי ממלווה בודד. החוק מחייב את המתווכים לפרסם את שיעור האשראי שלא נפרע בכל רמת דירוג (אם יש כזה). כן מסדיר החוק מתן הלוואות לעסקים ולא רק לאנשים פרטיים. עד כה, חברה שרצתה לקבל אשראי מיותר מ-35 אנשים חויבה בפרסום תשקיף ובדיווח, כדין חברה שרוצה להנפיק אג"ח בבורסה. מדובר בדרישות המטילות עלויות גבוהות יחסית ומתאימות לחברות גדולות. על פי התיקון לחוק יורשו פלטפורמות מקוונות לתווך בהלוואות לעסקים בלי לעמוד בדרישות מתאגיד מדווח לפי חוק ניירות ערך, כל עוד היקף ההלוואות הכולל של התאגיד הלווה דרכן נמוך מ-1 מיליון ש"ח. סביר כי השינוי הזה יגדיל במידה ניכרת את ההלוואות לעסקים זעירים. בעולם, הלוואות דרך פלטפורמות מקוונות לעסקים מתפתחות בדרך כלל יד ביד עם הלוואות למשקי בית. במסגרת הרגולציה אשר תחול על פלטפורמות ה-P2P נדרש להוציא גם צו איסור הלבנת הון, אשר יוכל להקל על פתיחת חשבון בנקאי למתווכי אשראי מקוונים. החקיקה החדשה בישראל אוסרת על בנקים להקים פלטפורמות P2P משלהם בשלוש השנים שלאחר כניסת החוק לתוקף, אך מאפשרת לחברות כרטיסי האשראי שיופרדו מהבנקים במסגרת "חוק שטרום" לעשות כן.

התפתחותן של פלטפורמות האשראי התאפשרה הודות לשילוב של כמה גורמים: (1) חידושים טכנולוגיים והרחבת הנגישות של האינטרנט בכל מקום ובכל זמן; אלה מאפשרים למתווכים המקוונים לפעול במודל "רזה" מאוד של עלויות עם מצבת כוח אדם מצומצמת, להרחיב במהירות וללא השקעה ניכרת את בסיס לקוחותיהם (מלווים ולווים), להציע "חויית משתמש" נוחה ולפתח מודלים ממוכנים להערכת סיכון שמתעדכנים בתדירות גבוהה ומתבססים על מקורות מידע חדשים. (2) שוק אשראי מסורתי, הנשלט בעיקר על ידי הבנקים, במגזרי משקי הבית והעסקים הקטנים. לבנקים עלויות קבועות גבוהות, הנובעות ממצבת עובדים גדולה ותשתיות שחלקן מיושן. הם גם כפופים לרגולציה יציבותית שמערימה עלויות נוספות. העלויות הנוספות של הבנקים, לצד תחרות לא מלאה, מאפשרות לפלטפורמות האשראי להציע הלוואות במחיר (ריבית) נמוך יותר ו/או לפנות למגזרי אוכלוסייה שאין להם גישה לאשראי בנקאי: בהקשר זה נמצא באנגליה כי הפלטפורמה Zopa מציעה ריביות נמוכות יותר מאשר הבנקים על הלוואות קטנות (Fin Tech Credit, BIS,); בגרמניה נמצא כי אמנם כשמביאים בחשבון את פרופיל הסיכון של הלווים הריביות של המערכת הבנקאית ושל פלטפורמות האשראי דומות, אך הפלטפורמות מעניקות אשראי ללווים מסוכנים הרבה יותר מאלה של המערכת הבנקאית, לווים אשר למעשה מודרים מהמערכת הזאת (De Roure et al. 2016)<sup>5</sup>. (3) גורם משמעותי נוסף התומך במודל העסקי של הפלטפורמות הוא סביבת הריבית הנמוכה. מכשירי חיסכון סטנדרטיים כגון אג"ח ממשלתי ופיקדונות בנקאיים

<sup>3</sup> בסוף 2015 התגלה ש-Ezubau הסינית, אשר הציגה את עצמה כפלטפורמה למתן אשראי, והייתה לא יותר מתרמית פונוי ביצעה הונאה בהיקף של 7.6 מיליארד דולרים. גם ב-TrustBuddy השבדית התגלו אי סדרים רבים, שהביאו לפשיטת רגל של החברה. בשבדיה הדבר הוביל לפגיעה משמעותית בצמיחת הענף כולו.

<sup>4</sup> חקיקה זו היא המשך לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים, שהתקבל ב-2016. לפרטים ראו תיבה ד'-1 בדוח בנק ישראל לשנת 2016.

<sup>5</sup> מאתר האינטרנט של אחת הפלטפורמות בישראל ניתן ללמוד כי הלוואות חדשות מבוקשות דרך הפלטפורמה בסכום ממוצע של 18 אלף ש"ח, לתקופה ממוצעת של 3.3 שנים, קצרה יותר מאשר במערכת הבנקאית, המעניקה הלוואות למשקי בית שלא לדויר ל-4.8 שנים בממוצע. היסטוריית ההלוואות שניטלו באמצעות הפלטפורמות המקוונות מלמדת שכמחצית מהלווים ציינו כי ההלוואה שהם מבקשים מיועדת לכיסוי משיכת יתר ולסילוק חוב.

מציעים ריבית אפסית זה שנים רבות. במצב זה משקיעים רבים תרים אחר תשואה, ולשם כך מוכנים ליטול יותר סיכון. בסביבת ריבית נמוכה יש גם יותר הזדמנויות השקעה רווחיות (פרויקטים בעלי NPV חיובי), מה שמגדיל את הביקוש לאשראי. על רקע המצב הטוב של המשק והאבטלה הנמוכה, שיעור חדלות הפירעון נמוך. יתר על כן, בהלוואות בריבית נמוכה הסיכון לחדלות פירעון (Incentive effect) נמוך יותר<sup>6</sup>. 4) פלטפורמות מקוונות נתפסות בעיני הציבור כמיזמים התורמים ל"צדק חברתי" לעומת התדמית השלילית שדבקה במערכת הבנקאית בעולם לאחר המשבר הפיננסי. משמע שהמשקיעים יכולים ליהנות במישרין מהריביות המשולמות על ההלוואות, בלי שהבנק "נוגס" ברווח. בניסיון להעריך מה צופן העתיד לפלטפורמות האשראי המקוונות סוגיית הריבית ללווים ולמלווים היא הסוגיה המרכזית. העלות הסופית של הלוואה מורכבת מכמה רכיבים:

1. בבנקים עלות זו היא תוצאה של עלויות תפעוליות, עלויות רגולטוריות, עלויות מימון (הכוונה לעלות גיוס מקורות) ועלות הסיכון של אי החזר ההלוואה (סיכון אשראי). מהעלויות השונות הבנקים יכולים לנכות הכנסות שאינן מריבית הודות לשירותים אחרים, נוסף על האשראי שהם מספקים.
2. בפלטפורמות המקוונות עיקר העלות הוא עלויות מימון (הכוונה לעלות גיוס הלוואות), משום שהעלויות התפעוליות והרגולטוריות שלהן נמוכות מאוד<sup>7</sup>. בחלק מהפלטפורמות מתווספת עלות בגין סיכון אשראי אם קיים מנגנון ביטוח. ההיתכנות הכלכלית של הפלטפורמות נגזרת מההשוואה של עלויות גיוס המקורות עבורם ועבור בנקים. הבנק מממן את פעילותו מהון מניות, הנפקות אג"ח ופיקדונות. הוא הנושא בסיכון האשראי, שמתבטא בעלות הגיוס של האג"ח והמניות. כנגד זאת מערכת הבנקאות נהנית בדרך כלל מביטוח פיקדונות, רשמי או משתמע, ולכן עלות הגיוס של פיקדונות נמוכה. הפלטפורמות למתן אשראי אינן נהנות מביטוח בחסות המדינה. חלקן מציעות או מחייבות שימוש במנגנון ביטוחי למקרים של פיגור או אי-החזר תשום ועלותו מושתת על הלווים והמלווים. ואולם, ביטוח זה חלקי והוא מכסה הפסדי אשראי רק עד לסכום שהופרש מראש על-ידי הלווים והמלווים. הפלטפורמות אינן נושאות בסיכון האשראי בעצמן, והמלווים אמורים להביא סיכון זה בחשבון ולדרוש תשואה בהתאם לו על ההלוואה שהם מעמידים. לכן ניתן להניח כי עלות גיוס המקורות של הבנקים נמוכה מעלות גיוס ההלוואות של הפלטפורמות, וכי עלות גיוס ההלוואות של הפלטפורמות רגישה יותר לשינויים בסביבת הריבית<sup>8</sup>.

בסביבת ריבית גבוהה יותר היתרון היחסי של הבנקים בעלות גיוס המקורות יהפוך למשמעותי יותר: הואיל ואנשים, בדרך כלל, שונאי סיכון – הרי בסביבת ריבית גבוהה יותר משקיעים עשויים להעדיף פיקדון בנקאי המשלם ריבית סבירה ללא סיכון חדלות פירעון על פני מימון הלוואות מסוכנות. נוסף על כך, אם אחוזי אי הפירעון בהלוואות דרך הפלטפורמות המקוונות יעלו, החשש מהשקעה בהן יגבר, והמלווים ידרשו ריבית גבוהה עוד יותר. ככלל, הפלטפורמות רגישות יותר לשינויי מוניטין, של כל חברה בנפרד ושל הענף כולו. מפקידים בבנקים אינם רגישים לשינויים המחזוריים בהפסדי האשראי של הבנקים בזכות כרית ההון שהם משמרים והאמון בפיקוח היציבותי. האתגר הגדול בפני פלטפורמות האשראי הוא להמשיך ולפעול כשהריבית במשק תעלה, ועמה גם שיעור חדלות הפירעון, והצלחתן בכך תהיה תלויה בהצלחת המודלים להערכת סיכון שפיתחו. הפלטפורמות מסתמכות על פיזור הלוואות כדי להקטין את הסיכון. הדבר אמנם מקטין את הסיכון האידיאוסניקרטי של כל הלוואה, אך אינו מגן מפני עלייה בסיכון הסיסטמי של כלל המשק. כך גם לגבי מנגנון הביטוח שהן מצעות – במידה והעלייה בשיעורי חדלות הפירעון תהיה משמעותית, הפסדי האשראי עלולים לעלות על הסכום הצבור בקרן ההגנה. יוזכר כי הפלטפורמות עדיין לא נאלצו להתמודד עם משבר פיננסי.

לעומת שני התרחישים הקיצוניים – היעלמות מוחלטת של הבנקים לטובת המתווכים המקוונים והיעלמות מוחלטת של האשראי הבלתי אמצעי בסביבת ריבית גבוהה יותר – התרחיש הסביר הוא זה שבו גם בנקים וגם אשראי בלתי אמצעי פועלים בשוק, כמתחרים או כמשלימים. ניתן לומר בוודאות די רבה כי חוויית המשתמש והטכנולוגיה שפיתחו המתווכים

<sup>6</sup> Stiglitz and Weiss (1981)

<sup>7</sup> כך למשל נמצא לגבי ארה"ב: Autonomous Research (2016): Digital lending – the 100 billion dollar question, February

<sup>8</sup> למשל ראו ניתוח לגבי שוק האשראי באנגליה שבוצע על ידי Deloitte ב-2016.

המקוונים ישתלבו במערכת הפיננסית. התפתחותן של הפלטפורמות מחייבת את הבנקים להתייעלות ולהשקעה בשיפורים טכנולוגיים, כפי שאכן קורה בשנים האחרונות, תוצאה מבורכת של התגברות האיום התחרותי. מכל מקום, נכון לעכשיו, בין אם הפלטפורמות מתחרות בבנקים על אותם הלקוחות במחיר אטרקטיבי יותר ובין אם הן משלימות את פעילותם במתן שירות למגזרים מודרים או בהעמדת הלוואות שהבנקים נמנעים מהן, אזי ככל שהיקף הפעילות שלהן יגדל הן יתרמו לתמסורת המונית, בהרחיבן את היצע האשראי בתקופה זו של ריבית נמוכה.

#### ביבליוגרפיה:

BIS, Financial Stability Board (2017). "FinTech Credit, Market Structure, Business Models and Financial Stability Implications".

Cambridge Centre for Alternative Finance (2018). "Expanding Horizons: the third European Alternative Finance Industry Report".

Cambridge Centre for Alternative Finance (2017). "Entrenching Innovation: the 4th UK Alternative Finance Industry Report".

Cambridge Centre for Alternative Finance and Australian Center for Financial Studies (2017). "Cultivating Growth - The 2nd Asia Pacific Region Alternative Finance Industry Report".

Cambridge Centre for Alternative Finance and Chicago-Booth Polsky Center (2017). "The Americas Alternative Finance Industry Report – Hitting Stride".

Cambridge Centre for Alternative Finance and Energy4Impact (2017). "The Africa and Middle East Alternative Finance Benchmarking Report".

Deloitte, (2016) "A temporary phenomenon? Marketplace lending – an analysis of the UK market".

De Roure, C, L. Pelizzon and P. Tasca (2016). "How does P2P Lending Fit into the Consumer Credit Market?", Deutsche Bundesbank Discussion Papers, no 30/2016.

Stiglitz, Joseph E. and Andrew Weiss(1981) . "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information." The American Economic Review 71.3: 393-410.

UBS (2016). "Global banks: is FinTech a threat or an opportunity?".