



דוח ביניים

הצוות לקידום האיגוח בישראל



תוכן עניינים

3	תקציר מנהלים
4	מבוא
6	היבטים משפטיים
7	היבטים הנוגעים לצד הביקוש בעסקאות איגוח
7	(1) הנפקה לציבור
8	(2) הנפקה למוסדיים
8	היבטי פיקוח, מגבלות והוראות שיחולו על יזם בעסקת איגוח
8	(1) תאגידים בנקאיים שמשמשים כיוזמים
9	(2) גופים מוסדיים שמשמשים כיוזמים
10	(3) אחריות יזם במסגרת הנפקה לציבור
10	היבטי מיסוי עסקאות איגוח
11	סיכום
11	עבודת הצוות
12	עסקות איגוח בעולם ובארץ
13	1.1 תיאור המכשיר
14	1.2 המצב בעולם
17	1.3 המצב בישראל
18	היבטים משפטיים
19	2.1 True Sale
21	2.2 המחאת חיובים
21	2.3 המחאת זכויות שטרם באו לעולם
22	2.4 חובת רישום בטוחות (משכונות)
23	2.5 הגנה על זכויות הלווה
24	פיקוח, מגבלות והוראות שיחולו על יזם בעסקת איגוח
25	3.1 תאגיד בנקאי המשמש כיוזם
31	3.2 גוף מוסדי המשמש כיוזם
31	3.3 אחריות יזם במסגרת הנפקה לציבור
32	הנפקה לציבור
33	4.1 התאגיד הייעודי (SPE)
34	4.2 השרת
35	4.3 המאגח
35	4.4 אחריות יזם ומאגח
36	4.5 סדרות של תעודות התחייבות
36	4.6 רכישה עצמית של תעודות התחייבות מגובות בנכסים
37	4.7 שמירת סיכון האשראי אצל היוזמים ואצל המאגח
37	4.8 החלפת נכסים מגבים
38	4.9 איגוח מתגלגל
38	4.10 זכויות צדדים שלישיים בנכסים המגבים

38	4.11 פדיון מוקדם כפוי
38	4.12 פירעון תעודות התחייבות מגובות בנכסים
39	4.13 מודל הגילוי : גילוי בתשקיף ובדיווח שוטף על ידי ה-SPE
40	חברות הדירוג
42	מיסוי עסקאות איגוח
43	6.1 ניתוח עסקת האיגוח
44	6.2 מיסוי עסקאות איגוח בעולם
47	6.3 המודלים שנבחנו על-ידי הצוות
47	6.3.2 מודל התזרים
47	6.3.3 מודל מיסוי ה-SPE
48	6.4 סיכום ומסקנות
48	6.4.1 מודל המיסוי הנבחר
51	כללי החשבונאות בעסקאות איגוח לציבור
53	נספח א' - חוזרים והנחיות
62	נספח ב' - חברי הצוות לקידום האיגוח בישראל
63	נספח ג' – רשימת הגופים והאנשים שאתם התייעץ צוות האיגוח
64	נספח ד' - הצעה מטעם הצוות לנוסח הצעת חוק להסדרת עסקאות איגוח

תקציר מנהלים



עסקאות איגוח (securitization) הן כלי מרכזי לפיזור סיכונים ולהעברתם במערכת הפיננסית. בעסקת איגוח מונפקות תעודות התחייבות שפירעון מובטח על ידי תזרים מזומנים מוגדר מראש, הצפוי לנבוע מנכס או מקבוצת נכסים מוגדרים.

עסקאות איגוח מתנהלות באופן הבא: **יזם (originator)** מזהה ומבודד קבוצת נכסים שברצונו לאגח. היזם יוצר **ישות משפטית ייעודית** או נעזר בישות משפטית קיימת לביצוע האיגוח (להלן: SPE),¹ כדי שזו תהיה נפרדת מהיזם מבחינה משפטית וכלכלית, ולפיכך גם לא תהא כפופה לסיכונים 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. בעסקאות איגוח רבות משמש היזם גם כ"**שרת (servicer)**" להבטחת תזרים המזומנים הנוצר על ידי הנכסים המאוגחים.² השימוש בישות הייעודית נועד לאפשר השקעה שהסיכון הכרוך בה ממוקד לנכסים המגבים בלבד, בלי הסיכון שכרוך בהשקעה כוללת ביזם.

שוק איגוח יכול לתרום רבות ליעילות המערכת הפיננסית וליכולת העברת הסיכונים בה. עסקאות איגוח מגדילות את יכולת גיוס ההון של גופים פיננסיים וחברות, ומעניקות אפשרות השקעה מגובה בבטוחות איכותיות. פיתוח שוק איגוח בישראל על בסיס מבנה תמריצים נכון, רגולציה מתאימה ותשתית המעניקה ודאות משפטית לכל הצדדים בעסקה יגדילו את יכולת ניהול הסיכונים, הן של הגופים המנפיקים והן של הגופים המשקיעים. בנוסף, עסקאות האיגוח עשויות לסייע לפתרון הכשל שחוה שוק ההון הישראלי בשנים האחרונות, שנבע מביקוש יתר בשוק אג"ח חברות של ציבור המשקיעים לאפיק השקעה הנחשב סולידי, זאת בדרך של גיוון חלופות להשקעה.

למרות שטמונים בשוק האיגוח סיכונים, שעלולים להתממש בהיעדר פיקוח ראוי, במדינות שבהן הוחלה רגולציה מתאימה לא התפתח שוק האיגוח לכדי בועה. במדינות אלה לא נחשפו כשלים חמורים, והשווקים שלהן המשיכו לתפקד גם במהלך המשבר. גופים כלכליים מרכזיים בעולם ניתחו את הגורמים למשבר והציעו שינוי ברגולציה על שוק האיגוח, אך בד בבד הדגישו כי שוק זה חיוני ומהווה ערוץ אשראי הכרחי עבור הכלכלה.³

שוק האיגוח בישראל אינו מפותח, ונמצא בתחילת דרכו. בישראל ישנו קושי בקיום עסקאות איגוח מאחר שחסרה תשתית מתאימה בתחומי החקיקה, המיסוי, הרגולציה והחשבונאות. בעוד שבעולם שוק האיגוח דומה בגודלו לשוק איגרות החוב של חברות, בישראל שוק זה הנו מזערי ושוויו עומד על מיליארדי ש"ח בודדים. בהשוואה בינלאומית של גודלו של שוק האיגוח שנעשתה בדוח לשנת 2012 על ידי ה-World Economic Forum, מוצבת ישראל במקום ה-54 מבין 59 מדינות שדורגו.⁴

¹ מונחים נוספים מקובלים לעניין זה הם: ישות ייעודית; SPV (Special Purpose Vehicle); SPC (Special Purpose Company). המונחים שישמשו בדוח זה הם תאגיד ייעודי או SPE.

² להרחבה ראה גם את דוח הוועדה לבחינת היבטים הנוגעים להנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים (איגוח), יוני 2005 (להלן – ועדת חיימוביץ-אשר), בסעיף 2.

³ בין הגופים שבחנו את שוק האיגוח נמנים ה-IMF, הפרדלר רובר, פורום ה-G20, המועצה ליציבות כלכלית, המועצה המייעצת לסנאט האמריקני ועוד. לדידם, יש להגביר את הרגולציה על שוק האיגוח. מרבית ההמלצות נוגעות להגברת השקיפות, טיפול במבנה התמריצים, שינוי התקינה החשבונאית וקביעת סטנדרטים מינימאליים לאיכות הנכסים.

⁴ ניתן לראות את הדוח במלואו באתר ה-World Economic Forum:

http://www3.weforum.org/docs/WEF_FinancialDevelopmentReport_2012.pdf

לצורך פיתוח שוק האיגוח בישראל הוקם צוות בין-משרדי (להלן: "הצוות"), אשר נתן את דעתו ללקחי המשבר, ובהמלצותיו נלקחו בחשבון כשלים אפשריים בשוק האיגוח.

המטרות המרכזיות של עסקאות איגוח הן להביא לפיזור אופטימלי של הסיכונים בשווקים הפיננסיים, כפי שיתואר בהמשך, ולספק מקורות מימון נוספים. איגוח תזרימים המגובים בנכסים (Asset Backed Securities – ABS) כמו החזרי הלוואות מסחריות, חובות מעסקאות בכרטיסי אשראי, ארנונה, ליסינג וזרמי תקבולים עתידיים אחרים חשוב מאוד להתפתחות שוק ההון בישראל.

באירופה ובארצות הברית קיים איגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים (SME's). איגוח מן הסוג הזה מאפשר פינוי מקורות למתן הלוואות חדשות לעסקים, ועל ידי כך מהווה אחד הכלים לשיפור הנגישות לאשראי לעסקים קטנים ובינוניים. הליך מתן הלוואה וגבייתה הנו הליך סבוכ, הדורש משאבים וניסיון. בישראל התאגידים הבנקאיים חולשים על רובו המוחלט של שוק האשראי לעסקים קטנים ובינוניים, והם הגופים המנוסים במתן הלוואות ובגבייתן. מכאן שיש יתרון למנגנון אשר ישאיר את ניהולן של הלוואות אלו בקרב הבנקים, אך יאפשר לשתף בחלק מהסיכון את ציבור המשקיעים בשוק ההון. מנגנון כזה ייטיב עם המערכת הפיננסית כולה: מחד גיסא, הבנקים יוכלו להפנות הון למתן הלוואות חדשות, תוך המשך ניהולן. מאידך גיסא, ציבור החוסכים ייהנה מאפשרויות השקעה חדשות לטווח בינוני וארוך המותאמות לפרופיל הסיכון שלו.

הצעדים המוצעים על ידי הצוות והשינויים המוצעים בחוק חלים על כל עסקת איגוח שהיא, שכן מנגנון מכירת תזרימי מזומנים באמצעות תאגיד ייעודי, סיווג העסקה כמכר, היבטי מס וחשבונאות – כל אלה משותפים לכל סוגי האיגוחים. לפיכך התשתית שתבנה לקידום עסקאות האיגוח תוכל לקדם מגוון רב של עסקאות איגוח מתחומים שונים בישראל.

חשוב להדגיש שהליך האיגוח טומן בחובו בעיה של סיכון מוסרי (moral hazard) הנוצר במצבים שבהם מי שיוצר את הסיכון אינו נושא בהשלכות של הסיכון שיצר, אבל מפיק רווח ממנו. מצב זה מתמרץ ליטול סיכונים שגדולים מתוחלת הרווח שלהם. כפי שיפורט בהמשך, הצוות נקט כמה צעדים אשר מטרתם לצמצם את הסיכון המוסרי הגלום בעסקאות איגוח ולהביא לתמחור נכון של הסיכון הגלום בעסקה כפי שכבר נכתב במסקנות של צוותים שונים שקמו בעקבות המשבר הפיננסי האחרון.

הצוות מאמין כי התשתית המוצעת, אשר מיישמת את המסקנות שהופקו מהמשבר האחרון, תעזור ליישום עסקאות האיגוח בצורה זהירה ותביא ליצירת כלי השקעה אמין ויעיל אשר יתמוך בפיתוח שוק האשראי ויעזור ליכולת פיזור הסיכונים בשוק ולשכלולו של שוק ההון בישראל.

מטרת הצוות היא לקדם ולפתח את שוק האיגוח בישראל ולטפל בנושאים שהיו עד היום חסמים בפני התפתחותו. במסמך זה יוצג, כאמור, אופן הטיפול בחסמים, וכן יוצגו השיקולים והניתוח הכלכלי-פיננסי אשר שימשו את הצוות בגיבוש מסקנותיו והמלצותיו בנושא קידום עסקאות איגוח בישראל.

לאורך כל הדרך השתדל הצוות לשמור על האיזון הנכון בין האינטרסים השונים של היזם, לקוחותיו, החברה המנפיקה וציבור המשקיעים, תוך שמירה על היציבות הפיננסית. המלצות הצוות ותיקוני החקיקה המוצעים גובשו תוך מעקב אחר ההמלצות הבינלאומיות והתאמתן למבנה השוק בישראל ותנאיו. יתר על כן, הצוות החליט כי יש ליישם את האיגוח בישראל בשלבים, תוך נקיטת אמצעי זהירות מרביים.

להלן יפורטו בקצרה היבטים שונים שבחן הצוות במסגרת גיבוש מסקנותיו:

היבטים משפטיים

כיום חסרה בישראל תשתית משפטית ראויה לביצוע עסקאות איגוח. היעדרה של תשתית משפטית היווה חסם מרכזי ליצירת שוק איגוח בישראל. בנוסף, נתגלו חסמים משפטיים אשר הפכו את עסקאות האיגוח למסורבלות ויקרות. כדי לאפשר עסקאות איגוח בישראל ולהבטיח כי עסקאות האיגוח ייעשו תוך ודאות משפטית מקסימלית, וכן כדי לפשט את הליך האיגוח, טיפל הצוות בארבע סוגיות משפטיות עיקריות, ואת המלצותיו עיגן בהצעת חקיקה המצורפת לדוח זה בנספח ה' :

1. סיווג העסקה כמכר או כהלוואה מובטחת במשכון – סוגיית ה-“True Sale”:

מאחר שלעסקה נלווים לעתים מאפיינים של עסקת אשראי (הותרת סיכונים בידי החברה המעבירה, זכויות שארית, ניהול הגבייה והמימוש וכו'), קיים חוסר ודאות בנוגע לסיווג העסקה כעסקת מכר אמתית (“True Sale”) או כעסקת אשראי מגובה במשכון. לסיווג העסקה יש השלכות משפטיות על זכויותיו של כל צד בהליך, שכן אם העסקה תסווג כאשראי מגובה במשכון יש חשש שהתשלומים העתידיים למחזיקי ניירות הערך לא יועברו כסדרם במקרה של חדלות פירעון של היזם. מכאן, סיווג עסקת האיגוח כעסקת מכר הוא מהותי לכדאיות העסקה, ויש לו השלכות על הריבית שתידרש ועל דירוג איגרות החוב. כמו כן, יש לכך השלכות על הסיכונים של גופים בנקאיים, ומכאן על כמות ההון הפנויה לצורכי אשראי.

כדי ליצור ודאות מספקת מוצע לקבוע מפורשות בחוק שעסקה אשר עומדת בתנאים שייקבעו תסווג כעסקת מכר ולא כהלוואה. מוצע לקבוע, כי כדי שהעסקה תיחשב לעסקת מכר, יש להקנות לה פומביות באמצעות רישום העסקה במרשם הרלוונטי. פומביות זו תאפשר ליתר נושיו של היזם לכלכל את צעדיהם בעסקאות עמו, וכך תגן עליהם. נוסף על כך, כדי שתיחשב לעסקת מכר, על העסקה לקיים סממנים המעידים על העברת בעלות.

2. המחאת זכויות שטרם באו לעולם – האפשרות להמחות זכויות שטרם נוצרו:

לעתים הנכסים המגבים עסקאות איגוח הנם זכויות שטרם באו לעולם. כך, לדוגמה, ניתן לאגח אחוז מסוים מעסקאות בכרטיסי אשראי שבהן תבצע חברת כרטיסי האשראי איגוח בכל שנה. העסקאות טרם נוצרו, ומכאן שטרם קמו ליזם זכויות מכוחן. חוסר ודאות באשר לשאלה אם ניתן, לפי הדין הקיים בישראל, להמחות זכויות שטרם באו לעולם, יכול להעמיד בספק את תקפותה של עסקת האיגוח כאשר מאגחים זכויות כאמור.

לפיכך מוצע לקבוע בחוק מפורשות כי ניתן להמחות זכויות לקבלת כספים שטרם באו לעולם לצורך עסקאות איגוח, ובלבד שהן הממחה והן הנמחה הנם תאגידים. מוצע לקבוע כי הקניין בזכות ייווצר רק במועד היווצרותה של הזכות, ועד למועד זה קיימת זכות אובליגטורית בלבד. עם זאת, לעניין תחרות זכויות עם צד שלישי ייראו את הזכות כאילו הומחתה ל-SPE במועד רישומה.

3. רישום בטוחות נלוות – הבטחת פשטות ההליך של העברת המשכונות מהבנק לידי ה-SPE

(המקרה הפרטי של איגוח משכנתאות)

בעסקת איגוח, מלבד העברת התשלומים העתידיים, יש להעביר לידי ה-SPE את השעבוד על הנכסים המגבים, שניתנו כבטוחה להבטחת התשלומים העתידיים. בעסקאות מסוג איגוח משכנתאות המקרקעין הממושכנים הם הבטוחה שניתנה להבטחת הנכסים המגבים. על מנת

לבצע את עסקת האיגוח בהתאם לחוק המוצע, דרושה העברה של השעבוד על המקרקעין מידי היזם לידי ה-SPE, ולפיכך יש לרשום את ההעברה במרשם המקרקעין. מוצע להקל על רישום הבטוחות באמצעות דרישת שטר העברה אחד בלבד לכל מחוז של רשם המקרקעין. יצוין כי הקלות משמעותיות נוספות ברישום שעבודים שניתנו להבטחת המחאות כאמור הוסדרו כבר במסגרת חוק ההסדרים במשק המדינה (תיקוני חקיקה להשגת יעדי התקציב והמדיניות הכלכלית לשנת הכספים 2003), תשס"ג-2002⁵ (להלן: "**חוק ההסדרים**"), ככל שמדובר בגופים מפוקחים.

4. ניהול הגבייה והמימוש

בעסקת איגוח מומחות זכויות היזם אל גוף אחר (ה-SPE). הזכויות המומחות נובעות מזכויות שיש ליזם על פי חוזים בינו ובין לקוחותיו (להלן: "**עסקת היסוד**"). במקרים שבהם היזם הנו גוף מפוקח, ההגנה המוענקת ללקוחות בכל הנוגע לאופן ניהול החוב עשויה להיפגע. לאור האמור, מוצע לקבוע כי אם עסקת היסוד (כגון הלוואה בעסקת משכנתא מבנק) נערכה עם גוף מפוקח, קרי תאגיד בנקאי או גוף מוסדי, המשך ניהול, ככל שנדרש לשם הבטחת גביית התשלומים, יהיה בידי היזם. אולם אם מדובר ביזם שהנו גוף מפוקח, והתאגיד הייעודי אף הוא גוף מפוקח, המשך הניהול יוכל להתבצע בידי התאגיד הייעודי. עם זאת, מוצע לקבוע כי ניהול כאמור יתאפשר רק אם ניתנו הוראות בעניין זה על ידי המפקח על הבנקים או הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון, לפי העניין, ובהתאם לאותן הוראות. מוצע להסמיק את שר המשפטים לקבוע מקרים נוספים שבהם תאגיד ייעודי לא יהיה רשאי לבצע פעולה כלשהי לשם ניהול עסקת היסוד אלא באמצעות תאגיד מסוג שיקבע השר.

היבטים הנוגעים לצד הביקוש בעסקאות איגוח

(1) הנפקה לציבור

הצעות לציבור ייעשו על פי תשקיף שרשות ניירות ערך (להלן: "**הרשות**" או "**רשות ניירות ערך**") התירה את פרסומו. במסגרת החקיקה המוצעת על ידי הצוות משולבת הצעה של רשות ניירות ערך לתיקון חוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1968 (להלן: "**חוק ניירות ערך**").

ההצעה לתיקון חוק ניירות ערך לעניין זה מהווה נדבך משלים להצעת החקיקה של משרד המשפטים, כפי שיפורט להלן. לפי המוצע, רק עסקאות איגוח שיקיימו את התנאים הקבועים בהצעת החקיקה של משרד המשפטים, וייהנו לפיכך מוודאות משפטית בקשר לסיווג העסקה כעסקת מכר, ובנוסף, יקיימו

⁵ ס' 45 קבע כדלקמן:

45. על אף האמור בכל דין, תאגיד נעבר אינו רשאי לבצע פעולה כלשהי לניהול הלוואה המובטחת, לגביית החזר הלוואה או מימוש הבטוחה, אלא כמפורט להלן:

(1) לגבי תאגיד נעבר שאינו תאגיד בנקאי ואינו מבטח –
(א) באמצעות תאגיד בנקאי – כאשר התאגיד המעביר שלזכותו ניתנה הבטוחה לראשונה (בסעיף זה – תאגיד מעביר) הוא תאגיד בנקאי;
(ב) באמצעות מבטח – כאשר התאגיד המעביר הוא מבטח;
(2) לגבי תאגיד נעבר שהוא תאגיד בנקאי –
(א) בעצמו או באמצעות תאגיד בנקאי אחר – כאשר התאגיד המעביר הוא תאגיד בנקאי, או כאשר התאגיד המעביר הוא מבטח והמפקח כהגדרתו בחוק הפיקוח על עסקי ביטוח, התשמ"א – 1981, נתן אישורו לכך;
(ב) באמצעות מבטח – כאשר התאגיד המעביר הוא מבטח;
(3) לגבי תאגיד נעבר שהוא מבטח –
(א) בעצמו או באמצעות מבטח אחר – כאשר התאגיד המעביר הוא מבטח או כאשר התאגיד המעביר הוא תאגיד בנקאי והמפקח כהגדרתו בחוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א – 1981, נתן אישורו לכך;
(ב) באמצעות תאגיד בנקאי – כאשר התאגיד המעביר הוא תאגיד בנקאי.

את ההוראות הקבועות בהצעת הרשות, יוכלו לשמש בסיס להצעת ניירות ערך לציבור על פי תשקיף שהרשות תתיר את פרסומו.⁶

בין ההוראות המובאות בהצעה לתיקון חוק ניירות ערך ניתן למצוא:

- הוראות בדבר חתימה על תשקיף ועל טיוטת תשקיף
- הוראות בדבר שמירת סיכון האשראי אצל היזם (הוראה המחייבת את היזם להותיר בידו 10% מהתיק המאוגח, זאת על מנת להקטין את הסיכון המוסרי הטמון בעסקאות אלה ולהבטיח כי נשאר ליזם אינטרס כלכלי בתיק המאוגח)
- הוראות המגבילות את פעילות ה-SPE ואת הקשר בין היזם ל-SPE. זאת על מנת לוודא כי אכן מטרתו הבלעדית של ה-SPE היא לשמש צינור, ולצמצם בכך את הסיכון שאליו חשופים המשקיעים באגרות החוב
- הוראות בדבר רכישה עצמית של תעודות התחייבות מגובות בנכסים
- הוראות בדבר איגוח מתגלגל

בנוסף לאמור, עסקאות איגוח מחייבות גילוי בעל מאפיינים ייחודיים ובהקשר זה, מוצע לאמץ את המלצות ועדת חיימוביץ-אשר ולקבוע כי משנוצר בידוד משפטי וכלכלי בין הנכסים המגבים לבין יתר הנכסים המצויים בבעלות היזם או בניהולו, יכלול תשקיף התאגיד הייעודי בעיקר את המידע הרלוונטי לתיאור התאגיד הייעודי, הנכסים המגבים ותיאור העסקה, ואין צורך לכלול בו תיאור שלם של יתר הנכסים והפעילויות של היזם.

עקרונות הגילוי ייקבעו בתקנות ויכללו התייחסות להיקף הגילוי הנדרש במסגרת תשקיף ובדיווחים מידיים, והכל כדי ליצור שקיפות ראויה כלפי המשקיעים.

(2) הנפקה למוסדיים

הנפקות למוסדיים הן הנפקות המוצעות רק לגופים המוסדיים (המנויים בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך) ולא לכלל הציבור. הניירות המונפקים בהנפקות אלה אינם נמכרים לציבור הרחב ועל כן ה-SPE אינו כפוף לפיקוח של הרשות לניירות ערך. במקרה של הנפקה לגופים מוסדיים, על ה-SPE לעמוד בתנאים שיקבע הממונה על שוק ההון.

היבטי פיקוח, מגבלות והוראות שיחולו על יזם בעסקת איגוח

(1) תאגידים בנקאיים שמשמשים כזימים

כאשר היזם הנו תאגיד בנקאי או תאגיד בשליטתו, לרבות כאשר דוחות כספיים של ה-SPE מאוחדים בדוחות של תאגיד בנקאי, הפיקוח על היזם, השרת וה-SPE ייעשה על ידי המפקח על הבנקים.

כדי לעודד עסקאות איגוח בישראל ולהבטיח כי הן ייעשו בצורה הטובה ביותר נקבעו הנחיות הפיקוח על הבנקים בנושא איגוח. ההנחיות עברו כמה שינויים ומגמתן להשיג את המטרות הבאות: מיסוד

⁶ כללים אלה יחולו על פעילויות איגוח של תאגידים בנקאיים בהתאמות שיקבע המפקח על הבנקים.

עקרונות ברורים וגלויים (מעין "מסלול ירוק" לפעילות איגוח), קיצור הליכי התדיינות עם תאגידים בנקאיים ספציפיים והקלה בכמה פרמטרים כדי לסייע להניע תחילת פעילות. הנחיות הפיקוח על הבנקים המתייחסות לפעילות איגוח בנויות על שלושה נדבכים המשלימים זה את זה:

א. **קביעת מסגרת כוללת ועקרונות בסיס** – במסגרת זו נקבעו עקרונות אשר יביאו את הסיכון המוסרי הטמון בעסקת איגוח לרמה מינימלית, ובנוסף יבטיחו כי עסקת האיגוח לא תעמיד את הבנק בסכנת יציבות. בין ההוראות ניתן למצוא:

- הוראה המחייבת את הבנק להחזיק לפחות 10% מהתיק המאוגח, זאת על מנת להותיר בידו אינטרס כלכלי בתיק ולמנוע סיכון מוסרי בהליך מתן ההלוואות.
- הוראה האוסרת על הבנק לעשות "Cherry Picking" בבואו לבחור את ההלוואות לתיק האיגוח, זאת כדי למנוע מצב שבו בעקבות איגוח הנכסים תיפגע איכות תיק ההלוואות שיוותר בידי הבנק.
- הוראה האוסרת על הבנק לספק תמיכת נזילות ל-SPE במקרה של מצוקה, זאת על מנת להבטיח את יציבות הבנק ולמנוע כניסתו לקשיים עקב תמיכת נזילות ל-SPE.

ב. **טיפול חשבונאי** – הוראות הדיווח לציבור של המפקח על הבנקים מאמצות בהקשר זה את התקנים הרלוונטיים בארה"ב⁷ (166, 167). תקנים אלו גובשו בעקבות לקחי המשבר הפיננסי הגלובלי. התקנים שינו במידה ניכרת את הטיפול החשבונאי בעסקאות העברת נכסים פיננסיים בכלל, ובפרט הגדירו מחדש את התנאים הדרושים כדי שתאגיד בנקאי יגרע ממאזנו נכסים פיננסיים שאוגחו על ידו.

ג. **הלימות הון** – בהוראת ניהול בנקאי מספר 205 בנושא "איגוח", הכלולה בקובץ "מדידה והלימות הון" (אימוץ הנחיות באזל II)⁸ ישנה התייחסות לנושא הלימות הון בעסקאות איגוח. עוד נקבע בהוראה כי בשלב זה ועד למועד שבו כללי החשבונאות בנושא איגוח בארה"ב ובתקינה הבינלאומית יתייצבו, קבלת הקלות בהקצאת ההון בגין ההלוואות לדיוור המאוגחות לא תותנה בשאלה האם העסקה מוכרת כמכירה לצרכים חשבונאיים.

(2) גופים מוסדיים שמשמשים כזימים

כאשר היזם הנו גוף מוסדי, הפיקוח על היזם ייעשה בידי הממונה על שוק ההון, הביטוח והחיסכון (להלן: "הממונה על שוק ההון"). הממונה על שוק ההון פרסם מכתב לגופים המוסדיים (ראה נספח א') המציין את חשיבות שוק האיגוח בפיזור הסיכונים בשוק ההון. אגף שוק ההון יבחן את אופן הביצוע של עסקאות איגוח על ידי גופים מוסדיים, ויקבע כללים כדי להבטיח שההוראות בעניין השתתפות גופים מוסדיים, כיזמים או כרוכשים, יהיו עקביות, ככל שניתן, עם הוראות שייקבעו בדין ביחס לביצוע עסקאות איגוח לציבור. הממונה על שוק ההון יקבע כללים לרכישת תיק מאוגח. לעניין היותו של גוף מוסדי יזם עסקת האיגוח, הממונה יקבע כללים אם וכאשר תתגבש עסקת איגוח.

⁷ http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/pikuah/lett_sup/200931.pdf

⁸ http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/pikuah/nihul_takin/205.pdf

(3) אחריות יזם במסגרת הנפקה לציבור

במסגרת הנפקה לציבור, מעבר לאחריות המוטלת על היזם מכוח יחסיו עם צדדים שלישיים (למשל מחזיקי תעודות ההתחייבות שהנפיק), נושא היזם גם באחריות כלפי התאגיד הייעודי וכלפי מחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים למצגים שנכללו בתשקיף. זאת מכוח חתימתו על תשקיף ההצעה לציבור של תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים.

נוסף על כך, כפי שהוצג לעיל, מוצע לקבוע כי ייוותר סיכון מסוים בידי היזמים (אחד או יותר, בהתאם לעסקה), והם יחויבו להחזיק במצטבר בעשרה אחוזים מכל סדרת תעודות התחייבות מגובות בנכסים שהוצעה לציבור.

היבטי מיסוי עסקאות איגוח

בדין הקיים אין הסדר מיסוי מיוחד לעסקאות איגוח. כאמור, היעדרו של הסדר יוצר בעסקאות אלה עיוות מס, אשר מייקר את עלות העסקה באופן ממשי, עד כדי הפיכתה ללא כדאית. מטרת הצוות בבואו לטפל בסוגיית המיסוי הייתה להגיע למיסוי ניטרלי של עסקאות האיגוח. משמעות המיסוי הניטרלי היא כי עסקאות האיגוח לא ייצרו נטל עודף על היזם או על המשקיעים מחד גיסא, ולא יעניקו פטור או תמריץ מיסויי מאידך גיסא.

במהלך עבודתו בחן צוות האיגוח שלושה מודלים לפתרון בעיית המיסוי בעסקאות איגוח. המודלים נבחנו תוך בחינת הדין הקיים בנושא האיגוח במדינות שונות והתייעצות עם מומחים בחשבונאות וכן עם נציגים של תאגידים אשר בכוונתם לבצע עסקאות איגוח בעתיד. בעיית המיסוי העיקרית בעסקאות איגוח קשורה לאופן מיסוי ה-SPE. מטרתו הבלעדית של ה-SPE הנה לשמש צינור בין היזם למשקיעים, והוא אמור להיות נטול מטרות מסחריות, כך שבתום העסקה אמור להתקיים שוויון בין הכנסות ה-SPE לבין הוצאותיו. יחד עם זאת, במהלך חייה של עסקת האיגוח, עשוי להיווצר מצב של היעדר הקבלה בין ההכנסות וההוצאות של ה-SPE, כך שבשנות המס הראשונות ייווצר אצל SPE רווח לצורכי מס, ואילו בשנות המס המאוחרות ייווצר אצלו הפסד. כיוון שבישראל, על פי חוקי המס, לא ניתן לקזז לאחר הפסדים, נוצר מצב שלפיו על ה-SPE יהיה לשלם מס בשנות חייו הראשונות, ואילו בשנות חייו המאוחרות ייווצר לו הפסד שאותו לא יוכל לקזז. מכאן, לפי חוקי המס הקיימים, יהיה על ה-SPE לשלם מס למרות שכל מטרתו לשמש צינור והוא אינו מייצר רווחים.

לפי ההסדר המוצע, המבוסס על בחינת ההקבלה בין תזרים התקבולים המתקבלים על ידי ה-SPE אל מול התשלומים שהוא משלם בכל שנת מס, הכנסות ה-SPE יהיו פטורות ממס בהתקיים כמה תנאים. מטרת תנאים אלה הנה להבטיח שה-SPE נעדר מהות מסחרית עצמאית, למעט קיומה של עסקת האיגוח, וכי במשך כל תקופת האיגוח הוא מהווה צינור בלבד. עמידה בתנאים תפטור את ה-SPE מתשלום המס ותבטיח כי עסקת האיגוח לא תיצור נטל מיסוי עודף.

נוסף על כך, כדי למנוע חסם מס הנובע ממיסוי עסקת המחאת הנכסים לתאגיד הייעודי במקרים מסוימים, מוצע גם כי כאשר מדובר בתאגיד ייעודי, שהוא בבעלות מלאה של היזם, והנכסים המגבים הם נכסים שאושרו בידי שר האוצר ואין להם עלות לצורכי מס, יחול הסדר מס מיוחד. לפי הסדר המס המיוחד לא יראו בתמורה שקיבל היזם מהתאגיד הייעודי במסגרת עסקת האיגוח הכנסה בידי היזם, והכנסות והוצאות התאגיד הייעודי ייוחסו ליזם. הסדר מיוחד זה מוצע במטרה לשמר את היתרון המימוני המושג בעסקת איגוח.

להערכת הצוות, ההמלצות שיפורטו להלן מקנות מענה מספק לקשיים הרגולטוריים העולים מעסקאות האיגוח המסורתיות (Plain Vanilla). ככל שיתקבלו, לא תהיה מניעה רגולטורית להיווצרות של נכסים מאגחים שיימכרו לציבור ולגופים מוסדיים, ובכך יתרמו להגברת היעילות והתחרותיות של שוק ההון. יש לקוות כי האיגוח יאפשר לתאגידים בנקאיים קטנים ולגופים חוץ בנקאיים לגייס הון כנגד פעילות כלכלית המייצרת תזרימי מזומנים בטוחים שאותם ניתן למכור לחוסכים לטווח בינוני וארוך. כאמור, הצוות דבק באיזון שבין פיתוח שוק ההון לבין שמירה על היציבות הפיננסית של שוק ההון בישראל.

עבודת הצוות

דוח זה מהווה סיכום עבודתו של צוות בין-משרדי.⁹ יצירת תשתית לביצוע עסקאות איגוח מחייבת התייחסות להיבטים רבים ומזוויות שונות. טיפול בכל אחד ואחד מההיבטים הכרחי, שכן כל היבט הנו קריטי לכדאיות של עסקאות האיגוח ולהיתכנות התפתחותו של שוק האיגוח בישראל. פעמים רבות מצא הצוות כי ההיבטים שלובים זה בזה ולהחלטות בנוגע להיבט אחד השפעה רבה על יתר ההיבטים. מכאן חשיבותה של עבודת צוות הלוקחת בחשבון את כל ההיבטים ודואגת לסינרגיה ביניהם.

את עבודת הצוות ריכוז בנק ישראל, ובצוות השתתפו נציגים מרשות ניירות ערך, משרד המשפטים, משרד האוצר ורשות המסים. הצוות בחן את ההיבטים השונים, בדק את הנעשה בעולם והציע את התיקונים הנדרשים בחוק על מנת ליצור את התשתית המתאימה לעסקאות איגוח בישראל. הצוות עבד בשקיפות מול פורום שוק ההון שבו נפגשים הרגולטורים השונים בשוק ההון עם נציגים מהמגזר הפרטי. הצוות מודה לכל השותפים במלאכה על תרומתם לדוח זה.

במהלך עבודתו נעזר הצוות בפירמות הבינלאומיות ליעוץ משפטי Freshfields ו-Blake Dawson לצורך מידע על משפט משווה, כדי לגבש את התשתית המשפטית לעסקאות איגוח בישראל. עבודת הצוות נעשתה תוך התייעצות עם נציגים מהסקטור הפרטי כדי להבטיח כי מירב ההיבטים הכרוכים בעסקאות האיגוח יהיו לנגד עיניו ולצורך הסרת המכשולים העומדים בפני גופים המעוניינים לבצע עסקאות איגוח. הצוות מודה לכל המומחים שיעצו לו במהלך עבודתו.¹⁰

⁹ רשימת המשתתפים בגיבוש דוח זה מפורטת בנספח ג'.
¹⁰ ראה רשימה בנספח ד'.

פרק 1

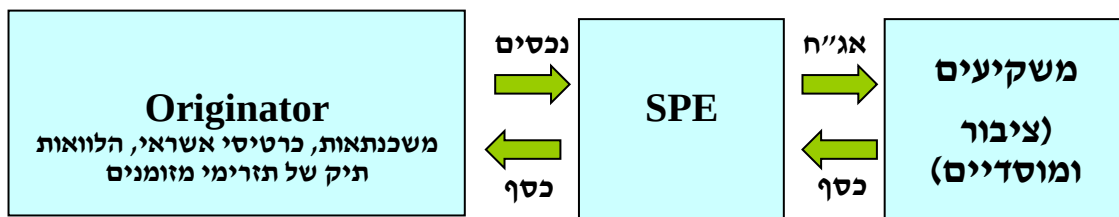
עסקאות איגוח בעולם ובארץ

1.1 תיאור המכשיר

במסגרת עסקת איגוח מונפקים ניירות ערך אשר מגובים בנכסים. בעסקאות אלה מועבר למחזיקים בניירות הערך תזרים מזומנים עתידי הנובע מקבוצת נכסים מוגדרת ומופרדת, בתמורה לתשלום כספי. קיים מגוון רחב של עסקאות איגוח, השונות זו מזו במבנה העסקה וברמת מורכבותה. בבסיסה של כל עסקת איגוח מעורבים ארבעה גורמים מרכזיים: **יזם (Originator)** – תאגיד השולט בנכסים המגבים לפני המחאת הזכויות בהם לתאגיד הייעודי בעסקת איגוח; **תאגיד ייעודי (SPE)** – ישות משפטית שהתאגדה לצורך הנפקת תעודות התחייבות מגובות בנכסים; **משקיעים** – הרוכשים את התזרים ו**שרת** – אשר מופקד על תפעול הנכסים המגבים ועל ניהול תזרים המזומנים הנובע מהם.

בעסקאות מסוג איגוח מסורתי מועברות הזכויות לקבלת תשלומים עתידיים והבטחות המגבות את הזכויות מידי היזם לידי הישות הייעודית. הישות הייעודית מנפיקה איגרות חוב שתשלומיה למשקיעים מבוססים על התשלומים העתידיים. על פי רוב, תשלומים עתידיים אלו מגובים גם בנכסים ממשיים. במקרה זה גם הנכסים הממשיים ימושכנו לטובת הישות הייעודית (באיגוח משכנתאות למשל, הנכסים הממשיים הנם הדירות או הבתים הממושכנים). להלן איור המתאר את מבנה העסקה:

איור מספר 1: מבנה עסקת איגוח



כאמור, הישות הייעודית קמה במיוחד לצורך עסקת האיגוח וזהו עיסוקה הבלעדי. למעשה, היא מתפקדת כצינור בין היזם לבין ציבור המשקיעים הקונים את איגרות החוב המגובות. הישות הייעודית קמה על מנת ליצור הפרדה בין היזם לבין תזרימי המזומנים המשמשים לצורך העסקה. הפרדה זו מבטיחה כי המשקיעים לא יהיו חשופים לסיכונים חדלות הפירעון של היזם. במקרה של חדלות פירעון של היזם, תזרים המזומנים הנובע מהנכסים האמורים שייך בלעדית ל-SPE. הנכסים המגבים בעסקאות האיגוח משתנים מעסקה לעסקה. באופן כללי, הנכסים המגבים הנם נכסים המאופיינים בתזרים יציב וצפוי, וזאת על מנת להבטיח את תשלומי הריבית והקרן במועדם. שוק האיגוח העולמי מורכב מאיגוח משכנתאות, איגוח החזרים של הלוואות מסחריות, חובות מעסקאות בכרטיסי אשראי, הלוואות לרכישת רכב וזרמי תקבולים עתידיים אחרים.

במרבית עסקאות האיגוח, שווי הזכויות שיעברו לידי ה-SPE יהיה גבוה מסך התשלומים שיש להעביר לבעלי איגרות החוב, על מנת לייצר עסקה בטוחה יותר. עסקאות איגוח מאפשרות התאמה בין אופי המשקיע לאופי ההשקעה והסיכונים הגלומים בה. התאמה זו מתאפשרת באמצעות חלוקת האיגרות לשכבות בכירות, שבהן סיכון נמוך יחסית, ונחותות, שבהן סיכון גבוה יחסית (Tranches). בהתאם לחלוקה, הראשונים לקבל את התשלומים הנם המחזיקים באיגרות החוב הבכירות; לאחר שבעלי איגרות החוב הבכירות יקבלו את תשלומיהם, יהיו זכאים בעלי איגרות החוב הנחותות יותר לקבל את התשלומים. מבנה זה מוריד את הסיכון הגלום באיגרות החוב הבכירות. מובן שהשכבות נבדלות

בשיעור הריבית המובטח למחזיקים בהן (הריבית באיגרות החוב הבכירות תהיה נמוכה יותר) ובדירוג האשראי הניתן להן.

המטרות המרכזיות של עסקאות איגוח הן להביא לפיזור אופטימלי של הסיכונים, להפחית סיכונים במערכת הפיננסית ולספק מקורות מימון נוספים. כאמור, בעסקאות איגוח ניתן לבצע התאמה בין אופי המשקיע לאופי ההשקעה. פעמים רבות מחזיק היזם בנכסים ארוכי טווח אף על פי שמבנה המאזן שלו אינו מתאים לנשיאת סיכונים אלה. לעומת זאת, ציבור המשקיעים, המורכב בעיקר מגופים מוסדיים, לרוב פועל בנאמנות עבור חוסכי הפנסיה, שהם חוסכים לטווח ארוך אשר יכולים לשאת בסיכונים ארוכי טווח. מנגנון האיגוח מאפשר ליזם להוריד ממאזניו את הנכסים ארוכי הטווח ולהעבירם לציבור החוסכים, תוך שמירה על תפעולם של הנכסים. מנגנון כזה מיטיב עם המערכת הפיננסית כולה. מחד גיסא, היזם יכול להפנות הון להשקעות נוספות וקצרות יותר, אך ממשיך לנהל את הנכסים. מאידך גיסא, ציבור החוסכים נהנה מהשקעה ארוכת טווח, בטוחה יחסית, המגובה בנכסים.

תרומה חשובה נוספת של שוק האיגוח הנה גיוון מקורות האשראי. כאמור, עסקאות איגוח מביאות לפיזור טוב יותר של הסיכונים, ועל כן מורידות את הסיכון הגלום בהלוואות. מכאן, פרטים וגופים המבקשים לקבל הלוואה עשויים לקבל אשראי בתנאים טובים יותר. במדינת ישראל, המאופיינת במערכת בנקאית ריכוזית, גיוון מקורות האשראי חשוב במיוחד, בפרט בתאגידים בנקאיים קטנים.

שוק איגוח יכול לתרום רבות לשוק ההון ולכלכלה בישראל. יחד עם זאת, הליך האיגוח טומן בחובו בעיית סיכון מוסרי (moral hazard), כפי שהוזכר לעיל.

1.2 המצב בעולם

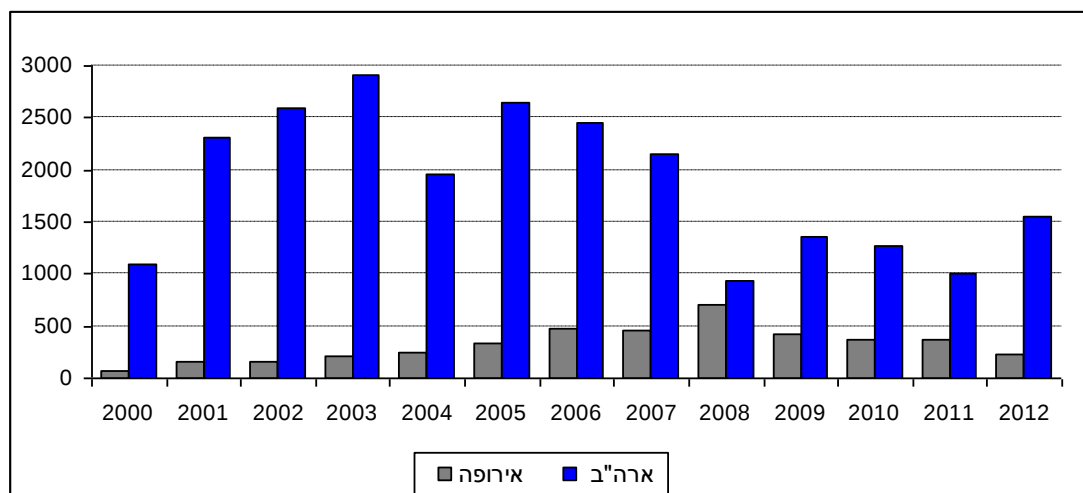
שוק אג"ח מגובה משכנתאות נוצר בשנות ה-70 בארה"ב, כאשר הסוכנויות האמריקאיות Ginnie Mae ו-Freddie Mac החלו לאגח משכנתאות. שוק זה צבר תאוצה בשנות ה-80, אז החלו גם הבנקים המסחריים לאגח משכנתאות. התפתחות זו התאפשרה הודות לחלוקת איגרות החוב לשכבות (Tranches). חלוקה זו אפשרה הנפקת איגרות חוב בעלות דירוגי השקעה, שכן השכבות הגבוהות נהנו מסיכון נמוך יחסית, ולכן יכלו לקבל דירוגים גבוהים יותר. קבלת דירוגי ההשקעה הכניסה לתמונה את קרנות הפנסיה, קרנות הנאמנות וחברות הביטוח. כניסתם של גופים אלה לשוק האיגוח הניעה את השוק ואפשרה את התפתחותו. לרוב, איגרות חוב אלה נסחרות בשוק ה-OTC (over the counter), משמע במסחר בין שני צדדים ולא דרך מסלקת הבורסה, וזאת בדומה לאופן שבו נסחרות מרבית אגרות החוב האחרות בארצות הברית ובמדינות רבות בעולם (בשונה מהמצב בארץ).

בעשור האחרון צמח שוק זה לממדים אדירים, ושווי בארה"ב ובאירופה נאמד בכ-12 טריליון דולרים בשנת 2008. בעשור זה, יחד עם הגידול בשוק האיגוח גדלה חשיבותו של האיגוח כמכשיר מימוני וכמכשיר להעברת סיכונים. באוגוסט 2007 פרץ משבר הסאב-פריים שהשפיע על השוק כולו, והיקף עסקאות האיגוח הצטמצם מאוד. ממשלות ארה"ב וממשלות באירופה העניקו סיוע מאסיבי לשוק האיגוח. נוסף על כך, במדינות רבות בעולם לא התרחש משבר בשוק האיגוח, ועל כן לא נראו ירידות גדולות בהיקף הגיוסים.

כפי שעולה מאיור מספר 2 שמובא להלן, במהלך שנת 2009 חלה התאוששות בשוק האיגוח וניכרת עלייה בהיקפי הגיוס בארה"ב, בעיקר בזכות הרחבות כמותיות של הבנק הפדראלי של ארצות הברית. ניתן לראות כי היקפי האיגוח באירופה נמוכים משמעותית מהיקפי האיגוח בארה"ב. בעוד שהמשבר

הנוכחי פגע בצורה ניכרת בשוק האגיוח בארה"ב, באירופה ניתן לראות כי שוק האגיוח נפגע פחות מהמשבר – הפגיעה העיקרית בהיקפי הגיוס ניכרת בשנת 2009, ולאחר מכן השוק שומר על יציבות יחסית. מאז פרוץ המשבר נקט הבנק האירופי המרכזי פעולות אקטיביות כדי לעודד את שוק האגיוח, מתוך ראיית האגיוח ככלי חשוב לתמיכה במערכת הפיננסית ואמצעי לאושש את הכלכלה.¹¹

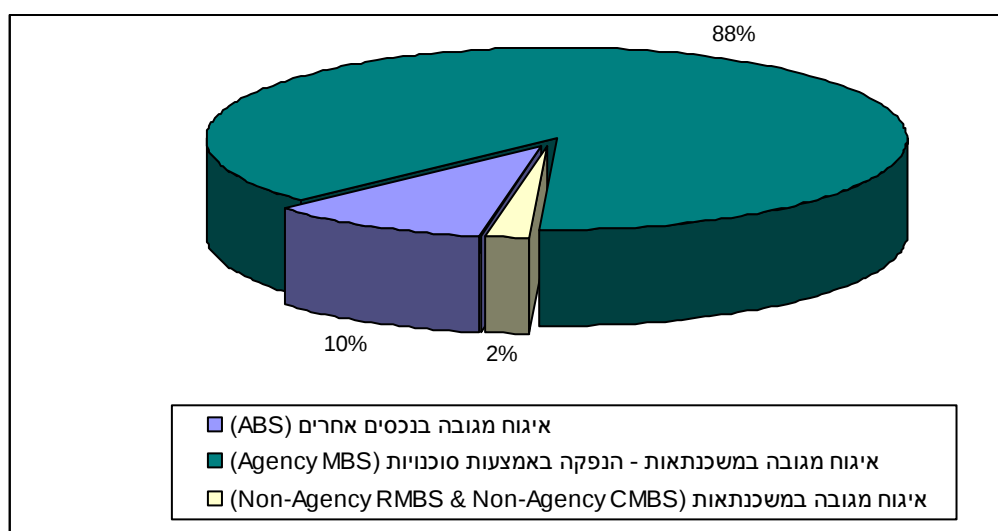
איור מספר 2: היקפי אגיוח בארה"ב ובאירופה (מיליארדי אירו)



מקור: Association for Financial Markets in Europe (AFME)

באיור מספר 3 ניתן לראות את התפלגות שוק האגיוח בארה"ב לפי סוגי הנכסים המאוגחים. מהאיור עולה כי רובו המכריע של שוק האגיוח בארה"ב מורכב מאגיוח משכנתאות, ובתוך זה אגיוח באמצעות סוכנויות ממשלתיות. הבנק הפדראלי רואה בכך אחד הכלים המרכזיים התומכים בשוק הדיור המקרטע וגם אמצעי התומך בפעילות כלכלית.¹²

איור מספר 3: התפלגות שוק האגיוח בארה"ב בשנת 2012



מקור: Association for Financial Markets in Europe (AFME)

¹¹ ראה סקירה מפורטת על עמדת הבנק והתפתחויות בשוק האגיוח בשוק האירופאי:

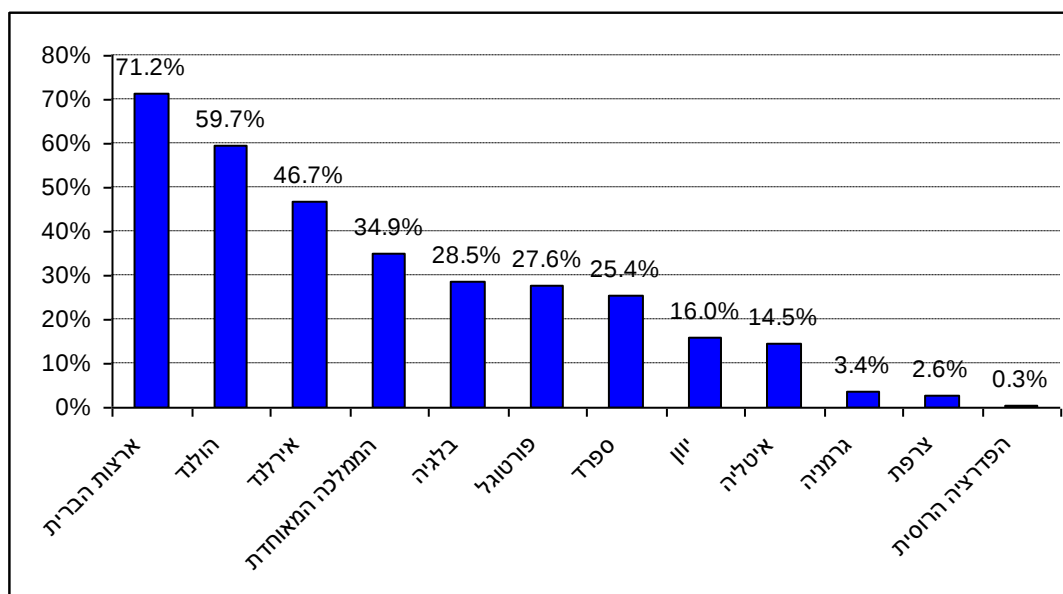
<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recentdevelopmentinsecuritisation201102en.pdf>

¹² ניתן ללמוד על חשיבות שמייחס הבנק הפדראלי לשוק האגיוח מהפעולות שנקט הבנק לאחר המשבר וגם מהודעות מפורשות של הבנק, כפי שעולה למשל מההודעה מיום 13 בספטמבר 2012, המודיעה על הרחבה כמותית שלישית:

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120913a.htm>

איור 4 מציג את יתרת שוק האיגוח כאחוז מהתוצר בכמה מדינות ברחבי העולם. מהאיור עולה כי שוק האיגוח בארה"ב הנו הגדול ביותר בהשוואה לתוצר. עוד ניתן לראות כי שוקי האיגוח הגדולים ביותר באירופה מתנהלים באנגליה, בהולנד ובאירלנד.

איור מספר 4: יתרת שוק האיגוח כאחוז מהתוצר (סוף 2011)



מקור: Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), ESF, OECD Statistics

יש לציין כי ישנן מדינות שבהן לא קיים איגוח מסורתי, אך קיימים מכשירים אחרים בעלי מאפיינים דומים לאיגוח. בגרמניה, למשל, קיים שוק של Covered Bonds, שבמסגרתו "צובע" הבנק חלק מהמשכנתאות במאזן והן משמשות בטוחה עבור איגרות החוב שהוא מנפיק. במסגרת החוק הקיים בגרמניה, "צביעת" המשכנתאות משיגה מטרה דומה לזו של עסקת איגוח ומבטיחה כי הסיכון שאליו חשופים המשקיעים מבודד וממוקד רק בסיכון הגלום במשכנתאות. בשל קיומו של שוק זה בגרמניה אנו רואים כי שוק האיגוח שם הנו קטן יחסית.

שוק האיגוח בארצות הברית צוין כאחד הגורמים למשבר הסאב-פריים. עוד בעיצומו של המשבר פרסמו גופים בינלאומיים המלצות ליישום צעדים לתיקון ליקויים.¹³ רוב המומחים מסכימים כי שוק האיגוח ימשיך להיות מרכיב חשוב בשוק המימון הבינלאומי, ובמיוחד שוק האיגוח המסורתי הפשוט (Plain Vanilla). בדוח ליציבות פיננסית של ה-IMF באוקטובר 2009 נכתב:

"...ניידות של נכסים נזילים והעברת סיכון מהמערכת הבנקאית למאגר משקיעים מגוון יותר, מהווים עדיין מטרה חשובה של עסקאות האיגוח. מטרת מבנה האיגוח לפיו מונפקות שכבות שונות של איגרות חוב בעלות רמות סיכון שונות, היא להתאים לכל משקיע ומשקיע את רמת הסיכון בצורה הטובה יותר. מכל מקום, מבנה האיגוח הנוכחי כשל בהעברת הסיכונים, זאת בשל מערכת תמריצים מוטעה. למרות הכשלים שהתגלו, חשוב ביותר כי שוק האיגוח יחזור לפעול מחדש. יש למצוא את האיזון הנכון בין הרווחיות של המתווכים הפיננסיים מהליך האיגוח לבין הגנה על ציבור המשקיעים ועל היציבות הפיננסית..."

¹³ ראה הדוח של הסנאט האמריקאי:

http://banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore_id=943242e1-ca66-411c-89e2-8954eb3fc085

אל ה-IMF מצטרפים הגופים הכלכליים המובילים בעולם, דוגמת הפרדריק רזרב, פורום ה-G20, המועצה ליציבות כלכלית, המועצה המייעצת לסנאט האמריקני ועוד. לדידם, יש להגביר את הרגולציה על שוק האגוח. יחד עם זאת הם מדגישים כי שוק זה חיוני ומהווה ערוץ אשראי הכרחי עבור הכלכלה. להלן מובאות המלצותיהם העיקריות:

- עידוד היזם להחזיק חלק מהסיכון למניעת סיכון מוסרי (5%-10%)
- קביעת סטנדרטים לשקיפות והפחתת מורכבות איגרות החוב
- הטלת מגבלות על הקשר בין היזם ל-SPE (איסור תמיכה בנזילות)
- פיקוח על סוכנויות הדירוג (הקטנת ניגוד העניינים, חיוב לשקיפות של ביצועי המודלים, דירוג שונה למוצרים מובנים)
- הגברת הרגולציה על הגופים המוסדיים המשקיעים באגוח תוך פיקוח על יכולת ניהול הסיכונים שלהם
- קביעת סטנדרטים מינימליים לאיכות הנכסים המגבים אשר יבטיחו את התשלום למשקיעים
- תמיכה בשינוי והתאמה של חוקי החשבונאות כך שיקטינו את הסיכון המוסרי הטמון בעסקאות איגוח

1.3 המצב בישראל

שוק האגוח בישראל אינו מפותח, ונמצא בתחילת דרכו. בישראל ישנו קושי בקיום עסקאות איגוח מאחר שחסרה תשתית מתאימה בתחומי החקיקה, המיסוי, הרגולציה והחשבונאות. בעוד שבעולם שוק האגוח שווה בגודלו לשוק איגרות החוב של חברות, בישראל שוק האגוח הנו מזערי ושוויו עומד על פחות ממיליארד דולר.

במחקר שערכו בנק ישראל ורשות ניירות ערך על אודות שוק אג"ח החברות בישראל, נבדק הקשר בין פיתוח כלכלי ובין גודלם של השווקים הפיננסיים.¹⁴ מהמחקר עולה כי קיים קשר חיובי מובהק בין גודל שוק המניות, שוק האגוח ושוק אג"ח החברות ובין פיתוח כלכלי. עוד עולה מהמחקר כי גודלו של שוק האגוח בישראל חריג מאוד בהיקפו המצומצם. לעומת זאת, נמצא כי גודלו של שוק אג"ח החברות חריג מאוד בהיקפו הנרחב. אחת ממסקנות המחקר היא כי ייתכן שקיומו של שוק איגוח בישראל בשנים שקדמו למשבר היה יכול למתן את ההתפתחות החריגה שנצפתה בשוק אג"ח החברות בישראל בשנים 2004–2008.

במשך השנים פעלו בישראל כמה ועדות בניסיון לקדם תחום זה. האחרונה שבהם, הוועדה לבחינת היבטים הנוגעים להנפקת איגרות חוב מגובות בנכסים (ועדת חיימוביץ'-אשר), הציגה את מסקנותיה ביוני 2005.¹⁵

הצוות לקידום האגוח פעל בשנים האחרונות במטרה לקדם את האגוח בישראל ולהניח את התשתית המתאימה לעסקאות איגוח. הצוות הציע שינויי חקיקה והניח מתווה לתאגידים בנקאיים ולחברות המנפיקות כדי לכוון בישראל שוק איגוח מפותח, יעיל ואמין.

¹⁴ נייר עבודה של בנק ישראל ורשות ניירות ערך, ראה: http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_8080.pdf

¹⁵ ראה באתר רשות ניירות ערך: http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_49.pdf

פרק 2

היבטים משפטיים

בישראל אין הסדר משפטי ברור לגבי ביצוע עסקאות איגוח. יחד עם זאת, אין בישראל איסור על ביצוע עסקאות אלה. עסקאות איגוח מלוות באי ודאות משפטית רבה בנוגע לזכויות של כל צד בעסקה. אחד מתנאי היסוד לכדאיותה של עסקת איגוח הוא ניתוק בין הנכסים המועברים לצורכי האיגוח לבין יתר נכסי היזם, וזאת על מנת שהמשקיעים באיגרות החוב לא יהיו חשופים לסיכונים חדלות הפירעון של היזם. רק בדרך של ניתוק כאמור יופרד הסיכון בנכסים מכלל סיכונים היזם. לשם כך יש להבטיח שמדובר בעסקת מכר לכל דבר ועניין. זאת על אף שהיזם (originator) אינו מתנתק לחלוטין מהנכסים ומהסיכון הגלום בהם. לרוב היזם מחזיק בזכויות על חלק מהנכסים, ממשיך לנהל את הגבייה והמימוש של הבטחות וכו'.

מבנה עסקה זה מעורר שאלה של סיווג העסקה כעסקת מכר או כעסקת אשראי מובטחת במשכון. שאלה זאת עולה נוכח הוראותיו של חוק המשכון, שלפיהן רואים כעסקת משכון כל עסקה שכוונתה שעבוד נכס כערובה לחיוב, יהיה כינויה אשר יהא.¹⁶ כאמור, מטרת העסקה הנה להעביר את הסיכויים והסיכונים הנובעים מהנכסים מידי היזם לידי ה-SPE והמשקיעים, ולהפריד בין הסיכון הכללי של היזם לסיכון הגלום בנכסים המאוגחים. במקרה שבו תוקף המכירה עומד בסימן שאלה, היזם אינו יכול להיות בטוח כי אכן מכר את הסיכון, ואילו המשקיעים אינם יכולים להיות בטוחים כי הם חשופים רק לסיכונים הגלומים בנכסים המאוגחים ולא לסיכון הכללי של היזם. חוסר וודאות זה מגדיל את העלות הפוטנציאלית הטמונה בעסקת איגוח, ומעמיד בספק את כדאיותה של העסקה במבנה זה.

היעדרה של תשתית משפטית היווה חסם מרכזי ליצירת שוק איגוח בישראל. בנוסף, נתגלו חסמים משפטיים אשר הפכו את עסקאות האיגוח למסורבלות ויקרות. על מנת לאפשר עסקאות איגוח בישראל, להבטיח כי עסקאות האיגוח ייעשו תוך ודאות משפטית מקסימלית, ולפשט את הליך האיגוח, דן הצוות בארבע סוגיות משפטיות עיקריות, והמליץ על פתרונות, חלקם בחקיקה:

1. סיווג העסקה כמכר או כהלוואה מובטחת במשכון – סוגיית ה-“True Sale”
2. המחאת זכויות שטרם באו לעולם – האפשרות להמחות זכויות שטרם נוצרו
3. רישום בטוחות נלוות – הבטחת פישוט הליך העברת המשכונות מהיזם לידי ה-SPE
4. שמירה על זכויות הלווה

יובהר כי גם אם יתקבלו המלצות הצוות, לא יהיה בכך כדי למנוע את ביצועם של הסדרי איגוח שלא על פי המתווה המוצע, אולם הסדרים אלה יטמנו בחובם סיכון משפטי ביחס לאופן סיווג עסקת המחאת הזכויות, וזאת בשל אי הוודאות לפי החקיקה הקיימת, ובשל היעדר פסיקה בנושא. ניתן להניח כי סיכון משפטי זה יבוא לידי ביטוי בשיעור הריבית שהמנפיק יידרש לשלם בהנפקת איגרות החוב המגובות בנכסים, ובכך יהווה תמריץ לגורמים המעורבים באיגוח לפעול על פי ההסדר המוצע על מנת להוזיל עלויות.

True Sale 2.1

בעסקת האיגוח מועברות הזכויות לקבלת תזרים מזומנים עתידי למחזיקים בניירות ערך, בתמורה לתשלום כספי הניתן בהווה. העסקה נעשית באמצעות SPE, אשר אליו מעביר היזם את התקבולים

¹⁶ סעיף 2(ב) לחוק המשכון, התשכ"ז-1967 (ס"ח התשכ"ז, עמ' 496).

העתידיים ואת הנכסים המגבים אותם. מטרת ההעברה ל-SPE הנה להפריד את תזרים התקבולים משאר נכסי היזם, זאת על מנת להקטין את הסיכון לאי העברת התשלומים העתידיים למחזיקי ניירות הערך ולהבטיח כי הם ישמשו רק למטרה זו. בעסקת איגוח נעשית, למעשה, הפרדה של סיכונים. היזם מוחק את הסיכונים הנובעים מהתשלומים העתידיים, ואילו המחזיקים באיגרות החוב אינם חשופים לסיכון חדלות הפירעון של היזם אלא רק לסיכונים הנובעים מהתזרים העתידי. מאחר שלעסקה נלווים לעתים מאפיינים של עסקת אשראי (הותרת סיכונים בידי היזם, ניהול הגבייה והמימוש וכו'), קיים חוסר ודאות בנוגע לסיווג העסקה לאור הוראותיו של חוק המשכון¹⁷ – האם מדובר בעסקת מכר אמיתית ("True Sale"), או שמא מדובר בעסקת אשראי. לסיווג העסקה יש השלכות משפטיות על זכויותיו של כל צד בהליך, כפי שיפורט להלן:

בעסקת מכר ה-SPE אינו נפגע כתוצאה מחדלות פירעון של היזם. הנכסים השייכים ל-SPE אינם חלק ממסת הנכסים של היזם חדל הפירעון, ועל כן הם אינם עומדים לחלוקה בין נושי היזם. בנוסף, הליכי חדלות הפירעון של היזם ככלל, וצו הקפאת הליכים לפי סעיף 3350 לחוק החברות בפרט, אינם יכולים לעכב את קבלת החזקה של ה-SPE על הנכסים או לפגוע בחזקה זאת.

בעסקת אשראי (מגובה במשכון), לעומת זאת, ה-SPE יכול להיפגע כתוצאה מחדלות הפירעון של היזם. ראשית, ה-SPE יהיה עדיף על פני יתר נושי היזם ביחס לנכסים המגבים רק אם המשכון שוכלל כדין, כלומר, אם נרשם בהתאם להוראות החוק הרלוונטי. בנוסף, אם ניתן צו הקפאת הליכים כלפי היזם לפי סעיף 3350 לחוק החברות, ה-SPE לא יוכל לממש את המשכון בלא אישורו של בית המשפט.

מהאמור לעיל עולה כי לסיווג עסקת האיגוח יש השלכות מהותיות על זכויותיו של ה-SPE, וכפועל יוצא מכך גם על זכויותיהם של המשקיעים. סיווג העסקה כעסקת מכר מהותי לכדאיותה, ויש לו השלכות על דירוג איגרות החוב, ומכאן על הריבית שתידרש. מכאן שככל שמבקשים לתמרץ עסקאות איגוח, חשוב לייצר תשתית חוקית אשר תבטיח ודאות באשר לסיווגן.

כדי ליצור ודאות מספקת, מוצע לקבוע מפורשות בחוק שעסקה אשר עומדת בתנאים שייקבעו תסווג כעסקת מכר ולא כהלוואה.

כמו כן מוצע שעל מנת שהעסקה תיחשב כעסקת מכר היא תירשם במרשם מתאים, וזאת על מנת להקנות לה פומביות. פומביות זו תאפשר ליתר נושיו של היזם לכלכל את צעדיהם בעסקאות עמו, וכך תגן עליהם. נוסף על כך, כדי שתיחשב כעסקת מכר מוצע לקבוע כי על העסקה לקיים סממנים המעידים על העברת בעלות. לשם כך נבחרו כמה מבחנים:

- זכותו של ה-SPE לבצע כל עסקה בנכסים המגבים, המותרת לו לפי הדין, וליזם אין אפשרות למנוע מה-SPE לבצע פעולות כאמור.
- הנכסים המגבים מועברים ישירות ל-SPE. לעניין זה תיחשב גם העברה לחשבון המוחזק בנאמנות עבור ה-SPE כהעברה ל-SPE, גם אם חשבון זה נמצא אצל היזם.
- התמורה בגין המחאת הנכסים המגבים הנה קבועה, אינה ניתנת לשינוי לאורך חיי העסקה ומשקפת את שווי הנכסים המגבים. להבדיל ממצב של שעבוד, מאחר שמדובר במכר, על התמורה לשקף את מלוא ערך הנכסים המומחים. כמו כן, כדי לשקף מצב שבו מרבית

¹⁷ ראה הערה 17 לעיל.

הסיכונים הגלומים בנכסים המגבים מועברים ל-SPE, מאחר שמדובר במכר, מוצע לקבוע כי לא ניתן להתאים את גובה התמורה, עם הזמן, לערך הנוכחי של הנכסים המגבים.

- ליזם אין זכות לרכוש בחזרה את הנכסים המגבים.
 - ל-SPE אין זכות לקבלת תשלום אם ערך הנכסים המגבים ירד. זכות כאמור הנה סממן מובהק לכך שמדובר במשכון ולא במכר. בעסקת משכון זכאי המלווה לפירעון מלוא הלוואתו, ולכן אם מימוש הנכס המשועבד לא הביא לפירעון מלא של החוב, זכאי המלווה לחזור אל הלווה בדרישה לתשלום היתרה. בעסקת מכר, לעומת זאת, מלוא הסיכונים הגלומים בנכס מועברים לרוכש, ולא ניתנת לו זכות חזרה כאמור.
- קביעת התנאים מספקת ודאות מרבית לכל הצדדים בעסקה, ומקנה ודאות גם לנושים האחרים של היזם, שאינם מסתמכים על הנכסים המועברים.
- יש לציין כי בהתאם לפתרון זה תיתכן מכירה גם כאשר הנכס לא נגרע מבחינה חשבונאית מדוחות היזם הממחה, וגם אם נותרו בידיו זכויות כלשהן בנכסים המגבים, והכול אלא אם כן קבעו הצדדים במפורש אחרת.
- בבואנו למצוא פתרון לסוגיה זו נבחנו אפשרות נוספת, שלפיה שאלת המכירה תיצמד לכללי החשבונאות הקובעים מתי ניתן לגרוע נכס מדוחות החברה הממחה. הוחלט לא לאמץ שיטה זאת הואיל וכללי החשבונאות עלולים להשתנות בתדירות גבוהה, ולעתים השינויים יכולים להעמיד את סיווג העסקה כעסקת מכר בסימן שאלה. כדי ליצור ודאות משפטית מרבית הוחלט כי האופציה הטובה הנה לקבוע תנאים שבהם צריכה העסקה לעמוד כדי שתוכר כעסקת מכר.

2.2 המחאת חיובים

בבסיסה של העסקה שנעשתה בין היזם לחייב עומד הסכם משפטי הכולל זכויות וחובות של הצדדים. בעסקת משכנתא, לדוגמה, הזכות של היזם (הבנק) כלפי הלווה (הלקוח) היא קבלת התשלומים במועדם כפי שנקבע, ואילו חובותיו של היזם הן, בין השאר, לספק ללווה מידע על אודות מצב ההלוואה.

לפי חוק המחאת חיובים, התשכ"ט-1969 (להלן: "**חוק המחאת חיובים**") מותר להמחות זכויות, אך אסור להמחות חביות ללא הסכמת החייב. משמע, הבנק יכול להמחות את זכויותיו בעסקה לצד שלישי, אך אסור לו להמחות את חביותיו ללא הסכמת הנושה.

כדי להקל על ביצוען של עסקאות איגוח מוצע לקבוע כי לא תידרש הסכמת הנושה כאשר החיוב שולי לזכות ומהווה חלק בלתי נפרד ממנה. כך, לדוגמה, במקרה של חיוב למסור הודעות ודיווחים לגבי הזכות המומחית. מכאן, כאשר החיובים הנם שוליים לזכות תותר המחאתם גם ללא הסכמת הנושה, זאת תוך הגבלת זהותו של הגורם המבצע, כמפורט בפרק 4.1.

2.3 המחאת זכויות שטרם באו לעולם

לעתים תזרימי המזומנים הנובעים מהנכסים המגבים בעסקאות איגוח הם זכויות שטרם באו לעולם. יובהר כי יש להבחין בין זכויות עתידיות לזכויות שטרם באו לעולם. זכות עתידית היא זכות מכוח

חוזה קיים לקבלת כספים בעתיד. לעומת זאת, זכות שטרם באה לעולם הנה זכות לקבלת כספים מחוזה שטרם נכרת. קיים חוסר ודאות באשר לשאלה אם ניתן, לפי הדין הקיים בישראל, להמחות זכויות שטרם באו לעולם. חוסר ודאות זה יכול להעמיד בספק את תקפותה של עסקת האיגוח כאשר מאגחים זכויות שטרם באו לעולם.

מוצע לקבוע במפורש בחוק כי במסגרת עסקאות איגוח ניתן להמחות זכויות לקבלת כספים שטרם באו לעולם. יצוין כי אחת הטענות העיקריות נגד האפשרות להמחות זכויות שטרם באו לעולם היא שקיים חשש שהחייב לא יעריך נכונה את היקף נכסיו העתידיים, ולא יותיר לעצמו די נכסים לרווחתו המינימלית. מאחר שמוצע שהוראות החוק יחולו רק על עסקאות איגוח בין תאגידים, החשש האמור, שחל כאשר מדובר באדם טבעי, אינו מתקיים.

מוצע להבהיר כי הקניין בזכות יוקנה רק במועד היווצרותה של הזכות כלפי הממחה, וכי עד למועד זה תוקנה זכות אובליגטורית בלבד. עם זאת, מוצע לקבוע כי לעניין תחרות זכויות יראו את הזכות כאילו הומחתה במועד רישומה.

נוסף על כך, וכפועל יוצא מהמועד הקובע לעניין היווצרות הזכות הקניינית כמפורט לעיל, מוצע לקבוע כי זכויות שטרם היו ליזם במועד תחילת הליכי פירוק או הבראה לגבי היזם, לא ייחשבו כאילו נמכרו ל-SPE אלא יישארו חלק ממסת הנכסים העומדת לחלוקה לכלל נושי היזם. הוראה זו מאזנת בין זכויות הקניין של ה-SPE לבין האינטרס בשיקום חברות. כמו כן, מאחר שמדובר בנכסים שטרם באו לעולם, והגעתם לעולם תלויה בביצוע פעולות על ידי היזם, ההנחה היא שאם הדין יקבע כי נכסים אלו יועברו ל-SPE עם היווצרותם, לא יהיה כל אינטרס לבעל התפקיד או למפרק, לפי העניין, לבצע את הפעולות הנדרשות לצורך היווצרותם.

2.4 חובת רישום בטוחות (משכונות)

בעסקת איגוח, מלבד העברת התשלומים העתידיים, גם הבטוחות שניתנו להבטחת התשלומים העתידיים צריכות לעבור לידי ה-SPE. סעיף 5 לחוק המחאת חיובים קובע כי:

"בכפוף להסכם, ההמחאה כוללת המחאת זכות גם על ערבות ושעבוד שנתנו להבטחתה, וכל זכות אחרת הנלווית לזכות שנמחתה במידה שהן עבירות, ועל הנושה לעשות לפי דרישת הנמחה את הפעולות הדרושות כדי שכוחה של המחאת הזכויות האמורה יהיה יפה לכל דבר". לנוכח סעיף זה, בעסקת איגוח הכוללת המחאת זכות לקבלת כספים מתיקי משכנתאות יש לרשום על שם התאגיד ייעודי, ה-SPE, את המשכנתאות שרשומות על שם היזם. כיוון שבעסקת איגוח אחת מעורב מספר רב של בטוחות, המבטיחות את תזרים המזומנים המומחה, יש לבצע הליך רישום עבור כל אחת מהבטוחות.

מוצע להקל על רישום הבטוחות הנלוות לעסקאות האיגוח, כך שלא יידרש שטר העברת משכנתא לכל משכנתא, ורשויות המרשם יסתפקו בשטר העברה לכל לשכת רישום. קרי, במקום מאות שטרי העברה די יהיה בהגשת שטר אחד לכל לשכת מרשם המקרקעין.

נוסף על כך יש לציין כי במסגרת ההוראות של חוק ההסדרים נקבעו הקלות משמעותיות בנוגע לרישום משכנתאות נלוות בעסקאות איגוח. על פי הוראות אלה, רשם המקרקעין לא יידרש לבחון האם הסכמי המשכנתא מאפשרים את ההמחאה ללא הסכמת בעל המקרקעין, אלא הוא יסתפק לעניין זה בהצהרה של עורך דין ובהתחייבות של היזם. יצוין כי הוראות אלה חלות רק על תאגידים בנקאיים ומבטחים. מוצע להרחיב את תחולת ההוראות האמורות גם לחברות מנהלות.

2.5 הגנה על זכויות הלווה

כדי להבטיח כי זכויות הלווים לא תיפגענה, מוצע להגביל את זהות השרת, במקרה שמדובר בגוף מפקח.

מוצע לקבוע כי אם היזם הוא תאגיד בנקאי או גוף מוסדי, לא יהיה רשאי התאגיד הייעודי (ה-SPE) לבצע פעולה כלשהי לניהול עסקת היסוד, אלא באמצעות היזם. עם זאת, מוצע לקבוע כי המפקח על הבנקים או הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון, לפי העניין, רשאים לקבוע הוראות שיאפשרו לגוף מפקח, שאינו היזם, לבצע את הפעולות האמורות עבור ה-SPE.

מגבלה זו מבטיחה שאם ההלוואה ניתנה באמצעות גוף מפקח, הגוף שימשיך לעמוד מול מקבל ההלוואה יהיה גם הוא מפקח.

כמו כן, על מנת להגן על הלווים מוצע לקבוע, בדומה לקבוע בחוק ההסדרים, כי עסקת איגוח לא תפגע בזכויות הלווה לפי עסקת היסוד.

פרק 3

פיקוח, מגבלות והוראות שיחולו על יזם
בעסקת איגוח

יזם בעסקת איגוח יכול להיות גוף הנתון לפיקוחם של רגולטורים שונים. הצוות קבע כי במטרה למזער סיכונים הטמונים בעסקאות איגוח ולמקסם תועלת הנובעת מהן, יחולו מגבלות ותנאים שבהם צריך לעמוד היזם בהתאם לרגולטור המפקח עליו.

3.1 תאגיד בנקאי המשמש כיוזם

כאשר היזם הנו תאגיד בנקאי או תאגיד בשליטתו, לרבות כאשר דוחות כספיים של ה-SPE מאוחדים בדוחות של תאגיד בנקאי, הפיקוח ייעשה על ידי הפיקוח על הבנקים.

הפיקוח על הבנקים רואה באיגוח כלי חשוב לניהול אקטיבי של סיכונים אשראי ותומך בפיתוח שוק האיגוח זה מכבר. במקביל, הסיכונים הכרוכים בפעילות פיננסית מתוחכמת, ובעסקאות איגוח בפרט, חייבו את הפיקוח על הבנקים לנקוט גישה זהירה, גישה הממשיכה להיות תקפה גם היום.

במסגרת המאמצים לעודד את פיתוח השוק בארץ, עלה הצורך להסדיר את דרישות הפיקוח מתאגיד בנקאי אשר יהיה מעורב בעסקת איגוח. הנחיות הפיקוח על הבנקים בנושא עברו כמה שינויים ונערכו באופן ששיג את המטרות הללו:

- מיסוד עקרונות ברורים וגלויים (מעין "מסלול ירוק" לפעילות איגוח), תוך קיצור הליכי התדיינות עם תאגידים בנקאיים ספציפיים

- הקלה בכמה פרמטרים כדי לסייע להניע תחילת פעילות

הנחיות הפיקוח על הבנקים המתייחסות לפעילות איגוח בנויות על שלושה נדבכים, המשלימים זה את זה:

- **קביעת מסגרת כוללת ועקרונות הבסיס** – מכתב המפקח על הבנקים מיום 25 באוגוסט 2009, בנושא "איגוח מסורתי של הלוואות לדיוור בישראל" (המכתב מצורף בנספח א', להלן: **"מכתב המפקח על הבנקים"**).

- **טיפול חשבונאי** – הוראות הדיווח לציבור שאימצו את כללי החשבונאות האמריקאים (תקנים 166–167)

- **הלימות הון** – הוראת ניהול בנקאי מספר 205 בנושא "איגוח", הכלולה בקובץ "מדידה והלימות הון" (אימוץ הנחיות באזל II)¹⁸

יודגש כי בשלב זה הפיקוח על הבנקים יתיר לתאגיד בנקאי לאגח רק הלוואות לדיוור, כהגדרתן בהוראות הדיווח לציבור, ולא יאפשר ביצוע עסקאות שאינן מהוות איגוח מסורתי.

להלן מובאים עיקרי ההנחיות בכל אחד מהנדבכים, כפי שפורטו במסמכי הפיקוח על הבנקים הנזכרים לעיל:¹⁹

קביעת מסגרת כוללת ועקרונות הבסיס

3.1.1 הגבלת נפח עסקאות האיגוח שיבצע התאגיד הבנקאי בשלב הראשוני

¹⁸ ראה הערה 8 לעיל.

¹⁹ המסמכים פורסמו במועדים שונים ועשויים להכיל מונחים או תאריכים שאינם עדכניים. יחד עם זאת, העקרונות המפורטים בהם הם בתוקף.

נקבע כי נפח עסקאות האיגוח שיבצע תאגיד בנקאי בתנאי ההקלות לא יעלה על 6% מתיק ההלוואות לדיוור שלו, בתקופה שהסתיימה ביום 31.12.11. יובהר כי אף שהמועד האמור חלף, השיעור הקבוע במכתב המפקח עדיין תקף. בכוונת הפיקוח על הבנקים לשקול בעתיד את הצורך בעדכון השיעור, בהתאם להתפתחויות.

3.1.2. היעדר דרישה ליישום חשבונאות מכירה לצורך קבלת הקלות בהקצאת ההון

נקבע כי בשלב זה, ועד למועד שבו כללי החשבונאות בנושא איגוח בארה"ב ובתקינה הבינלאומית יתייצבו, לא תותנה קבלת הקלות בהקצאת ההון בגין ההלוואות לדיוור המאוגחות בשאלה האם העסקה מוכרת כמכירה לצרכים חשבונאיים.

הקלה זו תישקל מחדש לאחר שכללי החשבונאות המתייחסים יתייצבו, ובפרט שיושלם תהליך ההתכנסות בין הכללים החשבונאיים האמריקאיים עם הכללים החשבונאיים הבינלאומיים. יצוין כי ישנן רשויות פיקוח (לדוגמה, ארה"ב) המחייבות גם יישום חשבונאות מכירה לצורך קבלת הקלות בהקצאת ההון, וישנן רשויות פיקוח שאינן מחייבות יישום חשבונאות כאמור.

3.1.3. החלה רטרואקטיבית של הוראות באזל II או כללי חשבונאות

ההקלות בהקצאת ההון המבוססות על הנחיות באזל II, ששולבו בהוראות ניהול בנקאי תקין, יתעדכנו בהתאם לשינויים בדרישות המפורטות בהנחיות באזל, ובהתאם ייבחן אופן ההתאמה של ההוראות להנחיות באזל III שפורסמו בדצמבר 2010.

הוראות הדיווח לציבור של התאגידים הבנקאיים בנושא איגוח מבוססות על כללי חשבונאות בארה"ב (תקנים 166 ו-167). הוראות הדיווח לציבור יעודכנו בהתאם לאופן שבו יעודכנו הכללים הרלוונטיים בארה"ב.

בימים אלה נערכים התאגידים הבנקאיים בישראל לאפשרות של מעבר לדיווח על פי כללי התקינה הבינלאומיים, בכפוף להחלטה סופית של הפיקוח על הבנקים. במועד שבו תאומץ התקינה הבינלאומית, האימוץ ייעשה תחילה בהתאם לאופן האימוץ המקובל של התקינה הבינלאומית. החלה רטרואקטיבית של התקינה הבינלאומית, אם בכלל, לא תגרום לשינוי סיווג עסקאות שנעשו בעבר לעניין חישוב הלימות ההון.

3.1.4. חוות הדעת המשפטית (הנדרשת בהתאם להוראות ניהול בנקאי תקין או כללי חשבונאות)

בהתאם להוראות ניהול בנקאי תקין או כללי החשבונאות, על התאגיד הבנקאי להמציא חוות דעת משפטית אשר תכלול, בין היתר, התייחסות לנושאים הללו:

- **רישום הבטוחות** – אם הבטוחות לא עברו לידי החברה הרוכשת (ה-SPE), חוות הדעת תתייחס להשלכות הדבר על סיווג העסקה כעסקת מכר.
- **זכויות לוויים** – אם לא נתקבלה הסכמה של הלוויים לתהליך המכירה, חוות הדעת תתייחס להשלכות הדבר על המכירה, אם בכלל.

- **תקבולי הלווים** – אם תשלומי הלווים מתקבלים בתאגיד הבנקאי המאגח (היזם) ולא ישירות בחשבון ייעודי של ה-SPE, או אם תקבולי הלווים מתקבלים בחשבון ייעודי של ה-SPE בתאגיד הבנקאי המאגח (היזם), חוות הדעת המשפטית תכלול התייחסות להשלכות של צורת תשלום זו על סיווג העסקה כעסקת מכר.

3.1.5 חוות דעת הנדרשות ליישום חשבונאות מכירה

כדי שתאגיד בנקאי מאגח (יזם) יוכל לטפל בעסקת האיגוח כמכירה חשבונאית, עליו לוודא שעסקת האיגוח עומדת בכללי החשבונאות שנקבעו בסעיף 21 להוראות הדיווח לציבור. לצורך כך עליו, בין היתר, לקבל חוות דעת מרואה החשבון המבקר שלפיה ראוי לטפל חשבונאית בעסקת האיגוח כמכירה לפי סעיף 21 להוראות הדיווח לציבור (כפי שתוקן על ידי תקני חשבונאות אמריקאיים 166 ו-167).

3.1.6 החזקה של התאגיד הבנקאי באיגרות חוב שיונפקו על ידי ה-SPE

המשבר האחרון חשף את הסיכון המוסרי הגלום בעסקאות איגוח. לקחים מהמשבר הפיננסי מצביעים על הצורך כי היזם ישמור על עניין בנכסים המאוגחים. על כן הוחלט לחייב את התאגיד הבנקאי המאגח (היזם) להחזיק לפחות 10% מכל סוג של איגרת חוב שתונפק על ידי ה-SPE.

3.1.7 טיפול בכריות ביטחון לפירעון איגרות החוב (Credit Enhancement)

- 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.
- 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 הבנקים בארה"ב. אם לא ניתן לבסס את חישוב השווי ההוגן באופן אובייקטיבי, יש למחוק חשבונאית באופן מידי את הזכויות הנדחות שנשמרו.
- 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, בתום החודש השני יופחת 1/35 מהיתרה וכן הלאה).
- בכל מועד דיווח יש לבחון את הצורך ברישום הפרשה בגין ירידת ערך של הזכויות הנדחות.
- אם לאחר האיגוח נמכרות חלק מהזכויות הנדחות שנשמרו לצדדים שאינם קרובים למעביר (היזם), הזכויות הנדחות הנותרות יימדדו לפי כללי חשבונאות מקובלים.

3.1.8 איסור רכישה חוזרת של הלוואות שהעביר תאגיד בנקאי אל ה-SPE

תאגיד בנקאי מעביר (יזם) לא יורשה לרכוש בחזרה, במישרין או בעקיפין, הלוואה שמכר ל-SPE, למעט במקרים חריגים של הונאה (Fraud). זאת בעקבות החשש שהבנק יחליט להתערב בנסיבות מסוימות בקשר לנכסים שהועברו, כדי להקטין את החשיפה של תביעות מצד המחזיקים בניירות הערך שהונפקו או כדי למנוע פגיעה במוניטין שלו כלפי מחזיקים אלה, במידה שהנכסים שנעברו יקבלו דירוג אשראי נמוך. יחד עם זאת, כשנותרת תקופה קצרה מאוד לחיי תיק הלוואות שנמכר ל-SPE (לדוגמה: בשנה האחרונה מתוך 10 שנים או כאשר יתרת התיק מגיעה ל-10% מיתרתו המקורית), ואם הותר הדבר לפי הסכמי ההקמה של עסקת האיגוח, יורשה התאגיד הבנקאי המעביר לבצע Clean up ולרכוש בחזרה מה-SPE את יתרת ההלוואות לפי שוויין ההוגן. זאת כדי להביא לחיסכון בעלויות ניהול תיקי הלוואות שאוגחו.

מגבלות אלו יחולו גם על:

- צדדים קרובים²⁰ לתאגיד הבנקאי המוכר
- רכישה של זכויות ב-SPE על ידי התאגיד הבנקאי המוכר או על ידי צדדים קרובים לתאגיד הבנקאי המוכר לאחר מועד ההעברה

למרות האמור לעיל, התאגיד הבנקאי המוכר (או צדדים קרובים אליו) רשאי לתת ללווה הלוואה לצורך פירעון מוקדם של הלוואה שמכר, אם בעת הפירעון המוקדם מתקיימים שני התנאים הללו:

1. ההלוואה אינה בפיגור.
2. ההלוואה אינה עומדת בתנאים המתירים לפי עסקת האיגוח, להוציא הלוואות מהתיק הנמכר (לדוגמה, אם התאגיד הבנקאי בחר בעת המכירה להוציא מן התיק הנמכר הלוואות בפיגור זמני, התאגיד הבנקאי המוכר לא יורשה לתת הלוואה לצורך פירעון מוקדם של הלוואה שבעת הפירעון המוקדם הנה בפיגור זמני).

3.1.9 איסור תמיכה בנזילות של ה-SPE

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

3.1.10 התאגיד הבנקאי המעביר כנותן שירות (שרת)

²⁰ צדדים קרובים למעביר –

1. צד קרוב לפי תקן חשבונאות אמריקאי מספר 57: צד השולט בתאגיד, נשלט על ידי תאגיד, או נמצא תחת שליטה משותפת עם תאגיד, באופן ישיר או עקיף באמצעות מתווך אחד או כמה מתווכים.
2. קופות גמל וקרנות נאמנות המנוהלות על ידי המעביר או צדדים שנחשבים קרובים אליו לפי סעיף 1 לעיל.

בקשר להלוואות שנמכרו ל-SPE בעסקת איגוח, רשאי התאגיד הבנקאי המעביר להמשיך לפעול כשרת בלבד.

כדי להבטיח שמירה על זכויות הלווים בעסקאות איגוח, ייקבע כי החלפת נותן השירות אפשרית רק אם גם נותן השירות החלופי יהיה תאגיד שחלות עליו הוראות המפקח על הבנקים לעניין זכויות של לוויים, ורק אם המפקח קבע הוראות לעניין זה.

עד שיצטבר ניסיון מתאים, המפקח על הבנקים יבחן את עסקאות האיגוח ויאשר שנכסי שירות / התחייבויות שירות בגין מתן השירות נרשמו במועד העסקה לפי שוויים ההוגן.

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

בשלב זה תאגיד בנקאי יהיה רשאי לאגח רק הלוואות לדיור, כהגדרתן בהוראות הדיווח לציבור, ולא יתאפשר ביצוע עסקאות שאינן מהוות איגוח מסורת. לפיכך, לא יותרו עסקאות מסוג איגוח מתגלגל (Revolving) של אשראים לתקופות קצרות. בכוונת הפיקוח על הבנקים לשקול בעתיד את הצורך בעדכון המגבלה, בהתאם להתפתחויות.

על מנת להימנע ממצב של ניגודי עניינים בין התאגיד הבנקאי לבין מחזיקי איגרות חוב שיונפקו על ידי ה-SPE, הוחלט כי לפחות בעסקאות האיגוח הראשונות לא יאוגחו הלוואות המובטחות בבטוחות שבמועד העסקה משמשות גם כבטוחות להלוואות אחרות שהעמיד התאגיד הבנקאי. האמור לעיל לא יחול על הלוואה המובטחת בשעבוד פרי פסו לטובת ה-SPE ולטובת התאגיד הבנקאי, אם היא מטופלת באופן זהה על ידי התאגיד הבנקאי עבור שניהם (לדוגמה: מועדי פירעון זהים, הסדרי גבייה וכו').

כדי למנוע פגיעה באיכות תיק האשראי של תאגיד בנקאי מעביר, לא תתאפשר מכירה סלקטיבית של ההלוואות ה"טובות" ל-SPE (Cherry Picking), למעט:

- מכירה של תיקי הלוואות שנבחרו באופן אקראי מתוך קטגוריה מסוימת, כפוף לתנאים המפורטים במכתב המפקח על הבנקים
- הוצאת קטגוריות מסוימות של הלוואות, הנמנות במכתב המפקח על הבנקים

3.1.12 הגבלת עסקאות עם צדדים קרובים

צדדים קרובים לתאגיד הבנקאי המעביר לא יורשו לרכוש איגרות חוב שהונפקו על ידי ה-SPE במסגרת עסקת איגוח שבה משתתף התאגיד הבנקאי.

3.1.13 פערים בתקופה לפירעון

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 לפירעון של 3 שנים, ולתיק ההלוואות שאוגחו תקופה אפקטיבית לפירעון של 6 שנים.

3.1.14 זכויות לוויים

יש להבטיח כי מצבם של לוויים לא יורע בשל כך שתאגיד בנקאי מכר את ההלוואה שקיבלו במסגרת עסקת איגוח. בכל עסקת איגוח ייקבעו ההסדרים המתאימים לעסקה הספציפית, שיהיו מיועדים להבטחת זכויות הלוויים שהלוואותיהם אוגחו.

3.1.15 תחילה – דרישות ההון מתאגיד בנקאי שהוא צד לעסקת איגוח שלא כמשקיע

על תאגיד בנקאי שהוא צד בעסקת איגוח שלא כמשקיע (אלא כיזם של עסקת איגוח או כצד ג' המעניק הגנה או חיזוק לחשיפות איגוח) לפנות לפיקוח על הבנקים לשם קבלת אישור מקדים לטיפול ההוני שבכוונתו לייחס לחשיפות האיגוח.

טיפול חשבונאי – הוראות הדיווח לציבור

הוראות הדיווח לציבור של המפקח על הבנקים מאמצות בהקשר זה את התקנים הרלוונטיים בארה"ב:²¹

תקן חשבונאות אמריקאי מספר 166 – העברות ושירות של נכסים פיננסיים (תיקון לתקן חשבונאות אמריקאי מספר 140)

תקן חשבונאות אמריקאי מספר 167 – תיקונים לפרשנות 46 מתוקנת (FIN 46(R) – איחוד ישויות בעלות זכויות משתנות).

תקנים אלה גובשו בעקבות לקחי המשבר הפיננסי הגלובלי. התקנים שינו במידה רבה את הטיפול החשבונאי בעסקאות העברת נכסים פיננסיים בכלל, ובפרט הגדירו מחדש את התנאים הדרושים כדי שתאגיד בנקאי יגרע ממאזנו נכסים פיננסיים שאוגחו על ידיו, וכן הגדירו מחדש את המצבים שבהם יש לאחד ישויות למטרה מיוחדת. כתוצאה מכך, בין היתר, חלה החמרה של ממש בתנאים שבהתקיימם רשאי תאגיד בנקאי להוציא ממאזנו נכסים שאוגחו. נוסף על כך, התקנים כוללים דרישות גילוי משמעותיות חדשות.

הלימות הון – הוראת ניהול בנקאי מספר 205 בנושא "איגוח"

פעילות איגוח (Securitization) של תאגיד בנקאי מטופלת במסגרת הוראת ניהול בנקאי תקין מספר 205, שאימצה את הנחיות באזל II בנדון. ההוראה מקיפה את הנושאים הללו:

- תחולה והגדרות של העסקאות הנכללות במסגרת האיגוח
- הגדרות ומינוחים כלליים
- דרישות תפעוליות להכרה בהעברת סיכון
- טיפול בחשיפות איגוח

²¹ ראה הערה 7 לעיל.

3.2 גוף מוסדי המשמש כזם

כאשר הזם הוא גוף מוסדי, הפיקוח על הזם ייעשה על ידי הממונה על שוק ההון. הממונה על שוק ההון פרסם מכתב לגופים המוסדיים, שבו הוא מציין את חשיבות שוק האיגוח בפיזור הסיכונים בשוק ההון (ראה נספח א'). אגף שוק ההון יבחן את אופן הביצוע של עסקאות איגוח על ידי גופים מוסדיים, ויקבע כללים כדי להבטיח שההוראות בעניין השתתפות גופים מוסדיים, כזמים או כרוכשים, יהיו עקביות, ככל שניתן, עם הוראות שייקבעו בדין ביחס לביצוע עסקאות איגוח לציבור. הממונה על שוק ההון יקבע כללים לרכישת תיק מאוגח. לעניין היותו של גוף מוסדי זם עסקת האיגוח, הממונה יקבע כללים אם וכאשר תתגבש עסקת איגוח.

3.3 אחריות זם במסגרת הנפקה לציבור

במסגרת הנפקה לציבור, מעבר לאחריות המוטלת על הזם מכוח יחסיו עם צדדים שלישיים (למשל מחזיקי תעודות ההתחייבות שהנפיק), נושא הזם, מכוח חתימתו על תשקיף ההצעה לציבור של תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים, גם באחריות כלפי התאגיד הייעודי וכלפי מחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים למצגים שנכללו בתשקיף.

נוסף על כך, מוצע לקבוע כי יוותר סיכון מסוים בידי הזמים (אחד או יותר, בהתאם לעסקה), באמצעות חיובם להחזיק במצטבר בעשרה אחוזים מכל סדרת תעודות ההתחייבות מגובות בנכסים שהוצעה לציבור.

מעבר לאמור, בהנפקות לציבור יחולו הוראות ותנאים נוספים שיעוגנו בחוק ניירות ערך. רק עסקאות איגוח שיקיימו את התנאים וההוראות כאמור יוכלו לשמש בסיס להצעת ניירות ערך לציבור על פי תשקיף שהרשות תתיר את פרסומו. עיקר ההוראות יפורטו בפרק העוסק בהנפקה לציבור להלן.



פרק 4

הנפקה לציבור

הצעות לציבור ייעשו על פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו. החקיקה המוצעת על ידי רשות ניירות ערך הנה נדבך משלים להצעות לתיקוני חקיקה שפורטו בפרק על ההיבטים המשפטיים. רק עסקאות איגוח שיקיימו את התנאים המוצעים באותו פרק, וייהנו לפיכך מוודאות משפטית בקשר לסיווג העסקה כעסקת מכר, וכן יקיימו את ההוראות והתנאים הקבועים בהצעת הרשות,²² יוכלו לשמש בסיס להצעת ניירות ערך לציבור על פי תשקיף שהרשות תתיר את פרסומו.

במקרים שבהם היזם הנו גוף מפוקח יהיה עליו לעמוד, בנוסף לתנאים שייקבעו בחוק ניירות ערך, גם בתנאים שקבע המפקח הרלבנטי.

נציין כי למרות שפרק זה עוסק בהוראות שיחולו על הנפקות לציבור, אגף שוק ההון יבחן את אופן הביצוע של עסקאות איגוח על ידי גופים מוסדיים, ויקבע כללים כדי להבטיח שההוראות בעניין השתתפות גופים מוסדיים, כיזמים או כרוכשים, יעלו בקנה אחד ככל שניתן עם הוראות שייקבעו בדיון ביחס לביצוע עסקאות איגוח לציבור.

להלן התייחסות לעיקרי הוראות החקיקה המוצעות על ידי רשות ניירות ערך:²³

4.1 התאגיד הייעודי (SPE)

בעסקאות איגוח מטרת התאגיד הייעודי היא לשמש צינור לשם העברת הנכסים המגבים ובידודם. כדי להבטיח שפעילות התאגיד הייעודי תתמקד בעסקת האיגוח בלבד ובפעולות המתחייבות ממנה, וכדי למנוע ממנו לבצע פעולות שעשויות לחשוף את מחזיקי תעודות התחייבות לסיכון חיצוני (מעבר לסיכון האשראי של הנכסים המגבים), מוצע במסגרת החקיקה לקבוע כי עיסוקיו הבלעדיים של התאגיד הייעודי יהיו רכישת נכסים מגבים בעסקת איגוח מיזם אחד או יותר; הנפקת תעודות התחייבות מגובות בנכסים; שימוש בתמורת ההנפקה לרכישת התשלומים המתקבלים מהנכסים המגבים, להתקשרות עם שרת לניהול הנכסים, לפירעון תעודות ההתחייבות ולביצוע פעולות נגזרות אחרות ככל שיידרש לשם קיום האמור. קביעה לעניין עיסוקיו הבלעדיים של התאגיד הייעודי תיכלל במסמכי ההתאגדות שלו.

מוצע גם כי התאגיד הייעודי יתאגד כחברה פרטית (לרבות כחברת איגרות חוב, לפי העניין) בישראל, כמשמעותה בחוק החברות, וזאת לאחר בחינת היבטי משפט, חשבונאות ומס אשר רלוונטיים לענייננו. נציין כי השיקול המרכזי בבחירת מבנה התאגיד הייעודי הוא הרחקת הסיכון הכללי של היזם ממנו. משמע, יש לדאוג כי במקרה של חדלות פירעון של היזם, נכסי התאגיד הייעודי מוגנים מפני נושי היזם והם שייכים בלעדית לתאגיד הייעודי. סיכונים נוספים שנלקחו בחשבון בבחירת מבנה ההתאגדות המתאים הם סיכונים תפעוליים הנובעים מניהול הנכסים המגבים על ידי התאגיד הייעודי (במקרים שבהם מתאפשר ניהול), וסיכונים תפעוליים הנובעים ממתן השירותים לתאגיד הייעודי על ידי השרת.²⁴

²² כללים אלה יחולו על פעילויות איגוח של תאגידים בנקאיים בהתאמות שיקבע המפקח על הבנקים.

²³ ראה הצעת חוק האיגוח, (תיקוני חקיקה), התשע"ד-2014.

²⁴ סקירת הדיון הזר מגלה כי אין אחדות באשר לאופן התאגדות ה-SPE במדינות השונות. בארצות הברית, למשל, רשאי ה-SPE להתאגד כחברה, כנאמנות או כשותפות. באנגליה קיימות 2 חלופות להתאגדות ה-SPE: האחת – התאגדות כחברה באנגליה או במדינה אחרת שבה קיימים דיני חדלות פירעון דומים לאלה של אנגליה, והשנייה – התאגדות כנאמנות מפורשת (express trust) באמצעות שטר (Trust Deed).

באיטליה החוק אינו קובע מהי צורת ההתאגדות הנדרשת מה-SPE, ולכן הוא יכול להתאגד כ-Joint Stock Company, Limited Partnership, Limited Liability Company (עם הון עצמי מיינמלי). בפועל עסקאות האיגוח באיטליה נעשות בעיקר באמצעות Limited Liability Companies. באוסטרליה, הגוף הרוכש את הנכסים ומנפיק את ניירות הערך הוא ברוב המקרים הסדר נאמנות (Trust). בצרפת קיים מכשיר ייחודי לרכישת חובות (Fonds Communs de Creances –)

4.2 השרת

תפקיד השרת נוגע לניהולם ותפעולם של הנכסים המגבים בעסקת האיגוח. לאור עיסוקו בניהול התזרימים המתקבלים מהנכסים המגבים, נדרש כי התפקיד יבוצע בידי תאגיד בעל ניסיון, משאבים, כוח אדם ומערכות מחשוב נאותות. מוצע, לפיכך, לעגן דרישות אלה כתנאי כשירות מחייבים ביחס לתפקיד זה.

הוראה משלימה לעניין כשירות השרת מוצעת גם במסגרת תיקון נוסף, שלפיו, על אף האמור בכל דין, בעסקה שבה התאגיד המעביר הנו תאגיד בנקאי – יהא השרת תאגיד בנקאי או חברה בת בבעלות מלאה של תאגיד בנקאי, ואילו בעסקה שבה התאגיד הבנקאי הנו גוף מוסדי – יהא השרת גוף מוסדי או חברה בת בבעלות מלאה של גוף מוסדי. כמו כן מוצע במסגרת אותה הצעת חוק להסמיך את שר המשפטים לקבוע מקרים נוספים שבהם השרת יהא תאגיד מסוג שייקבע. כל זאת על מנת שזכויות הלווים לא ייפגעו בעקבות איגוח הלוואות.

כדי להבטיח את מחויבות השרת לתפקידו ואת פעילותו כראוי בניהול הכספים הנובעים מהנכסים המגבים, תפקיד הדורש אחריות רבה ומגלם סיכונים שונים, מוצע להטיל על השרת כמה חובות שבהן יידרש לעמוד במסגרת תפקידו: חובת זהירות, הימנעות מפעולה בניגוד עניינים, חובת מסירת מידע לתאגיד הייעודי ולנאמן ואחריות, כמפורט להלן.

ראשית, מוצע לקבוע כי השרת יחוב חובת זהירות כלפי התאגיד הייעודי וכלפי מחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים, בפעולותיו בקשר עם הנכסים המגבים. בכך למעשה יידרש השרת לסטנדרט פעולות אחראי ויהא חשוף במקרה שפעל בניגוד לחובה זו, והכול בהתאם להוראת הדין הכללי ופקודת הנזיקין.

שנית, מוצע לקבוע הוראות שמטרתן למנוע מהשרת לפעול במצב של ניגוד עניינים, ובפרט למנוע את ניצול כוחו ומעמדו של השרת לרעה אם מצוי במצב שכזה. החשש מפני פעילות בניגוד עניינים מתגבר בעיקר בעסקאות איגוח הלוואות שבהן היזם (למשל הבנק) פועל גם כשרת. בעסקאות מסוג זה לכאורה ניגוד העניינים מובנה בפעילות השרת, הואיל ומצד אחד הוא מחויב לפעול בהתאם להסכם מתן השירותים, ומצד אחר הוא ממשיך לקיים מערכת יחסים עסקית עם הלווים. ניגוד עניינים זה כשלעצמו לא יפסול את התאגיד מלשמש כשרת, אולם עליו לנהוג בתום לב ולהימנע מניצול כוחו לרעה במקרים אלו. בכלל זה מוצע לקבוע כי על השרת להימנע מכל פעולה שיש בה ניגוד עניינים בין מילוי תפקידו כשרת לבין מילוי תפקיד אחר שלו, או לבין ענייניו האישיים.

נוסף על כך מוצע לקבוע כי במקרה שבו הגיעו לידי השרת, מתוקף תפקידו, מסמך או ידיעה מהותיים הנוגעים לנכסים המגבים, יהא עליו להביאם גם לידיעת התאגיד הייעודי והנאמן לתעודות ההתחייבות המגובות בנכסים. כמו כן, יידרש השרת למסור לתאגיד הייעודי ולנאמן, במסגרת הודעה בכתב, כל פרט שיידרש להם על מנת לקיים את חובות הדיווח החלות עליהם לפי החוק והנוגעות לנכסים המגבים.

בנושא אחריות השרת, מוצע לקבוע מפורשות כי הוא יהיה אחראי לנזק שנגרם לתאגיד הייעודי ולמחזיקים בתעודות ההתחייבות המגובות בנכסים בשל הפרת הוראות החוק על ידיו.

על פי המוצע, שרת יוכל להתפטר בהודעה בכתב לנאמן, אך ימשיך לכהן כשרת עד למינוי שרת אחר,

FCC המוקם במשותף על ידי חברת ניהול ונאמן – חברת הניהול מנהלת את עסקי ה-FCC ואילו הנאמן מפקח על חברת הניהול.

אם כך הורה לו הנאמן. עוד מוצע לקבוע כי החלטה על העברת שרת מכהונתו תתקבל בדרך שבה מתקבלת החלטה על העברת נאמן לתעודות ההתחייבות מתפקידו לפי סעיף 35(ד) לחוק ניירות ערך, ובלבד שאסיפת המחזיקים תכונס לפי דרישה של המחזיקים בעשרה אחוזים מיתרת הערך הנקוב של כלל סדרות תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים חלף חמישה אחוזים, כקבוע בסעיף האמור. זאת על מנת לאפשר העברת השרת מתפקידו על ידי המחזיקים מחד גיסא, ומאידך גיסא להימנע מאפשרות פיטוריו באסיפה שאינה מייצגת את כלל המחזיקים בתעודות ההתחייבות המגובות בנכסים (מכל הסדרות) באופן הולם. במקרה של החלפת שרת, נדרש כי ההתקשרות בהסכם שבין התאגיד הייעודי והשרת החדש תהיה כפופה לאישור של רוב מבין המחזיקים בכלל סדרות תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים.

כדי להבטיח קיומם של מקורות לפיצוי מחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים במקרה שהשרת הפר חובותיו, מוצע לקבוע כי יהא עליו לבטח את אחריותו בפוליסה שתהיה תקפה כל עוד לא חלפו שבע שנים מהמועד שבו יסתיים פירעון הסדרה המאוחרת מבין סדרות תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים שהוצעו לציבור. היקף הביטוח ותנאיו יהיו ברמה המספקת לדעת דירקטוריון השרת להבטחת מלוא אחריותו לפי החוק, בהתחשב בהיקף פעילותו, ולא יפחת מסכום מזערי שייקבע בתקנות בהתאם להסמכה המוצעת במסגרת סעיף זה.

4.3 המאגח

המאגח הנו תאגיד המתווך בין היזמים לבין התאגיד הייעודי בעסקת איגוח, ולמעשה, הנו הגורם הפעיל והיזום בעסקאות מסוג זה. לאור מבנה עסקה ייחודי זה, ראה הצוות לנכון להגביל בעסקאות אלה את זהות המאגח ולא את זהות היזם. מאגח בעסקת איגוח יכול להיות רק תאגיד שההון העצמי שלו עולה על ההון העצמי המזערי כפי שיקבע שר האוצר בתוספת השמינית לחוק.

4.4 אחריות יזם ומאגח

לרוב מתבצעת עסקת איגוח בהסתמך על מצגים שנתן היזם לתאגיד הייעודי בנוגע לנכסים המגבים. כדי להטיל על היזם אחריות למצגים כאמור, מוצע לחייב הן את היזם והן את המאגח לחתום על התשקיף שבמסגרתו מציע התאגיד הייעודי את תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים. בכך יהיה כדי להכפיף להוראות חוק ניירות ערך בעניין אחריות אזרחית כלפי מחזיקי תעודות ההתחייבות ובעניין אחריות מנהלית ופלילית. היזם והמאגח יידרשו לחתום רק על טיוטת התשקיף ועל התשקיף, והם לא יחויבו לחתום גם על הדיווחים השוטפים שמגיש התאגיד הייעודי.

בהקשר זה, מוצע לקבוע מפורשות כי הן היזם והן המאגח החתומים על תשקיף או על טיוטת תשקיף אחראים כלפי המחזיקים בתעודות ההתחייבות המגובות בנכסים (אשר הוצעו במסגרת התשקיף), לנזק שנגרם להם בשל הפרת הוראות החוק או התקנות לפיו על ידי היזם או המאגח. בכלל זה אחראים הם לנזק שנגרם בשל פרט מטעה שנכלל במצגים שהיוו בסיס לעסקת המחאת הזכויות מהיזם לתאגיד הייעודי במסגרת עסקת האיגוח.

נוסף על כך, מוצע לחייב את היזם להתחייב במסגרת תשקיף הנפקת תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים כי יפצה את התאגיד הייעודי בגין כל תביעה או דרישה בשל טענות הנוגעות ליחסיו של היזם עם צדדים שלישיים בקשר לנכסים המגבים. התחייבות כאמור תיכלל בתשקיף שעל פיו מוצעות לציבור תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים (הוראה זו מהווה נדבך משלים להצעה לחיוב היזם בחתימה על תשקיף התאגיד הייעודי כדי שישא באחריות מכוח החוק לפרטים ולמצגים שניתנו במסגרת עסקת האיגוח).

יצוין כי סעיף 34 לחוק ניירות ערך קובע כי במידה ששניים או יותר אחראים לנזק שנגרם מחמת שהיה בתשקיף פרט מטעה, אחראים הם כלפי הניזוק, ביחד ולחוד. מוצע להחריג מהוראה זו יזמים בעסקת איגוח שבה קיים מאגח ולקבוע כי בעסקה כאמור תחול האחריות התשקיפית על יזם רק בשל פרט מטעה אשר נוגע לנכס המגבה שהומחה על ידיו לתאגיד הייעודי לצורך עסקת האיגוח.

4.5 סדרות של תעודות התחייבות

מוצע לאפשר לתאגיד ייעודי להציע כמה סדרות של תעודות התחייבות מגובות בנכסים, ובלבד שכל הסדרות יהיו מובטחות בשעבוד על קבוצת נכסים מגבים אחת בלבד. כלומר, אותו "סל נכסים" יהיה זה אשר יגבה את כל סדרות תעודות ההתחייבות שיציע התאגיד הייעודי.

הוראה זו נועדה למנוע פגיעה במחזיקים בסדרת תעודות התחייבות מסוימת על ידי מחזיקים מסדרה אחרת, שעשויה להיגרם בשל ההבדלים בין קבוצות הנכסים המגבים ששועבדו כנגד הסדרות. כך למשל, במקרה שבו תאגיד ייעודי יציע שתי סדרות תעודות התחייבות אשר כל אחת מהן מגובה בקבוצת נכסים אחרת, ולא יעמוד בהתחייבויות על פי אחת הסדרות. המחזיקים בסדרה זו עשויים לתבוע פירעון מידי ואף להביא לפירוק התאגיד הייעודי בגין אי עמידה בהתחייבויותיו כלפיהם, ובכך יפגעו במחזיקי תעודות ההתחייבות מהסדרה האחרת (המגובה בקבוצת נכסים אחרים), כאשר לכאורה אין הצדקה כלכלית ממשית לפגיעה כאמור. ההוראה המוצעת נועדה, לפיכך, ליצור אחידות באינטרס המחזיקים בתעודות ההתחייבות מבחינת הנכסים המגבים שהועמדו כנגדן, ואף ליצור תמריץ לכך שהצעה לציבור של תעודות התחייבות מגובות בנכסים תתבצע על סמך תיק נכסים גדול דיו, שיצדיק את הכדאיות הכלכלית של המהלך.

יחד עם זאת, אין מניעה כי סדרות תעודות ההתחייבות שיוצעו ייבדלו זו מזו מבחינת תנאיהן הכלכליים האחרים, שהרי פעמים רבות במסגרת עסקת איגוח מוצעות סדרות שונות של תעודות התחייבות. במקרים אלה, כל הסדרות תהיינה מגובות באותה קבוצת נכסים, וההבדלים ביניהן ינבעו מהסיכון הגלום בכל סדרה. מכאן שתעודות ההתחייבות הנחותות הן הראשונות שתיפגענה במידה ויתרחש אירוע של חדלות פירעון התאגיד הייעודי. המחזיקים בתעודות ההתחייבות הבכירות ייפגעו רק אם המחזיקים בתעודות ההתחייבות הנחותות לא יקבלו את כספם כלל. בשל מבנה העסקה הייחודי של עסקאות איגוח, במידה מסוימת עשוי להתעורר חשש לכך שהמחזיקים בתעודות ההתחייבות הנחותות ינקטו צעדים אשר יפגעו במחזיקים בתעודות ההתחייבות הבכירות. עם זאת, מוצע שלא לראות בעניין זה הצדקה או צורך לקבוע בדין מלכתחילה מגבלה מוחלטת על מחזיקי תעודות ההתחייבות הנחותות לפעול לפירוק התאגיד הייעודי או למימוש הבטוחות שניתנו להם בכל דרך אחרת.

4.6 רכישה עצמית של תעודות התחייבות מגובות בנכסים

מוצע לקבוע כי התאגיד הייעודי לא יהיה רשאי לרכוש בחזרה תעודות התחייבות שהנפיק. חריג לאיסור זה הוא ביצוע של פדיון מוקדם כפוי, שבמסגרתו נרכשת יתרת תעודות ההתחייבות מסדרה מסוימת שבמחזור, בכפוף לעמידה בתנאים כפי שיוגדרו בתשקיף. הוראה זו נועדה בין היתר להבהיר כי אין זה מתפקידו של התאגיד הייעודי להיות שותף פעיל במסחר. בפרט נועדה ההוראה למנוע מצב שבו בעת רכישת תעודות ההתחייבות בחזרה, ישלם התאגיד הייעודי יותר מכפי שוויין (קרי – ביטול ההתחייבות יתומחר ביתר), מה שלפחות תיאורטית עשוי לפגוע במחזיקי תעודות ההתחייבות הללו. בהתאם, יש בהוראה המוצעת כדי ליצור ודאות עבור המחזיקים באשר למשך החזקתם בתעודות ההתחייבות והתקבולים שינבעו להם מכוח החזקתם כאמור. יחד עם זאת, במקרים מסוימים כן

יתאפשר לתאגיד הייעודי לבצע פדיון מוקדם של כלל תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים שהציע, כמפורט בהצעה.

4.7 שמירת סיכון האשראי אצל היזמים ואצל המאגח

בעסקת האיגוח עשוי להיווצר כשל שוק הנובע ממידע א-סימטרי בין היזם לבין ציבור המשקיעים בנוגע לסיכונים הנובעים מהנכסים המגבים. מהניסיון שנצבר במדינות שונות עולה כי כשל שוק זה הוביל לא פעם לתמחור ביתר של תעודות התחייבות שהוצעו למשקיעים בעסקאות איגוח, תוך שיזמי העסקה מגלגלים את מלוא הסיכון אל כתפי המשקיעים. כדי לצמצם את החשש מפני כשל שוק זה, מוצע לא לאפשר הצעה לציבור של תעודות התחייבות מגובות בנכסים, אלא אם היזם יהיה שותף לסיכון המגולגל אל מחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים במסגרת עסקת האיגוח.

מוצע לקבוע כי הותרת סיכון מסוים בידי היזמים (אחד או יותר, בהתאם לעסקה) תיעשה באמצעות חיובם להחזיק, במצטבר, בעשרה אחוזים מכל סדרת תעודות התחייבות מגובות בנכסים שהוצעה לציבור.

כדי שהחובה להותיר את הסיכון כאמור בידי היזמים תהיה אפקטיבית, נקבע כי הם לא יהיו רשאים לבצע פעולות להעברת הסיכון, כגון פעולות גידור לגבי סיכון זה.

כמו כן, מוצע כי במקרה של איגוח המבוצע באמצעות מאגח, שמירת האינטרס הכלכלי תפוצל בין היזם לבין המאגח כך שיידרש מהם להחזיק בשיעור של עשרה אחוזים ושני אחוזים, בהתאמה, מכל סדרת תעודות התחייבות מגובות בנכסים שהוצעה לציבור. כך כל יזם יחויב להחזיק תעודות התחייבות מגובות נכסים שהוצעו לציבור בשווי עשרה אחוזים לפחות משווי הנכסים שהעביר לתאגיד הייעודי לשם עסקת האיגוח. באופן זה יחזיקו היזמים במצטבר בעשרה אחוזים מכל סדרת תעודות התחייבות מגובות בנכסים שהוצעה לציבור, כאשר חלוקת נטל האחזקה בין היזמים תיעשה בהתאם לשווי הנכסים שהעבירו למאגח. לפי המוצע, חישוב שווי הנכסים שהעביר יזם למאגח לעניין זה יחושב לפי שווי הנכסים במועד ההנפקה. יחד עם זאת, מוצע להסמיך את הרשות לפטור יזם או מאגח מהחובות האמורות, כולן או מקצתן, וכן להתנות פטור כאמור בתנאים.

4.8 החלפת נכסים מגבים

ככלל, מוצע שלא לאפשר החלפה של נכסים מגבים בתיק נכסים מגבים בעסקת איגוח. במקרים חריגים תתאפשר החלפה של נכס מגבה אחד או יותר, אך זאת רק אם קיימת הצדקה מיוחדת בנסיבות העניין להחלפת נכס מגבה מסוים, ובלבד שאין בהחלפה אלא כדי לזכות את מחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים והיא אושרה מראש על ידי הנאמן, או במקרים שבהם החלפת הנכס המגבה אושרה מראש בהחלטה מיוחדת באסיפת מחזיקים של כל אחת מסדרות תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים. החלטה מיוחדת (כפי שמוצע להגדירה בתיקון חוק ניירות ערך בנושא תעודות התחייבות ונאמנים הנזכר לעיל) הנה החלטה שהתקבלה על ידי המחזיקים בלא פחות משני שלישים מיתרת הערך הנקוב של תעודות התחייבות מאותה סדרה, המשתתפות בהצבעה, או ברוב אחר שנקבע בשטר הנאמנות, לפי הגבוה, באסיפה שנכחו בה מחזיקים של לפחות חמישים אחוזים מיתרת הערך הנקוב כאמור או באסיפה נדחית שנכחו בה מחזיקים של לפחות עשרה אחוזים מהיתרה כאמור, והתקיימה לא פחות משני ימי עסקים לאחר מועד קיומה של האסיפה המקורית.

תפקידן של המגבלות על החלפת נכסים מגבים כאמור הנו לצמצם את הסיכוי לפגיעה בזכויות מחזיקי תעודות ההתחייבות במקרים של החלפת נכסים מגבים, אשר מאפשרת לרוב שיקול דעת רחב שניתן לנצלו לרעה.

4.9 איגוח מתגלגל

מוצע כי במקרים חריגים תוכל הרשות לתת היתר לפרסום תשקיף הצעה לציבור של תעודות התחייבות מגובות בנכסים המוחלפים מעת לעת, בהתאם לתנאים המפורטים בהצעת החוק. אפשרות זאת תינתן במקרים שבהם תהליך ההחלפה של הנכסים המגבים מתבצע על פי תנאים שהוגדרו מראש בתשקיף, ללא שיקול דעת, ובלבד שההחלפה לא תחשוף את מחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים לסיכון אשראי גבוה מהסיכון הקיים עובר לביצוע ההחלפה. בהתאם, במסגרת התשקיף ייכללו מנגנוני בקרה נאותים שיבטיחו כי החלפת הנכסים אכן לא תגדיל את סיכון האשראי שהמחזיקים בתעודות ההתחייבות חשופים לו, והתאגיד הייעודי, השרת והנאמן הם הגורמים שיהיו מופקדים על הבטחת קיומם של מנגנונים כאמור במסגרת התשקיף ועל עמידה בהם ובתנאי ההחלפה האמורים בפועל.

הצעה לציבור של תעודות התחייבות מגובות בנכסים המוחלפים מעת לעת תהיה רלוונטית במקרים שבהם הנכסים המגבים מוחלפים בתדירות באופן סדיר. כך למשל, כאשר הנכסים המגבים הם חוזי "ליסינג" מתחדשים לרכבים או חובות בגין שימוש בכרטיסי אשראי אשר נפרעים בכל תקופה קצרה, ואילו בתקופה העוקבת נוצרים חובות חדשים. במקרים אלו, שבהם ניתן לזהות כי סיכון האשראי בגין הנכסים המגבים זהה וההחלפה מבוצעת "אוטומטית", באופן מבוקר ובכפוף לאישור הרשות כאמור, ניתן יהיה לפרסם תשקיף הצעה לציבור מסוג זה.

4.10 זכויות צדדים שלישיים בנכסים המגבים

מוצע לקבוע כי נכסים המגבים תעודות התחייבות בעסקאות איגוח יהיו נקיים מכל שעבוד, ערבות או זכות אחרת של צד שלישי. הנכסים המגבים לא יכללו נכסים אשר קיומם מותנה בביצוע חיובים אחרים. זאת על מנת לבודד ולמקד ככל הניתן את הסיכון הכרוך בהשקעה.

4.11 פדיון מוקדם כפוי

מוצע לקבוע כי פדיון מוקדם של תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים יתאפשר רק אם סך ההתחייבויות של התאגיד הייעודי על פיהן פחת מסכום שייקבע בתשקיף ההנפקה של תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים או בתקנון הבורסה, לפי הנמוך, ואם הנאמן אישר כי נתקיימו תנאים נוספים לכך, כפי שנקבעו בתשקיף ובשטר הנאמנות. סעיף זה נועד להשיג איזון בין האינטרס של מחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים שלא להיפגע עקב ביצוע פדיון מוקדם, לבין האינטרס של התאגיד הייעודי לצמצם עלויות שהוא נושא בהן בשל היותו תאגיד מדווח ובשל הפעולות שהוא חייב לבצע כדי לעמוד בהתחייבויותיו למחזיקי תעודות ההתחייבות. בהקשר זה יודגש כי פדיון מוקדם חלקי (קרי, רכישה עצמית של תעודות ההתחייבות) לא יותר כלל.

4.12 פירעון תעודות התחייבות מגובות בנכסים

מוצע לקבוע כי אי פירעון מלא או חלקי של תעודות התחייבות בשל אי קבלת כספים שהתאגיד הייעודי זכאי לקבל מכוח זכויותיו בנכסים המגבים לא ייחשב כהפרת התחייבות של התאגיד הייעודי כלפי מחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים, שכן זכויותיהם של מחזיקי תעודות ההתחייבות הן אותן הזכויות שיש לתאגיד הייעודי בנכסים המגבים ולא מעבר לכך.

4.13 מודל הגילוי: גילוי בתשקיף ובדיווח שוטף על ידי ה-SPE

עסקאות איגוח מחייבות גילוי בעל מאפיינים ייחודיים. באופן כללי, מוצע לאמץ את המלצות ועדת חיימוביץ-אשר ולקבוע כי משנוצר בידוד משפטי וכלכלי בין הנכסים המגבים לבין יתר הנכסים המצויים בבעלות היזם או בניהולו, יכלול תשקיף התאגיד הייעודי בעיקר את המידע הרלוונטי לתיאור התאגיד הייעודי, הנכסים המגבים ותיאור העסקה, ואין צורך לכלול בו תיאור שלם של יתר הנכסים והפעילויות של היזם.

עקרונות הגילוי ייקבעו בתקנות ויכללו התייחסות להיקף הגילוי הנדרש במסגרת תשקיף ובדיווחים מידיים.

הדיווח השוטף של תאגיד ייעודי באיגוח שבו היזם הוא תאגיד בנקאי, או כאשר התאגיד הייעודי מאוחד בדוחות הכספיים של תאגיד בנקאי, ייקבע בהתאם להוראות המפקח על הבנקים והנחיותיו, וזאת מבלי לגרוע מסמכות רשות ניירות ערך לדרוש כל מידע חשוב למשקיע סביר ולקבוע הוראות, כללים והנחיות גילוי לעניין זה.

פרק 5

חברות הדירוג

חברות הדירוג מהוות חלק בלתי נפרד מהפיקוח על ה-SPE. כאמור, ה-SPE לא נדרש לקבל דירוג לניירות הערך שהוא מציע על מנת לעמוד בתקנות שקבעו רשות ניירות ערך ואגף שוק ההון במשרד האוצר. יחד עם זאת, מרבית המנפיקים מעדיפים לקבל דירוג לניירות הערך שלהם ומשקיעים רבים מסתמכים על דירוגי אשראי אלו. במשבר הפיננסי האחרון הופנתה אצבע מאשימה כלפי חברות הדירוג באשר לאופן דירוג המוצרים המובנים ולחלקם של המוצרים המובנים במשבר. ועדות רבות שהתכנסו לאחר המשבר כתבו שורה של המלצות הנוגעות לחברות הדירוג. להלן הנקודות העיקריות העולות מההמלצות:

- מודל הדירוג למוצרים מובנים צריך להיות נפרד מהמודל לדירוג אג"ח, כמו גם צורת הדירוג.
- על חברות הדירוג לשפר את השקיפות הן באשר לסטטיסטיקות הדירוג שלהן והן באשר למידע שעל פיו מדורגים ניירות הערך.
- יש להקטין את ניגודי העניינים שבהם שרויות חברות הדירוג, הנובעים בעיקר ממודל התשלומים שלפיו רובן המוחלט של הכנסות חברות הדירוג מקורן בחברות המדורגות.
- יש לחזק את הפיקוח על סוכנויות הדירוג.

רבים מגופי החקיקה והפיקוח השונים בעולם קידמו בעת האחרונה הליכי חקיקה שמטרתם לעגן באסדרה את אופן פעילות חברות הדירוג בכלל ואת אופן פעילות חברות הדירוג ביחס לדירוג תעודות התחייבות מגובות נכסים בפרט. סקירת החקיקה הקיימת והחקיקה המוצעת באיחוד האירופי ובארה"ב מעלה כי מדובר באסדרה דומה וכי הוראות החוק הייחודיות הנוגעות למוצרים מובנים עוסקות ברובן בחובות דיווח ובהגברת השקיפות באשר לפעילות חברות הדירוג בתחום זה.

חלק מחברות הדירוג העולמיות כבר החלו ליישם המלצות שונות הנוגעות להליכי הדירוג וניתן לשער כי עם התקדמות הליכי החקיקה בעניין זה יתפתחו הליכי הדירוג בהתאם לדרישות החוק שייקבעו.

בישראל לא קיימת כיום אסדרה ישירה של פעילות חברות הדירוג. הליך חקיקה בעניין זה נמצא כיום בשלבים מתקדמים. ביולי 2013 פורסמה ברשומות הצעת חוק שנועדה להסדיר את פעילות חברות הדירוג בישראל, להגן על ציבור המשקיעים ולהבטיח כי הליך הדירוג והדירוג עצמו יהיו אמינים, איכותיים, שוויוניים ובלתי תלויים. לאחר אישור ההצעה בוועדת הכלכלה של הכנסת בראשית 2014, אושרה ההצבעה במליאת הכנסת בקריאה שנייה ושלישית במרץ 2014. החוק פורסם ברשומות ביום 27 למרץ 2014²⁵ וההסדרים הקבועים בו יכנסו לתוקף עם קביעת תקנות מכוח החוק.

החוק קובע כי שר האוצר יוסמך לקבוע תקנות לעניין גילוי נאות ודיווחים אשר חברות הדירוג יידרשו לספק לרשות ניירות ערך ולציבור. עם התקדמות החקיקה בעניין האיגוח יקודמו הליכי חקיקה שעניינם הסדרת פעילות חברות הדירוג בתחום האיגוח. ההסדרה צפויה להיות דומה לזו הקיימת ומתגבשת בימים אלה בארה"ב ובאירופה.

²⁵ <http://old.justice.gov.il/NR/rdonlyres/3F7858A7-876C-4179-9112-9AA9A338E005/43036/2446.pdf>

פרק 6

מיסוי עסקאות איגוח

כפי שפורט בהרחבה בפרק הראשון, במסגרת עסקת איגוח מונפקים ניירות ערך המגובים בנכסים. בעסקאות איגוח מסורתיות מועברים הנכסים המגבים (קבוצת נכסים מוגדרת ומופרדת) מידי היזם לידי הישות הייעודית שהוקמה לצורך עסקת האיגוח בלבד. הישות הייעודית מנפיקה איגרות חוב לשם מימון רכישת הנכסים המגבים מהיזם, כאשר אגרות החוב תיפרענה באמצעות תזרים המזומנים העתידי הנובע מהנכסים המגבים. לאור האמור, בבסיסה של כל עסקת איגוח ניתן לזהות ארבעה גורמים מרכזיים: יזם (Originator), תאגיד ייעודי (ה-SPE), משקיעים ושרת.

כיום, כאמור, לא קיים הסדר מס מיוחד לעסקאות איגוח. בהתאם למצב הקיים, עסקת איגוח תמוסה ככל עסקה רגילה שבה נמכרות זכויות. הסדרת הנושא של מיסוי עסקאות איגוח היא בעלת חשיבות רבה בשל הצורך ליצור ודאות בעסקאות אלה, וכן על מנת למנוע מגורם המס להוות חסם בבחינת כדאיות ביצוע העסקה. לפיכך, הצוות ראה חשיבות רבה בקביעת הסדר שלם ומקיף בתחום המיסוי לעסקאות מעין אלו.

מטרת הצוות בבואו לטפל בסוגיית המיסוי הייתה להגיע למיסוי ניטרלי של עסקאות האיגוח. כלומר, עסקאות האיגוח לא ייצרו נטל מס עודף על היזם או המשקיעים מחד גיסא, ולא יעניקו פטור או תמריץ מיסויי מאידך גיסא. זאת משום שהצוות ראה מול עיניו את חברת המטרה (ה-SPE) כחברת צינור, ללא שיקול דעת, אשר הוקמה לצורך ביצוע עסקת האיגוח והפרדת הנכסים המגבים בלבד, ושכסוף תקופת האיגוח, בעת פירוק החברה, אין לה רווחים או הפסדים. לאור האמור, מיסוי שאינו ניטרלי עלול לפגוע בכדאיות העסקה עד כדי הפיכתה ללא כדאית.

6.1 ניתוח עסקת האיגוח

ברירת המחדל במודל המוצע למיסוי עסקאות איגוח הנה סיווגן כעסקאות מכר לצורכי מס. בעסקאות אלה ניתן לזהות שלושה אירועי מס, בשלושה מישורים שונים, כדלקמן:

1. **מישור היזם** – מכירת הזכויות על ידי היזם לחברה הייעודית הנה אירוע מס לכל דבר ועניין. בהתאם לדיני המס, מכירת הזכויות הנה עסקת מכר. בפרק 2.1 הוצע לקבוע תנאים שעל פיהם תוכר עסקת האיגוח כעסקת מכר ולא כעסקת מימון, וזאת כדי להגשים את מטרת העסקה, שהיא הוצאה ובידוד נכסים מהיזם אל החברה הייעודית על מנת שישמשו לצורך פירעון איגרות החוב למחזיקים. כאמור, מבחינת דיני המס, העברת הזכויות הנה בכל מקרה עסקת מכר.

2. **מישור החברה הייעודית** – אירוע המס השני הנו קבלת תזרים המזומנים הנובע מהנכסים המגבים בידי החברה הייעודית. אירוע זה מתרחש כמעט לאורך כל חיי עסקת האיגוח. אופן מיסוי החברה הייעודית בגין אירוע מס זה הנו הבעייתי ביותר, והוא מעורר שאלות רבות בנוגע למיסוי, כפי שיפורט בהמשך. בהקשר זה חשוב לבחון את היבטי המס גם בעת פירוק החברה.

3. **מישור מחזיקי איגרות החוב** – מכירה, פדיון או קבלת ריבית בידי מחזיקי איגרות החוב הנה אירוע מס לכל דבר ועניין.

6.1.1 מישור היזם

במהלך עבודתו בחן הצוות שלושה מודלים אפשריים למיסוי עסקאות איגוח. בכל אחד מהמודלים המחאת הזכויות מהיזם לחברה הייעודית (אירוע המס הראשון) תיחשב להכנסה פירותית במועד

העסקה, כאשר תמורת המכירה תיקבע לפי שווי הנכס הנמכר. במקביל, תרשום החברה הייעודית את הנכס הנרכש באותו שווי. במקרים שבהם הנכסים המאוגחים הנם נכסים אשר ההכנסה בגינם הוכרה במלואה בעבר בידי היזם, כדוגמת חובות לקוחות, הרי שהיזם ירשום למעשה הפסד במכירת נכסים אלו, הואיל והתמורה בגינם תחושב על פי ערכם הנוכחי (בשל היוונם למועד המכירה). המלצת הצוות במקרה כזה היא להכיר בהפסד זה לצורכי מס לאורך חיי העסקה. במקרים אחרים, כדוגמת איגוח תיקי משכנתאות, ייתכן שהמכירה תיצור הכנסה חייבת ליזם.

6.1.2 מישור החברה הייעודית

באשר למיסוי החברה הייעודית (אירוע המס השני), אופן המיסוי משתנה בהתאם לבחירת המודל. הבעיה המרכזית שאותה באים המודלים לפתור קשורה להפרשי העיתוי ברווחים ובהפסדים של החברה הייעודית (בעיית ה-"Matching"). עסקת האיגוח בנויה כך שבסוף תקופת האיגוח וחיי החברה הייעודית רווחיה והפסדיה הצבורים בכל התקופה אמורים להתאפס, משמע היא לא יוצרת רווחים, ועל כן לא צריכה להיות ממוסה. יחד עם זאת, בגלל מבנה עסקת האיגוח ואופי הנכסים המאוגחים, ברוב המקרים ייווצרו רווחים בחברה הייעודית בשנותיה הראשונות והפסדים בשנים המאוחרות יותר. דבר זה נובע מכך שהוצאות הריבית למחזיקי אגרות החוב יהיו נמוכות יותר מן ההכנסות מהנכסים המאוגחים בשלבים המוקדמים, ואילו בשלבים המאוחרים יותר התמונה מתהפכת ונוצרים הפסדים אשר לא ניתן לקזזם.

בסופה של תקופת האיגוח, ההכנסות וההוצאות הצבורים בכל התקופה יתאפסו, אולם בדרך יכולה להיות חבות מס משמעותית, הנובעת כאמור ממבנה החזר של ההלוואות.

אם כן, נוצר מצב שבו בשנים הראשונות ישנו רווח לצורכי מס ובשנים האחרונות ישנו הפסד לצורכי מס. כללי המס בישראל אינם מאפשרים קיזוז לאחור, והחברה הייעודית לא תוכל לקבל זיכוי ממס בגין הפסדיה כנגד תשלומי המס ששילמה בשנים שבהם הציגה רווחים. לאור האמור, מיסוי החברה הייעודית כחברה רגילה ייצור עיוות מס, כיוון שהחברה הייעודית תיאלץ לשלם מס למרות שהפסדיה ורווחיה מתקזזים לאורך שנות חייה.

6.1.3 מישור מחזיקי אגרות החוב

בכל המודלים יחויבו בעלי אגרות החוב במס כבעלי חוב לכל דבר ועניין, ללא קשר לעובדה כי הנפקת אגרות החוב בוצעה כחלק מעסקת איגוח, והכול בהתאם ובכפוף למעמד המיסוי (חייב או פטור).

6.2 מיסוי עסקאות איגוח בעולם

על מנת להגיע למודל המס הנכון בחן הצוות מודלים של מיסוי עסקאות איגוח בעולם. מטרת הצוות הייתה למצוא את המודל המתאים ביותר לישראל, אשר מחד גיסא יפתור את בעיית ה-Matching ומאידך גיסא ישתלב עם עקרונות המיסוי בישראל.

להלן תוצג סקירה של מודלים אלה, ולאחר מכן יוצגו שלושת המודלים שבחן הצוות והמודל שעליו המליץ בסופו של דבר.

6.2.1 מודל המיסוי בארה"ב

בארה"ב קיימת חקיקה שהוספה בשנת 1986, ומהווה משטר מס מיוחד שנוצר לצורכי מס בלבד.

מדובר בסעיפים 860A–860G לקוד המס האמריקאי (Internal Revenue Code), העוסקים במיסוי ה- REMIC (Real Estate Mortgage Investment Conduits). ה-REMIC הוא "יצור" מיוחד, ואינו חברה, שותפות או נאמנות. מדובר בישות לצורכי מס, אשר המס מחושב ברמתו, אולם הוא עצמו אינו מחויב במס אלא מהווה ישות שקופה לצורכי מס שהכנסתה מיוחסת למחזיקי הזכות השיורית בה. ל-REMIC יש שתי רמות של זכויות – רגילות ושיוריות:

- בעל הזכות הרגילה ב-REMIC נחשב כבעל חוב ולא כבעל הון. זכות רגילה מוגדרת כזכות שביום התחילה הוגדרה ככזאת, ושיש לה תנאים קבועים – סכום קרן מוגדר ותשלומי ריבית בשיעור קבוע. הסכומים שייכללו בהכנסתו החייבת של בעל זכות רגילה יחושבו לפי שיטת החשבונאות המצטברת, כאשר רווח ממכירת זכות רגילה ייחשב כהכנסה רגילה (ordinary income), ולא כרווח הון.

- בעלי הזכות השיורית הנם במקור היזמים, אולם אלה יכולים למכור את הזכויות שלהם.

הכלל: ב-REMIC יכול להיות רק סוג אחד של זכויות שיוריות, והחלוקה תהיה תמיד פרו-רטה. הכללים של מיסוי בעלי הזכות השיורית הנם פשוטים יחסית בדגש אחד: קביעת האחראי לתשלום המס של ה-REMIC.

כל מי שאינו "גוף בלתי כשיר" לפי החוק זכאי להיחשב כבעל זכות שיורית. רשימת "הגופים הבלתי כשירים" הנה רשימה סגורה, והיא כוללת גופים שאינם נתונים למס בארה"ב, למעט כאלה שימוסו על הכנסתם כהכנסה מעסק שאינה קשורה (UBTI). הכללים מוודאים שלא תהיה העברת זכויות שיוריות ב-REMIC לגופים שאינם נתונים למס בארה"ב. כאמור, ה-REMIC הנו ישות לצורכי מס שהכנסתו החייבת מחושבת ברמת ה-REMIC. יחד עם זאת, בעל הזכות השיורית הוא החייב במס, ומבחינה זאת ה-REMIC דומה לשותפות שהנה שקופה וההכנסה שלה "זורמת למעלה".

חישוב ההכנסה החייבת ב-REMIC הוא על בסיס מצטבר, כפי שנעשה לגבי יחיד, עם שינויים מסוימים. ההכנסה החייבת של ה-REMIC מיוחסת לבעלי הזכות השיורית בכל סוף רבעון, ועל ה-REMIC להודיע לבעלי זכות זו על חלקם בהכנסה. על מנת לקבוע את חבות המס של בעל הזכות השיורית ב-REMIC יש לקחת בחשבון את חלקו של בעל הזכות ברווח או ההפסד היומי של ה-REMIC בכל יום שבו החזיק בזכות בשנת המס. על בעל הזכות השיורית להכיר בהכנסה גם אם לא חולקה לו בפועל.

הפסד ב-REMIC הוא העודף של הניכויים המותרים בחישוב ההכנסה החייבת של ה-REMIC על ההכנסה החייבת של ה-REMIC. לא ניתן להכיר בהפסד שעולה על העלות, והוא ייגרר לשנים הבאות וייחוס לאותו מחזיק. ה-REMIC אינו יכול להשתמש בהפסדים כדי לקזז את הכנסתו בשנים הבאות. נוסף על כך, כאשר היזם מעניק נכסים ל-REMIC הוא אינו מכיר ברווח או הפסד הון, אלא מעניק אותם תמורת זכויות רגילות ושיוריות ב-REMIC. כאשר היזם ימכור את הזכויות הוא יכיר ברווח או בהפסד. היזם יקבל עלות בזכויות השיוריות והרגילות (לפי כל סוג זכות) בהתאם לשווי המתואם של הנכסים שהעביר. ה-REMIC ירשום עלות בנכסים שהועברו לו לפי שווי שוק, בעוד שנעבר שני יקבל בסיס בזכויות לפי עלות.

בשל מבנה עסקת האיגוח בכלל ומבנה ההלוואות בפרט (כאשר מדובר במשכנתאות), ה-SPE ידווח על רווחים מעסקת האיגוח בשנים הראשונות, אולם בשנים שלאחר מכן ידווח על הפסד. יודגש כי בסיום העסקה סך כל הרווחים בגינה יהיה אפס. יצוין, כי על אף העובדה שבסופו של דבר המחזיק נותר עם הפסדים לצורכי מס שאותם יוכל לקזז, עדיין "יסבול" המחזיק מהפרשי עיתוי בהכרה בהכנסה בגין מבנה העסקה כאמור. במצב כזה, ייתכן שרכישת הזכות השיורית תיחשב כלא כדאית מבחינה כלכלית, ויש לפצות את המשקיע על השקעה זו. הפתרון לבעיה הוא בכך שהיזם משלם לרוכש הזכות השיורית תשלום / פיצוי חד פעמי מראש, תמורת רכישת הזכות השיורית. עוד יצוין, כי בארה"ב קיימים כללים לקיזוז הפסדים לאחר, אשר אינם קיימים בישראל.

6.2.2 מודל המיסוי בלוקסמבורג

ב-9 במרץ 2004 עברה בלוקסמבורג חקיקה בנושא איגוח. הגדרת "איגוח" היא רחבה מאוד, וכוללת את כל העסקאות שבהן SPE רוכש סיכון הקשור לנכס. ה-SPE יכול להתאגד כחברה או כקרן. חברה תהיה נתונה למס חברות רגיל. יחד עם זאת, הריבית למחזיקי איגרות החוב ודיבידנד לבעלי מניות ייחשבו כהוצאה, כך שסביר להניח שלא תיוותר הכנסה חייבת ב-SPE (ריבית אינה נתונה לניכוי מס במקור בלוקסמבורג). הקרנות הנן שקופות לצורכי מס, כאשר החוק מכיר בתוקפם של סעיפים ב-SPE שלפיהם לזם יהיו זכויות שיוריות. החברות אינן אמורות להפיק הכנסות משמעותיות, ולכן באופן כללי החברות אמורות להיות ניטרליות מבחינת מס.

6.2.3 מודל המיסוי בבריטניה

סעיף 84 ל-Finance Act 2005 דן במיסוי "חברות איגוח". עד לחקיקה, מיסוי עסקאות האיגוח היה דומה למיסוי חברות רגילות. שינויים בתקני החשבונאות יצרו בעיה במיסוי ה-SPE לאור השפעות השינויים על חישוב הרווח או ההפסד ב-SPE. בהמשך חל משטר מס זמני, והחל מתחילת 2007 חל משטר מס קבוע בנוגע לעסקאות האיגוח. בהתאם לחוק, איגוח הוא מכירה אמתית של נכס, בשווי שוק, מהיזם לחברה.

הגדרה לחברת איגוח:

- חברה שהיא צד כנושה להשקעה בשוק ההון שבקשר אליה הוצאו איגרות חוב (הכוונה להשקעה מדורגת, רשומה או נסחרת בהתאם לרגולציה ספציפית)

- איגרות חוב המונפקות לצדדים בלתי קשורים

חברה אשר עומדת בקריטריונים תחויב במס על בסיס מזומן. החברה מחויבת להותיר רווח מסוים מהעסקה (retained profit), אולם לא נקבע מינימום להותרת רווח שכזה. החברה תחויב במס אך ורק על הרווח האמור ולא על הרווח החשבונאי.

יצוין, כי סכומים שהחברה שומרת במזומן לצורך הוצאות מסוימות כדוגמת הוצאות עו"ד ורו"ח, וכן סכומים אשר החברה נדרשת לשמור ככרית ביטחון לתשלום למחזיקי האג"ח על ידי חברות הדירוג, לא ייחשבו כהכנסה בידה.

החברה חייבת לעמוד בשלושה תנאים על מנת לזכות במשטר המס המיוחד:

- תנאי התשלומים – התנאי קובע שפרט לסכומים שנועדו כאמור לתשלום הוצאות, או שמשמשים ככרית ביטחון, והרווח (retained profit), כל הסכומים בחברה משולמים בפועל למחזיקי איגרות החוב.
- תנאי המטרה הבלתי ראויה – החברה לא הוקמה לצורך מטרה בלתי ראויה (לדוגמה הימנעות ממס).
- תנאי הגבלת הפעילות לאחזקת נכסים, הנפקת איגרות החוב ופעילות אינציטנטלית לאלה.

6.3 המודלים שנבחנו על-ידי הצוות

6.3.1 מודל השקיפות

מודל זה דומה ברובו לשיטה הקיימת בדין האמריקאי. עקרון בסיסי של המודל הנו שכל ההכנסות וההוצאות של החברה הייעודית יסווגו כהכנסותיו והוצאותיו של היזם, וכל נכסיה והתחייבויותיה של החברה הייעודית הם נכסיו והתחייבויותיו של היזם. לאור זאת, תמורת עסקת האיגוח שקיבל היזם בגין המחאת הנכסים המגבים לחברה הייעודית לא תהווה הכנסה בידו. כמו כן, היה ולא נפרעו במלואן איגרות החוב המגובות בנכסים, תסווג יתרת החוב שלא נפרעה כהכנסה בידי היזם. ניתן לראות כי במודל זה, הלכה למעשה, לא חל ניתוק לצורכי מס בין היזם לבין ההכנסות מהנכסים המגבים במהלך עסקת האיגוח.

6.3.2 מודל התזרים

מודל זה תואם ברובו את הדין הקיים בבריטניה. עיקר השוני במודל זה לעומת מודל השקיפות הנו בדרך המיסוי של החברה הייעודית. במודל זה ההכנסה החייבת במהלך עסקת האיגוח תמוסה ברמת החברה הייעודית. הכנסתה החייבת של החברה הייעודית תימדד על בסיס מזומן (קרי ניתוק מהשיטה החשבונאית), בהתאם לתזרים התקבולים (הכנסות) והתשלומים (הוצאות) בכל שנה. לא יהיה מיסוי בגין מזומנים המתקבלים בחברה הייעודית והמיועדים לתשלום הוצאות החברה הייעודית, כגון הוצאות עו"ד ור"ח, או בגין מזומנים המיועדים לשמש כרית ביטחון לתשלום למחזיקי אגרות החוב בהתאם לדרישת חברות הדירוג. חלופה אפשרית אחרת במסגרת מודל זה הנה חלופה של מתן פטור ממס לחברה הייעודית אם התקיימו תנאים מסוימים, לרבות תנאי הקבלת התקבולים לתשלומים, היינו איפוס תזרים שנתי. חלופת הפטור, אשר מתאימה יותר לדיני המס בישראל וקוהרנטית עם כללי החשבונאות, מספקת גם פתרון לבעיית ה-"matching" שהוצגה לעיל.

6.3.3 מודל מיסוי ה-SPE

על פי מודל זה, המחאת הזכויות לחברה הייעודית תיחשב למכירה פירותית במועד העסקה בידי היזם, אשר בגינה יוכר רווח או הפסד. הכנסתה החייבת של החברה הייעודית תירשם ותחויב במס במישור החברה הייעודית על בסיס צבירה (לרבות לעניין קיזוז הפסדים). למעשה מדובר במודל פשוט של מיסוי הישות הייעודית כחברה רגילה לכל דבר ועניין.

6.4 סיכום ומסקנות

6.4.1. מודל המיסוי הנבחר

במהלך עבודתו בחן צוות האיגוח את שלושת המודלים המוצגים לעיל תוך התייעצות עם מומחים בחשבונאות ונציגים של תאגידים אשר בכוונתם לבצע עסקאות איגוח בעתיד. בחינת מודל ה"שקיפות", אשר מבוסס על המודל האמריקאי, מעלה כי בעיית ה-Matching אינה נפתרת. כאמור לעיל, בארה"ב פתרון לבעיית ה-Matching הושג באמצעות תשלומי איזון וכן באמצעות כללי קיזוז הפסדים לאחר. בישראל פתרון זה אינו מתאים, הואיל ומספר המשקיעים המתוחכמים אשר יוכלו להיחשב לבעלי הזכות השירית במודל זה הנו קטן. זאת בנוסף לעובדה שעל פי הדין בישראל לא ניתן לקזז הפסדים לאחר.

המודל השלישי (מודל מיסוי ה-SPE) הנו ברירת המחדל רק בהיעדר חקיקה המסדירה את הנושא. הניסיון מלמד שמודל זה אינו יעיל ואינו מיושם בפועל, הואיל ומיסוי החברה הייעודית על פי הדין הקיים הופך את עסקת האיגוח ללא כדאית.

לאור האמור לעיל, ממליץ הצוות ליישם את המודל השני, מודל התזרים, אשר מבוסס על המודל האנגלי, בשינויים המחויבים להתאמתו לדין בישראל. הצוות סבור כי מודל זה יביא את בעיית ה-"Matching" הקיימת בעסקאות איגוח לפתרונה ולמניעת עיוות המס הנגרם ממנה.

להלן עיקרי המודל הנבחר:

6.4.1.1 מיסוי היזם בגין מכירת הזכויות לחברה הייעודית

המחאת הזכויות בנכסים המגבים מהיזם לחברה הייעודית במסגרת עסקת איגוח מהווה מכר משפטי מלא בעל סממנים עסקיים-פירוטיים, ועל כן מומלץ כי תמורת המחאת הזכויות תיחשב אצל היזם כהכנסה פירוטית שמקורה בסעיף 2(1) לפקודת מס הכנסה.

בקביעת התמורה להמחאת הנכסים המגבים מהיזם לחברה הייעודית, יכול ומגולמים הפסדים כתוצאה מהכרה מלאה בהכנסה מול התמורה שהנה מהוות. כדי למנוע מצב של ייחוס כל ההפסדים בשנת המס שבה מתבצעת המחאת הזכויות, מומלץ לקבוע כי על אף האמור בסעיף 28 (א) ו-(ב) לפקודת מס הכנסה, הפסד שהיה ליזם בעסקת המחאת זכויות יותר לקיזוז בשיעורים שנתיים שווים כנגד סך כל הכנסתו החייבת של היזם מעסק או משלח יד, לרבות רווח הון בעסק או משלח יד באותן שנים. כמו כן, היזם יוכל להעביר את הסכום שלא קוזז לשנים הבאות, ולקזזו כנגד סך כל ההכנסה החייבת של היזם מעסק או משלח יד לרבות רווח הון בעסק או משלח יד.

6.4.1.2 מיסוי החברה הייעודית

ביצוע הנפקה של תעודות התחייבות המגובות בנכסים באמצעות חברה ייעודית נועד להפריד בין הסיכון המזוהה עם היזם ובין הנכסים המגבים ולאפשר השקעה שמגולם בה סיכון הכרוך בנכסים המגבים בלבד. הקמתה של החברה הייעודית אמורה להיות לצורך מטרות זו בלבד, ובתום העסקה אמור להתקיים שוויון בין הכנסות החברה הייעודית לבין הוצאותיה. הצוות ממליץ, כי בתום תקופת האיגוח, במועד בו אמורות להיפרע במלואן תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים, יתפרק התאגיד הייעודי מרצון ללא כל רווחים או הפסדים.

עם זאת, כאמור לעיל, במהלך חייה של עסקת האיגוח עשוי להיווצר מצב של היעדר הקבלה בין הכנסות והוצאות בשנות מס, כך שבשנות המס הראשונות ייווצר לחברה הייעודית רווח לצורכי מס, ואילו בשנות המס המאוחרות ייווצר לה הפסד.

לפי ההסדר המוצע, המבוסס על בחינת ההקבלה בין תזרים התקבולים המתקבלים על ידי החברה הייעודית אל מול התשלומים שהיא משלמת בכל שנת מס (לדוגמה: תשלומים למימון רכישת נכסים מגבים, תשלומים לפירעון התחייבויות למחזיקי אגרות חוב וכיוצא באלה), הכנסות החברה הייעודית יהיו פטורות ממס. מטרת ההסדר הנה להבטיח שהחברה הייעודית מהווה במשך כל תקופת האיגוח "צינור" בלבד, ומטרתה היחידה היא הפרדת הסיכונים המתוארת לעיל.

יצוין כי המודל המוצע שונה מן המודל האנגלי שתואר לעיל בכך שמיסוי החברה הייעודית יהיה על בסיס מצטבר, בהתאם לכללי החשבונאות, אולם לצורך עמידה בתנאי הפטור ייבחן תזרים המזומנים של הישות אשר נדרש להתאפס למעט סכומים מסוימים שיוגדרו מראש.

הצוות מציע כי אי עמידה באחד מהתנאים, במהלך תקופת האיגוח, תביא לביטול רטרואקטיבי של הפטור שניתן לחברה הייעודית לגבי הכנסותיה. זאת בשל העובדה כי הפטור ניתן על בסיס ההנחה כי החברה נוצרה אך ורק לצורך קיום עסקת האיגוח, וכי בתום תקופת האיגוח יתקיים שוויון מלא בין הכנסותיה והוצאותיה. הפרת אחד מהתנאים שפורטו מפרה הנחה זו, ועל כן תביא לביטול רטרואקטיבי של הפטור. יחד עם זאת, מומלץ להסמיך את מנהל רשות המסים לקבוע כי לא יישלל הפטור ממס במקרים שבהם ההפרה לא פגעה במהותה הכלכלית של העסקה, לדוגמה במקרה שבו הייתה הפרה טכנית בלבד.

6.4.1.3 איגוח מתגלגל

הצוות בחן את נושא האיגוח שבמסגרתו מוחלפים הנכסים המגבים בפרקי זמן קבועים ובהתאם למנגנון קבוע מראש ("איגוח מתגלגל"), בדרך כלל הואיל ומשך החיים של הנכסים המגבים הוא קצר משמעותית מזה של אגרות החוב המונפקות על ידי החברה הייעודית (דוגמה מובהקת לאיגוח מסוג זה היא איגוח של כרטיסי אשראי). הצוות ביקש לאפשר איגוח מעין זה. מבחינת היבטי המס של איגוח מתגלגל, מוצע כי הסדר המס יחול רק בעסקאות שבהן בהנפקה הראשונה מתבצעת המחאת נכסים מגבים שאינם רק זכות שטרם באה לעולם, וכי בעת ההחלפה הנכסים המוחלפים אינם זכות שטרם באה לעולם. לאור האמור מומלץ לקבוע כי בנוסף לעמידה בכל התנאים שתוארו לעיל, פטור ממס לחברה הייעודית בעסקת איגוח שבמסגרתה תתאפשר החלפת נכסים מגבים מעת לעת, כולל נכסים שהנם בגדר זכות שטרם באה לעולם, יינתן בכפוף לאישור המנהל. האישור יינתן לאחר שהוכח להנחת דעתו של המנהל כי התשלום בגין המחאת הזכות שטרם באה לעולם ייעשה רק לאחר בוא הזכות לעולם והתגבשות ההמחאה לכדי מכר מלא, בהתאם להוראות שייקבעו לפי פרק 2.1, וכי תהליך ההחלפה של הנכסים המגבים מתבצע על פי תנאים מוגדרים מראש וללא שיקול דעת.

6.4.1.4 מיסוי המשקיעים / מחזיקי איגרות החוב

מחזיקי איגרות החוב שהנפיקה החברה הייעודית ייחשבו כבעלי חוב רגילים, והסדר האיגוח המוצע אינו משנה את מעמדם ככאלה. בעלי חוב אלו יחויבו במס בגין מרכיב הריבית שיקבלו, אלא אם כן מדובר במשקיעים הפטורים מכוח הדין מריבית זו. בהנפקת איגרות חוב בניכיון יחולו כללי הפרדה בין קרן וריבית, בדומה להנפקה של כל איגרת חוב אחרת.

6.4.2 עסקאות איגוח לנכסים ללא עלות לצורכי מס

כאשר מדובר בנכסים מגבים אשר אין להם עלות לצורכי מס בהתאם להוראות פקודת מס הכנסה או חוק מיסוי מקרקעין, נוצר חסם מס לביצוע עסקת האיגוח. חסם זה נובע מהמיסוי של עסקת המחאת הנכסים לתאגיד הייעודי שיתבצע ללא חישוב עלות.

לפיכך מוצע לקבוע שכאשר יזם מבצע המחאת זכויות בנכסים כאמור לתאגיד ייעודי שנמצא בבעלותו המלאה, יחול הסדר מס מיוחד, שלפיו לא יראו בתמורה שקיבל היזם מהתאגיד הייעודי במסגרת עסקת האיגוח הכנסה בידי היזם, והכנסות והוצאות התאגיד הייעודי ייוחסו ליזם. הסדר מיוחד זה מוצע במטרה לשמר את היתרון המימוני המושג בעסקת איגוח, ובמקרים שבהם מדובר בנכס שטרם נרשמה בשלו עלות לצורכי מס. בלא הסדר מס מיוחד כאמור, תמורת ההנפקה תמוסה אצל היזם בלא מרכיב של עלות, דבר שיהפוך עסקה כזו לבלתי כדאית.

עוד מוצע להסמיך את שר האוצר לקבוע, בצו, את רשימת הנכסים המגבים שעליהם יחול ההסדר המוצע, בהתאם לקריטריון הקבוע בהצעה, קרי נכסים מגבים כהגדרתם בסעיף, שטרם נרשמה בשלהם עלות לצורכי מס. מוצע לקבוע את רשימת הנכסים כרשימה סגורה, הואיל ומדובר בהסדר חריג לשיטת המס בישראל, שאינו ההסדר העיקרי המוצע על ידי הצוות. יצוין כי הוראות כאמור לעניין מיסוי עסקת איגוח בהסדר המס המיוחד כלולות בהצעת חוק להעמקת גביית המסים והגברת האכיפה (ייעול אמצעי הגבייה והדיווח), התשע"ג-2013.²⁶

²⁶ ה"ח התשע"ג, עמ' 882.

פרק 7

כללי החשבונאות בעסקאות איגוח לציבור

כאמור, בעסקאות איגוח מסורתיות מעורבים ארבעה גופים מרכזיים: היזם (originator), התאגיד הייעודי, המשקיעים והשרת. כפי שפורט בפרק על ההיבטים המשפטיים, מטרת עסקת האיגוח הנה לבצע עסקת מכירה, כדי שהנכסים אכן ישמשו בטוחה בעבור המשקיעים.

בפרק אשר נגע בהיבטי המשפט תוארו התנאים שצריכים להתקיים על מנת שמבחינה משפטית העסקה תסווג כעסקת מכר. מעבר לבחינה האמורה, לעסקת איגוח ישנן השלכות חשבונאיות, כאשר לעניין זה עולות שתי שאלות עיקריות: (1) האם במסגרת עסקת האיגוח יש לבצע גריעת נכסים מהמאזן של היזם; (2) האם יש צורך באיחוד הדוחות של התאגיד הייעודי עם הדוחות של היזם.

אחת הסוגיות שעלו במסגרת דיוני הצוות עסקה בעסקאות איגוח של הלוואות לדיוור, שבהן יש להניח כי היזם בעסקה יהיה תאגיד בנקאי. עובדה זו מציבה סוגיה חשבונאית שיש להתייחס אליה: לפי איזו תקינה חשבונאית על התאגיד הייעודי יהיה לדווח? לפי הוראות הדיווח שנקבעו על ידי המפקח על הבנקים או לפי הוראות התקינה הבינלאומית? סוגיה זו קריטית מפני שקיימים הבדלים בטיפול החשבונאי בין התקינות לעניין זה.

במהלך עבודת הצוות עלו כמה פתרונות לסוגיה, כאשר הפתרון הנבחר היה כי בכל מקום שבו התאגיד הבנקאי או התאגיד בשליטתו הוא היזם בעסקת האיגוח, או כאשר דוחות התאגיד הייעודי יהיו מאוחדים עם דוחות התאגיד הבנקאי, הדיווח החשבונאי של התאגיד הייעודי יהיה לפי הוראות הדיווח של המפקח על הבנקים והנחיותיו, הפיקוח על התאגיד הייעודי יהיה בפיקוח על הבנקים, והדיווח יעשה על פי הכללים שיקבע המפקח על הבנקים.

פתרון זה מבטיח כי התקינה שלפיה ידווח התאגיד הייעודי תישר קו עם הגוף המפקח עליה. נוסף על כך, הוא מבטיח כי ברוב המקרים התקינה שלפיה ידווח התאגיד הייעודי תהיה זו הרלוונטית יותר בעבור המשקיע, ולבסוף, פתרון זה ימנע מצב של בלבול וחוסר ודאות בקרב המשקיעים והמפקחים.

נספח א' - חוזרים והנחיות

מכתב הממונה על שוק ההון:

מדינת ישראל

משרד האוצר - אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון

י"א באב התשע"ד
7 באוגוסט 2014
שה. 2014-31481

לכבוד
מנהלי גופים מוסדיים
א.ג.נ.,

הנדון: השתתפות גופים מוסדיים בשוק איגוח בישראל

לגופים מוסדיים תפקיד מרכזי בשוק ההון הישראלי ומשכך, חשיבותם הרבה בעיצוב מכשירים פיננסיים בכלל ומכשירי איגוח בפרט. פעילות של גופים מוסדיים אם כיזמים או כרוכשים של עסקות איגוח, תהווה אבן דרך נוספת בשכלול ובפיתוח שוק ההון בישראל ובמגוון המוצרים להשקעה.

על מנת להשיג מטרות אלו, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון רואה חשיבות רבה ביצירת תשתית מתאימה לביצוע עסקות איגוח בישראל לרבות מסגרת משפטית נאותה. האגף יפעל לקביעת כללים מתאימים אשר יהיו עקביים ככל שניתן עם הוראות שייקבעו בדין ביחס לביצוע עסקאות איגוח סחירות, כך שיבטיחו את יכולתם של הגופים המוסדיים להשתתף בשוק האיגוח ולגוון את מוצרי ההשקעה לזמן ארוך.

בכבוד רב

דורית סלינגר

הממונה על שוק ההון ביטוח וחיסכון

חוזר הפיקוח על הבנקים:



הפיקוח על הבנקים

אגף מדיניות והסדרה

תל-אביב, ה' באלול תשס"ט

25 באוגוסט 2009

h9905111

הס-179

לכבוד

התאגידים הבנקאיים

לידי: המנהל הכללי

הנדון: איגוח מסורתי של הלוואות לדיור בישראל

רקע

1. בעקבות פניות של תאגידים בנקאיים אלינו בבקשה לקבלת אישור לעסקאות איגוח של הלוואות לדיור המתוכננות על ידיהם, נתבקשנו לרכז את עמדותינו בהתייחס לסוגיות עקרוניות שעלו במהלך גיבוש התשובות לתאגידים אלו.

2. בעבר נקבעו כבר עקרונות ע"י הפיקוח על הבנקים בנושא שבנדון:
א. בדוח ועדת חיימוביץ אשר – פרק 6 "היבטים בתחום הבנקאות והפיקוח על הבנקים" (להלן "דוח הועדה").

ב. במכתבנו מיום 24.12.06 אל החשבונאים הראשיים של התאגידים הבנקאיים ואל חברי וועדת הקשר של לשכת רואי החשבון (סימוכין 068S6430, שכלל בנספח את דוח הוועדה).

3. מצורף מסמך הכולל נוסח משולב של עמדות הפיקוח על הבנקים לגבי איגוח מסורתי של הלוואות לדיור בישראל.

הערה: המסמך אינו כולל התייחסות להשלכות של עסקאות איגוח כאמור על הוראות ניהול בנקאי תקין בכלל, ובפרט ההשלכות של עסקאות איגוח שאינן מכירה חשבונאית על הוראת ניהול בנקאי תקין 336 בדבר "מגבלות על שעבוד נכסי התאגיד הבנקאי".

עמדות חדשות שהתווספו ושינויים ביחס לעמדות שהוצגו בעבר ע"י הפיקוח על הבנקים

4. א. **תקופת ההקלות** (ראה סעיף 1 להלן) – התקופה בה ניתן לבצע עסקאות איגוח בתנאים מקלים הוארכה ליום 31.12.11 (המועד המקורי היה 31.12.09).

ב. **יישום חשבונאות מכירה לצורך קבלת הקלות בהקצאת ההון** (ראה סעיף 2 להלן) - בשלב זה ועד למועד שבו כללי החשבונאות בנושא איגוח בארה"ב ובתקינה הבינלאומית יתייצבו, לא תותנה קבלת הקלות בהקצאת ההון בגין ההלוואות לדיור המאוגחות ביישום חשבונאות מכירה.

- ג. **החלה רטרואקטיבית של כללי חשבונאות** (ראה סעיף 3 להלן) – במידה ויוחלט לאמץ את התקינה הבינלאומית בנושא איגוח, האימוץ לראשונה יעשה בהתאם לאופן האימוץ המקובל של התקינה הבינלאומית. עמדה זו מחליפה את ההמלצה שנקבעה בדוח הוועדה. חשוב להדגיש כי שינוי זה לא אמור לפגוע בהלימות הון של תאגידים בנקאיים, שיבצעו עסקאות בטרם אימוץ התקינה הבינ"ל, כיוון שבשלב זה אין דרישה לסיווג העסקה כמכירה על פי כללי חשבונאות כתנאי להקלה בהון.
- ד. **חוות הדעת המשפטית** (ראה סעיף 4 להלן) – תכלול, בין היתר, התייחסות לרישום הבטוחות, לזכויות הלווים ולתקבולי הלווים.
- ה. **החזקה של התאגיד הבנקאי באגרות חוב שיונפקו על ידי ה-SPE** (ראה סעיף 6 להלן) – כדי לצמצם את הסיכון המוסרי וכחלק מהלקחים שהופקו בעקבות המשבר הפיננסי הגלובלי שפרץ לאחרונה, התאגיד הבנקאי המאגח יחזיק לפחות 10% מכל סוג של אגרת חוב, שתונפק על ידי ה-SPE.
- ו. **התאגיד הבנקאי המעביר כנותן שרות** (ראה סעיף 10 להלן) –
- (1) במכתבנו מיום 24.12.06 נקבע כי המפקח יאשר כי שיקול הדעת שמפעיל נותן השרות עומד בהוראות הדיווח לציבור וצורף נספח המבהיר את עמדת הפיקוח על הבנקים לגבי התנאים שבהם פעולות שהתאגיד הבנקאי מבצע כנותן שרות להלוואות לדיור לא יפגעו בהגדרה של ה-SPE (ישות למטרה מיוחדת) שרכשה את ההלוואות לדיור כ-QSPE (ישות כשירה למטרה מיוחדת). לאור פרסום כללי החשבונאות החדשים בארה"ב (תקנים 166 ו-167) המבטלים את המונח QSPE, הושמטה ההתייחסות לשיקול הדעת של נותן השרות כאמור לעיל. האמור מתייחס לנספח ולדרישה לקבלת אישור המפקח לגבי זכויות לוויים.
- (2) במכתבנו מיום 24.12.06 נקבע כי המפקח יאשר את שיעור התמורה בגין השירות. בנוסח הנוכחי חודד הניסוח כך שיובהר שאישור המפקח יתייחס לרישום החשבונאי של זקיפת תמורת השרות.
- ז. **הרכב תיק ההלוואות שיאגוח** (ראה סעיף 11 להלן) –
- (1) בשלב זה לא יחול האמור בהמלצות הוועדה, המתייחס לביצוע איגוח מתחדש (Revolving) של אשראים לתקופות קצרות כגון אשראים בכרטיסי אשראי.
- (2) על מנת להימנע ממצב של ניגודי עניינים בין התאגיד הבנקאי לבין מחזיקי אגרות חוב שיונפקו על ידי ה-SPE, נקבע כי בעסקאות האיגוח הראשונות לא יאוגחו הלוואות המובטחות בבטוחות, שבמועד העסקה משמשות גם כבטוחות להלוואות אחרות שהעמיד התאגיד הבנקאי. האמור לעיל, לא יחול על הלוואה המובטחת בשעבוד פרי פסו לטובת ה-SPE ולטובת התאגיד הבנקאי, אם היא מטופלת באופן זהה על ידי התאגיד הבנקאי עבור שניהם.

כללי חשבונאות חדשים שפורסמו בארה"ב

5. בחודש יוני 2009 פורסמו בארה"ב שני תקני החשבונאות הבאים :

- א. תקן 166 בדבר העברות נכסים פיננסיים המתקן את תקן 140.
- ב. תקן 167 המתקן את הבהרה (R) 46 בדבר איחוד ישויות בעלות זכויות משתנות. בכוונתנו לאמץ תקנים אלה להוראות הדיווח לציבור, במועד ובאופן שבו יאומצו התקנים בארה"ב (במסמך נפרד נפרט את הצעתנו לגבי אופן האימוץ של תקנים אלה). תאגידים בנקאיים המתכוונים לבצע עסקאות איגוח, צריכים לקחת בחשבון כי הטיפול החשבונאי בעסקאות כאמור צפוי להשתנות בעקבות אימוץ התקנים.

בכבוד רב,

אור סופר

סגן המפקח על הבנקים

העתק: מר רוני חזקיהו – המפקח על הבנקים

עמדות הפיקוח על הבנקים בהתייחס לאיגוח מסורתי של הלוואות לדיוור

1. **נפח עסקאות האיגוח שיבצע התאגיד הבנקאי** - נפח עסקאות האיגוח שיבצע תאגיד בנקאי בתנאי ההקלות בתקופה שתסתיים ביום 31.12.11 לא יעלה על 6% מתיק הלוואות לדיוור שלו.
2. **דרישה ליישום חשבונאות מכירה לצורך קבלת הקלות בהקצאת ההון**
 בשלב זה ועד למועד שבו כללי החשבונאות בנושא איגוח בארה"ב ובתקניה הבינלאומית יתייצבו, לא תותנה קבלת הקלות בהקצאת ההון בגין הלוואות לדיוור המאוגחות ביישום חשבונאות מכירה. ההקלות ייבחנו ביחס לדרישות המפורטות בהוראות באזל II. לאחר שכללי החשבונאות יתייצבו, תישקל הדרישה להוספת יישום חשבונאות מכירה לצורך קבלת הקלות בהקצאת ההון.
הערה: בהקשר זה נציין שישנן רשויות פיקוח (לדוגמא, ארה"ב) המחייבות גם יישום חשבונאות מכירה לצורך קבלת הקלות בהקצאת ההון, וישנן רשויות פיקוח שאינן מחייבות ישום חשבונאות כאמור.
3. **החלה רטרואקטיבית של הוראות באזל II ו/או כללי חשבונאות**
 - 3.1. הוראת השעה (באזל II) בנושא הקצאת הון מבוססת על המלצות וועדת באזל, ולפיכך תעודכן בהתאם לשינויים שם.
 - 3.2. הוראות הדיווח לציבור בנושא איגוח מבוססות על כללי חשבונאות בארה"ב (תקן 140). בכוונתנו לעדכן את הוראות הדיווח לציבור בהתאם לאופן שבו יעודכנו הכללים המתאימים בארה"ב.
 - 3.3. במידה ויוחלט לאמץ את התקניה הבינלאומית יש מקום לנקוט באותה גישה המפורטת לעיל. כלומר, האימוץ לראשונה ייעשה בהתאם לאופן האימוץ המקובל של התקניה הבינלאומית. עמדה זאת מחליפה את ההמלצה שנקבעה בדוח הוועדה.
4. **חוות הדעת המשפטית (הנדרשת בהתאם להוראות באזל II ו/או כללי חשבונאות) תכלול, בין היתר, התייחסות לנושאים הבאים:**
 - 4.1. רישום הבטוחות – במידה והבטוחות לא עברו לידי החברה הרוכשת, נבקש כי חוות הדעת תתייחס להשלכות האמור על סיווג העסקה כעסקת מכר.
 - 4.2. זכויות לוויים – במידה ולא נתקבלה הסכמה של הלוויים לתהליך המכירה, נבקש כי חוות הדעת תתייחס להשלכות האמור על המכירה, אם בכלל.
 - 4.3. תקבולי הלוויים – במידה ותשלומי הלוויים מתקבלים בתאגיד הבנקאי המאגח ולא ישירות בחשבון ייעודי של ה-SPE או במידה ותקבולי הלוויים מתקבלים בחשבון ייעודי של ה-SPE בתאגיד הבנקאי המאגח, נבקש שחוות הדעת המשפטית תכלול התייחסות להשלכות של צורת תשלום זו על סיווג העסקה כעסקת מכר.

5. **חוות דעת הנדרשות ליישום חשבונאות מכירה**
 כדי שתאגיד בנקאי מוכר יוכל לטפל בעסקת האיגוח כמכירה חשבונאית עליו לוודא שעסקת האיגוח עומדת בכללי החשבונאות שנקבעו בסעיף 21 בהוראותינו. לצורך כך עליו, בין היתר, לקבל חוות דעת מרואה החשבון המבקר לפיה ראוי לטפל חשבונאית בעסקת האיגוח כמכירה לפי סעיף 21 להוראות הדיווח לציבור.
6. **החזקה של התאגיד הבנקאי באגרות חוב שיונפקו על ידי ה-SPE**
 כדי לצמצם את הסיכון המוסרי וכחלק מהלקחים שהופקו בעקבות המשבר הפיננסי הגלובלי שפרץ לאחרונה, התאגיד הבנקאי המאגח יחזיק לפחות 10% מכל סוג של אגרת חוב, שתונפק על ידי ה-SPE.
7. **כרית בטחון לפירעון אגרות החוב (Credit Enhancement)**
 7.1. 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.
 7.2. 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 ההנחות שעמדו בבסיסו, לפי הסטנדרטים שנקבעו על ידי רשויות הפיקוח על הבנקים בארה"ב. אם לא ניתן לבסס את חישוב השווי ההוגן באופן אובייקטיבי, יש למחוק מיידית את הזכויות הנדחות שנשמרו.
 7.3. 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, בתום החודש השני יופחת 1/35 מהיתרה וכן הלאה).
 7.4. בכל מועד דיווח יש לבחון את הצורך ברישום הפרשה בגין ירידת ערך של הזכויות הנדחות.
 7.5. אם לאחר האיגוח, נמכרות חלק מהזכויות הנדחות שנשמרו לצדדים שאינם קרובים¹ למעביר, הזכויות הנדחות שנותרו ימדדו לפי כללי חשבונאות מקובלים.
 7.6. עד ליישום הוראת השעה (באזל II), לא ישקיע תאגיד בנקאי באגרות חוב מעסקת איגוח של צד שאינו קרוב, למעט אגרות חוב בדרגת הבכירות הגבוהה ביותר (הטראנץ' העליון).

¹ צדדים קרובים למעביר –

(1) צד קרוב (affiliate) לפי תקן חשבונאות אמריקאי מספר 57: צד 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.

8. איסור רכישה חוזרת של הלוואות שהעביר תאגיד בנקאי אל ה-SPE

8.1. תאגיד בנקאי מעביר לא יורשה לרכוש בחזרה, במישרין או בעקיפין, הלוואה שמכר ל-SPE, למעט במקרים חריגים של הונאה (Fraud). יחד עם זאת, כשנותרת תקופה קצרה מאד 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 התאגיד הבנקאי המעביר לבצע Clean up ולרכוש בחזרה מה-SPE את יתרת ההלוואות לפי שוויין ההוגן. זאת כדי להביא לחיסכון בעלויות ניהול תיקי ההלוואות שאוגחו.

8.2. מובהר כי המגבלות החלות לפי סעיף 8.1 לעיל חלות גם על:

8.2.1. צדדים קרובים לתאגיד הבנקאי המוכר.

8.2.2. רכישה, לאחר מועד ההעברה, של זכויות מוטב ב-SPE על ידי התאגיד הבנקאי המוכר או על ידי צדדים קרובים לתאגיד הבנקאי המוכר.

8.3. למרות האמור בסעיף 8.1 לעיל:

התאגיד הבנקאי המוכר (או צדדים קרובים אליו) רשאי לתת ללווה הלוואה, לצורך פירעון מוקדם של הלוואה שמכר, אם בעת הפירעון המוקדם מתקיימים שני התנאים הבאים:

8.3.1. ההלוואה אינה בפיגור.

8.3.2. ההלוואה אינה עומדת בתנאים המתירים לפי עסקת האיגוח להוציא הלוואות מהתיק הנמכר (לדוגמא, אם התאגיד הבנקאי בחר בעת המכירה להוציא מן התיק הנמכר הלוואות בפיגור זמני, התאגיד הבנקאי המוכר לא יורשה לתת הלוואה לצורך פרעון מוקדם של הלוואה שבעת הפירעון המוקדם הינה בפיגור זמני).

9. איסור תמיכה בנזילות של ה-SPE

במקרה של בעיית נזילות של ה-SPE, התאגיד הבנקאי 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 לתאגיד הבנקאי המעביר (כגון גופים המספקים מכשירי "חיזוק נזילות" לאגרות החוב).

10. התאגיד הבנקאי המעביר כנותן שירות (Servicer)

בקשר להלוואות שנמכרו ל-SPE בעסקת איגוח, רשאי התאגיד הבנקאי המעביר להמשיך לפעול כנותן שירות בלבד (Servicer).

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. עד שיצטבר ניסיון מתאים, המפקח יבחן את עסקאות האיגוח ויאשר שנכסי שירות/התחייבויות שירות בגין מתן השירות, נרשמו במועד העסקה לפי שווים ההוגן.

11. **הרכב תיק ההלוואות הנמכר לישות למטרה מיוחדת (להלן – SPE) ומניעת "Cherry Picking"**

11.1. בשלב זה תאגיד בנקאי יהיה רשאי לאגח רק הלוואות לדיר, כהגדרתן בהוראות הדיווח לציבור, ולא יתאפשר ביצוע עסקאות שאינן מהוות איגוח מסורתי. לפיכך, לא יחול האמור בהמלצות הוועדה, המתייחס לביצוע איגוח מתחדש (Revolving) של אשראים לתקופות קצרות.

11.2. על מנת להימנע ממצב של ניגודי עניינים בין התאגיד הבנקאי לבין מחזיקי אגרות חוב שיונפקו על ידי ה-SPE, ראוי כי לפחות בעסקאות האיגוח הראשונות לא יאוגחו הלוואות המובטחות בבטוחות, שבמועד העסקה משמשות גם כבטוחות להלוואות אחרות שהעמיד התאגיד הבנקאי. האמור לעיל, לא יחול על הלוואה המובטחת בשעבוד פרי פסו לטובת ה-SPE ולטובת התאגיד הבנקאי אם היא מטופלת באופן זהה על ידי התאגיד הבנקאי עבור שניהם (לדוגמא: מועדי פירעון זהים, הסדרי גביה וכו').

11.3. כדי למנוע פגיעה באיכות תיק האשראי של תאגיד בנקאי מעביר, לא תתאפשר מכירה סלקטיבית של ההלוואות ה"טובות" ל-SPE (Cherry Picking). עם זאת, ניתן יהיה למכור ל-SPE תיקי הלוואות שנבחרו באופן אקראי מתוך קטגוריה מסוימת (לדוגמא: הלוואות צמודות דולר, הלוואות צמודות מדד, הלוואות לא צמודות, וכו'). זאת בתנאי שאיכות ההלוואה הנמכרת לא תהווה קריטריון להכללתה או להוצאתה מתוך התיק שיימכר. למרות האמור לעיל, בעת מכירת תיק הלוואות לדיר, שלגביו הפרשה לחובות מסופקים מחושבת לפי שיטת עומק פיגור, תאגיד בנקאי מעביר רשאי להוציא מתוך תיק שנבחר למכירה באופן אקראי הלוואות שבמועד ביצוע עסקת איגוח נחשבות להלוואות בפיגור.

11.4. למרות האמור בסעיף 11.3 לעיל, תאגיד בנקאי שמכר תיק הלוואות לדיר, יהיה רשאי להוציא מן התיק הנמכר גם:

11.4.1. לגבי עסקת האיגוח הראשונה בלבד, הלוואות ששיעור הריבית המקורי שנקבע בהן נמוך משיעור ריבית מסוים;

11.4.2. הלוואות שנכללו במאזן התאגיד הבנקאי במשך תקופה של פחות מ- 12 חודשים ממועד האיגוח;

11.4.3. הלוואות שבמועד האיגוח הינן בפיגור זמני, או בפיגור של פחות משלושה חודשים;

11.4.4. הלוואות שהיה בהן פיגור בעבר; וכן

11.4.5. הלוואות בהשתתפות ממשלה.

12. **הגבלת עסקאות עם צדדים קרובים**

צדדים קרובים לתאגיד בנקאי המעביר (לדוגמא, קופות גמל וקרנות נאמנות שבעלותו או שבניהולו) לא יורשו לרכוש אגרות חוב שהונפקו על ידי ה-SPE במסגרת עסקת איגוח שבה משתתף התאגיד הבנקאי.

13. **פערים בתקופה לפירעון**

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

14. **זכויות לווים**

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

תחילה- דרישות ההון מתאגיד בנקאי שהוא צד לעסקת איגוח שלא כמשקיע –

תאגיד בנקאי שהוא צד לעסקת איגוח שלא כמשקיע (היינו כיום של עסקת איגוח או כצד ג' המעניק הגנה או חיזוק לחשיפות איגוח), יפעל בהתאם לסעיפים 538 עד 605 של הוראת השעה (באזל II), לרבות בגין עסקאות שיבוצעו במהלך שנת 2009 בכל מקרה, על תאגיד כאמור לפנות לפיקוח על הבנקים לשם קבלת אישור מקדים לטיפול ההוני שבכוונתו לייחס לחשיפות האיגוח.

נספח ב' - חברי הצוות לקידום האיגוח בישראל

בראשות צוות האיגוח עמד עד שנת 2011 פרופ' צבי אקשטיין, המשנה לנגיד בנק ישראל דאז. לאחר מכן עמד בראש הצוות מיכאל קהן, מנהל אגף פיננסי בחטיבת המחקר, בנק ישראל.

להלן שמות חברי צוות האיגוח אשר היו מעורבים בצורה פעילה בעבר ובהווה בעבודת הצוות:

בנק ישראל: אור סופר, עידו יד-שלום, אורנה ואגו, קרן גבאי, אנדרי ינאי, שלמה שתיל, עדי חכמון (עמיתת מכון מילקן)

רשות ניירות ערך: מוטי ימין, זיו כהן, שוני אלבק, חנוך הגר, אשר פלייסינג

רשות המסים: ניר הלפרין, ליאת גרבר, בני יונה, טל ישראל

משרד המשפטים: מרים אילני, דלית זמיר

משרד האוצר: הילה בן חיים, ענת פייער

הצוות נעזר בעבודתה של עו"ד טל אבן-זהב שסייעה לעבודה על טיוטת הצעת החוק.

נספח ג' – רשימת הגופים והאנשים שאתם התייעץ צוות האיגוח

Freshfields LTD

Blake Dawson LTD

Skadden, Arps LLP

Mr Robert Drumheller –Opic

פרופ' מרדכי אבריאל

מר ירון ארנסט

עו"ד נטלי ג'קובס

מר גבי לב

פרופ' שלום לרנר

רו"ח ארז סופר

גב' דורית סלינגר

עו"ד מנחם פדר

מר מוטי פרנקל

מר מוטי שושן

עו"ד יעקב שטיינמץ

משתתפי פורום שוק ההון

נספח ד' - הצעה מטעם הצוות לנוסח הצעת חוק להסדרת עסקאות איגוח

1. שם החוק המוצע

הצעת חוק להסדרת עסקאות איגוח (תיקוני חקיקה), התשע"ד-2014

2. מטרת החוק המוצע והצורך בו

מטרת הצעת החקיקה הינה להקנות את הוודאות המשפטית והכלכלית הנדרשת להבטחת פעילותו התקינה של שוק האשראי בישראל באמצעות עסקאות איגוח.

עסקת איגוח היא עסקה בה מונפקות תעודות התחייבות שפירעון מובטח על ידי תזרים מזומנים צפוי ומוגדר (נכס מגבה). הנפקת התעודות מתבצעת על ידי ישות ייעודית לביצוע האיגוח אשר קיבלה את הנכסים המגבים בהמחאה מאת תאגיד אחר (היזם). השימוש בישות הייעודית נועד לאפשר השקעה שהסיכון הכרוך בה ממוקד לנכסים המגבים בלבד ללא הסיכון שכרוך בהשקעה כוללת ביזם.

הצעת החקיקה כוללת שלושה מרכיבים – הוראות שנועדו להסדיר את התוצאות המשפטיות של עסקת האיגוח, ובמיוחד להבהיר שהנכסים המועברים יוצאים ממסת הנכסים של התאגיד המעביר; תיקון חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, אשר נועד להסדיר את ההצעה לציבור של נכסים מגבים על ידי התאגיד הייעודי; ותיקון פקודת מס הכנסה, התשכ"א-1961, אשר נועד להסדיר את היבטי המס של עסקאות האיגוח.

היתרונות הכלכליים הגלומים במכשיר האיגוח הביאו להקמתן של ועדות שונות במהלך השנים האחרונות. מטרת כולן הייתה קידום התחום ויצירת תשתית חוקית, מיסויית, רגולטורית וחשבונאית מתאימה.

בעסקאות איגוח מסורתיות, יזם מזהה ומבודד קבוצת נכסים לאיגוח ומבצע את האיגוח באמצעות ישות משפטית ייעודית (התאגיד הייעודי). זאת, על מנת שעסקת האיגוח תהיה נפרדת מהיזם מבחינה משפטית וכלכלית, ולא תהא כפופה לסיכונים חדלות הפירעון שלו.

במתווה המוצע, היזם ממחה לתאגיד ייעודי את זכויותיו בנכסים והתאגיד הייעודי מנפיק תעודות התחייבות אשר מגובות בתזרים שצפוי להתקבל מהנכסים. התמורה המתקבלת מן המשקיעים מועברת ליזם.

עסקאות איגוח הינן מכשיר פיננסי חשוב בשוקי ההון בעולם, בין היתר לאור העובדה שהן מאפשרות להפריד בין הסיכון הכרוך בהשקעה בנכסיו המאוגחים של היזם לבין הסיכון הכללי הכרוך בהשקעה ביזם.

בדין הישראלי אין הסדר משפטי המיוחד לעסקאות איגוח. ועדת חיימוביץ-אשר, שמונתה בשנת 2005 על ידי שר האוצר ויושב ראש רשות ניירות ערך (להלן – "הרשות") לבחון היבטים הנוגעים להנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים (איגוח), החזיקה בדעה כי היעדר הסדר בדין מהווה חסם משמעותי המונע התפתחות שוק איגוח תקין, כיון שעסקאות האיגוח מלוות באי ודאות משפטית, חשבונאית ומיסוית. על רקע זה מובאת ההצעה לתיקון חקיקה שלהלן, המבוססת על העקרונות שנדונו והוסכמו בצוות בין-משרדי בהשתתפות נציגי בנק ישראל, רשות ניירות ערך, רשות המסים, משרד המשפטים ומשרד

האוצר. הצוות פעל לגיבוש פתרון חקיקתי כולל, שיצמצם את חוסר הוודאות הנלווה כיום לעסקאות איגוח.

3. עיקרי התיקון המוצע

ההסדר החקיקתי המוצע להסדרת שוק האיגוח בישראל, כולל הצעת חוק הסדרת עסקאות איגוח וכן תיקונים לשני חוקים קיימים, כדלקמן:

א. **הצעת חוק הסדרת עסקאות איגוח** – במסגרתו מוצע להסדיר את התוצאות המשפטיות של עסקת האיגוח ואת התנאים המשפטיים הנדרשים לשם כך. בין היתר מוצע לקבוע במסגרת חוק זה את התנאים לסיווג עסקת איגוח כעסקת מכר מלא ("True sale"). זאת על מנת ליצור ודאות משפטית בנוגע לזכויות הישות הייעודית בנכסים המגבים.

ב. **תיקון לחוק ניירות ערך** – במסגרתו מוצע לכלול הוראות שמטרתן להגן על ציבור המשקיעים, ועל ציבור הלווים בעסקאות איגוח של הלוואות;

ג. **תיקון לפקודת מס הכנסה** – במסגרת תיקון זה מוצעות הוראות אשר נועדו להסדיר את היבטי המס של עסקאות איגוח, בהתאם למאפיינים הייחודיים של עסקאות אלה. מוצע, כי בהתקיים תנאים המבטיחים, כי מטרת הקמת התאגיד הייעודי ופעולותיו הינן אך ורק לצורך קיום עסקת האיגוח, וכי בתום העסקה יתקיים שוויון בין הוצאותיו והכנסותיו יינתן לתאגיד הייעודי פטור ממס.

עוד מוצע, כי יוחל הסדר מס מיוחד בעסקאות איגוח שבבסיסן נכסים ללא עלות לצורכי מס, לפיו יינתן פטור ממס בעת המחאת הזכויות מהיזם לתאגיד הייעודי, וכל הכנסות והוצאות התאגיד הייעודי ייוחסו ליזם; הוראות כאמור לעניין החלת מיסוי עסקת איגוח בהסדר המס המיוחד כלולות בהצעת חוק להעמקת גביית המסים והגברת האכיפה (ייעול אמצעי הגבייה והדיווח), התשע"ג-2013.²⁷

ד. **תיקון לחוק הבנקאות (רישוי)** – במסגרתו מוצע לכלול הוראות שיקבעו מאילו תאגידים יהיה תאגיד ייעודי רשאי לרכוש תזרים מזומנים שמקורו באשראי מבלי שייחשב כעוסק בפעולות שנתייחדו לתאגיד בנקאי.

²⁷ ה"ח התשע"ג, עמ' 882.

פרק א: הגדרות

1. הגדרות בחוק זה -

"חברה מנהלת" – כהגדרתה בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופת גמל), התשס"ה-2005;²⁸

"חוק החברות" – חוק החברות, התשנ"ט-1999;²⁹

"חייב" – מי שהקנה ליזם נכס מגבה;

"יזם" – תאגיד הממחה נכסים מגבים לתאגיד ייעודי במסגרת עסקת איגוח;

"מבטח" – כהגדרתו בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), התשס"ה-2005;³⁰

"נכס מגבה" – זכות מכוח חוזה או מכוח דין לקבל כספים במועדים ובתנאים ידועים מראש, לרבות זכות כאמור שטרם באה לעולם;

"עסקת איגוח" – עסקה שעניינה המחאת נכסים מגבים מיזם לתאגיד ייעודי בתמורה לכספים שיתקבלו מהנפקת תעודות התחייבות על ידי התאגיד הייעודי;

"עסקת יסוד" – העסקה במסגרתה ניתן ליזם נכס מגבה אשר הומחה בעסקת איגוח;

"תאגיד בנקאי" – כהגדרתו בחוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981;³¹

"תאגיד ייעודי" – תאגיד שעיסוקו הבלעדי הוא הנפקת תעודות התחייבות לצורך רכישת הנכסים המגבים בעסקת איגוח;

"תחילת הליכי הבראה" – כהגדרתה בסעיף 350א לחוק החברות;

"תחילת הפירוק" – כמשמעותה בפקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג-1983;³²

²⁸ ס"ח התשס"ח, עמ' 889

²⁹ ס"ח התשנ"ט, עמ' 189

³⁰ ס"ח התשמ"א, עמ' 208

³¹ ס"ח התשמ"א, עמ' 232

³² דיני מדינת ישראל, נוסח חדש 37, עמ' 761

"תעודת התחייבות" – כהגדרתה בסעיף 35א לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-331968, אשר המקורות הכספיים היחידים לפירעון הקרן והריבית שהיא נושאת הם הכספים שהחברה הייעודית זכאית לקבל מהנכסים המגבים.

פרק ב:

- התאגיד הייעודי 2. (א) תאגיד ייעודי יהיה חברה פרטית כהגדרתה בחוק החברות, שהתאגדה בישראל לפי חוק החברות, ואשר תעסוק רק באלה:
- (1) רכישת נכסים מגבים בעסקת איגוח מיזם אחד או יותר;
 - (2) הנפקה של תעודות התחייבות מגובות בנכסים;
 - (3) שימוש בתמורה שהתקבלה מהנפקת תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים לאחד או יותר מאלה:
- (א) מימון רכישת נכסים מגבים;
- (ב) התקשרות עם שרת לשם גביית כספים מהנכסים המגבים, והתקשרויות עם נותני שירותים אחרים לביצוע פעולות הכרוכות בעסקת האיגוח;
- (ג) פירעון ההתחייבויות למחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים שהונפקו על ידי התאגיד הייעודי;
- (4) ביצוע פעולות נגזרות הנדרשות לשם קיום האמור בפסקאות (1) עד (3).
- (ב) תאגיד ייעודי יקבע במסמכי ההתאגדות שלו את העיסוקים המנויים בסעיף משנה (א) כעיסוקי הבלעדיים.
- המחאת חיובים שוליים 3. על אף האמור בחוק המחאת חיובים, התשכ"ט-1969,³⁴ ניתן להמחות חיוב, המהווה חלק מעסקת איגוח ללא הסכמת הנושה, כמשמעותו באותו חוק, ובלבד שחיוב זה הינו שולי לזכויות המומחות בעסקה; לענין זה, "חיוב שולי" - חיוב שמפאת מהותו הוא נלווה לזכות העיקרית ומהווה חלק בלתי נפרד ממנה, כגון חובת דיווח.
- סיווג עסקת איגוח 4. (א) עסקת איגוח תחשב לכל דבר וענין כעסקת מכר של הנכסים המגבים, ובלבד שהתקיימו תנאים אלה:

³³ ס"ח התשכ"ח, עמ' 234
³⁴ ס"ח התשכ"ט, עמ' 250

(1) עסקת המחאת הזכויות נרשמה במרשם כפי שיקבע השר;

(2) התאגיד הייעודי רשאי לעשות בזכויות המומחות כל פעולה או עסקה, המותרת לו על פי הדין, וליזם אין זכות למנוע מהתאגיד הייעודי לבצע פעולה כלשהי בנכסים המגבים או לחייבו לבצע פעולה כאמור;

(3) התקבולים המתקבלים מהנכסים המגבים מועברים מהחייב ישירות לתאגיד הייעודי; לענין זה "העברה ישירות לתאגיד הייעודי" – לרבות לחשבון המוחזק בנאמנות עבור התאגיד הייעודי;

(4) התמורה בגין המחאת הנכסים המגבים הינה קבועה, אינה ניתנת לשינוי לאורך חיי העסקה, ומשקפת, בהתאם להערכת הצדדים, את שווי הנכסים המגבים;

(5) ליזם אין זכות לרכוש בחזרה את הנכסים המגבים;

(6) לתאגיד הייעודי אין זכות לקבל מהיזם תשלום נוסף, אם ערך הזכויות המומחות ירד מסכום התמורה שנקבעה כאמור בפסקה (4).

(ב) האמור בסעיף קטן (א), יחול אף אם נותרו בידי היזם זכויות כלשהן בנכסים המגבים לאחר המחאתם ובלבד שהצדדים לא קבעו מפורשות אחרת בהסכם שמכוחו נוצרה עסקת האיגוח.

(ג) הומחתה זכות שטרם באה לעולם לפי חוק זה, יראו את הזכות כאילו נמכרה כאמור בסעיף קטן (א) במועד שבאה לעולם, ואולם לענין סעיף 4 לחוק המחאת חיובים, יראו את הזכות כאילו הומחתה במועד רישומה כאמור בסעיף 3(א)(1).

(ד) סעיף קטן (א) לא יחול על המחאת נכסים מגבים שטרם היו ליזם במועד תחילת הפירוק או ההבראה של היזם.

(ה) למען הסר ספק יובהר, כי, צו הקפאת הליכים לא ימנע מהתאגיד הייעודי להמשיך ולקבל את הנכסים המגבים שהומחו לו במסגרת עסקת איגוח שנחשבת כעסקת מכר לפי סעיף קטן (א), ובלבד שאינם נכסים שטרם באו לעולם במועד תחילת ההבראה.

5. ניהול גביה ומימוש (א) על אף האמור בכל דין, היה היזם תאגיד בנקאי, מבטח או חברה מנהלת, לא יהיה רשאי התאגיד הייעודי לבצע פעולה כלשהי לניהול עסקת היסוד או לגביית הכספים במסגרת עסקת היסוד, למימוש בטוחות שניתנו במסגרתה, ולרבות משלוח התראה בדבר נקיטת פעולות גביה או מימוש, אלא באמצעות היזם, או באמצעות תאגיד בנקאי, מבטח או חברה מנהלת, לפי העניין, שאינם היזם בהתאם לכללים שקבע המפקח על הבנקים או הממונה על שוק ההון, הביטוח והחיסכון, לפי העניין.

(ב) השר רשאי לקבוע מקרים נוספים בהם תאגיד ייעודי לא יהיה רשאי לבצע פעולה כלשהי לשם ניהול עסקת היסוד אלא בידי תאגיד מסוג שיקבע.

6. הגנה על זכויות החייב (א) נערכה עסקת איגוח, לא ייפגעו בשל כך זכויות החייב לפי עסקת היסוד, ואם היתה עסקת היסוד מובטחת לא יפגעו זכויות בעל הנכס נושא הבטוחה, ויחולו על התאגיד הייעודי כל ההוראות שנקבעו לפי דין להגנת החייב או בעל הנכס נושא הבטוחה, וכל ההוראות שנקבעו בעסקת היסוד, אשר היו חלות על היזם עד למועד העברת הזכויות והחובות לפי חוק זה, לרבות הוראות לענין הסכמה להחלפת הבטוחה ולענין מתן בטוחות נוספות לגבי אותו נכס.

(ב) ביקש החייב לפי עסקת היסוד הלוואה נוספת מתאגיד בנקאי, מבטח או קופת גמל, ואותו תאגיד מוכן לתת הלוואה כאמור, לא יסרב התאגיד הייעודי לתת את הסכמתו לכך שתינתן בטוחה נוספת לגבי אותו נכס להבטחת הלוואה הנוספת כאמור, הנמוכה בדרגה מהבטוחה שניתנה לזכותו, אלא אם כן קיימים נימוקים סבירים שיש בהם כדי להצדיק את הסירוב.

7. סיווג עסקאות מכר חוק זה אינו בא לשנות מהיות המחאת זכויות מכר ככל שהינה כזו על פי דין אחר.

8. תקנות שר המשפטים ממונה על ביצוע חוק זה, והוא רשאי להתקין תקנות לביצועו, ובין השאר להסדיר בתקנות -

- (1) מרשמים לרישום זכויות מומחות, ורשאי הוא לקבוע מרשמים שונים לסוגים שונים של תאגידים;
- (2) סדרי הרישום של זכויות מומחות;
- (3) סדרי עיון ברישומים וקבלת העתקים מהם;
- (4) תשלום אגרות בקשר לפעולות האמורות.

- תחולה 9. הוראות חוק זה יחולו לגבי עסקאות איגוח שנכרתו לאחר תחילתו, אף אם עסקאות היסוד שהזכויות לפיהן הומחו במסגרת עסקאות אלה נחתמו לפני מועד תחילתו של חוק זה.
10. תיקון חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968³⁵ – מס' ...

(1) בסעיף 1 -

(א) בסוף ההגדרה "גורם מפקח" יבוא :

"(15) מאגח ;

(16) יזם ;

(17) שרת".

(ב) בסופו יבוא :

"חוק האיגוח" – חוק הסדרת עסקאות איגוח (תיקוני חקיקה), התשע"ד-2014³⁶ ;

"עסקת איגוח" – כהגדרתה בחוק האיגוח ;

"נכס מגבה" – כהגדרתו בחוק האיגוח ;

"תאגיד ייעודי" – כהגדרתו בחוק האיגוח ;

"תעודת התחייבות מגובה נכסים" – תעודת התחייבות כהגדרתה בחוק האיגוח שפירעון הקרן והריבית שהיא נושאת מובטח בשעבוד ראשון לטובת מחזיקי תעודות ההתחייבות על נכסים מגבים שהומחו לתאגיד ייעודי בעסקת איגוח ;

"עסקת איגוח לציבור" – עסקת איגוח, בתמורה לכספים שיתקבלו מהצעה לציבור של תעודות התחייבות המבוצעת על ידי התאגיד הייעודי ;

"יזם" – כהגדרתו בחוק האיגוח ;

"מאגח" – תאגיד המתווך בין יזמים לבין תאגיד ייעודי , ומתקיים בו התנאי הקבוע בסעיף 35מד ;

"גוף מוסדי" – כהגדרתו בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), התשמ"א-1981³⁷ ;

³⁵ ס"ח התשכ"ח, עמ' 234 ; התשע"ח עמ' 216.

³⁶ ס"ח התשע"ג (יוסף כשיפורסם).

³⁷ ס"ח התשמ"א, עמ' 208 ; התשע"א, עמ' 53.

"שרת" – תאגיד אשר התקשר עם תאגיד יעודי בהסכם לתפעול הנכסים המגבים אגב עסקת איגוח."

(2) בסעיף 22 –

(א) בסוף סעיף קטן (א) יבוא :

"הוצעו תעודות התחייבות על ידי תאגיד ייעודי אגב עסקת איגוח לציבור, יחתמו על הטיטות האמורות גם המאגח והיזמים."

(ב) אחרי סעיף קטן (1ד) יבוא :

"(2ד) הוצעו תעודות התחייבות אגב עסקת איגוח לציבור, יחתמו על התשקיף גם המאגח והיזמים."

(3) האמור בסעיף 34, יסומן "(א)" ואחריו יבוא :

"(ב) על אף האמור בסעיף קטן (א), בעסקת איגוח לציבור בה קיים מאגח, יזם יהא אחראי כלפי הניזוק לפי סעיפים 31 עד 33, רק לנזק שנגרם מחמת שהיה בתשקיף פרט מטעה אשר נוגע לנכס המגבה שהומחה על ידו לתאגיד הייעודי לצורך עסקת האיגוח."

(4) בסעיף 35ח, בסוף סעיף קטן (ב) יבוא :

"(4) הוצעו לציבור תעודות התחייבות מגובות בנכסים, ינקוט הנאמן בכל הפעולות הדרושות כדי שיובטח, בטרם ישולמו כספים על חשבון תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים, כי קיימת תשתית תפעולית ומשפטית שתאפשר לתאגיד הייעודי לעמוד בהתחייבויותיו כלפי המחזיקים בהן."

(5) אחרי פרק ה'4 לחוק העיקרי יבוא :

"פרק ה'5: תעודות התחייבות מגובות בנכסים

סימן א': הצעת תעודות התחייבות מגובות בנכסים

הצעה של תעודות 35ל תאגיד ייעודי רשאי להציע סדרה אחת או התחייבות מגובות ט. יותר של תעודות התחייבות מגובות בנכסים, ובלבד שכל הסדרות מובטחות בשעבוד על קבוצת נכסים מגבים אחת.

רישום שעבודים 35מ. כבטוחה לפירעון התחייבויות התאגיד הייעודי למחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים שהוצעו על ידו, ירשום התאגיד הייעודי שעבודים אלה :

(א) שעבוד ללא הגבלה בסכום לטובת מחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים בכל סדרה מסדרות תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים שהציע לציבור, על התזרים הנובע מהנכסים המגבים, על זכויות התאגיד הייעודי בחשבונות הבנק שבהם יתקבל התזרים מהנכסים המגבים ועל כל נכסי התאגיד הייעודי, כפי שהם במועד ההצעה לציבור של תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים, או כפי שיהיו בעתיד; דרגת השעבוד לטובת מחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים מסדרה מסוימת תהא בהתאם לעדיפות של אותה סדרה ביחס לסדרות האחרות;

(ב) שעבוד צף כמשמעותו בפקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג-1983,³⁸ מדרגה ראשונה ללא הגבלה בסכום על כל נכסי התאגיד הייעודי;

השקעת יתרות 35מ (א) יתרות מזומנים שיתקבלו אצל המזומנים בנכסים א. התאגיד הייעודי וטרם הגיע מועד תשלומם נזילים למחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים, יוחזקו באחד מאלה:

איגרות חוב שהנפיקה המדינה שמועד פרעון בתוך שנה;;

פיקדונות בנקאיים הנקובים במטבע חוץ או הצמודים למטבע חוץ;

פיקדונות בנקאיים בשקלים חדשים צמודי מדד ונושאי ריבית או נושאי ריבית בלבד;

³⁸ דמ"י 37 מיום 19.8.1983 עמ' 761; ס"ח התשס"ט, עמ' 177.

קרן כספית כהגדרתה בתקנות
השקעות משותפות בנאמנות
(נכסים שמותר לקנות ולהחזיק
בקרן ושיעוריהם המרביים),
תשנ"ה-1994.

תשלום ריבית על 35מב כספים שחלף המועד לתשלומם למחזיקי
כספי ההשקעה תעודות התחייבות מגובות בנכסים,
ישולמו למחזיקי תעודות ההתחייבות
המגובות בנכסים בתוספת כל ריבית
שנצברה בגינם.

רכישה עצמית של 35מג תאגיד ייעודי לא ירכוש חזרה תעודות
תעודות התחייבות . התחייבות מגובות בנכסים שהציע לציבור;
מגובות בנכסים אין באמור בסעיף זה כדי לגרוע מהזכות
לבצע פדיון מוקדם כפוי של כלל תעודות
ההתחייבות המגובות בנכסים, כמשמעותו
בסעיף 35נז.

סימן ב': המאגח

המאגח 35מ מאגח יהא תאגיד שההון העצמי שלו עולה
ד. על ההון העצמי המזערי כפי שיקבע השר
בתוספת השמינית.

שינוי התוספת 35מ שר האוצר רשאי, בצו, לפי הצעת הרשות
השמינית ה. או לאחר התייעצות עמה, לשנות את
התוספת השמינית.

הותרת סיכונים אצל 35מו (א) בעסקת איגוח לציבור, למעט
היזמים ואצל . באיגוח שגובש באמצעות מאגח, החל
המאגח במועד ההצעה לציבור וכל עוד לא נפרעו
במלואן תעודות ההתחייבות המגובות
בנכסים שהוצעו לציבור, יחזיקו היזמים
במצטבר לפחות עשרה אחוזים מכל סדרת
תעודות התחייבות מגובות בנכסים
שהוצעה לציבור;

(ב) באיגוח שגובש באמצעות מאגח,
החל במועד ההצעה לציבור וכל עוד לא
נפרעו במלואן תעודות ההתחייבות
המגובות בנכסים שהוצעו לציבור -

(1) המאגח יחזיק לפחות שני אחוזים מכל סדרת תעודות התחייבות מגובות בנכסים שהוצעה לציבור;

(2) כל יזם, יחזיק תעודות התחייבות מגובות נכסים שהוצעו לציבור בשווי עשרה אחוזים לפחות משווי הנכסים שהעביר לתאגיד הייעודי לשם עסקת האיגוח; לעניין זה, יחושב שווי הנכסים שהעביר יזם לתאגיד הייעודי כאמור, לפי שווים במועד ההנפקה.

(ג) יזם או מאגח לא יהיו רשאים לבצע פעולות להעברת הסיכונים שהם נדרשים לשמר לפי סעיף קטן (א) או סעיף קטן (ב), לפי העניין;

(ד) הרשות רשאית לפטור יזם או מאגח מהחובה לפי סעיף זה, כולה או מקצתה, ורשאית היא להתנות את הפטור בתנאים.

אחריות יזם כלפי התאגיד הייעודי 35מז יזם יתחייב כלפי התאגיד הייעודי לפצותו בגין כל תביעה או דרישה בשל טענות הנוגעות ליחסיו של היזם עם צדדים שלישיים, בקשר לנכסים המגבים; התחייבות כאמור תיכלל בתשקיף שעל פיו מוצעות לציבור תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים.

סימן ג': השרת

כשירות השרת 35מ לא ישמש תאגיד כשרת אלא אם התקיימו ח. בו כל אלה:

(1) יש לו, לדעת הנאמן לתעודות ההתחייבות, את הניסיון, המשאבים, כוח האדם ומערכות המחשוב הדרושים לביצוע תפקיד השרת באופן נאות, והוא ממלא אחר כל דרישה חיונית אחרת לביצוע תפקידו כאמור;

(2) הוא או נושא משרה בכירה בו לא הורשע בעבירה מהעבירות המנויות בסעיף 226 לחוק החברות, אלא אם כן חלפו חמש שנים מיום מתן פסק דין שעל פיו הורשע;

(3) ועדת האכיפה המנהלית לא הטילה עליו או על נושא משרה בו אמצעי אכיפה האוסר עליו לכהן כדירקטור בכל חברה ציבורית, בכל חברה פרטית שהיא חברת איגרות חוב או בחברה שבה הוא מכהן.

חובות השרת, ניגודי 35מ (א) השרת יחוב כלפי התאגיד הייעודי עניינים ואחריות ט. וכלפי מחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים חובת זהירות כאמור בסעיפים 35 ו-36 לפקודת הנזיקין [נוסח חדש], התשכ"ח-1968³⁹;

(ב) השרת יימנע מניצול כוחו לרעה מקום בו פעילותו עלולה להעמיד אותו במצב של ניגוד עניינים, וינהג בתום לב, ובכלל זה -

(1) יימנע מכל פעולה שיש בה ניגוד עניינים בין מילוי תפקידו כשרת לבין מילוי תפקיד אחר שלו או לבין ענייניו האישיים;

³⁹ דמ"י התשכ"ח, עמ' 266; ס"ח התשס"ח, עמ' 950.

(2) יגלה לתאגיד הייעודי ולנאמן לתעודות ההתחייבות המגובות בנכסים כל ידיעה מהותית וימסור להם כל מסמך מהותי הנוגעים לנכסים המגבים ואשר באו לידי מתוקף תפקידו כשרת;

(ג) מקום שתקנות לפי חוק זה מחייבות תאגיד ייעודי או נאמן לתעודות ההתחייבות לגלות בדוחותיו פרטים בנוגע לנכסים המגבים ולתשלומים הנובעים מהם, חייב השרת להגיש לתאגיד הייעודי ולנאמן לתעודות ההתחייבות הודעה בכתב, ובה הפרטים הדרושים להם למלא את חובותיהם האמורות במועדן;

ביטוח 35נ. (א) השרת יבטח את אחריותו לפי חוק זה לטובת המחזיקים בתעודות ההתחייבות.

(ב) היקף הביטוח ותנאיו יהיו ברמה המספקת לדעת דירקטוריון השרת להבטחת מלוא אחריותו האמורה, בהתחשב בהיקף פעילותו.

גביית כספים 35נא (א) השרת יבצע את הפעולות הנדרשות מהנכסים המגבים . לגביית הכספים מהנכסים המגבים כפי שהיה פועל שרת סביר לצורך גביית סכומים אלה בנסיבות דומות; היו פעולות הגבייה כרוכות בעלויות החורגות מאלה שהתחייב לשאת בהן בהסכם למתן השירותים, רשאי השרת להתנות את ביצוע פעולות הגבייה בקבלת שיפוי על הוצאותיו ממחזיקי תעודות ההתחייבות.

(ב) השרת יעביר לחשבון התאגיד הייעודי כל סכום שגבה מהנכסים המגבים, מוקדם ככל הניתן ולא יאוחר מארבעה עשר ימים לאחר הגבייה.

(ג) כספים שנגבו על ידי השרת מהנכסים המגבים וטרם הועברו לחשבון התאגיד הייעודי, יוחזקו על ידי השרת בנאמנות עבור התאגיד הייעודי באחד משני אלה:

(1) בפקדונות לזמן קצר בתאגיד בנקאי, אחד או יותר, בעל דירוג פיקדונות לזמן קצר, בינלאומי או ישראלי, והכל כפי שיאושר על ידי הנאמן;

(2) בניירות ערך המונפקים בידי הממשלה או בידי בנק ישראל, כמשמעותם בהגדרה "ניירות ערך" בסעיף 1, שעתידים להיפרע במועד שאינו מאוחר משנה לאחר יום הנפקתם.

(ד) הזכות לריבית שתיצבר על הכספים המוחזקים על ידי השרת בנאמנות כאמור בסעיף קטן (ג) היא של התאגיד הייעודי; השרת ישעבד לטובת התאגיד הייעודי את הזכויות לכספים אלה ולריבית שתיצבר בגינם, לא יהיה רשאי לבצע קיזוז ולא תוקנה לו זכות עיכבון כנגד התאגיד הייעודי ביחס אליהם.

(ה) על אף האמור בסעיף קטן (ד), מימן השרת באופן זמני ממקורותיו העצמיים תשלום תקופתי של קרן או ריבית למחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים או התברר בדיעבד כי העביר לתאגיד הייעודי תשלומים ביתר, תהיה זכותו לקבל חזרה את הסכומים האמורים קודמת לזכותם של המחזיקים בכספים שייגבו מהנכסים המגבים, והוא יהיה רשאי לבצע קיזוז ביחס לסכומים אלה.

35נב (א) שרת רשאי להתפטר בהודעה בכתב לנאמן, אולם ימשיך לכהן בתפקידו אף לאחר מסירת הודעת ההתפטרות, אם הורה לו הנאמן לעשות כן, עד למינוי שרת אחר.

(ב) המחזיקים בעשרה אחוזים מיתרת הערך הנקוב של תעודות התחייבות המגובות בנכסים מכלל הסדרות רשאים לכנס אסיפה של מחזיקי תעודות ההתחייבות מגובות בנכסים מכלל הסדרות, והאסיפה רשאית להחליט על העברת השרת מכהונתו בהחלטת שהתקבלה ברוב רגיל באסיפה כאמור שנכחו בה לפחות חמישים אחוזים מיתרת הערך הנקוב של כלל סדרות תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים (בסעיף זה – האסיפה המקורית) או בהחלטה שהתקבלה ברוב רגיל באסיפה נדחית שנכחו בה מחזיקים של לפחות עשרה אחוזים מהיתרה כאמור, ובלבד שהאסיפה הנדחית התקיימה לא פחות משני ימי עסקים לאחר מועד קיומה של האסיפה המקורית.

סימן ד': הוראות כלליות

35נג. מבלי לגרוע מהאמור בסעיף 15, לא יעשה זכויות אשר נחשבת עסקת המחאת עסקת מכר אדם הצעה או מכירה לציבור של תעודות התחייבות מגובות בנכסים אגב עסקת איגוח, אלא אם הנכסים המגבים הומחו לו בעסקת המחאת זכויות אשר נחשבת לכל דבר ועניין כעסקת מכר לפי חוק המחאת זכויות.

35נד לא יוחלף נכס מגבה בנכס מגבה אחר, אלא מחליף נכסים . אם התקיים אחד מאלה :

(1) החלפת הנכס המגבה אושרה מראש בהחלטה שהתקבלה באסיפת מחזיקים של כל אחת מסדרות תעודות ההתחייבות שנכחו בה מחזיקים בחמישים אחוזים לפחות מיתרת הערך הנקוב של תעודות התחייבות מאותה סדרה, ברוב של המחזיקים בשני שלישים לפחות מיתרת הערך הנקוב של תעודות ההתחייבות המיוצג בהצבעה או ברוב אחר שנקבע בשטר הנאמנות, לפי הגבוה, או ברוב כאמור באסיפת מחזיקים נדחית שנכחו בה מחזיקים בעשרים אחוזים לפחות מהיתרה כאמור ;

(2) קיימת הצדקה מיוחדת בנסיבות העניין להחלפת נכס מגבה מסוים, אין בהחלפה האמורה אלא כדי לזכות את מחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים והיא אושרה מראש על ידי הנאמן.

איגוח מתגלגל

35נה. (א) הרשות רשאית להתיר לתאגיד ייעודי לפרסם תשקיף הצעה לציבור של תעודות התחייבות מגובות בנכסים המוחלפים מעת לעת, ולרבות נכסים מגבים שהינם בגדר זכות כאמור שטרם באה לעולם, ובלבד שהתקיימו כל התנאים הבאים :

(1) בעת פרסום התשקיף הרכב הנכסים כולל רק נכסים שבאו לעולם ואולם החלפה או שינוי ההרכב בהתאם להוראות חוק זה יכול שיכלול גם נכסים שבאו לעולם במועד ההחלפה או השינוי אף אם טרם באו לעולם בעת פרסום התשקיף ;

(2) תהליך ההחלפה של הנכסים המגבים מתבצע על פי תנאים מוגדרים מראש ללא שיקול דעת;

(3) אין בהחלפה כדי לחשוף את מחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים לסיכון אשראי גבוה מהסיכון הקיים עובר לביצוע ההחלפה.

(ב) התירה הרשות לתאגיד ייעודי להציע לציבור תעודות התחייבות כאמור, יבטיחו התאגיד הייעודי, השרת והנאמן את קיומן של מערכות בקרה נאותות על החלפת הנכסים בהתאם לתנאים שיוגדרו מראש בתשקיף.

זכויות צדדים	35נו. נכס או זכות לא ישמשו כנכסים מגבים
שלישיים בנכסים	בעסקת איגוח, אלא אם הם נקיים מכל
המגבים	שיעבוד, ערבות או זכות אחרת של צד שלישי בהם ואינם חיובים המותנים בקיומם של חיובים אחרים למעט חיובים שוליים.

פדיון מוקדם כפוי	35נו. תאגיד ייעודי רשאי לבצע פדיון מוקדם כפוי של כלל תעודות התחייבות שטרם נפרעו במלואן אם סך התחייבויות התאגיד הייעודי למחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים פחת מסכום שנקבע בתשקיף או בתקנון הבורסה, לפי הנמוך, ואם התקיימו יתר התנאים לביצוע הפדיון המוקדם כפי שפורטו בתשקיף ובשטר הנאמנות, והנאמן אישר את התקיימותם.
------------------	---

פירעון תעודות התחייבות מגובות בנכסים	35נח אי פירעון מלא או חלקי של תעודות התחייבות מגובות בנכסים בשל אי קבלת כספים שהתאגיד הייעודי זכאי לקבל מכוח זכויותיו בנכסים המגבים, לא ייחשב כהפרת התחייבות של התאגיד הייעודי כלפי מחזיקי תעודות ההתחייבות.
--------------------------------------	--

שמירת דינים 35נט אין בהוראות פרק זה כדי לגרוע מכל דין
אחר שיחול על תאגיד בנקאי או גוף
מוסדי, שהנם צד לעסקת איגוח."

(6) אחרי סעיף 52יב יבוא :

"אחריות יזם 52יב1. יזם או מאגח אחראים כלפי מחזיק בתעודות
ומאגח התחייבות מגובות בנכסים לנזק שנגרם לו
כתוצאה מכך שהיזם או המאגח, לפי העניין,
הפרו הוראה של חוק זה או תקנות על פיו, ובכלל
זה אחראים הם לנזק שנגרם כתוצאה מפרט
מטעה במצגים שהיוו בסיס לעסקת המחאת
הזכויות במסגרת עסקת האיגוח.

אחריות שרת 52יב2. שרת אחראי כלפי מחזיק בתעודות התחייבות
מגובות בנכסים לנזק שנגרם לו כתוצאה מכך
ששרת הפר הוראה מהוראות חוק זה."

(7) בסעיף 52יג במקום "ו-52יב" יבוא "עד 52יב2".

(8) בסעיף 52יד, האמור בו יסומן "(א)" ואחריו יבוא :

"(ב) על אף האמור בסעיף קטן (א), בעסקת איגוח בה קיים
מאגח, יזם יהא אחראי כלפי הניזוק לפי סעיף 52יב1, רק לנזק
שנגרם מחמת הפרה או פרט מטעה אשר נוגעים לנכס המגבה
שהומחה על ידו לתאגיד הייעודי לצורך עסקת האיגוח."

(9) בסעיף 52טו, בפסקה (ב), בסופה יבוא –

"(4) לעניין תאגיד ייעודי, יזם, שרת או מאגח – תיקבע דרגתו
לפי [יושלים בהמשך]".

(10) בסעיף 52ל(א), אחרי פרט (3) יבוא :

"(3א) לעניין תאגיד ייעודי, יזם, מאגח או שרת – [הסכום
יושלים בהמשך] שקלים חדשים".

(11) בסעיף 52סו(ד), ההגדרות גוף מוסדי ומבטח, ימחקו.

(12) בסעיף 53(ב), פסקה (א5) תיקרא "(ב5)" ולפניה יבוא :

"(א5) לא החזיק בסדרת תעודות התחייבות מגובות בנכסים
בשיעור הנדרש, בניגוד להוראות סעיף 35מו(א) ו-(ב), או ביצע
פעולות להעברת סיכון האשראי בניגוד להוראות סעיף
35מו(ג)";

(13) בתוספת החמישית, אחרי פרט (5) יבוא :

”(א5) מינה שרת שאינו עומד בדרישות המנויות בסעיף 35מח ;

(ב5) החליף נכסים מגבים מבלי שהחלפה אושרה מראש על ידי הנאמן בניגוד להוראת סעיף 35נד(2);”

(14) בתוספת השישית, אחרי פרט 4 יבוא :

”(א4) לעניין יזם, שרת או מאגח – [הסכום יושלם בהמשך] שקלים חדשים;”.

(15) בתוספת השביעית –

(א) בחלק ב', אחרי פרט (7) יבוא :

”(א7) הציע סדרה אחת או יותר של תעודות התחייבות מגובות בנכסים כשהבטחת השעבוד אינה מגובה בקבוצת נכסים מגבים אחת, בניגוד להוראת סעיף 35מ ;

(ב7) לא רשם שעבודים בניגוד להוראות סעיף 35מ, או לא רשם שעבודים באופן הקבוע באותו סעיף ;

(ג7) החזיק יתרות מזומנים שהתקבלו וטרם הגיע מועד תשלומם למחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים שלא בהתאם להוראות סעיף 35מא ;

(ד7) לא שילם למחזיקי תעודות ההתחייבות כספים בתוספת ריבית שנצברה עליהם, בניגוד לסעיף 35מב ;

(ה7) רכש חזרה תעודות התחייבות שהציע לציבור בניגוד להוראות סעיף 35מג ;

(ו7) פעל בניגוד לחובותיו הקבועות בסעיף 35מט(ב) ;

(ז7) לא ביטח את אחריותו בהתאם לסעיף 35נא או שעשה כן שלא בהתאם להוראות שנקבעו לפי סעיף 35נג(ג) ;

(ח7) לא ביצע את הפעולות הנדרשות לגביית הכספים מהנכסים המגבים כנדרש לפי סעיף 35נא(א), לא העביר סכום שגבה מהנכסים האמורים לחשבון התאגיד הייעודי כנדרש לפי סעיף 35נא(ב), לא החזיק כספים שגבו וטרם הועברו לחשבון התאגיד הייעודי בהתאם לסעיף 35נא(ג), לא שעבד זכויות לכספים מוחזקים ולריבית שתיצבר עליהם, ביצע קיזוז או יישם זכות עיכבון בהם, בניגוד להוראות סעיף 35נא(ד) ;

(ט7) החליף נכסים מגבים או גרם לכך שיוחלפו נכסים מגבים מבלי שהתקיים אחד התנאים המנויים בסעיף 35נד ;

(י7) עשה שימוש בנכסים שאינם נקיים מכל שעבוד, ערבות או זכות אחרת של צד שלישי, או בנכסים שהם חיובים המותנים בקיומם של חיובים אחרים, כנכסים מגבים בעסקת איגוח, בניגוד להוראות סעיף 35נו."

(ב) בחלק ג', אחרי פרט (3) יבוא :

"(א3) הציע לציבור תעודות התחייבות מגובות בנכסים מבלי שעמד בתנאים המנויים בסעיף 1 לחוק האיגוח ;

(ב3) עשה הצעה או מכירה לציבור של תעודות התחייבות מגובות בנכסים אגב עסקת איגוח, מבלי שהנכסים המגבים הומחו לו בעסקת המחאת זכויות אשר נחשבת לכל דבר ועניין כעסקת מכר, בניגוד להוראות סעיף 35נג ;

(ג3) שימש מאגח בעסקת איגוח מבלי שעמד בהוראות לפי סעיף 35מד ;

(ד3) לא החזיק בסדרת תעודות התחייבות מגובות נכסים בשיעור הנדרש בניגוד להוראות סעיף 35מו(א) ו-(ב), או ביצע פעולות להעברת סיכון האשראי בניגוד להוראות 35מו(ג) ;

(ה3) בהיותו יזם, לא התחייב כלפי התאגיד הייעודי לפצותו בניגוד להוראות סעיף 35מז(ב) ;

(ז3) מינה שרת אף שהיה עליו לדעת שאינו עומד בדרישות המנויות בסעיף 35מח(1) ;"

(16) אחרי התוספת השביעית יבוא :

"תוספת שמינית

(סעיף 35מה)

() ההון העצמי המזערי לעניין מאגח – 50 מליון שקלים חדשים."

תיקון 11. בפקודת מס הכנסה⁴⁰ (להלן - הפקודה) - פקודת מס הכנסה

(1) בחלק ד', אחרי פרק שני יבוא :

⁴⁰ דיני מדינת ישראל, נוסח חדש 6, עמ' 120.

"אמצעי שליטה" – כהגדרתם בסעיף 88 ;

"חוק האיגוח" - חוק הסדרת עסקאות
איגוח, התשע"ד-2014

"חלופת ביטוח" - ערבות בנקאית, ערובה
או פקדון, בשיעורים ובתנאים
שאישר המנהל ;

"יזם"- חבר בני אדם שהתאגד בישראל
והשליטה על עסקיו וניהולם
מופעלים בישראל, שבבעלותו
נכסים מגבים ;

"מנהל התאגיד הייעודי" –חברה
שמתקיימים בה כל אלה :

(1) התאגדה בישראל והשליטה
על עסקיה וניהולם מופעלים
בישראל ;

(2) מונתה על ידי תאגיד ייעודי
לשמש מנהל התאגיד הייעודי, על פי
דרכי מינוי והחלפה של מנהל
התאגיד הייעודי אשר נקבעו
במסמכי ההתאגדות של התאגיד,
ובלבד שנקבע בהם, כי פקיעת
כהונתו תיכנס לתוקפה רק לאחר
מינויו של מנהל תאגיד ייעודי
חלופי ;

(3) הסכימה בכתב באמצעות
נציג מוסמך מטעמה, בטופס שקבע
המנהל, לשמש מנהל התאגיד
הייעודי ;

(4) ערכה פוליסה לביטוח חבות
של מנהל תאגיד ייעודי או הסדירה
חלופת ביטוח ;

"נכס מגבה" – זכות מכוח חוזה או מכוח
דין לקבל כספים במועדים ובתנאים
ידועים מראש ;

"סכום מיוחד" – התוצאה המתקבלת
מצירוף סכום הריבית העוקבת
לסכום שישמש את התאגיד הייעודי
לתשלום הוצאות הכרוכות בביצוע
עסקת האיגוח אשר אופן חישובו
צוין במסגרת מסמכי ההתאגדות
של התאגיד הייעודי, ובהנפקה
לציבור גם במסגרת התשקיף של
עסקת הנפקת תעודות ההתחייבות
המגובות בנכסים ;

"עסקת איגוח" – עסקה שעניינה המחאת
נכסים מגבים מיזם לתאגיד ייעודי
בתמורה לכספים שיעביר התאגיד
הייעודי ליזם ושיתקבלו מהנפקת
תעודות התחייבות מגובות בנכסים
על ידי התאגיד הייעודי ;

"פוליסה לביטוח חבותו של מנהל תאגיד
ייעודי" – פוליסה שמתקיימים בה
כל אלה :

(1) פוליסת ביטוח לכיסוי מלוא
חבותו של מנהל התאגיד הייעודי
לתשלום מס לפי סעיף 13א64(ד)(3) ;

(2) תוקפה לכל תקופת כהונתו
של מנהל התאגיד הייעודי ;

(3) הפוליסה היא לכיסוי חבות
בשל אירועים שאירעו בתקופת
הפוליסה, ובלבד שהיא מאפשרת
תשלום לפי דרישה שנעשתה בתוך
ארבע שנים מתום תקופת
הפוליסה ;

(4) נערכה על ידי מי שהוא בעל
רישיון לפי חוק הפיקוח על עסקי
ביטוח, התשמ"א-1981⁴¹ ;

"ריבית עוקבת"- תשלומי הריבית שעל
התאגיד הייעודי לשלם למחזיקי
תעודות התחייבות מגובות בנכסים
בהתאם לעסקת האיגוח במועד
התשלום הקרוב ;

"שרת", "תעודת התחייבות מגובה
בנכסים" - כהגדרתם בחוק ניירות
ערך ;

"תאגיד ייעודי"- חברה פרטית כהגדרתה
בחוק החברות שמתקיימים בה כל
אלה :

(1) היא התאגדה במיוחד לצורך
עסקת איגוח ;

(2) מטרותיה הבלעדיות, כפי
שנקבעו במסמכי ההתאגדות שלה,
יהיו כל אלה :

א. רכישת נכסים מגבים
בעסקת איגוח
מאת יזם אחד או
יותר, מסדרה
אחת או יותר ;

ב. ביצוע הנפקה חד
פעמית של תעודות
התחייבות מגובות
בנכסים מסדרה
אחת או יותר ;

(3) היא קבעה בתקנונה כי
תתפרק מיד לאחר המועד שבו
יפרעו במלואן תעודות ההתחייבות
המגובות בנכסים ;

⁴¹ ס"ח התשמ"א, עמ' __.

"תקופת האיגוח"- תקופה שתחילתה ביום
רישומו של התאגיד הייעודי וסיומה
ביום פירוקו ;

הסדר המס בעסקת 64 א (א) ההכנסה הנצמחת ליזם מעסקת
איגוח 13. איגוח תיחשב כהכנסה שמקורה לפי סעיף
(1)2.

(ב) על אף האמור בסעיף קטן (א)
ובסעיף 28(א) ו-(ב), הפסד שהיה ליזם
בעסקת איגוח, יותר לקיזוז בשיעורים
שנתיים שווים בתקופה שתחילתה בשנת
המס שלאחר השנה בה הומחו הנכסים
המגבים וסופה בשנת המס בה חל המועד
בו אמורות להיפרע במלואן תעודות
ההתחייבות המגובות בנכסים, ובלבד
שקיזוז כאמור ייעשה רק כנגד סך כל
הכנסתו החייבת של היזם מעסק או משלח
יד, לרבות ריווח הון בעסק או משלח יד,
באותן שנים ; מקום שלא ניתן לקזז את כל
ההפסד בשנות המס האמורות, יועבר סכום
ההפסד שלא קוזז לשנים הבאות בזו אחר
זו ויקוזז כנגד סך כל הכנסתו החייבת של
היזם באותן השנים מעסק או משלח יד,
לרבות ריווח הון בעסק או משלח יד, והכל
ובלבד שאם ניתן לקזז את ההפסד באחת
השנים שתחילתן בשנת המס שלאחר השנה
בה הומחו הזכויות כאמור, לא יותר לקזוז
בשנה שאחריה.

(ג) במהלך תקופת האיגוח יהיו
הכנסות התאגיד הייעודי פטורות ממס,
בהתקיים כל אלה :

(1) לתאגיד הייעודי מונה מנהל
תאגיד ייעודי ;

(2) בתוך 30 ימים מיום
ההנפקה של תעודות ההתחייבות
מגובות בנכסים הוגשה לפקיד
השומה הודעה, בטופס שקבע
המנהל, על עסקת האיגוח בצירוף
העתק ממסמכי ההתאגדות של
התאגיד הייעודי, כתב הסכמה של
מנהל התאגיד הייעודי לשמש מנהל
כאמור, והעתק הפוליסה לביטוח
חבותו של מנהל התאגיד הייעודי או
אישור על חלופת ביטוח;

(3) בכל שנת מס בתקופת
האיגוח נעשה שימוש בכל התמורה
שהתקבלה באותה שנה מהנפקת
תעודות התחייבות מגובות בנכסים
ובכל הכספים שהתקבלו באותה
שנה מכוח הנכסים המגבים, למעט
הסכום המיוחד, ובלבד שהשימוש
נעשה לאחת ממטרות אלה, כולן או
חלקן:

(א) מימון רכישת נכסים
מגבים;

(ב) פירעון התחייבויות
למחזיקי תעודות
ההתחייבות מגובות בנכסים
שהונפקו על ידי התאגיד
הייעודי;

(ג) תשלום מסים שנוכו
במקור על ידי התאגיד
הייעודי;

(ד) תשלום ההוצאות
הכרוכות בעסקת
האיגוח;

(4) מבלי לפגוע בהוראות פסקת
משנה (3), יתרות המזומנים שבידי
התאגיד הייעודי, יוחזקו באחד
משני אלה:

(א) בפיקדונות לזמן קצר
בתאגיד בנקאי, אחד או
יותר, בעל דירוג פיקדונות
לזמן קצר, בינלאומי או
ישראלי, אשר אושר על ידי
הנאמן לפי חוק ניירות ערך
או על ידי ____ .

(ב) באגרות חוב
שהונפקו על ידי המדינה,
ואשר עתידות להיפרע
בשקלים חדשים, במועד
שאינו מאוחר משנה לאחר
יום הנפקתן ;

(5) כל סכומי הריבית אשר
נצברו בפיקדון לזמן קצר ובאגרות
החוב כאמור בפסקת משנה (4),
הועברו למחזיקי תעודות
ההתחייבות המגובות בנכסים בתוך
שנה מיום שהופקדו או נרכשו, לפי
הענין ;

(6) התאגיד הייעודי הגיש את
דוחותיו בהתאם להוראות סעיפים
131 ו- 132 לפקודה, לכל אחת
משנות המס בתקופת האיגוח.

(ד) בלי לגרוע מהאמור בסעיף קטן (ג),
פטור ממס לתאגיד ייעודי בעסקת איגוח
שבמסגרתה תתאפשר החלפת נכסים
מגבים מעת לעת, כולל נכסים שהינם בגדר
זכות שטרם באה לעולם, יינתן בכפוף
לאישור המנהל, ולאחר שהוכח להנחת
דעתו, כי התשלום בגין המחאת הזכות
שטרם באה לעולם, ייעשה רק לאחר בוא
הזכות לעולם והתגבשות ההמחאה לכדי
מכר מלא בהתאם להוראות חוק האיגוח,
וכי תהליך ההחלפה של הנכסים המגבים
מתבצע על פי תנאים מוגדרים מראש וללא
שיקול דעת ;

(ה) לא התקיים תנאי מהתנאים הקבועים בסעיף קטן (ג) בשנת מס כלשהי במהלך תקופת האיגוח או שהתאגיד הייעודי פעל שלא בהתאם למטרותיו הבלעדיות, כאמור בהגדרה "תאגיד ייעודי" או שלא ניתן אישור המנהל כאמור בסעיף קטן (ד), (להלן - ההפרה) יחולו הוראות אלה:

(1) יבוטל הפטור ממס שניתן לתאגיד הייעודי, לכל שנות המס שעד שנת ההפרה, ותיעשה לו שומה לכל שנות המס האמורות כאילו לא היה תאגיד ייעודי באותן השנים;

(2) החל בשנת ההפרה, לא יחולו על התאגיד הייעודי הוראות פרק זה והכנסתו החייבת בכל שנת מס תחושב לפי הוראות פקודה זו;

(3) הוראות כל דין לענין תשלום המס, דיווח, גביה ועונשין יחולו גם על מנהל התאגיד הייעודי בשל הכנסות התאגיד הייעודי, ויראוהו כאילו היה בר השומה ובר החיוב במס בשל הכנסות התאגיד הייעודי לכל אחת משנות המס החל מתחילתה של תקופת האיגוח ועד שנת ההפרה;

(4) כל הוראה שבכל חיקוק המגבילה את הזמן לעריכת שומה לתאגיד הייעודי לא תחול על שומה לפי פסקאות משנה (1) ו-(3), ובלבד שהשומה תיערך בתוך ארבע שנים מתום שנת המס שבה הסתיימה תקופת האיגוח;

(ו) על אף האמור בסעיף קטן (ה) המנהל רשאי לקבוע, כי הוראות פסקאות משנה (1), (2) או (3) של הסעיף הקטן האמור לא יחולו למרות ההפרה, לגבי כל אחת משנות המס שבמהלך תקופת האיגוח, כולן או חלקן, ורשאי הוא להתנות קביעה כאמור בתנאים, ובלבד שהוכח להנחת דעתו, כי ההפרה לא פגעה במהותה הכלכלית של העסקה;

תיקון חוק 12. בחוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981,⁴² בסעיף 21 - הבנקאות (רישוי)

בהגדרה "מתן אשראי", בפסקה (7), במקום הסיפה המתחילה במילים "למתן אשראי לאדם" יבוא "לאחד מאלה:

(א) למתן אשראי לאדם ששמו נקב בתשקיף.

(ב) לרכישת זכויותיו של תאגיד בנקאי או מבטח כלפי לווים.

(ג) לרכישת זכויות של תאגיד, שאינו תאגיד בנקאי או מבטח, כלפי לווים או חייבים אגב מכירת מוצרים או מתן שירותים שאינם פיננסיים בידי אותו תאגיד לאותם לווים או חייבים; לעניין סעיף קטן זה, העמדת אשראי כשלעצמה אינה נחשבת כמכירת מוצרים או מתן שירותים."

דברי הסבר

כללי

עסקאות איגוח הן עסקאות במסגרתן מעביר תאגיד (להלן – היזם) זרם תקבולים לתאגיד אחר (להלן – התאגיד הייעודי), כאשר התמורה להעברה ניתנת ליזם מהתאגיד הייעודי מאשראי שניתן לתאגיד הייעודי על בסיס זרם התקבולים האמור. בעסקאות האיגוח הקלאסיות האשראי ניתן לתאגיד הייעודי באמצעות הנפקתן של ניירות ערך, ולתאגיד הייעודי אין לו כל פעילות אחרת מלבד היותו הגורם המקשר בין היזם למחזיקי ניירות הערך. באמצעות הפרדת הנכסים והעברתם לתאגיד הייעודי יכול היזם לבודד את הסיכונים של זרם התקבולים אותו העביר ולזכות במימון בתנאים טובים יותר. חוק זה נועד להסדיר את התוצאות המשפטיות של עסקת האיגוח, ובמיוחד להבהיר שהנכסים המועברים יוצאים ממסת הנכסים של היזם.

הצעת החוק כוללת ארבעה מרכיבים – הוראות שנועדו להסדיר את התוצאות המשפטיות של עסקת האיגוח, ובמיוחד להבהיר שהנכסים המועברים יוצאים ממסת הנכסים של היזם; תיקון חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, אשר נועד להסדיר את ההצעה לציבור של נכסים מגבים על ידי התאגיד הייעודי; תיקון פקודת מס הכנסה, התשכ"א-1961, אשר נועד להסדיר את היבטי המס של עסקאות האיגוח;

⁴² ס"ח התשמ"א, עמ' 232; התשע"ד, עמ' 121.

ותיקון חוק הבנקאות (רישוי) התשמ"א-1981, אשר נועד להרחיב את האפשרות של רכישת תזרים מזומנים שמקורו באשראי בידי תאגיד ייעודי. מטרתו של החוק היא להקנות את הוודאות המשפטית והכלכלית הנדרשת להבטחת פעילותו התקינה של שוק האשראי בישראל באמצעות עסקאות איגוח.

סעיף 1 – הגדרות

להגדרה "עסקת איגוח" – ההגדרה מבהירה מהי עסקת איגוח עליה חל החוק המוצע. בהתאם להגדרה עסקה כאמור הינה עסקה, במסגרתה מומחות זכויות לקבלת כספים מהיזם לתאגיד ייעודי בתמורה לנכסים (על פי רוב – כספים) שיקבל התאגיד הייעודי כתוצאה מהנפקת תעודות התחייבות. מטרת החוק היא להגדיל את מקורות המימון במשק ולשפר את תנאי המימון. על מנת לענות על צורך זה מבלי לשנות את דיני המחאת החיובים והשעבודים בכללותם, מוצע להגביל את תחולת החוק לעסקאות המחאת נכסים, אשר מטרתן מימון של היזם באמצעות הנפקת תעודות התחייבות בידי התאגיד הייעודי.

להגדרה "נכס מגבה" – מוצע לקבוע, כי זכות לקבלת כספים כוללת גם זכות שטרם באה לעולם. הצורך בהגדרה זו נובע מכך שבהתאם לדין הקיים יש חוסר בהירות בנוגע לשאלה אם ניתן להמחות זכויות כאמור. יש להבחין בין זכות שטרם באה לעולם לבין זכות קיימת, אשר המועד שנקבע לביצועה הוא בעתיד. לגבי זכות קיימת שביצועה נקבע בעתיד, כגון הלוואה נושאת ריבית, אשר תתקבל בעתיד, אין כל קושי משפטי. השאלה התעוררה רק בנוגע לזכויות שטרם באו לעולם, כגון זכות לקבלת כספים מכוח הסכם שעדיין לא נכרת. מאחר שעסקאות איגוח כוללות לעתים המחאת זכויות כאמור, כגון עסקה להמחות שיעור מסויים מעסקאות מסוג מסויים שיהיו לתאגיד מדי שנה, מוצע לקבוע כי ניתן להמחות זכויות כאמור במסגרת עסקת איגוח.

יצוין כי ההתנגדות לעסקאות בנכסים עתידיים נובעת מטעמים משולבים הנוגעים להגנה על החייב ועל הנושים. לגבי החייב קיים חשש כי לא יעריך נכונה את היקף נכסיו העתידיים וכי לא יותיר לעצמו די נכסים לרווחתו המינימאלית. מבחינת הנושה עלה חשש כי צד ג' יסתמך על נכסי החייב מבלי לדעת שאלו הומחו לאחר קודם היווצרותם. (ע"א 3553/00 יששכר אלוני נ' זנד טל מכוני תערוכות בע"מ). כמו כן נטען כי לא ניתן להעביר זכות קניינית בנכס שעדיין לא קיים (ש. לרנר, המחאת חיובים, עמ' 189). מנגד ניתן לטעון כי מבחינה כלכלית, כאשר יש צפייה סבירה ליצירת מקור הכנסה, הרי שאין מניעה לאפשר את סחירותה.

לנוכח תחולתה של ההצעה על המחאת זכויות בין תאגידים בלבד, אין צורך להכריע בשאלות שהועלו וזאת משום שלגבי תאגידים ההנחה היא כי הללו ידעו לתמחר את הסיכונים הגלומים במכירה ורכישה של נכסים שטרם באו לעולם. בנוסף, כפי שיפורט להלן, תנאי לתחולת החוק הינו רישום ההמחות במרשם פומבי ולכן החשש מפגיעה בנושים אחרים קטן.

סעיף 2 – התאגיד הייעודי

מוצע לקבוע כי תאגיד ייעודי המבקש להציע תעודות התחייבות מגובות בנכסים יתאגד כחברה פרטית לפי דיני מדינת ישראל. בדרך זו יובטח כי התאגיד הייעודי יהיה כפוף לחובות המוטלות על חברות פרטיות לפי חוק החברות, לרבות החובות המתייחסות לממשל תאגיד.

כדי להבטיח שפעילות התאגיד הייעודי תתמקד בעסקת האיגוח בלבד ובפעולות המתחייבות ממנה, וכדי למנוע ממנו לבצע פעולות שעשויות לחשוף את מחזיקי תעודות התחייבות לסיכון חיצוני (מעבר

לסיכון האשראי של הנכסים המגבים), מוצע לקבוע כי עיסוקיו הבלעדיים של התאגיד הייעודי יהיו: רכישת נכסים מגבים בעסקת איגוח מיזם אחד או יותר; הנפקת תעודות התחייבות מגובות בנכסים; שימוש בתמורת ההנפקה לרכישת הנכסים המגבים, להתקשרות עם שרת לניהול הנכסים המגבים והתשלומים המתקבלים מהם, ולפירעון תעודות ההתחייבות. מוצע כי קביעה זו בדבר עיסוקיו הבלעדיים של התאגיד הייעודי תיכלל במסמכי ההתאגדות שלו.

סעיף 3 המחאת חיובים שוליים

חוק המחאת חיובים, התשכ"ט-1969, דורש את הסכמת הנושה כתנאי להמחאת חבות (להבדיל מהמחאת זכות). על מנת להקל על ביצוע עסקאות איגוח מוצע לקבוע, כי הוראה זו לא תחול כאשר החיוב האמור הינו חיוב שולי השלוב בזכות אותה מבקשים להמחות במסגרת עסקת האיגוח. חיוב שולי הינו חיוב שבמהותו הינו חיוב נלווה לזכות, כגון חיוב למסור הודעות ודיווחים בנוגע לזכות המומחית. לאור מהותו של חיוב זה לא תגרם פגיעה בנושה כתוצאה מהמחאתו לתאגיד הייעודי.

סעיף 4 – סיווג עסקת איגוח

לסעיף קטן (א) - עסקת האיגוח נועדה לאפשר קבלת מימון בתנאים טובים יותר, וזאת בדרך של הפרדת הנכסים המועברים לתאגיד הייעודי מיתר נכסי היזם וייחודם לתשלום למחזיקי תעודות ההתחייבות. רק באמצעות ניתוקם של הנכסים המועברים מהסיכונים הכרוכים בפעילותו של היזם יכול היזם לקבל מימון בתנאים טובים יותר מאלה אותו היה מקבל באמצעות הנפקה ישירה של ניירות ערך. ככל שלא יהיה ניתוק כאמור, במקרה של חדלות פרעון של היזם, נכסים אלה יהיו חלק ממסת הנכסים העומדת לחלוקה לנושים, ומחזיקי ניירות הערך יאלצו להתחלק בהם עם יתר נושיו של היזם. מובן שסיכון זה יילקח בחשבון במסגרת דירוג ניירות הערך וקביעת הריבית בגינם. בישראל קיים קושי בפיתוח שוק האיגוח, בין היתר, בשל חוסר הוודאות המשפטית באשר לסווג העסקה כעסקת מכר - שבה הבעלות בנכסים המועברים עוברת במלואה, או כעסקת אשראי - שבה הנכסים המועברים משמשים כבטחונות. חוסר הוודאות נובע, בין היתר, מהוראות סעיף 2(ב) לחוק המשכון, התשכ"ז-1967 (להלן - חוק המשכון), הקובע כי "הוראות חוק זה יחולו על עסקה שכוונתה שעבוד נכס כערובה לחיוב, יהיה כינויה של העסקה אשר יהיה".

ככל שהעסקה תסווג כעסקת אשראי, בהעדר רישום משכון לא תקנה העסקה לנושה (קרי לתאגיד הייעודי ומכאן למחזיקי ניירות הערך) עדיפות על פני נושיו האחרים היזם, שלא ידעו על העסקה האמורה. זאת בעוד שאם העסקה היתה מסווגת כמכר, היה התאגיד הייעודי עדיף על פני יתר הנושים, שכן הנכס האמור לא היה נכלל במסת הנכסים העומדת לחלוקה בפירוק. יתרה מכך - אף אם השעבוד נרשם כדין, לא ניתן לממשו אם ניתן צו הקפאת הליכים לפי סעיף 3350 לחוק החברות, אלא אם כן הוכח לבית המשפט שלא הובטחה הגנה הולמת לזכויות הנושה בנכס, או כי אין במימוש השעבוד כדי לפגוע באפשרות הבראת היזם. הוראה זו אינה חלה מקום שיקבע שהנכסים המועברים נמכרו לתאגיד הייעודי ואינם מהווים יותר חלק ממסת הנכסים של היזם שניתן לגביו צו הקפאת הליכים.

על מנת להקנות את הוודאות הנדרשת כדי שעסקאות האיגוח יהיו יעילות, מוצע לקבוע תנאים ברורים לסיווג העסקה כעסקת מכר. זאת אף אם בחינה כלכלית של העסקה תוביל למסקנה כי לא כל הסיכונים הועברו במסגרתה לתאגיד הייעודי או אם מבחינה חשבונאית הנכסים לא ימחקו ממצבת נכסיו של היזם. עם זאת, על מנת לאזן בין זכויות מחזיקי תעודות ההתחייבות לבין זכויות נושיו של התאגיד הייעודי, מוצע, כי העסקה תסווג כמכר רק באותם מקרים בהם מאפייניה אכן דומים יותר למכר מאשר למשכון. בתנאים אלה סביר שהתמורה בגין העסקה תפצה את הנושים על גריעת הנכסים

המועברים ממסת הנכסים העומדת לחלוקה במקרה של חדלות פרעון. מאפייני עסקת מכר, שמוצע לקבעם כתנאים לסיווג עסקת האיגוח ככזו הינם :

1. העסקה נרשמה במרשם שיקבע השר בתקנות. הוראה זו נועדה להקנות פומביות להמחאת הזכויות. בדרך זו ידע מי שמבקש להתקשר עם התאגיד כי הנכסים האמורים אינם חלק מנכסי היזם.
 2. התאגיד הייעודי רשאי לעשות בנכסים המועברים כל עסקה המותרת לו על פי דין, והיזם אינו יכול למנוע ממנו לבצע פעולה כלשהי בנכסים אלו. הזכות לבצע עסקאות בנכס מהווה סממן של מכר, שכן בעל משכון אינו רשאי לבצע עסקאות בנכס הממושכן, אלא אם קמה לבעל המשכון עילה למימוש. גם לענין המימוש כפוף בעל המשכון לדרכי המימוש הקבועות בחוק המשכון.
 3. התקבולים המתקבלים מהנכסים המגבים מועברים ישירות לתאגיד הייעודי.
 4. התמורה בגין המחאת הנכסים הינה קבועה, אינה ניתנת לשינוי לאורך חיי העסקה ומשקפת, בהתאם להערכת הצדדים את שווי הנכסים המגבים. הוראה זו נועדה להבהיר, כי הסיכון בנכסים המגבים הועבר לתאגיד הייעודי. התמורה נקבעה מראש, ולא ניתן להתאימה לשינוי בערך הנכסים המגבים לאורך הזמן. בנוסף, הדרישה לפיה התמורה משקפת את מלוא ערך הנכסים המגבים מלמדת על כך שמדובר בעסקת מכר ולא משכון. בעסקת משכון בדרך כלל יבקש הממשכן לשעבד נכס שערכו גבוה מסכום האשראי שנתן, על מנת להבטיח את פרעונו. הדרישה שערך התמורה יסקף את ערך הנכסים מונעת אפשרות זו. בנוסף, דרישה זו מגינה על זכויות נושי היזם, שכן על אף שהנכסים המגבים נגרעים ממסת הנכסים העומדת לחלוקה, מלוא ערכם נכנס לקופת היזם.
 5. ליזם אין אפשרות לרכוש בחזרה את הנכסים המגבים. מתן זכות לרכוש בחזרה את הנכסים מלמד על כך שלא הועברו מלוא הסיכונים הגלומים בנכסים המגבים לתאגיד הייעודי. בדרך של מתן זכות לרכוש מחדש יכול היזם ליהנות מעליית ערך של הנכסים המגבים. זאת בעוד שבעסקת מכר הרוכש זכאי ליהנות מעליית ערך כאמור. יובהר, כי אין מניעה שהיזם יתקשר בעסקת מכר חדשה עם התאגיד הייעודי לרכישתן בחזרה של הזכויות המומחות. ואולם לא ניתן להקנות זכות זאת מראש.
 6. לתאגיד הייעודי אין זכות לקבלת תמורה נוספת במקרה שערך הנכסים המועברים היה בסופו של יום נמוך מסכום שנקבע מראש. כאמור, עסקת מכר משקפת העברת סיכונים מלאה בקשר לנכסים הנמכרים מהמוכר לנמכר. זאת בשונה מעסקאות משכון. בעסקאות משכון הנכס ניתן כבטוחה בלבד להבטחת פרעונו של חוב. ככל שעסקת האיגוח היתה עסקת אשראי, תפקידם של הנכסים המועברים היה להבטיח תשואה מסויימת לתאגיד הייעודי. ככל שלא היה בהם כדי לפרוע את החוב האמור, היה רשאי התאגיד הייעודי לתבוע את היזם בגין היתרה. יש להבהיר, שהוראה זו אינה מונעת מהתאגיד הייעודי לדרוש מהיזם להחליף את הנכסים המועברים, ככל שיתברר שטיב הנכסים המועברים אינו עומד בתנאים שנקבעו מראש, וככל שהוקנתה לו זכות כאמור בהסכם בין הצדדים.
- בהתקיים תנאים אלה יראו את עסקת האיגוח כמכר. זאת אף אם נותרו סיכונים כלשהם בנוגע לנכסים המועברים בידי היזם. סיכון כאמור יותר בידי היזם, לדוגמא, במקרה בו, כחלק מהעסקה, מקבל היזם חלק מניירות הערך שמנפיק התאגיד הייעודי. מאחר שההוראות האמורות נועדו להקנות

וודאות שתאפשר תמחור נכון יותר של עסקת האיגוח בין הצדדים, מוצע כי העסקה לא תסווג כמכר מקום שהצדדים עצמם קבעו מפורשות אחרת בהסכם ביניהם.

לסעיף קטן (ג) – כפי שצויין לעיל, עסקת המחאת זכויות תחול גם לגבי זכויות שטרם באו לעולם. מוצע להבהיר כי הקניין בזכויות יעבור לנמחה במועד היווצרות הזכות ולא במועד ההמחאה. יחד עם זאת בכל הנוגע לסוגיית המחאות סותרות של זכויות, המוסדרת בסעיף 4 לחוק המחאת חיובים, מוצע לקבוע כי יראו את הזכות כאילו הומחאה במועד רישומה ולא במועד היווצרותה. סעיף 4 לחוק המחאת חיובים קובע כדלקמן: "המחה הנושה זכות לאחד וחזר והמחה אותה לאחר, הזכות היא של הראשון, אולם אם הודיעו לחייב על ההמחאה השנייה לפני שהודיעו לו על הראשונה, הזכות היא של השני". לנוכח ההצעה בחוק זה לפיה הקניין בזכות שטרם באה לעולם יעבור במועד היווצרותה של הזכות, יש להעניק לנמחה שרשם את ההמחאה לפי חוק זה, הגנה מפני המחאות מאוחרות שלא ידע ולא היה עליו לדעת על קיומן.

לסעיף קטן (ד) – מוצע לאזן בין הצורך לשכלל את אמצעי המימון בשוק ובין הצורך בשיקום חברות, ולקבוע כי סיווגה של עסקת איגוח כמכר לא יחול על המחאת זכויות שטרם היו לממחה במועד תחילת הליכי פירוק או במועד מתן צו הקפאת הליכים, לפי הענין. מטרת ההוראה האמורה הינה ליצור איזון בין מחזיקי ניירות הערך לבין נושיו של היזם ולהקנות לתאגיד המעביר אפשרות שיקום. קביעה שיראו גם זכויות שיווצרו בעתיד כתוצאה מעסקאות שיבצע בעל התפקיד, כאילו נמכרו לתאגיד הייעודי, תמנע כל אפשרות לשיקומו של התאגיד, ולמעשה, לא יהיה כל תמריץ לבעל התפקיד לבצע עסקאות כאמור.

לסעיף קטן (ה) – למען הסר ספק מוצע להבהיר, כי צו הקפאת הליכים לא יחול על העברת נכסים מגבים במסגרת עסקת איגוח שמסווגת כמכר לפי הצעת החוק. כלומר התאגיד הייעודי ימשיך לקבל את תזרים הנכסים המגבים על אף צו הקפאת ההליכים.

סעיף 5- ניהול גבייה ומימוש

על מנת להגן על הנושים בעסקת היסוד (כגון הלווה בעסקת משכנתא מבנק), מוצע לקבוע, כי אם עסקת היסוד נערכה עם גוף מפוקח, קרי תאגיד בנקאי, מבטח או חברה מנהלת, המשך ניהולה יבוצע על ידי היזם. עם זאת, ככל שקבע הרגולטור המתאים, קרי המפקח על הבנקים או הממונה על שוק ההון, לפי הענין, הוראות שמאפשרות לנהל את עסקת היסוד באמצעות גוף מפוקח אחר, ניתן יהיה להמשיך ולנהל את העסקה כאמור בהתאם לאותם כללים.

מוצע להסמיך את שר המשפטים לקבוע מקרים נוספים, בהם תאגיד ייעודי לא יהיה רשאי לבצע פעולה כלשהי לשם ניהול עסקת היסוד אלא באמצעות תאגיד מסוג שיקבע.

סעיף 6 – הגנה על זכויות החייב

בדומה לסעיף 5, גם סעיף זה נועד למנוע מצב שזכויותיו של החייב בעסקת יסוד שהומחאה במסגרת עסקת איגוח יפגעו מעצם המחאת העסקה. לשם כך מוצע לקבוע מפורשות בחוק, כי עסקת האיגוח לא תפגע בזכויותיו של החייב או של בעל הנכס שמשמש כבטוחה, אם היתה עסקת היסוד מובטחת, וכי יחולו על התאגיד הייעודי כל ההוראות שהיו חלות על היזם עד למועד העברת הזכויות והחובות לפי עסקת היסוד.

מאותה סיבה מוצע לקבוע, כי תאגיד ייעודי לא יסרב לתת הסכמתו לשעבוד נוסף, נחות יותר, של נכס שניתן להבטחת זכויות שהומחו לו במסגרת עסקת האיגוח.

סעיף 7 – סיווג עסקאות מכר

מוצע להבהיר כי אין בהוראות החוק המוצע כדי לשנות מן הדין הקיים בקשר להמחאת זכויות וסיווגן כמכר, שלא לפי חוק זה. כך למשל, ייתכן כי המחאת זכויות תסווג כמכר על פי הדין הכללי אף אם לא נרשמה במרשם ואף אם לא נעשתה בין תאגידים.

סעיף 8 – תקנות

מוצע להסמיך את שר המשפטים לקבוע הוראות לביצוע הוראות החוק, לרבות בכל הנוגע למרשמים לרישום הזכויות המומחות.

סעיף 9 – תחולה

מוצע לקבוע, כי הוראות חוק זה יחולו על עסקאות איגוח שנכרתו לאחר תחילתו, אף אם עסקאות היסוד נחתמו לפני מועד תחילתו של חוק זה. החלת החוק רק על עסקאות יסוד שנחתמו לאחר מועד זה תסכל ביצוען של עסקאות איגוח רבות. מאחר שזכויות החייב בעסקת היסוד מוגנות במסגרת הצעת החוק ומאחר שלפי הדין הקיים לא היתה מניעה להמחות את זכויותיו לפי עסקת היסוד, מוצע להחיל את החוק גם על עסקאות כאמור שנחתמו בטרם חקיקתו.

סעיף 10 - תיקון חוק ניירות ערך

סעיף 1(1) – תיקון סעיף 1: הגדרות

מוצע להגדיר "עסקת איגוח" כעסקה שבמסגרתה מתבצעת הצעה לציבור של תעודות התחייבות על ידי תאגיד ייעודי, אשר כנגד תמורתה הומחו לאותו תאגיד זכויות בנכסים מגבים. "נכסים מגבים" הינם, בהתאם להגדרה המוצעת, נכסים מכוח חוזה או מכוח דין לקבל כספים במועדים ובתנאים ידועים מראש (כך למשל, בעסקת איגוח הלוואות הנכסים המגבים הם זכויות חוזיות של התאגיד הייעודי מכוח הסכמי הלוואה או הסכמים אחרים).

לגבי תעודות ההתחייבות אותן יציע התאגיד הייעודי – אלה יהיו "תעודות התחייבות מגובות בנכסים". קרי – תעודות התחייבויות ייחודיות אשר מקיימות גם את התנאים הבאים – פירעון הקרן והריבית שלהן מובטח בשיעבוד על נכסים מגבים שהומחו לתאגיד הייעודי בעסקת האיגוח, והמקורות הכספיים היחידים לפירעון הקרן והריבית שלהן אלו הם הכספים שהתאגיד הייעודי זכאי לקבל מכוח אותם נכסים המגבים

מוצע להגדיר גם את הצדדים הרלוונטים בעסקאות איגוח:

"יזם" – זהו התאגיד השולט בנכסים המגבים לפני המחאת הזכויות בהם לתאגיד הייעודי בעסקת איגוח; "מאגח" – שהוא תאגיד המתווך בין יזמים לבין תאגיד ייעודי; "שרת" – אשר מופקד על תפעול הנכסים המגבים וניהול תזרים המזומנים הנובע מהם, ו"תאגיד ייעודי" – שהתאגד לצורך הנפקת תעודות התחייבות מגובות בנכסים.

כפי שיפורט בהמשך, בפרק ה'5 המוצע נקבעו התנאים לעניין כשירותם ופעילותם של הצדדים בעסקת האיגוח.

בנוסף, ולנוכח תפקידיהם המרכזיים בעסקת איגוח, מוצע להוסיף את המאגח, היזם והשרת לרשימת הגורמים המפוקחים המוגדרת בסעיף 1 לחוק. רשימה זו נוספה לחוק במסגרת חוק ייעול הליכי האכיפה ברשות ניירות ערך (תיקוני חקיקה), התשע"א-2011 (להלן – חוק ייעול האכיפה), וביחס אליה הוקנו לרשות סמכויות שונות. כך למשל, סמכות להיכנס למקום הפעילות של הגורם המפוקח (פרט לביתו הפרטי) ולדרוש ממנו מסמכים, וכן סמכות נקיטת הליכי אכיפה מנהליים כנגד גורם מפוקח שביצע הפרה מנהלית לפי סעיפים 54 לחוק (תרמית) או 52סז לחוק (הטעיית הרשות).

סעיף 1(2) – תיקון סעיף 22: חתימה על תשקיף ועל טיוטת תשקיף תעודות התחייבות מגובות בנכסים

עסקת איגוח מתבצעת לרוב בהסתמך על מצגים שנתן היזם לתאגיד הייעודי בנוגע לנכסים המגבים. כדי להקים ליזם אחריות למצגים כאמור, מוצע לחייב הן את היזם והן את המאגח לחתום על התשקיף שבמסגרתו מציע התאגיד הייעודי את תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים. בכך יהיה כדי להכפיף להוראות חוק ניירות ערך בעניין אחריות אזרחית כלפי מחזיקי תעודות ההתחייבות ובעניין אחריות מנהלית ופלילית. הדרישה לחתימתם תצומצם רק לגילוי בטיטות תשקיף ובתשקיף, והם לא יחויבו להמשיך לחתום על הדיווחים השוטפים שמגיש התאגיד הייעודי.

סעיף 1(3) – הוספת סעיפים 34(ב) ו-52יד(ב): אחריות יזם לפרט מטעה בעסקת איגוח בה קיים מאגח

סעיף 34 לחוק קובע, כי במידה ששניים או יותר אחראים לנזק שנגרם מחמת שהיה בתשקיף פרט מטעה, אחראים הם כלפי הניזוק, ביחד ולחוד. מוצע, להחריג מהוראה זו, יזמים בעסקת איגוח בה קיים מאגח ולקבוע כי בעסקה כאמור תחול האחריות התשקיפית על יזם, רק בשל פרט מטעה אשר נוגע לנכס המגבה שהומחה על ידו לתאגיד הייעודי לצורך עסקת האיגוח. מוצע לקבוע הוראה דומה בסעיף 52יד, ביחס לאחריות לנזק בשל הפרה מהוראות החוק, אשר תושת על יזם מאגח ושרת.

סעיף 1(4) – תיקון סעיף 35ח: חובות הנאמן בהתייחס להתחייבות מגובות בנכסים

כיום קובע סעיף 35ח לחוק מהן חובות הנאמן לתעודות התחייבות. בין היתר, נקבע בסעיף קטן (ב) כי "הנאמן ינקוט כל הפעולות הדרושות כדי שיובטח, בטרם ישולמו כספים על חשבון תעודות ההתחייבות, תקפם של כל שעבוד, ערבות או התחייבות אחרת שנתן המנפיק או שנתן צד שלישי לטובת המחזיקים בתעודות ההתחייבות, הכל לשם הבטחת התחייבויותיו של המנפיק כלפי המחזיקים בתעודות ההתחייבות; הנאמן אחראי כלפי המחזיקים בתעודות ההתחייבות שהעניינים האמורים יתוארו בתשקיף שעל פיו הוצעו תעודות ההתחייבות תיאור מלא ומדויק."

תפקידי הנאמן אף הורחבו והובהרו במסגרת תיקון לחוק ניירות ערך בנושא זה, אשר אושר בקריאה שנייה ושלישית בכנסת ביום 25 ביולי 2012. שם, בין היתר, תוקן סעיף 35ח ונקבע כי על הנאמן לפעול בזהירות ובשקידה, מבלי להעדיף את עניינו של מחזיק אחד על פני עניינו של מחזיק אחר, ומבלי לשקול שיקולים שאינם נובעים מעצם החזקת תעודות ההתחייבות; כן נקבעו מפורשות החובות המוטלות על הנאמן, ביניהן החובה לבחון את עמידת המנפיק בהתחייבויותיו כלפי המחזיקים בתעודות ההתחייבות; החובה לבחון מעת לעת ולפחות אחת לשנה, את תוקפם של כל שעבוד, ערבות

או התחייבות אחרת שניתנו להבטחת התחייבויות המנפיק כלפי המחזיקים; החובה לבחון קיומן של עילות העמדה לפירעון מיידי (שנקבעו אף הן במסגרת תיקון החוק האמור) ואת דרך הפעולה בהתאם, ועוד.

ברי כי תפקידו זה של הנאמן נשמר גם כאשר מדובר בתעודות התחייבות מגובות בנכסים שהונפקו על ידי תאגיד ייעודי.

בעסקאות איגוח, המאופיינת במסגרת משפטית והסכמית ייחודית, נדרש להבהיר כי תפקיד הנאמן, מעבר לאמור לעיל, הינו לבחון את התשתית המשפטית והתפעולית המיוחדת לעסקאות מסוג זה, על מנת לוודא כי התאגיד הייעודי יוכל לעמוד בהתחייבויותיו בהגיע מועד פירעון תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים. תשתית זו כוללת, בין היתר, את בחינת הנכסים המגבים, כשירות השרת, יחסי הכיסוי שבין תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים לבין הנכסים המגבים ועוד. לפיכך, מוצע להוסיף התייחסות מיוחדת לנושא זה במסגרת חובות הנאמן לפי סעיף 35ח, ומעבר לתיקון החקיקה בנושא תעודות ההתחייבות הנזכר לעיל.

סעיף 1(5) – הוספת פרק ה'5 – תעודות התחייבות מגובות בנכסים

מוצע לרכז את ההוראות הנוגעות לנושא האיגוח במסגרת פרק נפרד שייוחד לנושא זה במסגרת חוק ניירות ערך. מוצע כי הפרק יחולק לסימנים בהתאם להוראות הרלוונטיות לתאגיד הייעודי, לזום ומאגח ולשרת, והכל כפי שיפורט להלן.

סימן א': התאגיד הייעודי

הוספת סעיף 35ל – הצעת סדרות של תעודות התחייבות

מוצע לאפשר לתאגיד ייעודי להציע מספר סדרות של תעודות התחייבות מגובות בנכסים, ובלבד שכל הסדרות יהיו מובטחות בשעבוד על קבוצת נכסים מגבים אחת בלבד. כלומר, אותו "סל נכסים" יהיה זה אשר יגבה את כל סדרות תעודות ההתחייבות שיציע התאגיד הייעודי.

הוראה זו נועדה למנוע פגיעה במחזיקים מסדרת תעודות התחייבות מסוימת על ידי מחזיקים מסדרה אחרת, שעשויה להיגרם בשל ההבדלים בין קבוצות הנכסים המגבים ששועבדו כנגד הסדרות. כך למשל, במקרה שבו תאגיד ייעודי יציע שתי סדרות תעודות התחייבות אשר כל אחת מהן מגובה בקבוצת נכסים אחרת, ואינו עומד בהתחייבויות על פי אחת הסדרות. המחזיקים בסדרה זו עשויים לתבוע פירעון מיידי ואף להביא לפירוק התאגיד הייעודי בגין אי עמידה בהתחייבויותיו כלפיהם, ובכך יפגעו במחזיקי תעודות ההתחייבות מהסדרה האחרת (המגובה בקבוצת נכסים אחרים), כשלכאורה אין הצדקה כלכלית ממשית לפגיעה כאמור. ההוראה המוצעת נועדה, לפיכך, ליצור אחידות באינטרס המחזיקים בתעודות ההתחייבות מבחינת הנכסים המגבים שהועמדו כנגדן, ואף ליצור תמריץ לכך שהצעה לציבור של תעודות התחייבות מגובות בנכסים תתבצע על סמך תיק נכסים גדול דיו, שיצדיק את הכדאיות הכלכלית של המהלך.

יחד עם זאת, אין מניעה כי סדרות תעודות ההתחייבות שיוצעו יבדלו אחת מהשנייה מבחינת תנאיהן הכלכליים האחרים, שהרי פעמים רבות במסגרת עסקת איגוח מוצעות סדרות שונות של תעודות התחייבות. במקרים אלה, כל הסדרות תהיינה מגובות באותה קבוצת נכסים, וההבדלים ביניהן ינבעו מהסיכון הגלום בכל סדרה.

הוספת סעיף 35מ – רישום שעבודים

כבטחון לפירעון התחייבויות התאגיד הייעודי מכוח תעודות ההתחייבות שהנפיק, מוצע לקבוע כי על התאגיד הייעודי לרשום שעבודים נאותים לטובת מחזיקי תעודות התחייבות אלו. מוצע לחייב את התאגיד הייעודי ביצירת שני סוגי שעבודים: האחד, שעבוד ללא הגבלה בסכום, על התזרים הנובע מהנכסים המגבים, על זכויות התאגיד הייעודי בחשבונות הבנק שבהם יתקבל התזרים האמור ועל כל נכסי התאגיד הייעודי (במועד ההצעה לציבור ובעתיד); השני, שעבוד צף מדרגה ראשונה ללא הגבלה בסכום על כל נכסי התאגיד הייעודי, כפי שהם במועד ההצעה לציבור של תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים, או כפי שיהיו בעתיד.

כאמור, בהתאם לסעיף 35ח(ב)(4) המוצע, חלק מתפקידו של הנאמן למחזיקים בתעודות ההתחייבות המגובות בנכסים הינו להבטיח, בטרם ישולמו כספים על חשבון תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים, כי קיימת תשתית תפעולית ומשפטית שתאפשר לתאגיד הייעודי לעמוד בהתחייבויותיו כלפי המחזיקים בהן. בהתאם, ועל מנת להבטיח את רישום השעבודים, לא יוכל הנאמן להעביר לתאגיד הייעודי את תמורת ההנפקה, אלא אם הניח את דעתו כי הליך רישום השעבודים כאמור הושלם כדן.

הוספת סעיפים 35מא ו - 35מב – השקעת יתרות המזומנים בנכסים נזילים

מוצע לקבוע כי התאגיד הייעודי יחזיק באפיקים סולידיים את יתרות המזומנים שהתקבלו אצלו וטרם הגיע מועד תשלומם למחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים. בכך יצומצם הסיכון של מחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים לפגיעה בכספים שנגבו בעבורם ושטרם שולמו להם. כן מוצע לקבוע כי כספים שהושקעו כאמור ישולמו למחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים בתוספת כל ריבית שנצברה עליהם.

הוספת סעיף 35מג – רכישה עצמית של תעודות התחייבות מגובות בנכסים

מוצע לקבוע כי התאגיד הייעודי לא יהיה רשאי לרכוש בחזרה תעודות התחייבות שהנפיק. חריג לאיסור זה הוא ביצוע של פדיון מוקדם כפוי, במסגרתו נרכשות יתרת תעודות ההתחייבות מסדרה מסוימת שבמחזור, בכפוף לעמידה בתנאים כפי שיוגדרו בתשקיף. הוראה זו נועדה בין היתר להבהיר כי אין זה מתפקידו של התאגיד הייעודי להיות שותף פעיל במסחר. בפרט נועדה ההוראה למנוע מצב שבו בעת רכישת תעודות ההתחייבות בחזרה, ישלם התאגיד הייעודי יותר מכפי שוויין (קרי – ביטול ההתחייבות יתומחר ביתר), מה שלפחות תיאורטית עשוי לפגוע במחזיקי תעודות ההתחייבות הללו. בהתאם, יש בהוראה המוצעת כדי ליצור ודאות עבור המחזיקים באשר למשך החזקתם בתעודות ההתחייבות והתקבולים שינבעו להם מכוח החזקתם כאמור. יחד עם זאת, במקרים מסוימים כן יתאפשר לתאגיד הייעודי לבצע פדיון מוקדם של כלל תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים שהוצעו על ידו, כמפורט בסעיף 35נז המוצע.

סימן ב': המאגח

הוספת סעיף 35מד – המאגח

כאמור, המאגח הינו תאגיד המתווך בין היזמים לבין התאגיד הייעודי בעסקת איגוח. על פי סעיף 22 המוצע, גם המאגח יידרש לחתום על תשקיף ההצעה לציבור של תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים. בכך קמה לו, בדומה ליזם, אחריות כלפי התאגיד הייעודי והמחזיקים למצגים בתשקיף. באופן דומה, מוצע לקבוע כי מאגח יידרש אף הוא לעמוד בדרישת הון עצמי מינימלי.

הוספת סעיף 35מה והתוספת השמינית

את דרישות ההון העצמי המזערי החלות על מאגח, כמפורט לעיל, מוצע לעגן במסגרת התוספת השמינית לחוק. כן מוצע להסמיק את שר האוצר לשנות סכום זה בדרך של חקיקת משנה.

סעיף 35מו – שמירת סיכון האשראי אצל היזמים ואצל המאגח

בעסקת האיגוח עשוי להיווצר כשל שוק הנובע ממידע א-סימטרי בין היזם לבין ציבור המשקיעים בנוגע לסיכונים הנובעים מהנכסים המגבים. מהניסיון שנצבר במדינות שונות עולה כי כשל שוק זה הוביל לא פעם לתמחור ביתר של תעודות התחייבות שהוצעו למשקיעים בעסקאות איגוח, תוך שיזמי העסקה מגלגלים את מלוא הסיכון אל כתפי המשקיעים. כדי לצמצם את החשש מפני כשל שוק זה, מוצע לא לאפשר הצעה לציבור של תעודות התחייבות מגובות בנכסים, אלא אם היזם יהיה שותף לסיכון המגולגל אל מחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים במסגרת עסקת האיגוח.

מוצע לקבוע כי הותרת סיכון מסוים בידי היזמים (אחד או יותר, בהתאם לעסקה) תיעשה באמצעות חיובם להחזיק, במצטבר, בעשרה אחוזים מכל סדרת תעודות התחייבות מגובות בנכסים שהוצעה לציבור. כדי שהחובה להותיר את הסיכון כאמור בידי היזמים תהיה אפקטיבית, נקבע כי הם לא יהיו רשאים לבצע פעולות להעברת הסיכון, כגון פעולות גידור לגבי סיכון זה.

כמו כן, מוצע כי במקרה של איגוח המבוצע באמצעות מאגח, שמירת האינטרס הכלכלי תפוצל בין היזם לבין המאגח כך שיידרש מהם להחזיק בשיעור של עשרה אחוזים ושני אחוזים, בהתאמה, מכל סדרת תעודות התחייבות מגובות בנכסים שהוצעה לציבור. כך, כל יזם, יחויב להחזיק תעודות התחייבות מגובות נכסים שהוצעו לציבור בשווי עשרה אחוזים לפחות משווי הנכסים שהעביר לתאגיד הייעודי לשם עסקת האיגוח. באופן זה, יחזיקו היזמים במצטבר בעשרה אחוזים מכל סדרת תעודות התחייבות מגובות בנכסים שהוצעה לציבור, כאשר חלוקת נטל האחזקה בין היזמים תיעשה בהתאם לשווי הנכסים שהעבירו למאגח. לפי המוצע, חישוב שווי הנכסים שהעביר יזם למאגח לעניין זה יחושב לפי שווי הנכסים במועד ההנפקה. יחד עם זאת, מוצע להסמיק את הרשות לפטור יזם או מאגח מהחובות האמורות, כולן או מקצתן, וכן להתנות פטור כאמור בתנאים.

הוספת סעיף 35מז ו-152ב – אחריות יזם ומאגח

מוצע לקבוע מפורשות כי הן היזם והן המאגח החתומים על תשקיף או על טיוטת תשקיף, אחראים כלפי המחזיקים בתעודות ההתחייבות המגובות בנכסים (אשר הוצעו במסגרת התשקיף), לנזק שנגרם להם בשל הפרת הוראות החוק או התקנות לפיו על ידי היזם או המאגח. בכלל זה אחראים הם לנזק שנגרם בשל פרט מטעה שנכלל במצגים שהיוו בסיס לעסקת המחאת הזכויות מהיזם לתאגיד הייעודי במסגרת עסקת האיגוח.

מוצע, לחייב את היזם להתחייב במסגרת תשקיף הנפקת תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים, לפצות את התאגיד הייעודי בגין כל תביעה או דרישה בשל טענות הנוגעות ליחסיו של היזם עם צדדים שלישיים, בקשר לנכסים המגבים. התחייבות כאמור תיכלל בתשקיף שעל פיו מוצעות לציבור תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים. הוראה זו מהווה נדבך משלים לתיקון סעיף 22 המוצע, המחייב את היזם בחתימה על תשקיף התאגיד הייעודי כדי שישא באחריות מכוח החוק לפרטים ולמצגים שנתנו במסגרת עסקת האיגוח.

סימן ג': השרת

הוספת סעיף 35מח – כשירות השרת

כאמור, השרת תפקידו לנהל ולתפעל את הנכסים המגבים בעסקת האיגוח. לאור עיסוקו בניהול התזרימים המתקבלים מהנכסים המגבים, נדרש כי התפקיד יבוצע בידי תאגיד בעל ניסיון, משאבים, כוח אדם ומערכות מיחשוב נאותות. מוצע, לפיכך, לעגן דרישות אלה כתנאי כשירות מחייבים ביחס לתפקיד זה. במקביל מוצע שלא לאפשר לתאגיד לשמש שרת, אם הוא או נושא משרה בו הורשעו בעבירה מהעבירות המנויות בסעיף 226 לחוק החברות, אלא אם כן חלפו חמש שנים מיום מתן פסק הדין שעל פיו הורשע, או אם הוא או נושא משרה בו נפסלו לכהונה כדירקטור כאמור בסעיף 226א לחוק החברות. לאור חשיבותו המכרעת של השרת בעסקת איגוח, נוצר כאמור הצורך לקביעת תנאי סף למינויו, ולפיכך מתייחסים התנאים גם להרשעות עבר או כתבי אישום בגין עבירות חמורות.

הוראה משלימה לעניין כשירות השרת מוצעת גם במסגרת סעיף 5 להצעת חוק הסדרת עסקאות איגוח (תיקוני חקיקה), התשע"ד-2013 המוצע במסגרת תיקוני חקיקה אלה. שם מוצע לקבוע כי "על אף האמור בכל דין, היה היזם תאגיד בנקאי, מבטח או חברה מנהלת, לא יהיה רשאי התאגיד הייעודי לבצע פעולה כלשהי לניהול עסקת היסוד או לגביית הכספים במסגרת עסקת היסוד, למימוש בטוחות שניתנו במסגרתה, ולרבות משלוח התראה בדבר נקיטת פעולות גביה או מימוש, אלא באמצעות היזם, או באמצעות תאגיד בנקאי, מבטח או חברה מנהלת, לפי העניין, שאינם היזם בהתאם לכללים שקבע המפקח על הבנקים או הממונה על שוק ההון, הביטוח והחיסכון, לפי העניין" כן מוצע במסגרת אותה הצעת חוק להסמיך את שר המשפטים לקבוע מקרים נוספים בהם השרת יהא תאגיד מסוג שיקבע. כל זאת על מנת שזכויות הלווים לא ייפגעו בעקבות איגוח הלוואות.

הוספת סעיפים 35מט ו – 25ב2 – חובות השרת, ניגודי עניינים ואחריות

בכדי להבטיח את מחויבות השרת לתפקידו ואת פעילותו כראוי בניהול הכספים הנובעים מהנכסים המגבים, תפקיד הדורש אחריות רבה והמגלם סיכונים שונים, מוצע להטיל על השרת מספר חובות בהן יידרש לעמוד במסגרת תפקידו: חובת זהירות, הימנעות מפעולה בניגוד עניינים, חובת מסירת מידע לתאגיד הייעודי ולנאמן, ואחריות, כמפורט להלן.

ראשית, מוצע לקבוע כי השרת יחוב חובת זהירות כלפי התאגיד הייעודי וכלפי מחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים, בפעולותיו בקשר עם הנכסים המגבים. בכך למעשה יידרש השרת לסטנדרט פעולות אחראי ויהא חשוף במקרה שפעל בניגוד לחובה זו, והכל בהתאם להוראת הדין הכללי ופקודת הנזיקין.

שנית, מוצע לקבוע הוראות שמטרתן למנוע מהשרת לפעול במצב של ניגוד עניינים, ובפרט מניצול כוחו ומעמדו של השרת לרעה אם מצוי במצב שכזה. החשש מפני פעילות בניגוד עניינים מתגבר בעיקר בעסקאות איגוח הלוואות בהן היזם (למשל הבנק) פועל גם כשרת. בעסקאות מסוג זה לכאורה ניגוד העניינים מובנה בפעילות השרת, הואיל ומצד אחד הוא מחויב לפעול בהתאם להסכם מתן השירותים, ומנגד הוא ממשיך לקיים מערכת יחסים עסקית עם הלווים. ניגוד עניינים זה כשלעצמו לא יפסול את התאגיד מלשמש כשרת, ואולם עליו לנהוג בתום לב ולהימנע מניצול כוחו לרעה במקרים אלו. בכלל זה, מוצע לקבוע כי על השרת להימנע מכל פעולה שיש בה ניגוד עניינים בין מילוי תפקידו כשרת לבין מילוי תפקיד אחר שלו או לבין ענייניו האישיים.

בנוסף, מוצע לקבוע כי במקרה בו הגיעו לידי השרת, מתוקף תפקידו, מסמך או ידיעה מהותיים הנוגעים לנכסים המגבים, יהא עליו להביאם גם לידיעת התאגיד הייעודי והנאמן לתעודות ההתחייבות המגובות בנכסים. כמו כן, יידרש השרת למסור לתאגיד הייעודי ולנאמן, במסגרת הודעה בכתב, כל פרט שיידרש להם על מנת לקיים את חובות הדיווח החלות עליהם לפי החוק והנוגעות לנכסים המגבים.

בנושא אחריות השרת, מוצע לקבוע מפורשות כי הוא יהיה אחראי כלפי התאגיד הייעודי והמחזיקים בתעודות ההתחייבות המגובות בנכסים לנזק שנגרם להם בשל הפרת הוראות החוק על ידו.

הוספת סעיף 35 נ – ביטוח

כדי להבטיח קיומם של מקורות לפיצוי מחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים במקרה שהשרת הפר חובותיו, מוצע לקבוע כי יהא עליו לבטח את אחריותו בביטוח לטובת המחזיקים בתעודות ההתחייבות. היקף הביטוח ותנאיו יהיו ברמה המספקת לדעת דירקטוריון השרת להבטחת מלוא אחריותו לפי החוק, בהתחשב בהיקף פעילותו.

הוספת סעיף 35נא – גביית כספים מהנכסים המגבים

מתוקף תפקידו אחראי השרת, בין היתר, על גביית הכספים מהנכסים המגבים והעברתם לתאגיד הייעודי. במסגרת סעיף 35נא מוצע להסדיר את החובות המוטלות על השרת בהקשר זה.

ראשית, מוצע לקבוע כי השרת יעביר לחשבון התאגיד הייעודי ללא דיחוי, ולכל המאוחר ארבעה עשר ימים לאחר הגבייה, כל סכום שגבה מהנכסים המגבים. בעת ביצוע פעולות הגבייה, מצופה מהשרת לפעול על פי סטנדרט פעולה סביר בנסיבות העניין. במקרה בו לצורך הגבייה נדרש השרת לבצע פעולות מיוחדות בעלות גבוהה ביחס למה שהתחייב בהסכם השירותים, מוצע לאפשר לשרת לדרוש שיפוי בגין פעולות אלה.

כספים שגבו על ידי השרת מהנכסים המגבים וטרם הועברו לחשבון התאגיד הייעודי יוחזקו על ידי השרת בנאמנות עבור התאגיד הייעודי, באפיקים סולידיים (פיקדונות לזמן קצר שיאושרו על ידי הנאמן או ניירות ערך שהנפיקה הממשלה או בנק ישראל שיפרעו במועד שאינו מאוחר משנה לאחר יום הנפקתם). הוראה זו נועדה להבטיח, בין היתר, שכספים אלה בכל מקרה יהיו שייכים לתאגיד הייעודי ולא ייחשבו כחלק מנכסי השרת, אף אם תוגש נגדו בקשת פירוק. כך גם ביחס לריבית שתיצבר על הכספים שהופקדו באפיקים כאמור.

בנוסף, מוצע לקבוע כי השרת ישעבד לטובת התאגיד הייעודי את הזכויות בכספים אלה ובריביות שייצברו בגינם, ולא יהיה רשאי לטעון לזכויות קיזוז או זכויות עיכבון כנגד התאגיד הייעודי ביחס אליהם. עם זאת, במקרים בהם השרת מימן מכיסו תשלום שהגיע למחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים מכוח החזקתם, וכן במקרה בו התברר כי העביר לתאגיד הייעודי סכום כספי עודף, תקום לו הזכות להשבת הסכומים האמורים. זכותו זו תהיה קודמת לזכות המחזיקים בתעודות ההתחייבות המגובות בנכסים לקבלת הכספים שייגבו מהנכסים המגבים, והשרת אף יהא רשאי לבצע קיזוז ביחס לסכומים אלה.

הוספת סעיף 35נב – החלפת שרת

במסגרת סעיף 35נב מוצע להסדיר את דרך פיטוריו, התפטרותו או החלפתו של השרת. על פי המוצע, שרת יוכל להתפטר בהודעה בכתב לנאמן, אך ימשיך לכהן כשרת עד למינוי שרת אחר, אם כך הורה לו הנאמן.

לגבי פיטוריו, מוצע לקבוע כי החלטת אסיפת מחזיקים, שכונסה לפי דרישה של המחזיקים בעשרה אחוזים מיתרת הערך הנקוב של כלל סדרות תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים, בנוגע להעברת השרת מכהונתו, תעשה בהחלטת רוב באסיפה שנכחו בה לפחות חמישים אחוזים מיתרת הערך הנקוב של כלל סדרות תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים, או בהצבעת רוב מבין המשתתפים באסיפה נדחית שנכחו בה מחזיקים של לפחות עשרה אחוזים מהיתרה כאמור. זאת, על מנת לאזן בין אפשרות העברת השרת מתפקידו על ידי המחזיקים מחד, ומנגד להימנע מאפשרות פיטוריו באסיפה שאינה מייצגת את כלל המחזיקים בתעודות ההתחייבות המגובות בנכסים (מכל הסדרות) באופן הולם. זאת, בדומה לאפשרותם של המחזיקים בסדרת תעודות התחייבות להעביר את הנאמן מתפקידו, בהתאם לתיקון סעיף 35ד(ד) כנוסחו לאחר תיקון חוק ניירות ערך בנושא הנאמנים לתעודות ההתחייבות הנזכר לעיל.

במקרה של החלפת שרת, נדרש כי ההתקשרות בהסכם שבין התאגיד הייעודי והשרת החדש תהיה כפופה לאישור של רוב מבין המחזיקים בכלל סדרות תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים.

סימן ד': הוראות כלליות

הוספת סעיף 35נג – עסקת המחאת זכויות אשר נחשבת עסקת מכר

על פי הצעת החוק, עסקת המחאת זכויות מוגדרת כעסקה שעניינה המחאת זכויות לקבלת כספים מתאגיד אחד לתאגיד אחר בתמורה לנכסים שיתקבלו מהנפקת נייר ערך על ידי התאגיד האחר. עסקת המחאת זכויות תחשב כעסקת מכר של הזכויות המומחות (כך שלא יחולו על המחאת הזכויות הוראות חוק המשכון, התשכ"ז–1967), בהתקיים תנאים הקבועים בהצעת החוק.

בהתאם, מוצע לקבוע כי הצעה או מכירה לציבור של תעודות התחייבות מגובות בנכסים אגב עסקת איגוח, תותר רק אם הנכסים המגבים הומחו למציע בעסקת המחאת זכויות, אשר נחשבת לכל דבר ועניין כעסקת מכר לפי הצעת החוק. אם היזם אינו הבעלים המקורי של הנכסים המגבים, נדרש כי הזכויות בנכסים המגבים יומחו גם לו בעסקת המחאת זכויות שכזו.

קביעה זו למעשה מוסיפה על הקבוע בסעיף 15 (הקובע את העיקרון לפיו אין לבצע הצעה או מכירה לציבור אלא על פי תשקיף שקיבל את היתר הרשות), ונועדה להבטיח וודאות משפטית בנוגע לזכויות התאגיד הייעודי בנכסים המגבים בעסקת איגוח, כך שלא יהיה חשוף לסיכון לחדלות פירעון היזם או של הבעלים המקורי של הנכסים המגבים, אשר העבירם ליזם.

הוספת סעיף 35נז – החלפת נכסים מגבים

ככלל, מוצע שלא לאפשר החלפה של נכסים מגבים בתיק נכסים מגבים בעסקת איגוח. במקרים חריגים תתאפשר החלפה של נכס מגבה אחד או יותר, אך זאת רק אם קיימת הצדקה מיוחדת בנסיבות העניין להחלפת נכס מגבה מסוים, ובלבד שאין בהחלפה אלא כדי לזכות את מחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים והיא אושרה מראש על ידי הנאמן, או במקרים בהם החלפת הנכס המגבה אושרה מראש בהחלטה מיוחדת באסיפת מחזיקים של כל אחת מסדרות תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים. החלטה מיוחדת (כפי שמוצע להגדירה בתיקון חוק ניירות ערך בנושא תעודות התחייבות ונאמנים הנזכר לעיל), הינה החלטה שהתקבלה על ידי המחזיקים בלא פחות משני שלישים מיתרת הערך הנקוב של תעודות התחייבות מאותה סדרה, המשתתפות בהצבעה, או ברוב אחר שנקבע בשטר הנאמנות, לפי הגבוה, באסיפה שנכחו בה מחזיקים של לפחות חמישים אחוזים מיתרת הערך הנקוב כאמור או באסיפה נדחית שנכחו בה מחזיקים של לפחות עשרה אחוזים מהיתרה כאמור, והתקיימה לא פחות משני ימי עסקים לאחר מועד קיומה של האסיפה המקורית.

תפקידן של המגבלות על החלפת נכסים מגבים כאמור הינו לצמצם את הסיכוי לפגיעה בזכויות מחזיקי תעודות ההתחייבות במקרים של החלפת נכסים מגבים אשר מאפשרת לרוב שיקול דעת רחב אשר ניתן לנצלו לרעה.

סעיף 35נה – איגוח מתגלגל

על אף המגבלה האמורה בסעיף 35נה לעניין החלפת נכסים מגבים, מוצע כי במקרים חריגים תוכל הרשות לתת היתר לפרסום תשקיף הצעה לציבור של תעודות התחייבות מגובות בנכסים המוחלפים מעת לעת, בהתאם לתנאים המפורטים בסעיף 35נה

אפשרות זאת תינתן במקרים בהם תהליך ההחלפה של הנכסים המגבים מתבצעת על פי תנאים שהוגדרו מראש בתשקיף, ללא שיקול דעת, ובלבד שההחלפה לא תחשוף את מחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים לסיכון אשראי גבוה מהסיכון הקיים עובר לביצוע ההחלפה.

בהתאם, במסגרת התשקיף ייכללו מנגנוני בקרה נאותים שיבטיחו כי החלפת הנכסים אכן לא תגדיל את סיכון האשראי שהמחזיקים בתעודות ההתחייבות חשופים לו, והתאגיד הייעודי, השרת והנאמן הם הגורמים שיהיו מופקדים על הבטחת קיומם של מנגנונים כאמור במסגרת התשקיף ועל עמידה בהם ובתנאי ההחלפה האמורים בפועל.

הצעה לציבור של תעודות התחייבות מגובות בנכסים המוחלפים מעת לעת תהיה רלוונטית מקום בו הנכסים המגבים מוחלפים בתדירות באופן סדיר. כך למשל, כאשר הנכסים המגבים הם חווי "ליסינג" מתחדשים לרכבים או חובות בגין שימוש בכרטיסי אשראי אשר נפרעים בכל תקופה קצרה ואילו בתקופה העוקבת נוצרים חובות חדשים. במקרים אלו, בהם ניתן לזהות כי סיכון האשראי בגין הנכסים המגבים זהה, ההחלפה מבוצעת "אוטומטית", באופן מבוקר ובכפוף לאישור הרשות כאמור, ניתן יהיה לפרסם תשקיף הצעה לציבור מסוג זה.

סעיף 35נו – זכויות צדדים שלישיים בנכסים המגבים

מוצע לקבוע כי נכסים המגבים תעודות התחייבות בעסקאות איגוח יהיו נקיים מכל שעבוד, ערבות או זכות אחרת של צד שלישי בגינם, ולא יהיו נכסים אשר קיומם מותנה בביצוע חיובים אחרים. זאת, על מנת לבודד ולמקד ככל הניתן את הסיכון הכרוך בהשקעה.

סעיף נז – פדיון מוקדם כפוי

מוצע לקבוע כי פדיון מוקדם של תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים יתאפשר רק אם סך התחייבויות של התאגיד הייעודי על פיהן פחת מסכום שייקבע בתשקיף ההנפקה של תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים או בתקנון הבורסה, לפי הנמוך, ואם הנאמן אישר כי נתקיימו תנאים נוספים לכך כפי שנקבעו בתשקיף ובשטר הנאמנות. סעיף זה נועד להשיג איזון בין האינטרס של מחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים שלא להיפגע עקב ביצוע פדיון מוקדם, לבין האינטרס של התאגיד הייעודי לצמצם עלויות שהוא נושא בהן בשל היותו תאגיד מדווח ובשל הפעולות שהוא חייב לבצע כדי לעמוד בהתחייבויותיו למחזיקי תעודות ההתחייבות. בהקשר זה יודגש כי כאמור בסעיף 35מג המוצע, פדיון מוקדם חלקי (קרי, רכישה עצמית של תעודות ההתחייבות) לא יותר כלל.

הוספת סעיף 35נח – פירעון תעודות התחייבות מגובות בנכסים

מוצע לקבוע כי אי פירעון מלא או חלקי של תעודות התחייבות בשל אי קבלת כספים שהתאגיד הייעודי זכאי לקבל מכוח זכויותיו בנכסים המגבים, לא ייחשב כהפרת התחייבות של התאגיד הייעודי כלפי מחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים, שכן זכויותיהם של מחזיקי תעודות ההתחייבות הן אותן הזכויות שיש לתאגיד הייעודי בנכסים המגבים ולא מעבר לכך.

הוספת סעיף 35נט – שמירת דינים

עסקת איגוח שאחד הצדדים לה הוא תאגיד בנקאי או גוף מוסדי עשויה להיות כפופה לרגולציה מצד הפיקוח על הבנקים או אגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון במשרד האוצר, לפי העניין. כדי למנוע סתירה בין הדינים, נקבע כי הוראות פרק זה לא יגרעו מכל דין אחר שיחול על תאגיד בנקאי או גוף מוסדי, שהנם צד לעסקת האיגוח.

סעיפים 1(9), 1(10), ו- (13) עד (15) – תיקון סעיפים 52טו, 52ל, התוספת החמישית, התוספת השישית והתוספת השביעית

סעיפים אלו עניינם באפשרות הטלת עיצומים כספיים בידי הרשות. התוספת החמישית מונה את ההפרות בגין רשאות הרשות להטיל עיצום כספי, והתוספת השישית מגדירה את הסכומים אותם נתן להטיל, על פי סולם דרגות שהותאם לגופים השונים (בהתייחס לגודלם, נפח פעילותם וכדומה).

מוצע להוסיף להוראות הפרק גם התייחסות לתאגיד ייעודי, יזם, שרת ומאגח. מוצע כי ההפרות שבשלן ניתן יהיה להטיל על גופים אלה עיצום כספי הן מינוי שרת שאינו עומד בדרישות לפי סעיף

35 מח או החלפת נכסים מגבים (במקרה שקיימת לכך הצדקה מיוחדת ושהחלפה מזכה את המחזיקים), מבלי לקבל אישור הנאמן, בניגוד להוראות סעיף 35 נד(2).

תיקון התוספת השביעית לחוק

התוספת השביעית לחוק ניירות ערך מונה את ההפרות בגין ניתן לבצע הליכי אכיפה מנהליים על ידי הרשות. מוצע כי גם ביחס להפרות שונות שבוצעו על ידי הגורמים המשתתפים בעסקאות איגוח תוכל הרשות להשתמש במנגנונים שקמו לה מכוח החוק לשם השגת אכיפה מיטבית. בין היתר, מוצע כי הפעולות הבאות יחשבו הפרות מנהליות: אי רישום שעבודים; הצעת סדרות תעודות התחייבות המגובות בקבוצות נכסים מגבים שונות; אי תשלום הריבית המגיעה למחזיקים בתעודות ההתחייבות המגובות בנכסים; אי ביטוח אחריות כנדרש לפי החוק; החלפת נכסים מגבים מבלי לעמוד בדרישות החוק בעניין זה, ועוד.

סעיף 1(12) – תיקון סעיף 53

מוצע לקבוע כי הפרת ההוראות לעניין שמירת סיכון האשראי אצל היזמים ואצל המאגח (החזקה בשיעורים הנקובים בתעודות ההתחייבות המגובות בנכסים), כנדרש לפי סעיף 35 מו(א) ו-(ב), או ביצוע פעולות להעברת סיכון אשראי זה בניגוד להוראת סעיף 35 מו(ג) יהוו עבירה פלילית. הרציונאליים בבסיס ההוראות הללו נועדו, כאמור, להימנע מכשל השוק של תמחור ביתר של תעודות התחייבות שהוצעו למשקיעים בעסקאות איגוח, תוך גלגול מלוא סיכון האשראי אל המשקיעים. קביעת פעולות אלה כעבירות פליליות תסייע בהרתעה ובהבטחת ביצוע עסקאות איגוח כדין ובשמירה טובה יותר על עניינם של המחזיקים בתעודות ההתחייבות המגובות בנכסים בהקשר הזה.

סעיף 1(16) – הוספת התוספת השמינית

כאמור לעיל בדברי ההסבר לסעיף 35 מה, מוצע לעגן את דרישות ההון העצמי המזערי החלות על מאגח במסגרת התוספת השמינית לחוק, אותה יוכל שר האוצר לשנות בדרך של חקיקת משנה.

סעיף 11 – תיקון פקודת מס הכנסה

סעיף 1(1) - הוספת פרק שני 2 לפקודת מס הכנסה: איגוח

הסדר המס המוצע, שיפורט להלן, נועד להסדיר את היבטי המס של עסקאות האיגוח, בהתאם למאפיינים הייחודיים של עסקאות אלה. הסדר המס יחול על עסקאות איגוח המקיימות את הדרישות הקבועות בהצעת חוק האיגוח הכוללת הנפקה לציבור.

סעיף 1(1) – הגדרות

ההגדרות שנקבעו במסגרת פרק שני 2 המוצע - "יזם", "תאגיד ייעודי", "שרת", "עסקת איגוח", "נכס מגבה", "תעודת התחייבות מגובה בנכסים" – זהות להגדרות שנקבעו בהצעת חוק האיגוח, לגבי הצדדים לעסקה ולגבי מאפייניה של העסקה.

כמו כן, נקבעו הגדרות כדלקמן:

"מנהל תאגיד הייעודי", "פוליסה לביטוח חבותו של מנהל תאגיד ייעודי" ו-"חלופת ביטוח" - שעניין קביעת הוראות ותנאים שיחולו על הישות האחראית על הפעלת התאגיד הייעודי ;

"סכום מיוחד" ו-"ריבית עוקבת" – סכומים אלה מהווים את כרית הביטחון שהתאגיד הייעודי רשאי להחזיק, כחריג להוראה המחייבת אותו לעשות שימוש בכספים באותה שנת מס בה התקבלו על ידו ;

"תקופת האיגוח" – מוצע להגדירה כתקופה שתחילתה ביום רישומו של התאגיד הייעודי וסיומה ביום פירוקו ;

סעיף 1(2) – הוספת סעיף 13א64: הסדר המס החל בעסקת איגוח

(א) המחאת הזכויות בנכסים המגבים מהיזם לתאגיד הייעודי במסגרת עסקת איגוח מהווה מכר משפטי מלא. מוצע לקבוע במפורש, כי תמורת המחאת הזכויות תיחשב אצל היזם כהכנסה שמקורה לפי סעיף 1(2) לפקודה.

(ב) במועד המחאת הזכויות בנכסים המגבים מהיזם לתאגיד הייעודי כאמור יכול ויווצר ליזם הפסד. הפסד זה הינו מעין דמי ניכיון בגין המחאה כאמור, שאמורים להיפרס על פני תקופת האיגוח. לפיכך, על מנת למנוע מצב של ייחוס כל ההפסדים בשנת המס בה מתבצעת המחאת הזכויות, מוצע לקבוע, כי על אף האמור בסעיף 28 (א) ו-(ב) לפקודה, הפסד שהיה ליזם בעסקת המחאת זכויות, יותר לקיזוז בשיעורים שנתיים שווים בתקופה שתחילתה בשנת המס שלאחר השנה בה הומחו הזכויות כאמור וסופה בשנת המס בה חל המועד בו אמורות להיפרע במלואן תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים, כנגד סך כל הכנסתו החייבת של היזם מעסק או משלח יד, לרבות רווח הון בעסק או משלח יד באותן שנים.

כמו כן, מוצע לאפשר את העברת הסכום שלא קוזז לשנים הבאות, ולקזזו כנגד סך כל ההכנסה החייבת של היזם מעסק או משלח יד לרבות רווח הון בעסק או משלח יד, ובלבד שאם ניתן היה לקזז את ההפסד באחת השנים שתחילתן בשנת המס שלאחר השנה בה הומחו הזכויות כאמור, לא יותר לקזזו בשנה שלאחריה.

(ג) כמתואר לעיל, ביצוע הנפקה באמצעות תאגיד ייעודי נועד לאפשר השקעה שמגולם בה סיכון הכרוך בנכסים המגבים בלבד. הקמתו של התאגיד הייעודי, בנסיבות דנן, אמורה להיות אך ורק לצורך עסקת האיגוח, ובתום העסקה אמור להתקיים שוויון בין הכנסות התאגיד הייעודי לבין הוצאותיו.

עם זאת, במהלך חייה של עסקת האיגוח, עשוי להיווצר מצב של היעדר הקבלה בין הכנסות והוצאות בשנות מס, כך שבשנות המס הראשונות ייווצר לתאגיד הייעודי רווח לצרכי מס, ואילו בשנות המס המאוחרות ייווצר לו הפסד. לפי ההסדר המוצע, המבוסס על בחינת ההקבלה בין תזרים התקבולים המתקבלים על ידי התאגיד הייעודי אל מול התשלומים שהוא משלם בכל שנת מס, הכנסות התאגיד הייעודי יהיו פטורות ממס בהתקיים מספר תנאים אשר יש בהם כדי להבטיח שהתאגיד הייעודי נעדר מהות מסחרית עצמאית, למעט קיומה של עסקת האיגוח, וכי הוא מהווה במשך כל תקופת האיגוח "צינור" בלבד, כדלקמן :

כל התקבולים שקיבל התאגיד הייעודי בשנת מס מהנפקת תעודות התחייבות מגובות בנכסים או מכח הנכסים המגבים שולמו ליזם או למחזיקים בתעודות ההתחייבות, לפי הענין, בשנת המס בה התקבלו (למעט הסכום המיוחד אותו מורשה התאגיד הייעודי להחזיק) ;

יתרות המזומנים שבידי התאגיד הייעודי, מוחזקים בפקדונות לזמן קצר בתאגיד בנקאי או באגרות חוב שהונפקו על ידי המדינה, שעתידות להיפרע במועד שאינו מאוחר משנה לאחר יום הנפקתן ;

כל סכומי הריבית אשר נצברו בפיקדון לזמן קצר ובאגרות חוב כאמור לעיל, הועברו למחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים בתוך שנה מיום שהופקדו או נרכשו, לפי העניין ;

תוך 30 ימים מיום ההנפקה של תעודות ההתחייבות מגובות בנכסים הוגשה לפקיד השומה הודעה, בטופס שקבע המנהל, על עסקת האיגוח בצירוף העתק ממסמכי ההתאגדות של התאגיד הייעודי, כתב הסכמה של מנהל התאגיד הייעודי לשמש מנהל כאמור, והעתק פוליסה לביטוח חבותו של מנהל התאגיד הייעודי או אישור על חלופת ביטוח ;

התאגיד הייעודי הגיש את דוחותיו בהתאם להוראות סעיפים 131 ו- 132 לפקודה, לכל אחת משנות המס בתקופת האיגוח.

(ד) לצורך קבלת הפטור בעסקת איגוח שבמסגרתה תתאפשר החלפת נכסים מגבים מעת לעת ("איגוח מתגלגלי"), כולל נכסים שהינם בגדר זכות שטרם באה לעולם, יש לקבל את אישור המנהל, לאחר שהוכח להנחת דעתו, כי התשלום בגין המחאת הזכות שטרם באה לעולם, ייעשה רק לאחר בוא הזכות לעולם והתגבשות ההמחאה לכדי מכר מלא בהתאם להוראות פרק ב' להצעת החוק, וכי תהליך ההחלפה של הנכסים המגבים מתבצע על פי תנאים מוגדרים מראש וללא שיקול דעת. מטרת סעיף זה הינה להבטיח כי בעת שמוחלפים הנכסים וניתן התשלום בגינם אין המדובר בזכות שטרם באה לעולם וכי מנגנון החלפת הנכסים והרכבם נקבע מראש.

(ה) אי עמידה באחד מהתנאים שנקבעו בסעיף 13א64(ג) המוצע, במהלך תקופת האיגוח או פעילות התאגיד הייעודי שלא בהתאם למטרותיו הבלעדיות, תביא לביטול רטרואקטיבי של הפטור שניתן לתאגיד הייעודי לגבי הכנסותיו, מן הטעם שפטור כאמור ניתן על בסיס ההנחה, כי הפעלת התאגיד הייעודי לאורך כל תקופת האיגוח בהתאם לתנאים שנקבעו מביטחה, כי עסקינן בתאגיד שבמהותו נעדר מטרות מסחריות עצמאיות, וכי בתום תקופת האיגוח יתקיים שוויון מלא בין הכנסותיו והוצאותיו, ויחולו הוראות אלה :

(1) בכל מקרה של ביטול הפטור כאמור, תיערך שומה שלא לפי הוראות פרק שני 2 המוצע, לגבי כל שנות המס שבתקופת האיגוח עד לשנה בה פסקו להתקיים התנאים האמורים, והחל משנת ההפרה לא יראוהו כתאגיד ייעודי שחלות עליו ההוראות המיוחדות שנקבעו במסגרת פרק שני 2 האמור.

(2) לאור העובדה שעל מנהל התאגיד הייעודי מוטלת החובה לוודא שהתאגיד הייעודי מנוהל בהתאם להוראות פרק שני 2 המוצע, ובשל החשש שאי קיום חובתו כאמור, עשויה לפגוע בציבור המשקיעים בתעודות ההתחייבות, אשר לא בהכרח הנם בעלי שליטה על ניהולו בפועל של התאגיד הייעודי הפועל כנאמן על כספיהם, ואשר ייאלצו לשלם מס אשר לא היה משתלם אילו נוהל התאגיד בהתאם להוראות שנקבעו, מוצע לקבוע, כי הוראות כל דין לעניין תשלום המס דיווח, גביה ועונשין יחולו גם על מנהל התאגיד הייעודי בשל הכנסות התאגיד הייעודי, ויראוהו כאילו היה בר השומה ובר החיוב במס בשל הכנסות התאגיד הייעודי לכל אחת משנות המס החל מתחילתה של תקופת האיגוח ועד השנה בה חדלו להתקיים התנאים, כולם או חלקם. בסעיף כאמור יש כדי להרתיע מנהלי תאגידים ייעודיים מלחרוג מהוראות הפקודה ויש בו כדי להבטיח את תשלום המס במקרה של חיוב כאמור.

מנהל התאגיד הייעודי יהיה בעל פוליסה לביטוח חבותו או יסדיר ערבות בנקאית, ערובה או פקדון בשיעורים ובתנאים שיאושרו על ידי המנהל, וזאת על מנת למנוע מצב של חדלות פירעון מנהל התאגיד הייעודי.

לאור העובדה, שרק אם פעל התאגיד הייעודי במהלך כל תקופת האיגוח בהתאם להוראות הפרק המוצע הוא זכאי לפטור ממס, ומאחר שהפרה עשויה להתרחש לאחר שכבר ניתן הפטור בשנים שקדמו להפרה, מוצע כי כל הוראה שבכל חיקוק המגבילה את הזמן לעריכת שומה לא תחול על שומה שנערכת בעקבות הפרת התנאים, ובלבד ששומה לתאגיד הייעודי תיערך בתוך ארבע שנים מתום שנת המס שבה הסתיימה תקופת האיגוח;

בנוסף, לא יינתן פטור ויבוטל פטור שניתן, אם במסגרת עסקת האיגוח התבצעה המחאה של נכסים מגבים שהנם זכות שטרם באה לעולם, וזאת ללא קבלת אישור המנהל כאמור בסעיף קטן (ד).

(ה) מוצע להסמיך את מנהל רשות המסים לקבוע כי למרות הפרה לא יישלל הפטור ממס כמפורט לעיל, וזאת במקרים מיוחדים, כל מקרה לפי נסיבותיו; כך למשל, במקרה בו הייתה הפרה טכנית ולא נפגע העיקרון שעל בסיסו ניתן הפטור מלכתחילה, במקרה בו תוקנה הפרה והוחלף מנהל התאגיד הייעודי ויש מקום לבחון האם יש לשלול את הפטור גם בשנים שלאחר ההפרה, או במקרה שבו בוצע פדיון מוקדם כפוי בהתאם לכללים שנקבעו בסעיף 35 נח להצעת חוק ניירות ערך, בנסיבות בהן מבחינה כלכלית אין בפדיון כאמור כדי לשנות את עסקת האיגוח.

סעיף 12 – תיקון חוק הבנקאות (רישוי)

על פי סעיף 21(א)(2) לחוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981 (להלן – חוק הבנקאות), עיסוק בהנפקת ניירות ערך החייבת בתשקיף לפי סעיף 15 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, ובמתן אשראי כאחת, הוא עיסוק שמותר רק למי שבידו רישיון של תאגיד בנקאי.

סעיף 21(ב) קובע חריגים למונחים שונים, וביניהם "ניירות ערך" ו"מתן אשראי", ובכך מצמצם את האיסור הקבוע בסעיף קטן (א)(2). על פי החריג המפורט בפסקה (7) להגדרה "מתן אשראי", הכלל האמור לא יחול, בין השאר, במקרה שבו מגייסים כספים מהציבור על פי תשקיף, אף שהכספים מיועדים למתן אשראי, אם בתשקיף יש גילוי לגבי זהות מקבל האשראי, או על כך שייעוד הכספים שגויסו הוא רכישת זכויותיו של תאגיד בנקאי כלפי לווים.

בהתאם לחריג זה, אפוא, עסקת איגוח המבוססת על תקבולים בגין החזרי אשראי תוכל להתבצע רק כאשר היזם הוא תאגיד בנקאי. כדי לאפשר לתאגיד הייעודי, כהגדרתו בחוק הסדרת עסקאות איגוח (תיקוני חקיקה), התשע"ד-2014, להנפיק אגרות חוב לציבור ולרכוש מתאגיד כלשהו, ולא רק מתאגיד בנקאי, זכויות של התאגיד כלפי לקוחות בעלי חוב, מוצע לתקן את פסקה (7) בהגדרה "מתן אשראי" ולאפשר לתאגיד, לצד הנפקת אגרות חוב לציבור, לתת אשראי לזמן ארוך שמקורו באגרות חוב שהונפקו לציבור על פי תשקיף בהתאם להוראות סעיף 15 לחוק ניירות ערך, אם בתשקיף שעל פיו הוצעו אגרות החוב לציבור, צוין כי מטרת המציע היא להשתמש בתמורת ההנפקה למתן אשראי – לא רק לאדם ששמו נקב בתשקיף או לרכישת זכויותיו של תאגיד בנקאי כלפי לווים, אלא למטרות נוספות, והכל, מבלי הצורך לקבל רישיון תאגיד בנקאי: האחת – לרכישת זכויות של מבטח כלפי לווים, באשר מבטח, כמו תאגיד בנקאי, הוא גוף מפוקח שפועל תחת רישיון; והמטרה השנייה – לרכישת זכויות של תאגיד כלפי לווים או חייבים, אגב מכירת מוצר או שירות. מתן אשראי יתאפשר למטרה זו, לפי ההצעה, לצורך תשלום תמורת מוצר או שירות, אך לא כפעילות נוספת, גם אם היא תפלה לעיסוק העיקרי. בעניין זה, מוצע למעט את השירותים הפיננסיים וזאת כדי לצמצם את הסיכון של עקיפת חוק הבנקאות באמצעות תאגיד ייעודי.