

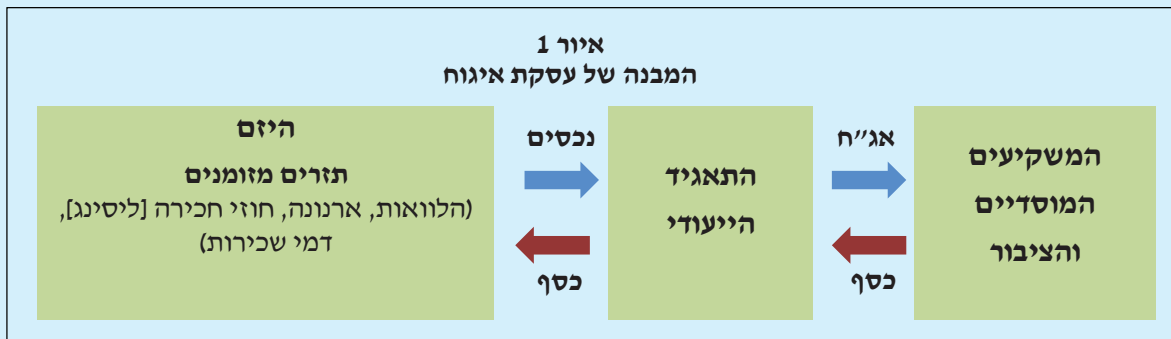
תיבה ד'-2: פיתוח שוק האיגוח

רקע

האיגוח נפוץ במדינות מפותחות היות שכלי זה מרחיב את מקורות המימון של המגזר העסקי, מגביר את התחרות, ותומך בפיזור הסיכונים בין השחקנים השונים בשוק ההון.

כפי שמראה איור 1, בעסקת איגוח בנקים ויזמים אחרים (originators) מוכרים לתאגיד ייעודי (SPE, special purpose entity) זכויות בנכסים שמניבים תזרימי מזומנים, והתאגיד מנפיק אג"ח לציבור המשקיעים ומעביר ליזם את התמורה. התאגיד הייעודי משמש אפוא צינור שמעביר באופן שוטף תזרים שנובע מנכסים לפירעון אג"ח. לשם המחשה, אם יזם מחזיק בבעלותו נכס ריאלי – למשל פרויקט של דיור להשכרה – וברצונו לממן פרויקט חדש, הוא יכול למכור לתאגיד ייעודי את זכויותיו בפרויקט הקיים, והתאגיד ינפיק אג"ח למשקיעים ויפרע אותן באמצעות תשלומי השכירות. בדומה לכך, אם יזם מחזיק בבעלותו נכס פיננסי – אם למשל בנק העניק הלוואות לעסקים קטנים – וברצונו לפנות מקורות אשראי כדי להעניק הלוואות חדשות, הוא יכול למכור לתאגיד ייעודי את זכויותיו בהלוואות הקיימות, והתאגיד ינפיק אג"ח וישלם למשקיעים מתוך התזרים הנובע מהלוואות.

ליזם יש תמריץ לבצע איגוח מפני שהעסקה מאפשרת לו לקבל סכום מהוון ונזיל בהווה בתמורה למכירה של תזרים מזומנים עתידי, וכך לפנות הון למתן אשראי חדש או לפעילות ריאלית; למשקיעים יש תמריץ מפני שהם מקבלים אג"ח מגובה בנכסים ואינם נחשפים לסיכון לחדלות פירעון של היזם. ניתן לאגח מגוון רחב של נכסי בסיס: אשראי לעסקים קטנים ובינוניים, חובות של מחזיקים בכרטיסי אשראי, הלוואות לדיור, ארנונה, חוזי חכירה (ליסינג), דמי שכירות, ועוד.



לישראל יש תמריץ לפתח את שוק האיגוח מפני שהוא יכול לגשר בין צד המקורות לצד השימושים, כלומר בין הכספים שבידי הגופים המוסדיים – כספים שהיקפם מתרחב בקצב עולה בעקבות הרפורמות שנערכו בחיסכון הפנסיוני – לבין המגזרים והתחומים הזקוקים לאשראי, בכללם עסקים קטנים ובינוניים, פיתוח תשתיות, פרויקטים של דיור להשכרה וכו'. המערכת הבנקאית וחברות ריאליות בעלות תזרים מזומנים יציב יכולות להשתמש באיגוח כדי לגייס מקורות למימון פעילותן.

האיגוח בצורתו הפשוטה תורם לצמיחה בת-קיימא, מפני שהוא מגדיל את היצע האשראי במשק וכך מוזיל את עלותו. מחקרים תומכים בתפיסה שפיתוח פיננסי מסייע לפיתוח כלכלי-ריאלי¹, ואיגוח הפך לאחד מעמודי התווך של שוק הון מפותח. אולם לצד יתרונותיו האיגוח גם סובל מחיסרון, היות שבהיעדר רגולציה מתאימה הוא עלול להשפיע לרעה על יציבותה של המערכת הפיננסית, ומעיד על כך המשבר שפרץ ב-2008 בארצות הברית.

מצב עניינים זה הנחה את הצוות הבין-משרדי לקידום האיגוח בישראל. כדי לקדם את האיגוח תוך שמירה על יציבותה של המערכת הפיננסית, הצוות גיבש הוראות שנועדו לספק שקיפות לגבי נכסי הבסיס ולמנוע מורכבות בהם, לצמצם את הסיכונים לנכסים המאוגחים בלבד, לנתק בין היזם לתאגיד הייעודי, ולהרחיב את זהות האינטרסים בינו לבין המשקיעים. מכלול ההוראות, לצד פיקוח שוטף וקפדני, יאפשר לפתח את שוק האיגוח באופן מדוד ומאוזן ולשמור על היציבות. הצוות פרסם דוח להערות הציבור באוגוסט 2014².

היקפי האיגוח בעולם צמחו במהירות בראשית העשור הקודם, אולם ב-2008 הם הצטמצמו משמעותית עקב המשבר הפיננסי. במהלך 2009 החל השוק להתאושש, בעיקר מפני שהבנקים המרכזיים תמכו בו מתוך תפיסה שזהו כלי חשוב לתמיכה במערכת הפיננסית ואמצעי לעודד את הכלכלה הריאלית.

חרף הכשלים שהתגלו במשבר קיימת הסכמה כי שוק האיגוח ימשיך להיות מרכיב חשוב בשוק המימון הבין-לאומי. דוח של הבנק המרכזי של אנגליה והבנק המרכזי האירופי, למשל, מציין כי "שוק [האיגוח] מתכווץ. זהו מקור לדאגה, משום שכאשר יש לשוק זה מבנה ורגולציה נאותים, הוא יכול להשלים מקורות אחרים למימון ארוך טווח של הכלכלה הריאלית, לרבות מימון לעסקים קטנים ובינוניים"³. תפיסה זו נסמכת על העובדה שבשוקי איגוח בעלי יסודות איתנים לא אירע כשל, והשוק המשיך לתפקד: שיעורה של חדלות הפירעון בשוק האיגוח באירופה עמד בין יולי 2007 לרבעון השלישי של 2013 על 0.05% בלבד⁴. יתר על כן, הבעיה בשוק האיגוח האמריקאי התמקדה באיגוח של משכנתאות בסיכון גבוה (סאב-פריים)⁵.

השלכותיו של שוק האיגוח על המערכת הפיננסית

א. יתרונותיו של שוק האיגוח

הוזלת מקורות המימון והרחבתם: האיגוח מצמצם את הסיכון למשקיעים אך ורק לנכסים המאוגחים – כלומר הוא אינו חושף אותם לסיכון הכללי של היזם – ותיחום הסיכון צפוי להוליך לדירוג אשראי גבוה יותר. האיגוח יקל אפוא הן

¹ קיימת ספרות ענפה בנושא זה. ראו בין היתר:

Greenwood, J. and B. Smith (1997), "Financial Markets in Development and the Development of Financial Markets", *Journal of Economic Dynamics and Control* 21(1), pp.145-81. Levine, R. (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature* 32(2); Levine, R. and S. Zervos (1998), "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", *American Economic Review*, June, pp. 537-558.

² הצוות כלל נציגים של רשות ניירות ערך, משרד המשפטים, אגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון במשרד האוצר, רשות המסים ובנק ישראל. בנק ישראל גם ריכז את עבודתו. דוח הביניים של הצוות מופיע בכתובת:

<http://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages-12-08-2014/Securitization.aspx>

³ European Central Bank and Bank of England (2014), "The Impaired EU Securitisation Market: Causes, Roadblocks and How to Deal With Them".

⁴ שיעורה של חדלות הפירעון של ABS (איגוח מגובה נכסים), RMBS (איגוח מגובה הלוואות לדיר) ו-SME CLO (איגוח מגובה אשראי לעסקים קטנים ובינוניים) עמד, בהתאמה, על 0.04%, 0.1% ו-0.4%. פרטים מופיעים בנייר לדיון שנכתב בבנק המרכזי של אנגליה:

Bank of England (2014), "The Case for a Better Functioning Securitization Market in the European Union", A Discussion Paper.

⁵ שיעורה של חדלות הפירעון באיגוח מגובה נכסים בארה"ב עמד ב-2012 על 0.36% בלבד, וב-2010 הוא עמד על 0.61% בלבד.

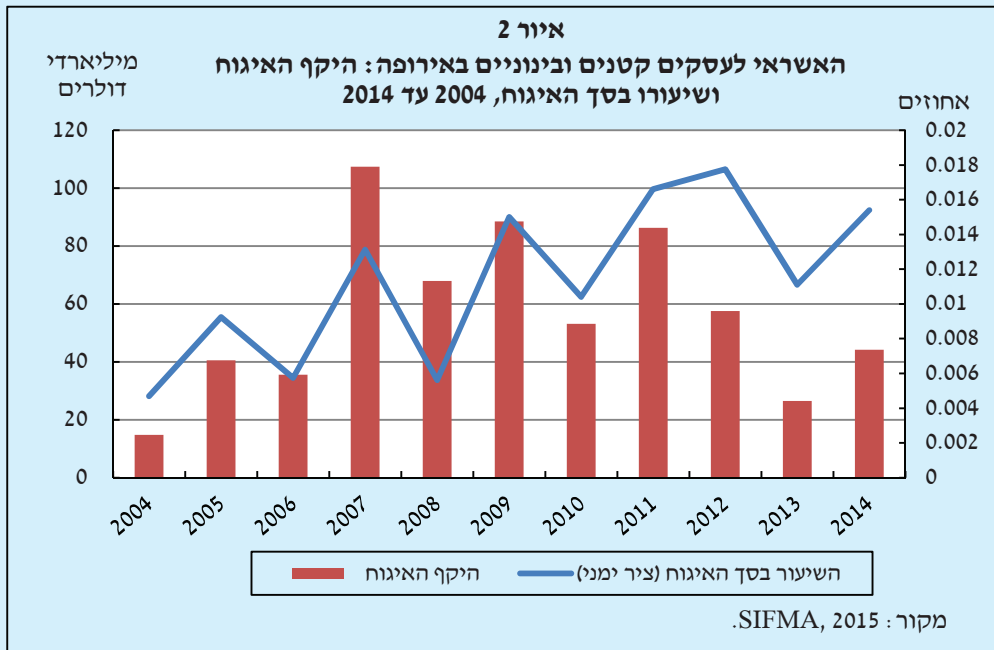
Standard & Poor's (2013), *Global Structured Finance Default Study, 1978-2012: A Defining Moment For Credit Performance Stability*.

על המשקיעים והן על היזמים: המשקיעים יוכלו להעריך את הסיכון טוב יותר, והיזמים יוכלו לגייס כספים בריביות נמוכות יותר, במיוחד אם אין להם דירוג גבוה והם מאגחים נכסים איכותיים. חברות בינוניות וגדולות יוכלו לגייס אשראי באמצעות איגוח, וכך להתמקד בפעילות הריאלית במקום בפעילות פיננסית.

הרחבת אפיקי ההשקעה ופיתוח שוק האשראי החוץ-בנקאי: הגופים המוסדיים והציבור הרחב ייחשפו למגוון נכסים שמייצרים תזרים מזומנים קבוע. איגוח נכסים יציע לפיכך אפיק השקעה חדש, מגובה בטוחות איכותיות, עבור החיסכון ארוך הטווח של הציבור. אפיק זה נעשה רלוונטי במיוחד לאחר הרפורמות המבניות שנערכו במשק, מכיוון שרפורמות אלה הגדילו את החיסכון לטווח ארוך והובילו לעלייה מתמדת בסכומי הכסף שהמשקיעים המוסדיים מנהלים. אלטרנטיבה זו תתחרה בהשקעה באג"ח חברות, אפיק שבתקופות מסוימות עורר חשש כי הוא מתומחר ביתר בשל מיעוט החלופות להשקעה. הקטנת הריכוזיות בתחום האשראי תגביר את התחרות ותקל על גיוס מימון לפעילות הריאלית במשק.

פינוי הון במערכת הבנקאית: המערכת הבנקאית מוגבלת ביכולתה להעניק אשראי חדש, אבל יש לה יתרון בחיתום הלוואות ובניהולן השוטף. היקפי החיסכון הולכים וגדלים כאמור, אולם המשקיעים המוסדיים אינם מתמחים בחיתום ובמתן אשראי לכל סוגי הלווים. איגוח יאפשר למערכת הבנקאית להעביר לשוק ההון חלק מההתחייבויות והסיכונים, וכך לפנות מקורות מימון למתן הלוואות חדשות למגזרים שזקוקים לאשראי, תוך שיפור נגישותם של המקורות למגוון עסקים. מאחר שהאשראי הבנקאי משמש לעסקים הקטנים והבינוניים בישראל מקור כמעט יחידי של מימון חיצוני, האיגוח חיוני להקלה על המגבלות הפיננסיות שלהם.

בכוונת הפיקוח על הבנקים להתיר איגוח של מגוון סוגי אשראי, לרבות איגוח הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים (SMEs), במטרה להגדיל את היצע האשראי למגזר זה. עם זאת, בכוונת הפיקוח להותיר על כנה את ההוראה האוסרת על ביצוע עסקאות מורכבות (כמו CDO ו-CDO²), כפי שהמליץ הדוח שפרסם הצוות לקידום האיגוח. הדבר נועד למנוע הנפקה של מכשירים מורכבים ולאפשר הערכה נכונה יותר של הסיכונים הטמונים בנכסי הבסיס ותמחור הולם של הסיכון. כפי שמראה איור 2, במדינות אירופה איגוח הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים (SMEs) מהווה נתח משמעותי וגדל מסך עסקאות האיגוח. חלק מהמדינות מחייבות את המוסדות הבנקאיים להעניק אשראי חדש לעסקים קטנים תמורת תמיכה ממשלתית באיגוח.



ב. שמירה על יציבותה של המערכת הפיננסית

שוק האיגוח יכול כאמור להגביר את התחרות בשוק ההון ולהגדיל את היצע האשראי, אך גלומים בו סיכונים שיש לטפל בהם. כל השקעה כרוכה בסיכון, וכמו בכל השקעה גם כאן יש לאזן בין היתרונות לסיכונים.

הסיכון המוסרי (moral hazard): סיכון מוסרי מתפתח כאשר היזם יוצר נכסים שעתידים להימכר באמצעות איגוח ואינו נושא בתוצאותיו של הסיכון הטמון בנכסים. מצב זה מתמרץ את היזם ליצור מראש (*ex ante*) – כלומר לפני ביצוע האיגוח – סיכונים גדולים מתוחלת הרווח, להעבירם הלאה לשחקנים אחרים בשרשרת שוק ההון, ולנצל את ההון שהתקבל ליצירת נכסים חדשים למכירה (*generate to distribute*). כך נוצר מבנה תמריצים לקוי, היות שהוא מעודד יצירת נכסים בלתי איכותיים לשם מכירתם.

מענה ראשוני לסיכון זה מצוי בפיקוח השוטף על הגופים המנהלים כספי ציבור, בדומה לפיקוח הקיים על השקעות בנכסים אחרים. מענה שני לבעיה טמון בהרחבת זהות אינטרסים בין היזם למשקיעים באמצעות הוראה שמחייבת את היזם להותיר בידי חלק מהסיכון: אם ייווצר כשל אשראי, היזם יספוג הפסד על החלק שנותר אצלו. ככל שעולה שיעור הותרת הסיכון כך גדלה זהות האינטרסים בין היזם לבין המשקיעים בתאגיד הייעודי. אולם היות שהקמת כלי האיגוח כרוכה בעלות קבועה, שיעור גבוה מדי של הותרת סיכון יקטין את נפח העסקה המאוגחת עד כדי מניעת האיגוח. זוהי הסיבה לכך שלפני המשבר הפיננסי, ועד לאחורונה, לא הייתה חובה להותיר בידי היזם כל שיעור מהסיכון, אף לא בהלוואות מסוכנות, ועל כן לא נוצרה זהות אינטרסים בין היזם לבין המשקיעים, אף לא באופן חלקי.⁶

מענה שלישי לבעיית הסיכון המוסרי נוגע לשחקנים חוזרים והוא נעוץ בסיכון המוניטין. כשל אשראי במספר רב של נכסים שהועברו באיגוח יפגע משמעותית במוניטין של היזם. הפגיעה תקשה עליו לגייס הון בעתיד, והיא גם כרוכה במחיר כלכלי בלתי מבוטל. הוראות שמבטיחות מכר אמתי ואוסרות על תמיכה בנזילות – הוראות שלא היו קיימות בעולם לפני המשבר – יאפשרו בין השאר לתמרץ שחקנים חוזרים בשוק האיגוח להקפיד על איכות הנכסים המועברים בו.

תמחור הנכסים: בין היזם למשקיעים קיים פער מידע מובנה באשר לשווי הנכסים המאוגחים. לזים אין תמריץ לגלות מידע שעשוי לפגוע בשווי הנכסים (*adverse selection*), ובטווח הארוך שוק בלתי שקוף עלול להוליך להידרדרות מתמשכת באיכות הנכסים ("שוק לימונים").⁷

הפתרון העיקרי לבעיה זו מצוי בהגברת דרישת השקיפות לגבי הנכסים המאוגחים. שקיפות תצמצם את פערי המידע בין היזם לבין המשקיעים וחברות הדירוג, ותסייע לבצע תמחור טוב יותר. לפתרון זה הציע הצוות לקידום האיגוח צעד משלים: לאסור על איגוח מורכב (CDO ו-CDO²), על מנת לתת מענה למקרים שבהם הנכסים המאוגחים מורכבים מדי לניתוח ולתמחור. צעדים משלימים אלה יוכלו להפחית את הסיכון לתמחור לקוי ולהפוך את מכשיר האיגוח למוצר קל יותר לתמחור מאשר אג"ח חברות.

לחברות הדירוג תפקיד מרכזי בתמחור הנכסים באיגוח, היות שהמשקיעים נוהגים להסתמך על דירוגיהן. לנוכח הכשל שאירע בתחום הדירוג לפני המשבר העולמי, חברות הדירוג עדכנו את המתודולוגיה להערכת הסיכונים במכשירים מובנים.⁸ נוסף לכך הן הוכפפו לרגולציה חדשה, הן בעולם והן בישראל, וזו מסדירה את פעילותן ומחייבת אותן להתנהל באופן זהיר ואחראי יותר.⁹

⁶ הרגולציה בארה"ב ובאירופה אימצה שיעור הותרת סיכון בגובה 5%. אולם בתחום המשכנתאות הכשירות (*qualified mortgages*) בארה"ב השיעור עומד בפועל על 0%. לעומת זאת, הצוות לקידום האיגוח בישראל המליץ על שיעור כפול – 10%.

⁷ Akerlof, G.A. (1970) "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3.

רבות נכתב על הסיבות שהובילו את ארה"ב למשבר הסאב-פריים, לרבות על תמחור לקוי של סיכונים. ראו למשל:

Gorton, G.B. (2008), "The Panic of 2007", NBER WP/14358; Gorton, G.B. (2008), "The Subprime Panic", NBER WP/14398

⁸ השלוחות הישראליות של חברות הדירוג הבין-לאומיות משתמשות במתודולוגיה הבין-לאומית.

⁹ החוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע"ד-2014, והתקנות שהותקנו מכוחו, ייכנסו לתוקף באפריל 2015.

שוק האיגוח בישראל

בשעה שבכמה ממדינות העולם שוק האיגוח גדול עד כדי כך שהוא דומה בהיקפו לשוק אג"ח החברות, בישראל שוק זה כמעט אינו קיים. בדירוג שערך ה-World Economic Forum ב-2012 הגיע גודלו של שוק האיגוח הישראלי למקום ה-54 מבין 59 מדינות. עסקאות האיגוח המעטות שנעשו בישראל התרכזו בתחומים של חכירה (ליסינג) ונדל"ן מניב, והן נעשו על סמך חוות דעת משפטיות נקודתיות וללא הסדרה כוללת. החל משנות ה-90 המליצו כמה ועדות ממשלתיות לפתח את שוק האיגוח בישראל. החסמים המונעים את התפתחותו מצויים בתחומי החקיקה, המיסוי, הרגולציה והחשבונאות. הדוח שהכין הצוות לקידום האיגוח כולל הצעות מפורטות לתיקוני חקיקה שנועדו להסיר את החסמים. הדוח מניח תשתית לאיגוח של מגוון נכסים – כגון אשראי לעסקים קטנים ובינוניים, הלוואות קמעונאיות ונדל"ן מניב – מתוך תפיסה שמכשיר זה יכול להזרים הון לכלכלה הריאלית. ההמלצות בדוח הביניים מאזנות בין הסיכונים האינהרנטיים לפיתוח פיננסי לבין היתרונות הטמונים בהתפתחות מדודה וזהירה של שוק חשוב זה.