

ממשבר האיגוח לאיגוח כמענה למשבר: לקראת שוק איגוח ציבורי בישראל

דב סולומון* ועידו באום**

בצד המשבר הבריאותי, חולל נגיף הקורונה משבר כלכלי חובק עולם אשר השלכותיו עלולות להימשך תקופה ארוכה. אחד המאפיינים הבולטים של משבר זה הוא מצוקת האשראי שאליה נקלעו עסקים רבים עקב סגרים, הגבלות פעילות, הגבלות תנועה, שינוי מגמות וטעמים של ציבור הצרכנים ועוד. פגיעה קשה במיוחד נגרמה לעסקים קטנים ובינוניים אשר מהווים בישראל ובעולם את עיקר נפח הפעילות הכלכלית ומעסיקים את רוב העובדים. עסקים אלה, אשר ממילא אינם נהנים מנגישות גבוהה למגוון מקורות אשראי, ניווקו יותר מעסקים גדולים ונגישותם למקורות אשראי קטנה באופן שהגדיל את אי-השוויון בשוק האשראי העסקי.

איגוח הוא מכשיר מימון מתקדם המאפשר להרחיב ולגוון את מקורות האשראי לעסקים. הדיון האסדרתי והציבורי סביב הקמת שוק איגוח בישראל מתקיים כבר יותר משני עשורים. תמורות בשווקים הפיננסיים בעולם הביאו לנסיגה זמנית מהיוזמה לקידומו של שוק איגוח בישראל. הסיבה המובהקת העיקרית לעיכוב היא הצורך להפיק לקחים מהניסיון שהצטבר בעולם בתחום זה. לאיגוח נקשר סנטימנט שלילי על רקע השימוש הנרחב בו בתקופה שקדמה למשבר הפיננסי העולמי בשנת 2008 (שזכה לכינוי "משבר הסאב-פריים"). למרות שהלקחים מהמשבר נלמדו ויושמו על ידי המאסדרים ברחבי העולם, אסדרת שוק האיגוח בישראל מדשדשת, והיוזמות הקיימות מתאפיינות במתינות, אולי אף זהירות יתר. רשימה זו סוקרת את ההתפתחות של אסדרת שוק האיגוח בישראל במקביל לסיקור התקשורת של האיגוח. באמצעות בחינה של פרסומים בעיתונות הכלכלית בשנים 2008 עד 2020 נמצא כי חל שינוי מגמה משמעותי בסנטימנט הציבורי כלפי האיגוח משלילי לחיובי. לפיכך, ככל שהיה קיים בקרב קובעי מדיניות חשש מפני ביקורת ציבורית על קידום האיגוח, נראה כי חשש זה אינו

* מרצה בכיר, ראש החטיבה למשפט מסחרי וראש התוכנית לתואר שני במשפטים, הפקולטה למשפטים, המרכז האקדמי למשפט ולעסקים ברמת גן.

** מרצה בכיר, מנהל אקדמי של מרכז רנה ומאיר חת לחקר התחרות והרגולציה, הפקולטה למשפטים על שם חיים שטריקס, המסלול האקדמי – המכללה למינהל.

הכותבים מודים לעוזרות המחקר עמית פינטו ושחר חורי על עבודת מחקר מצוינת ולמרכז חת לחקר התחרות והרגולציה על התמיכה במימון המחקר. על הערות מועילות הכותבים מבקשים להודות לענבר גוטליב ריבקין, לאודליה מינס, לאיריס סורוקר ולמשתתפי יום העיון של מרכז חת לחקר התחרות והרגולציה בנושא הקורונה במבט רגולטורי.

מוצדק כיום. בהינתן ממצא אמפירי זה והיתרונות הגלומים באיגוח, רשימתנו בוחנת את היוזמה המרכזית לאסדרת שוק האיגוח בישראל ומציעה להרחיב אותה באופן שיסייע להתמודד טוב יותר עם הצורך להעשיר ולגוון את מקורות האשראי של עסקים בעידן משבר הקורונה.

א. מבוא. ב. שוק האיגוח בישראל. ג. ממשבר האיגוח לאיגוח כמענה למשבר. ד. מחקר אמפירי: מופעי האיגוח בעיתונות הישראלית. ה. לקראת אסדרת האיגוח בישראל: סיווג העסקה. 1. מבחן זכות החזרה; 2. מבחן המנגנון לקביעת התמורה. ו. סיכום.

א. מבוא

עסקים קטנים ובינוניים הם מנועי הצמיחה העיקריים של המשק הישראלי. מספר העסקים הכולל במגזר העסקי בישראל עמד בשנת 2017 על 574 אלף עסקים, 99.5% מהם עסקים קטנים ובינוניים המעסיקים פחות ממאה עובדים.¹ העסקים הקטנים והבינוניים מספקים 1.92 מיליון משרות, המהוות 60% מהמשרות במגזר העסקי, ומייצרים כ-54% מהתוצר במגזר העסקי.²

עסקים קטנים ובינוניים סובלים מנחיתות בכל הנוגע לגיוס מקורות מימון. בניגוד לחברות גדולות שיכולות להנפיק ניירות ערך לציבור, הם אינם נגישים לשוק ההון. כמו כן, לעסקים קטנים ובינוניים אין יכולת מעשית להמיר חוב במניות. אשר על כן, מקורות המימון של העסקים הקטנים והבינוניים פחות מגוונים מאלה של העסקים הגדולים ומגיעים בעיקר מהמערכת הבנקאית. הבנקים חולשים על רובו המוחלט של שוק האשראי לעסקים קטנים ובינוניים בישראל. 63% מהעסקים שזקוקים למקורות מימון חיצוניים לפעילותם פונים לבנקים לקבלת אשראי.³

אִי־השוויון השורר בשוק האשראי בשגרה התעצם עוד יותר בעקבות מגפת הקורונה. מגזר העסקים הקטנים והבינוניים הוא הנפגע העיקרי מההשלכות הכלכליות של המגפה. רבים מהעסקים חוו עצירה כמעט מוחלטת של הפעילות העסקית והאטה כלכלית שבאה בעקבותיה.⁴ מציאות כלכלית זו גרמה להפרת האיזון שבין ההכנסות להוצאות של עסקים

1 ראו הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים דו"ח תקופתי – מצב העסקים הקטנים והבינוניים בישראל 6 (2020) <https://bit.ly/3FZ52ou>.

2 שם.

3 ראו הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים סקר אשראי – נגישות אשראי לעסקים קטנים ובינוניים 9 (2019) <https://bit.ly/3rN5i50>.

4 לצד עסקים רבים שנפגעו באופן משמעותי ממשבר הקורונה, עסקים מסוימים שגשגו בתקופת המשבר בעקבות הביקוש הגובר למוצרים או לשירותים שלהם. לדוגמה, עסקים המייצרים ציוד רפואי לטיפול במחלה ולהתגוננות מפני המגפה, עסקים המספקים ציוד תקשורת מקוונת ועסקים בענף השליחויות. לניתוח השפעות של משבר הקורונה על המגזר העסקי בישראל ראו משרד ראש הממשלה **השפעות מגיפת הקורונה על העסקים הקטנים** (2020) <https://bit.ly/3IF4WUT>; דן אנד ברדסטריט **השפעת משבר הקורונה על המשק הישראלי – אוקטובר 2020** (28.10.2020)

קטנים ובינוניים. כפועל יוצא מכך, רבים מהם נקלעו לבעיית נזילות שמאיימת על קיומם במקרה הטוב, או הביאה לסגירתם במקרה הרע. עסקים קטנים ובינוניים משוועים לגיוס אשראי לפעילותם, אולם הגידול ברמות הסיכון שלהם מרתיע את המערכת הבנקאית. בתנאים קשים של אי־ודאות מעדיפים מתווכים פיננסיים להימנע ממתן אשראי ללווים קטנים, ללווים מסוכנים יחסית או ללווים שאינם יכולים להעמיד לנותן האשראי ביטחונות לפירעון החוב במקרה של חדלות פירעון. לחלופין, ספקי אשראי דורשים מנוטלי אשראי קטנים, מסוכנים או חסרי ביטחונות ריבית גבוהה, אשר מגדילה את עלויות המימון של נוטלי אשראי, מקטינה את יכולתם להתחרות בשוק שבו הם פועלים ומגדילה את הסיכוי לכישלון עסקי ולחדלות פירעון. משבר הקורונה מגדיל אפוא את אי־השוויון בשוק האשראי. הבנקים נוטים לסייע לעסקים חזקים תוך הדרת העסקים הקטנים והבינוניים או אפילו החלשתם.⁵ מטבע הדברים, עסקים גדולים הם עמידים יותר בתקופה של משבר כלכלי, ולכן תהיה לספקי האשראי נכונות רבה יותר להעמיד להם אשראי והאשראי הזה יינתן בתנאים טובים יחסית.⁶ לעומת זאת, לעסקים קטנים ובינוניים יש חוסן כלכלי נמוך יותר ולכן הם עלולים שלא לזכות כלל באשראי, או שהאשראי יינתן להם בתנאים מכבידים שיעמידו אותם בנחיתות. ממשלת ישראל אומנם ניסתה להתמודד עם היחס הצונן של ספקי האשראי לעסקים קטנים ובינוניים בתקופת משבר הקורונה ועודדה את הבנקים להגדיל את היקפי האשראי לעסקים באמצעות העמדת ערבות מדינה לחובות של הלווים על ידי קרנות ממשלתיות.⁷ דא עקא, הערבות שהמדינה העמידה לא סיפקה את נותני האשראי. ראשית, שיעור החוב שהמדינה הסכימה לערוב לו היה נמוך מכדי שיוכל לעודד מתן אשראי לעסקים בסיכון גבוה. שנית, לעסקים בסיכון גבוה במיוחד, כגון בענף המסעדות, סירבו הבנקים להעניק אשראי גם בתנאי ערבות טובים יותר.⁸ המציאות המתוארת, המלמדת על קיומו של אי־שוויון בסיסי בשוק האשראי אשר מקצין בתקופות משבר כלכלי, מחייבת הרחבה של הכלים המצויים בידי קברניטי המשק בבואם להתמודד עם משברי אשראי.

⁵ <https://bit.ly/3tUKgE8>; חן הרצוג "השפעת משבר הקורונה על הכלכלה בישראל" BDO Israel <https://bit.ly/3CHTowN> (7.4.2021).

⁶ ראו למשל את אמירתו של מנכ"ל בנק לאומי, חנן פרידמן, בהתייחסו לתמונת האשראי הבנקאי על רקע משבר הקורונה, שלפיה "בסך הכל, יש אפס הפסדי אשראי מלקוחות גדולים", ולעומת זאת "בלקוחות פרטיים אנחנו נאלצים לרשום הפסדים משמעותיים מדי רבעון". מיכאל רוכוורגר "מנכ"ל בנק לאומי: אין תספורות לטייקונים – אנחנו מפסידים בגלל הלקוחות הקטנים" **דה מרקר** (1.6.2021).

⁷ רוני חזקיהו, החשב הכללי במשרד האוצר, הסביר זאת כך: "המחיר של האשראי לעסקים גדולים הוא נמוך משמעותית מהמחיר לעסקים קטנים. למה? כי רמת המידע ותהליך החיתום הוא הרבה יותר ספציפי ופרטני". ראו פרוטוקול ישיבה מס' 28 של ועדת הכספים הזמנית, הכנסת ה-23, 2 (19.4.2020).

⁸ משרד האוצר הקים אתר אינטרנט ייעודי להגשת בקשות להלוואות בערבות מדינה. ראו <https://govextra.gov.il/mof-gloans-corona/>. ראו גם אלה לוי־וינריב "אשר: עסקים בסיכון יוכלו לבקש הלוואות עד 4 מיליארד שקל בערבות מדינה" **גלובס** (17.6.2020) <https://bit.ly/3H0AyUx>.

⁸ מיכאל רוכוורגר "קרן ההלוואות בערבות מדינה: רק 60% מהעסקים הקטנים יקבלו אשראי" **דה מרקר** (26.4.2020) <https://bit.ly/3FZ5rY2>.

על מנת להתמודד עם אי-השוויון בשוק האשראי, רשימה זו מציעה לייסד בישראל שוק איגוח (securitization) של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים. איגוח הוא כלי מימון מרכזי בכלכלה המודרנית.⁹ לאיגוח מיוחסת תרומה לגיוון מקורות האשראי, להרחבת אפיקי ההשקעה, לפיזור יעיל של סיכונים במערכת הפיננסית וכפועל יוצא מכך, להוזלת עלויות מימון.¹⁰ בעסקת איגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים מוכר המלווה את הלוואות לתאגיד ייעודי נפרד ממנו, המנפיק איגרות חוב שפירעונן מובטח על ידי תזרים המזומנים הנובע מהחזרי הלוואות. המלווה יכול להשתמש בתמורת המכירה למתן הלוואות חדשות שגם אותן יהיה אפשר לאגח, וחוזר חלילה. מכירת הלוואות בשוק האיגוח מסייעת לבנקים לעמוד בדרישת הלימות ההון, שנועדה להבטיח את יציבותם, ולפנות מקורות למתן הלוואות חדשות לעסקים.¹¹ האיגוח מהווה אפוא כלי חשוב להגדלת היצע האשראי לעסקים קטנים ובינוניים וזמינותו.

יתרה מזו, פעילות האיגוח מביאה לחיסכון בהוצאות התפעוליות של המערכת הפיננסית על ידי יצירת בידול והתמחות בשוק האשראי.¹² מכשיר האיגוח מפרק את המבנה המסורתי של התיווך הפיננסי במערכת הבנקאית ומאפשר לכל שחקן בשוק האשראי להתמקד בתחום שבו

9 Lynn M. LoPucki, *The Death of Liability*, 106 YALE L.J. 1, 24 (1996); Thomas E. Plank, *Bankruptcy Professionals, Debtor Dominance, and the Future of Bankruptcy: A Review and a Rhapsody on a Theme*, 18 BANKR. DEV. J. 337, 362 (2002) (book review); Edward M. Iacobucci & Ralph A. Winter, *Asset Securitization and Asymmetric Information*, 34 J. LEGAL STUD. 161, 162 (2005).

10 ראו Joseph C. Shenker & Anthony J. Colletta, *Asset Securitization: Evolution, Current Issues and New Frontiers*, 69 TEX. L. REV. 1369, 1371 (1991).

11 Steven L. Schwarcz, *The Alchemy of Asset Securitization*, 1 STAN. J. L. BUS. & FIN. 133, 134 (1994).

ועדת בול, ועדה בין-לאומית לפיקוח על הבנקים שהוקמה במטרה לייעל את שיתוף הפעולה בין רשויות הפיקוח על בנקים בעולם, לשפר את איכות הפיקוח ולסגור פערים בכיסוי פיקוחי בין המדינות, המליצה לראשונה בשנת 1988 לחייב את הבנקים בהחזקת הון עצמי בשיעור מוגדר ההולם את הסיכונים שהם חשופים להם. ראו, BASLE COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, INTERNATIONAL CONVERGENCE OF CAPITAL MEASUREMENT AND CAPITAL STANDARDS (1988), <http://www.bis.org/publ/bcbs04a.pdf>. רשויות הפיקוח על הבנקים בישראל ובמדינות אחרות אימצו את הנחיות ועדת בול וקבעו דרישות הלימות הון המחייבות את הבנקים לשמור על יחס הון מינימלי לנכסי סיכון. כאשר שיעור ההון העצמי יורד למינימום הנדרש על ידי הפיקוח על הבנקים, הבנק מנוע מלהרחיב את היקף הנכסים המסוכנים שלו ולכן אינו רשאי להוסיף ולתת אשראי לעסקים קטנים ובינוניים. בעקבות משבר הקורונה, בנק ישראל אומנם הפחית את דרישת הלימות ההון כדי להקל על הבנקים להרחיב את היקפי האשראי, אך בכך מטבע הדברים הגדיל את הסיכון ליציבותם. ראו המפקח על הבנקים, התאמות להוראות ניהול בנקאי תקין לצורך התמודדות עם משבר הקורונה (הוראת שעה), ניהול בנקאי תקין (8) (23.6.2020). <https://bit.ly/3ACHBjJ>. פעילות האיגוח מסייעת לבנקים לשפר את יחס הלימות ההון שלהם. האיגוח ממיר למעשה נכסים נושאי סיכון – במקרה זה, הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים – שכנגדם קיימת דרישה להחזקת הון עצמי, בכסף מזומן, היינו, נכס חסר סיכון שהחזקתו אינה כרוכה בהעמדת הון עצמי.

12 לחשיבות הכלכלית שבהתמחות ראו איל זמיר חוק המכר, תשכ"ח–1968 2 (1987).

בא לידי ביטוי יתרונו היחסי ולהתמקצע בו.¹³ יתרונותיו היחסיים של בנק ניכרים ביכולתו השיווקית הנשענת על פריסה סניפית רחבה, במיומנותו בבדיקת איכות הלווים ובטוחותיהם ובהתמחותו בטיפול בלקוחות. כדי לנצל את היתרונות הללו, הבנק מתפקד בשוק האיגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים כסוכן (broker) המבצע את פעולות השיווק, החיתום והטיפול בהלוואות. לעומת זאת, גיוס מקורות האשראי לעסקים קטנים ובינוניים מנותב לשוק המוסדי ולשוק ההון. משקיעים מוסדיים ומשקיעים פרטיים בשוק ההון רוכשים את איגרות החוב המגובות בהחזרי הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים ונושאים בחלק מהסיכון שגלום בהלוואות לעסקים. האיגוח, כאשראי חוץ-בנקאי, משתף אפוא שחקנים נוספים, כגון גופים מוסדיים וציבור המשקיעים בשוק ההון, בשוק האשראי לעסקים קטנים ובינוניים. בכך הוא תורם לפיזור יעיל של סיכונים במערכת הפיננסית, לגיוון מקורות המימון, להפחתת הריכוזיות בשוק האשראי ולצמצום אי-השוויון בין עסקים קטנים ובינוניים לחברות גדולות בכל הנוגע לנגישות לשוק ההון.¹⁴

רשימה זו מבקשת אפוא למלא חסר משמעותי במנגנונים הקיימים בשוק האשראי הישראלי, שוק המתאפיין באי-שוויון בין השחקנים הפעילים בו. היא קוראת להקמת שוק איגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים ובוחנת את החסמים שמנעו עד כה את הקמתו. אחד החסמים הבולטים לקידום האסדרה של שוק איגוח מקומי הוא הסנטימנט הציבורי השלילי כלפי האיגוח, אשר נתפס כאחד הגורמים המרכזיים למשבר הפיננסי העולמי בשנת 2008. סנטימנט זה בא לידי ביטוי בסיקור תקשורתי שהציג את האיגוח באור שלילי ועלול היה להניא מקבלי החלטות מקידומה של אסדרה בתחום זה. רשימה זו בוחנת את השינויים בסנטימנט הציבורי כלפי האיגוח באמצעות ניתוח המופעים של נושא האיגוח בעיתונות הכלכלית. ניתוח זה מלמד על שינוי מגמה משמעותי בסנטימנט הציבורי משלילי לחיובי. לממצא זה יש חשיבות רבה גם בכווננו לבחון את האסדרה המוצעת כיום בתחום האיגוח. אין לשלול את האפשרות כי על אף היתרונות שגלומים באיגוח, ההצעות לאסדרת תחום האיגוח בישראל שהועלו עד היום ולא הבשילו היו מתונות יחסית, ואולי מתונות מדי, לנוכח החשש מפני ביקורת ציבורית. רשימה זו מבקשת אפוא לבחון כמה נקודות מרכזיות בהצעות לאסדרת שוק האיגוח, אשר באקלים הציבורי האוהד ניתן ורצוי לשנותן לטובת קידומו של שוק איגוח יעיל יותר.

הרשימה מתמודדת עם הביקורת על האיגוח בעקבות הכשלים שהתגלו במהלך המשבר הפיננסי העולמי בשנת 2008. ניתוח הכשלים והמענה שניתן להם מוביל למסקנה כי שימוש מושכל במכשיר האיגוח, תוך הפקת הלקחים שנלמדו ממשבר קודם, לא רק שאין בו כדי להחריף את המשבר הכלכלי הנוכחי, אלא אף טמון בו המזור למצוקת האשראי של העסקים הקטנים והבינוניים. יתרה מזו, הצעתנו להקים בישראל שוק איגוח של הלוואות לעסקים קטנים

13 Shenker & Colletta, לעיל ה"ש 10, בעמ' 1392.

14 להרחבה על אודות יתרונות האיגוח בכלל ואיגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים בפרט ראו דב סולומון ועידו באום "ארגו הכלים לטיפול בעסקים בעת משבר: שוק האיגוח כמקרה מבחן" **משפט וממשל** כד 255 פרק ג (2022); Dov Solomon & Miriam Bitton, *Intellectual Property Securitization*, 33 CARDOZO ARTS & ENT. L.J. 125, 160–164 (2015).

ובינוניים תאפשר לבנק ישראל להרחיב את ארסנל הכלים המוניטריים שבאמתחתו באמצעות רכישה של איגרות חוב מגובות בהחזרי הלוואות לעסקים ובכך להקל על מחנק האשראי של העסקים בעקבות משבר הקורונה. יפים לעניין זה הדברים שכתבו בעיצומו של המשבר הפיננסי של 2008 שני חתני פרס נובל לכלכלה ג'ורג' אקרלוף ורוברט שילר על אודות הפוטנציאל שגלום באיגוח ככלי לפתרון המשבר: "It may have gotten us into this crisis. But its genius may also get us out of it"¹⁵

מבנה הרשימה הוא כדלקמן: לאחר פרק המבוא נתאר, בפרק ב, את חבלי הלידה של שוק האיגוח בישראל. בפרק ג נתמודד עם הביקורת על האיגוח בעקבות הכשלים שהתגלו במהלך המשבר הפיננסי העולמי בשנת 2008. בפרק ד נציג מחקר אמפירי הבוחן את המופעים של האיגוח בעיתונות הכלכלית בישראל בשנים 2008–2020. ממצאי המחקר מעידים כי הסנטימנט הציבורי השלילי כלפי האיגוח השתנה בשנים האחרונות, ולכן אנו סבורים כי אין עוד חשש ממשי מפני האפשרות שהקמת שוק איגוח בישראל תעורר ביקורת ציבורית כבעבר. יתרה מזו, יש מקום להערכה מחודשת של הצעות האסדרה הקיימות של השוק כדי לבחון אם לא נקטו גישה מתונה מדי לנוכח החשש מפני ביקורת ציבורית. ואכן, בפרק ה נעמיק את הדיון בסוגיה משפטית מרכזית הנוגעת לאופן האסדרה של עסקאות איגוח בישראל: סיווג העסקאות כמכר של נכסים מגבים לתאגיד הייעודי או כנטילת הלוואה שלהבטחתה שועבדו הנכסים לטובת התאגיד הייעודי. בשונה מאופן האסדרה השמרני והמגביל המסתמן בישראל, מודל הסיווג המוצע על ידינו מרחיב את היקף העסקאות הפוטנציאליות ומגוונן ותורם לפיתוחו של שוק האשראי. בפרק ו נחתום בקצרה את הדיון.

ב. שוק האיגוח בישראל

בפרק זה נתאר בקצרה את חבלי הלידה של שוק האיגוח הישראלי, הצעדים שנקטו עד כה לאסדרת הפעילות בו והחסמים שמעכבים לפי שעה את התפתחותו. שוק האיגוח בישראל קטן ואינו מפותח. היקף עסקאות האיגוח המבוצעות בשוק המקומי מצומצם, וכך גם מגוון הנכסים המהווים מושא לעסקאות אלה. בהשוואה בין-לאומית, היקף שוק האיגוח הישראלי זניח ועומד על 0.1% בלבד מהתוצר המקומי הגולמי, לעומת 54% בארצות הברית, 18% בהולנד, 10% באנגליה ובלגייה ו-9% בספרד.¹⁶ היעדר הפיתוח של שוק האיגוח המקומי בא לידי ביטוי גם בכך שעסקאות האיגוח בוצעו עד כה עם משקיעים מוסדיים בשוק הפרטי, ולא עם ציבור

15 GEORGE A. AKERLOF & ROBERT J. SHILLER, ANIMAL SPIRITS: HOW HUMAN PSYCHOLOGY DRIVES THE ECONOMY, AND WHY IT MATTERS FOR GLOBAL CAPITALISM 92 (2009)

16 אמיר ירון "העולם הפיננסי בישראל והאיגוח" 14 (מצגת מהרצאה בכנס בנושא "האיגוח ככלי לקידום שוק האשראי בישראל", בנק ישראל והפקולטה לניהול באוניברסיטת תל-אביב <https://bit.ly/3udKpCX> (25.7.2021)

המשקיעים הרחב בבורסה. בעת כתיבת שורות אלה, רשות ניירות ערך מנסה לקדם שוק איגוח ציבורי בישראל.¹⁷

בראשית שנות התשעים של המאה ה-20 נעשה ניסיון ראשון לאגח הלוואות לדור בישראל.¹⁸ ניסיון זה לא הבשיל לכדי כינון של שוק משני למשכנתאות, בין היתר בשל היעדר תשתית חוקית ואסדרתית נאותה התומכת בפיתוחו.¹⁹ לפיכך, בשנת 1998 המליצה ועדת טלמון, שמונתה כדי לבחון את הפעולות הדרושות להקמת שוק משני למשכנתאות בישראל, על הסרת חסמים משמעותיים שהקשו על הקמת השוק.²⁰ אכן, תיקוני חקיקה שעברו בכנסת בשנים שלאחר מכן הסירו חסמים בתחומי המיסוי והרישום בלשכת רישום המקרקעין.²¹ רשויות מקומיות בישראל זיהו את הפוטנציאל הגלום באיגוח כמכשיר יעיל לגיוס אשראי חוץ-בנקאי. לנוכח המשבר הכספי שחוו הרשויות המקומיות בתחילת העשור הראשון של המאה ה-21, הבנקים המסחריים הקשיחו את התנאים לקבלת אשראי והעלו את שיעור הריבית שדרשו על הלוואות. כפועל יוצא מכך, הרשויות המקומיות חיפשו דרכי מימון אלטרנטיביות וביקשו לגייס אשראי באמצעות שוק ההון. מנגנון האיגוח, המבוסס על בידוד של תזרים הכנסות מסוים של הרשות המקומית מהסיכון הכרוך במכלול פעילותה והנפקה של ניירות ערך המובטחים על ידי תזרים זה, מאפשר לרשות להזיל את עלויות המימון שלה. אכן, בחודש נובמבר 2005 הצליחה עיריית רמלה לגייס באמצעות תאגיד ייעודי – החברה למימון רמלה 2005 – סכום של 140 מיליון ש"ח על ידי הנפקה ראשונה בישראל של איגרות חוב מוניציפליות המגובות בתקבולי ארנונה.²² ההצלחה של עסקת האיגוח שביצעה עיריית רמלה הניעה רשויות מקומיות נוספות בישראל, כגון יהוד ואילת, לגייס מימון לפעילותן באמצעות איגוח מוניציפלי.

שתי חברות תעשייה ישראליות – מכתשים אגן תעשיות וכימיקלים לישראל – איגוח חובות לקוחות בהיקפים של כ-150 ו-250 מיליון דולר, בהתאמה.²³ שתי העסקאות בוצעו במבנה של

- 17 ראו הודעה לעיתונות "רשות ניירות ערך פותחת את שוק האיגוח הציבורי" **רשות ניירות ערך** 3.6.2020) <https://bit.ly/33Hq2TP> (להלן: **שוק איגוח ציבורי**).
- 18 בחודש נובמבר 1990 הנפיק בנק כרמל, באמצעות חברת הבת "שוק משני" שהקים, איגרות חוב מגובות בתיקי משכנתאות בהיקף של שלושים מיליון ש"ח. ראו דורון ויסברוד, ויקטור בהר ורון מאירי "במוקד הכלכלה: משכנתאות לדור" **אקזקיוטיב** 74, 67, 28 (1998–1999).
- 19 לניתוח התשתית המשפטית לאיגוח משכנתאות בישראל ראו *Shalom Lerner, Securitization in Israel*, 42 *TEX. INT'L L.J.* 751, 759 (2007).
- 20 זאב קליין "האוצר פועל להקמת שוק משני למשכנתאות; הערכות: שינויי החקיקה יארכו זמן רב" **גלובס** (7.7.1998) <https://bit.ly/35gesiB>.
- 21 ראו לדוגמה פרק ח' לחוק ההסדרים במשק המדינה (תיקוני חקיקה להשגת יעדי התקציב והמדיניות הכלכלית לשנת הכספים 2003), התשס"ג–2002, ס"ח 150.
- 22 לתיאור המודל של הנפקת איגרות חוב מוניציפליות על ידי עיריית רמלה ראו משרד הפנים **מדריך מקצועי – הנפקת אג"ח מוניציפאלי בשלטון המקומי** 58–59 (2006) <https://bit.ly/3nWqnZy>.
- 23 מכתשים אגן תעשיות בע"מ דו"ח מידי בדבר חתימה על הסכם עקרונות להתקשרות בעסקת *Securitization* (14.8.2001) <https://bit.ly/344cQIg>; מכתשים אגן תעשיות בע"מ **הבהרה לדו"ח מידי בדבר חתימה על הסכם עקרונות להתקשרות בעסקת Securitization** (15.8.2001) <https://bit.ly/3AspsFi>; מכתשים אגן תעשיות בע"מ דו"ח מידי בדבר חתימה על הסכם מלא **בנוגע לעסקת Securitization** (14.10.2001) <https://bit.ly/3qWpMcg>; כימיקלים לישראל בע"מ

Multiseller Securitization Conduit²⁴, שלפיו כמה חברות מכרו את חוב הלקוחות שלהן לתאגיד ייעודי אחד, שהנפיק בשוק האמריקאי ניירות ערך שמגובים בחוב הלקוחות.²⁵ עסקאות איגוח אחדות נערכו בישראל בתחום הליסינג, ובמסגרתן אוגחו הזכויות החוזיות של חברות ליסינג כלפי שוכרי רכבים.²⁶ גם בתחום הנדל"ן המניב בוצעו בישראל כמה עסקאות איגוח. לאחר תקופת קיפאון בשוק האיגוח המקומי, בעקבות המשבר הפיננסי העולמי בשנת 2008, חברת הנדל"ן אפריקה ישראל דיווחה בחודש יולי 2011 על עסקת איגוח בהיקף של 840 מיליון ש"ח של תזרים הכנסות הצפוי מנדל"ן מניב.²⁷

בדין הישראלי אין הסדר משפטי מיוחד לעסקאות איגוח. ועדת חיימוביץ' אשר, שבחנה היבטים הנוגעים להנפקה של איגרות חוב מגובות בנכסים, קבעה בדו"ח שהגישה בשנת 2005 כי היעדר הסדר מיוחד לעסקאות אלה בדין הישראלי הוא חסם משמעותי המונע התפתחות של שוק איגוח תקין, משום שעסקאות איגוח כרוכות באי־ודאות משפטית, חשבונאית ומיסוית.²⁸ בעקבות המלצות הוועדה מונה צוות בין־משרדי בהשתתפות נציגי בנק ישראל, רשות ניירות ערך, רשות המיסים, משרד המשפטים ומשרד האוצר במטרה לגבש פתרון חקיקתי כולל, שיצמצם את חוסר הוודאות הנלווה לעסקאות איגוח. עבודת הצוות התמקדה ביצירת תשתית

24 דווח מיידי – התקשרות בעסקת איגוח"ח (24.12.2002) <https://bit.ly/3KJwxGg>; כימיקלים לישראל בע"מ דווח מיידי – התקשרות בעסקת איגוח"ח – שיעור הריבית (24.12.2002) <https://bit.ly/3gcw9Cd>; כימיקלים לישראל בע"מ דווח מיידי – התקשרות בעסקת איגוח"ח – כולל השלמות והבהרות (25.12.2002) <https://bit.ly/348RA4g>.

24 על Multiseller Securitization Conduit ראו Schwarcz, לעיל ה"ש 10, בעמ' 140–141.
25 עסקאות האיגוח האמורות בוצעו בשיטה של איגוח "מתגלגל", היינו: עסקה שבה הנכסים המגבים מתחלפים במשך החיים של איגרות החוב המגובות בנכסים על פי קריטריונים שנקבעו מראש. על איגוח מתגלגל ראו The Committee on Bankruptcy and Corporate Reorganization of the Association of the Bar of the City of New York, *Structured Financing Techniques*, (1995) 50 BUS. LAW. 527, 578–581 (להלן: *Structured Financing Techniques*).

26 פרשת קאר אנד גו היא דוגמה לחבלי הלידה של שוק האיגוח בישראל. ראו בש"א (מחוזי ת"א) 8120/05 דלויט טוש (ישראל) ברייטמן אלמגור נאמנויות בע"מ נ' בנק דיסקונט בע"מ (נבו) (3.8.2005). בעסקת האיגוח האמורה הנפיק התאגיד הייעודי קאר אנד גו (סדרה ב') איגרות חוב המגובות בתזרים המזומנים הצפוי של חברת הליסינג נסיעות ספלנדיד. בחודש נובמבר 2004 התפרסם דבר אי־הפירעון של תשלומי הריבית למחזיקי איגרות החוב המגובות בנכסים, וכתוצאה מכך צנח דירוג האשראי של איגרות החוב מדרגת השקעה של AA לדרגה הנמוכה ביותר, D, שמשמעותה חדלות פירעון. כישלון העסקה נבע במידה רבה מהיבטים תפעוליים, בכלל זה מהיעדר בקרה הולמת על הפרדת הנכסים המגבים משאר נכסי היזם. תשלומים של שוכרי הרכבים על פי הסכמי הליסינג שאוגחו המשיכו, ככל הנראה, לזרום לחשבון הבנק של היזם, ולא לחשבון הנאמנות לטובת מחזיקי איגרות החוב המגובות בנכסים. נוסף על כך, סכומי כסף נמשכו מחשבון הנאמנות שלא לצורך פירעון של איגרות החוב. כתגובה לפרשת קאר אנד גו, חברת הדירוג מעלות, שדירגה את העסקה האמורה, פרסמה רשימת עקרונות להידוק הבקרה והמעקב אחר עסקאות איגוח ולמניעת מעשי הפרה ומרמה. ראו מעלות החברה הישראלית לדירוג ניירות ערך עקרונות עסקאות האיגוח – מכאן והלאה (20.12.2004).

27 "עסקת איגוח ענקית לאפריקה ישראל בהיקף 840 מיליון שקל" גלובס (17.7.2011) <https://bit.ly/3H1cssG>.

28 הוועדה לבחינת היבטים הנוגעים להנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים (איגוח) דו"ח הוועדה (2005) www.isa.gov.il/Download/IsaFile_49.pdf.

לביצוע עסקאות איגוח בישראל, ובכלל זה אסדרת סוגיות בדיני המחאת חיובים, בדיני המשכון, בדיני תאגידים וניירות ערך, בדיני מיסים, בחשבונאות, בשוק ההון ובבנקאות. דיוני הצוות הבין-משרדי נערכו מתוך מודעות לכשלים הנוגעים לאיגוח שנחשפו במשבר הפיננסי העולמי בשנת 2008 ומתוך ניסיון ליישם את הלקחים שהופקו בעקבותיו. העקרונות שנדונו והוסכמו בדיוני הצוות גובשו בדו"ח מסכם, שכלל נוסח מוצע להצעת חוק הסדרת עסקאות איגוח.²⁹

כאמור, עסקאות האיגוח שבוצעו עד כה בישראל נערכו עם גופים מוסדיים בשוק הפרטי. רשות ניירות ערך הציבה את פיתוחו של שוק איגוח ציבורי בישראל כיעד מרכזי בתוכנית האסטרטגית שלה לשנים 2019–2022.³⁰ בעיצומו של משבר הקורונה, שהעלה את מצוקת האשראי של העסקים בישראל לראש סדר היום, רשות ניירות ערך פרסמה מתווה להנפקת עסקאות איגוח בבורסה והסבירה כי "שוק האיגוח עשוי להוות חלופה ראויה וטובה להעמדת מקורות מימון בהיקף נרחב, בריביות אטרקטיביות יותר ביחס לחלופות הקיימות, ובכך לסייע להתפתחותם של עסקים קטנים ובינוניים ולצמיחה הכלכלית בישראל".³¹ פעולות אלה של רשות ניירות ערך עולות בקנה אחד עם ההמלצה של הארגון לשיתוף פעולה ולפיתוח כלכלי (OECD) ליצור מסגרות משפטיות לאיגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים בישראל.³² ההכרה של המאסדר בפוטנציאל שגלום באיגוח כפתרון למחנק האשראי של העסקים הקטנים והבינוניים בעקבות משבר הקורונה יוצרת חלון הזדמנויות להקמת שוק איגוח ציבורי של הלוואות לעסקים בישראל.

ג. ממשבר האיגוח לאיגוח כמענה למשבר

דומה כי העיכוב בהתפתחות שוק האיגוח המקומי נובע בעיקר מהמוניטין השלילי שיצא לאיגוח במהלך המשבר הפיננסי העולמי בשנת 2008. בשיח האקדמי והציבורי מקובל לייחס לאיגוח תפקיד מרכזי בהתהוות המשבר.³³ הביקורת העיקרית על מנגנון האיגוח מתמקדת

29 בנק ישראל דוח הצוות לקידום האיגוח בישראל (2015) <https://bit.ly/32vSPtR> (להלן: דוח הצוות לקידום האיגוח בישראל).

30 רשות ניירות ערך תכנית אסטרטגית 2019–2022 11 <https://bit.ly/3rMR0RF>.

31 שוק איגוח ציבורי, לעיל ה"ש 17. יו"ר רשות ניירות ערך, ענת גואטה, הדגישה כי "פתיחת שוק איגוח ציבורי בישראל, בייחוד בעת הזו, עשויה לתרום לצמיחה במשק. עסקאות איגוח הינן נתיב חדש, מהיר ואטרקטיבי שיפתח בעתיד לחברות ולעסקים קטנים ובינוניים דרכים חדשות לגייס מקורות מימון ואלו יאפשרו להם להרחיב את פעילותם ובכך להניע את גלגלי המשק... אנו בונים תשתית רגולטורית למכשירים פיננסיים שייצרו אפשרויות מימון חדשות הנדרשות למשק, בייחוד בימים אלו כמו אוויר לנשימה" (שם).

32 ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT **קטנים ובינוניים ויזמות בישראל 2016** 37 <https://bit.ly/3H3NRDq> (2017)

33 ראו למשל John D. Martin, *A Primer on the Role of Securitization in the Credit Market Crisis of 2007*, in LESSONS FROM THE FINANCIAL CRISIS: CAUSES, CONSEQUENCES, AND OUR ECONOMIC FUTURE 199 (Robert W. Kolb ed., 2010) (מנתח את התפקיד שמילא האיגוח במשבר הפיננסי העולמי); TIMOTHY F. GEITHNER, FIN. STABILITY OVERSIGHT COUNSEL, ;

בנתק שהוא יוצר בין הבנק לבין ההלוואות שהוא מאגח באופן שמפחית את התמריץ של הבנק להקפיד מלכתחילה על הליכי חיתום נאותים של ההלוואות.³⁴ הטענה היא שהאיגוח מאפשר לבנק לנצל את פער המידע שבינו לבין המשקיעים באיגרות החוב המגובות בנכסים כדי לגלגל אל האחרונים את הסיכון שגלום בהלוואות שמגבות את איגרות החוב, בלי שהסיכון יתומחר במלואו. הקושי להעריך את הסיכון ולתמחרו מיוחס ליצירת נגזרות מורכבות של ניירות ערך מגובים בנכסים ("איגוח על איגוח"), שאי אפשר היה לשייך להן את הסיכון שגלום בנכסי הבסיס. ביטוי בולט להיעדר היכולת להעריך כראוי את הסיכון שגלום בעסקאות איגוח בעלות מבנים מורכבים ועסקאות איגוח הנוגעות לנכסי בסיס המאופיינים בסיכון אשראי מורכב אפשר למצוא בקריסה של שוק ניירות הערך המגובים במשכנתאות סאב-פריים בארצות הברית בשלהי שנת 2007, שהובילה למשבר הפיננסי העולמי.³⁵ אסימטריה במידע בין הבנקים לבין יתר השחקנים בשוק האיגוח עלולה לעורר בעיה של סיכון מוסרי (moral hazard).³⁶ בעיה זו מאפיינת מצבים שבהם מי שיוצר את הסיכון אינו נושא בהשלכות של הסיכון שיצר, אולם מפיק ממנו רווח.

במענה לביקורת זו וכלקח מהכשלים שהתגלו במשבר הפיננסי בשנת 2008, רשויות אסדרתיות ברחבי העולם אימצו כללים של שימור סיכון (risk retention), קרי, חיוב הבנקים להותיר בידיהם שיעור מוגדר מהסיכון שגלום בחבילת ההלוואות שהם מאגחים. חובת ההשתתפות בשיעור מסוים מהסיכון שגלום בהלוואות יוצרת לבנקים תמריץ להקפיד מלכתחילה על הליכי חיתום נאותים של ההלוואות שהם נותנים. כללי שימור הסיכון מבטיחים כי לבנק נותר אינטרס כלכלי בהלוואות המאוגחות ולכן שוללים את התמריץ שנוצר במצבים של סיכון מוסרי – ליטול סיכונים הגדולים מתוחלת הרווח שלהם. כללי שימור הסיכון בארצות הברית ובאירופה מטילים על הבנקים חובה להחזיק בלפחות 5% מהסיכון שגלום בהלוואות.³⁷

MACROECONOMIC EFFECTS OF RISK RETENTION REQUIREMENTS 10–14 (2011), <https://bit.ly/3IEkAQ3> (מתאר את התפקיד המרכזי שמילא האיגוח במשבר הפיננסי העולמי); Gary Gorton & Andrew Metrick, *Securitization*, in 2A THE HANDBOOK OF THE ECONOMICS OF FINANCE 1 (George Constantinides et al. eds., 2012) (טוענים כי איגרות חוב מגובות בנכסים ניצבו במרכז המשבר הפיננסי העולמי ומנתחים את הסיבות לכך).

34 לדוגמה, איגוח תיקי משכנתאות מאפשר לבנקים לא ליטול על עצמם את הסיכונים הגלומים במשכנתאות שיצרו, אלא להעבירם למחזיקי איגרות חוב המגובות בתזרים המזומנים הנובע מתיקי המשכנתאות. כפועל יוצא מכך, עם הצמיחה של השוק המשני למשכנתאות בארצות הברית, הגמישו הבנקים את הסטנדרטים למתן משכנתאות ללווים, כגון בדרך של ויתור על הדרישה להעמדת הון עצמי מצד הלווה. ראו Dov Solomon, *From the Great Depression to the Great Recession: On the Failures of Regulation in the Mortgage Market*, 42 J. LEGIS. 162, 176–179 (2016).

35 Kurt Eggert, *The Great Collapse: How Securitization Caused the Subprime Meltdown*, 41 CONN. L. REV. 1257 (2009) (טוען כי איגוח משכנתאות סאב-פריים ויצירת נגזרות מורכבות של ניירות ערך המגובים במשכנתאות סאב-פריים היו מהגורמים העיקריים למשבר).

36 Tom Baker, *On the Genealogy of Moral Hazard*, 75 TEX. L. REV. 237 (1996); CAROL A. HEIMER, *REACTIVE RISK AND RATIONAL ACTION, MANAGING MORAL HAZARD IN INSURANCE CONTRACTS* (1985).

37 ראו GEITHNER, *לעיל* ה"ש 33.

דו"ח הצוות הבין-משרדי לקידום האיגוח בישראל החמיר אף יותר והמליץ לקבוע חובת שימור סיכון בידי תאגידים בנקאיים שלא תפחת משיעור של 10%, ללא אפשרות לגדר את הסיכון או להעבירו לצדדים שלישיים.³⁸ דא עקא, כללי שימור סיכון מחמירים מדי עלולים לאיין את הכדאיות הכלכלית של האיגוח. לדעתנו, המדיניות המחמירה יותר בישראל ביחס לכללי שימור הסיכון שנקבעו בארצות הברית ובאירופה הושפעה מהחשש מביקורת ציבורית לאור הסנטימנט השלילי כלפי האיגוח. אולם הממצאים האמפיריים שנציג בפרק הבא של הרשימה על אודות שינוי המגמה בסנטימנט הציבורי משלילי לחיובי מצדיקים לשיטתנו בחינה מחדש של המדיניות המוצעת בישראל בנוגע לכללי שימור הסיכון.

זאת ועוד, כלקח מקשיי התמחור של עסקאות איגוח מורכבות שנחשפו במהלך המשבר הפיננסי העולמי, דו"ח הצוות הבין-משרדי לקידום האיגוח בישראל מסדיר עסקאות איגוח מסורתיות (plain vanilla) בלבד, ולא עסקאות מורכבות.³⁹ בהתאם לכך, ובדומה לאסדרה האמריקאית הרלוונטית ולמסגרת העבודה האסדרתית האירופית בנוגע לאיגוחים פשוטים, שקופים וסטנדרטיים (STS), גם רשות ניירות ערך בישראל יצרה מתווה לביצוע עסקאות איגוח שבהן מבנה העסקה, נכסי הבסיס, סיכוני האשראי והסיכונים הנוספים שגלומים בהן הם סטנדרטיים, פשוטים ושקופים.⁴⁰

הביקורת על מנגנון האיגוח לא חסכה את שבטתה גם מהתפקוד של החברות לדירוג אשראי והדגישה את המגבלות של מתודולוגיות הדירוג של מכשירים פיננסיים מורכבים שנוצרו בתהליך האיגוח.⁴¹ המשבר הפיננסי העולמי הציף על פני השטח את חוסר השקיפות של הליך הדירוג ואת התגובה המאוחרת של חברות הדירוג למאורעות שחייבו לעדכן את הדירוג כלפי מטה. יתרה מזו, מחקרים זיהו כשלים בעצמאות של חברות הדירוג והצביעו על עיוות במבנה התמריצים שלהן, המעורר חשש לניגוד עניינים.⁴² בעקבות הכשלים בתחום של דירוג האשראי שהתגלו במהלך המשבר נדרש הקונגרס האמריקאי בחודש יולי 2010 להסדיר את התחום במסגרת רפורמה פיננסית מקיפה – Dodd-Frank Act.⁴³ בישראל, כחלק מתהליך הפקת הלקחים מהמשבר העולמי, נחקק החוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע"ד – 2014.⁴⁴ לא זו אף זו, רשות ניירות ערך בישראל דורשת דירוג כפול של איגרות חוב מגובות בנכסים על ידי שתי חברות דירוג נפרדות, לאורך כל תקופת החיים של איגרות החוב.⁴⁵ דרישה

38 דוח הצוות לקידום האיגוח בישראל, לעיל ה"ש 29, בעמ' 27.

39 שם, בעמ' 7, 11, 26.

40 רשות ניירות ערך פיתוח שוק האיגוח – הנפקות ציבוריות של אגרות חוב מגובות בנכסים 4 <https://bit.ly/3rNM7Ij> (להלן: הנפקות ציבוריות של אגרות חוב מגובות בנכסים).

41 Joshua Coval, Jakub Jurek & Erik Stafford, *The Economics of Structured Finance*, 23 J. ECON. PERSP. 3 (2009).

42 Patrick Bolton, Xavier Freixas & Joel Shapiro, *The Credit Ratings Game*, 67 J. FIN. 85 (2012).

43 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, Title IX, Subtitle C, 124 Stat. 1376, 1872–1890 (2010).

44 חוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע"ד–2014, ס"ח 418.

45 הנפקות ציבוריות של אגרות חוב מגובות בנכסים, לעיל ה"ש 40, בעמ' 13.

זו נועדה להבטיח את יכולתם של המשקיעים להעריך את הסיכונים בנוגע ליכולת הפירעון של התאגיד הייעודי באופן טוב יותר, תוך מתן אפשרות לבחון מתודולוגיות דירוג שונות למכשיר פיננסי חדש זה.

הינה כי כן, לקחי המשבר הפיננסי בשנת 2008 הוטמעו היטב על ידי המאסדרים ברחבי העולם בתהליך האסדרה של שוקי האיגוח. לצד לקחים אלה, המשבר הפיננסי העולמי לימד אותנו גם על הפוטנציאל שגלום באיגוח ככלי מוניטרי נוח להפעלה, שהמדינה יכולה לעשות בו שימוש יעיל לצורך התמודדות עם משבר מקרו-כלכלי. דוגמה בולטת לכך היא תוכנית Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF), שהוכרזה לראשונה על ידי הממשל האמריקאי בנובמבר 2008.⁴⁶ התוכנית נועדה להמריץ את ספקי האשראי לתת הלוואות לעסקים קטנים ולצרכנים ובכך להתגבר על מחנק האשראי שנוצר בעקבות המשבר הפיננסי. במסגרת התוכנית העניק ה-Federal Reserve (להלן: הפד) הלוואות בסכום כולל של 200 מיליארד דולר לגופים שהנפיקו ניירות ערך המגובים בהלוואות שניתנו במהלך המשבר הפיננסי לעסקים קטנים,⁴⁷ משקי בית, סטודנטים ועוד. ההלוואות של הפד ניתנו על בסיס של "נון-ריקורס" (non-recourse),⁴⁸ כלומר, הן הובטחו על ידי שעבוד על ניירות הערך המגובים בנכסים ללא זכות חזרה ללווים.⁴⁹ באופן זה נטל על עצמו הפד את כל סיכוני האשראי שגלומים בנכסים המגבים, כך שהקצאת הסיכונים בין הצדדים לעסקה דומה למכירה של ניירות הערך המגובים בנכסים לפד. התוכנית שיפרה את הנזילות של הבנקים ואפשרה להם להגדיל במידה ניכרת את היקפי האשראי לעסקים קטנים ולמשקי בית, ובכך לסייע בחילוץ המשק האמריקאי מהמיתון שנוצר בעקבות המשבר הפיננסי. בסופו של יום, כל ההלוואות שנתן הפד במסגרת התוכנית נפרעו במלואן, והבטוחות על ניירות הערך המגובים בנכסים לא מומשו. התוכנית נחשבה להצלחה גדולה משום שהיא המריצה את שוק האשראי מבלי שהטילה על הממשל האמריקאי נטל כספי משמעותי. לאור הניסיון המוצלח בהפעלת התוכנית במשבר של 2008, הממשל האמריקאי הכריז ב-23 למרץ 2020 על חידוש תוכנית TALF בהיקף כספי של 100 מיליארד דולר לצורך התמודדות עם מחנק האשראי שנוצר בעקבות מגפת הקורונה.⁵⁰

46 Press Release, Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Reserve Announces the Creation of the Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) (Nov. 25, 2008), <https://bit.ly/3KDbgy1>

47 ההלוואות לעסקים קטנים ניתנו בערבות של הסוכנות הפדרלית לעסקים קטנים (Small Business Administration – SBA).

48 בהלוואה מסוג נון-ריקורס הלווה אינו נושא בחבות אישית לפירעון החוב, אלא ההלוואה מובטחת על ידי הנכס המשועבד בלבד. אם הלווה אינו פורע את חובו, המלווה רשאי לממש את הנכס המשמש כבטוחה, אך מנוע מלחזור ללווה ולתבוע ממנו את פירעון החוב אף אם שווי הנכס המשועבד אינו מספיק כדי לפרוע את מלוא החוב. ראו, Julia Kagan, *Non-Recourse Debt*, INVESTOPEDIA (May 13, 2020), <https://bit.ly/3rHNS9C>.

49 על הקצאת הסיכונים בין הצדדים להלוואות נון-ריקורס ראו דב סולומון "משכנתה ללא זכות חזרה ללווה (נון-ריקורס)" **מקרקעין** יד (4) 85, 92–97 (2015).

50 Press Release, Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Reserve Announces Extensive New Measures to Support the Economy (Mar. 23, 2020), <https://bit.ly/3nW5Vbl>.

הכלים העיקריים להתמודדות עם משבר מקרו-כלכלי הם מדיניות מוניטרית ומדיניות פискаלית. מדיניות פיסקלית היא מדיניות ההכנסות וההוצאות של הממשלה. במשבר הקורונה התאפיינו צעדי המדיניות הפיסקלית של המדינות החברות בארגון לשיתוף פעולה ולפיתוח כלכלי (OECD) בעיקר בדחיית תשלומי מס, סיוע ישיר ועקיף לעסקים קטנים ובינוניים, סבסוד שכר באופן שנועד לעודד המשך תעסוקה של עובדים, מענקי ביטחון סוציאלי וכדומה.⁵¹ לעומת זאת, מדיניות מוניטרית מנוהלת על ידי הבנק המרכזי ונועדה לשמר את היציבות הכלכלית על ידי הגדלה או הקטנה של כמות המזומנים במשק. במשבר הקורונה התאפיינה מדיניות מוניטרית של המדינות החברות ב-OECD בצעדים כגון הפחתת הריבית במשק, הזרמת אשראי באמצעות הלוואות זולות לספקי האשראי ורכישה של איגרות חוב ממשלתיות וקונצרניות.⁵²

לדעתנו, הקמת שוק איגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים בישראל תרחיב את ארסנל הכלים המוניטריים של המדינה להתמודדות עם משבר מקרו-כלכלי שיוצר מחנק אשראי. רכישה על ידי הבנק המרכזי של איגרות חוב המגובות בהלוואות הניתנות במהלך המשבר לעסקים קטנים ובינוניים תמריץ את השחקנים בשוק האשראי להוסיף ולתת הלוואות לעסקים, על אף הסיכון המוגבר בשל מגפת הקורונה. יישום מדיניות מוניטרית על ידי בנק ישראל של רכישת איגרות חוב המגובות בהלוואות לעסקים, לצד ערבות מדינה שניתנת להלוואות לעסקים קטנים ובינוניים, ייתנו מענה לרתיעה של הבנקים ממתן הלוואות לעסקים בעת משבר כלכלי ויובילו להגדלת היקף האשראי הבנקאי לעסקים קטנים ובינוניים. במשבר הנוכחי ביצע בנק ישראל רכישות מסיביות של איגרות חוב ממשלתיות וקונצרניות כחלק מהצעדים המוניטריים להתמודדות עם ההשלכות הכלכליות של מגפת הקורונה.⁵³ לו היה בישראל שוק איגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים, הבנק המרכזי היה יכול להרחיב את מגוון הכלים המוניטריים שבאמתחתו באמצעות רכישה של איגרות חוב המגובות בהלוואות לעסקים ובכך להקל על מחנק האשראי במשק.

ד. מחקר אמפירי: מופעי האיגוח בעיתונות הישראלית

לצורך בחינת הסנטימנט הציבורי כלפי יצירת שוק איגוח בישראל, אספנו באופן ידני מדגם של פרסומים בשלושת העיתונים הכלכליים המרכזיים בישראל (דה מרקר, כלכליסט וגלובס) בין השנים 2008 ל-2020. תקופה זו משתרעת מהמשבר הפיננסי העולמי, שעורר ביקורת נוקבת על השימוש באיגוח, ועד למשבר הקורונה. איתור הפרסומים נעשה באמצעות חיפוש במנוע

51 ראו חדוה קפלינסקי ועמי צדיק "התמודדות המשק מול משבר נגיף הקורונה בהשוואה למדינות המפותחות – סקירה מקרו כלכלית" הכנסת – מרכז מחקר ומידע 21–24 (7.4.2020) <https://bit.ly/3GZnQFt>.

52 שם, בעמ' 26–27.

53 עמרי מילמן "בנק ישראל ירכוש אג"ח ממשלתיות בהיקף של 50 מיליארד שקל" כלכליסט (23.3.2020) <https://bit.ly/3rOa2Hr>; עמירם ברקת "בנק ישראל בצעד דרמטי: מנמיך תחזיות ומשיק תוכנית רכישות אג"ח קונצרני של עד 15 מיליארד שקל" גלובס (6.7.2020) <https://bit.ly/3qZo364>.

חיפוש Google וכן באמצעות חיפוש פרטני באתר האינטרנט של כל אחד מהעיתונים הכלכליים שנבדקו.⁵⁴

בתקופה הרלוונטית נדגמו 156 פרסומים, מהם 52 בעיתון דה מרקר, 58 בעיתון כלכליסט ועוד 46 בעיתון גלובס. חלק מהפרסומים עסקו באיגוח בהקשר העולמי, וחלקם עסקו ביישום האיגוח וברפורמות לקידום שוק איגוח בהקשר הישראלי. שני סוגי הפרסומים, העולמי והמקומי, הובאו על ידינו בחשבון, שכן, לטעמנו, בהתחשב במאפיינים הגלובליים של התחום הפיננסי, הסנטימנט ביחס לקידום האיגוח בישראל קשור הדוק לסנטימנט הקיים בתקשורת בישראל ביחס לנושא האיגוח בהקשרו העולמי.

ככלל, מספר הכותבים בכל אחד מהעיתונים היה מגוון, דבר המלמד על שיקוף מגוון של דעות. בעיתון גלובס היה מספר הפרסומים הממוצע לכל כותב 1.18. בעיתון זה מספר המופעים הרב ביותר לכותב היה שלושה מופעים (שני כותבים). מתוך כלל הפרסומים סווגו 26 (56.5%) כהבעת דעה או ריאיון שבו נשאל המרואיין לדעתו, והיתר סווגו כידיעות מקומיות או ידיעות שתורגמו מהעיתונות הכלכלית העולמית.

בעיתון כלכליסט היה מספר הפרסומים הממוצע לכותב 1.75. נתון גבוה יחסית זה מושפע מכך שארבעה כותבים בעיתון פרסמו כל אחד בין 5 ל-9 ידיעות בנושא איגוח. מספר המופעים הגבוה ביותר היה של כותבת מדור שוק ההון בעיתון, רחלי בינדמן, שכתבה תשע ידיעות בנושא. מתוך הפרסומים בעיתון זה סווגו 22 פרסומים (38%) כהבעת דעה או ריאיון שבו נשאל המרואיין לדעתו, והיתר סווגו כידיעות מקומיות או מתורגמות.

בעיתון דה מרקר עמד ממוצע הפרסומים לכותב על 1.67, כאשר הכותב בעל מספר המופעים הרב ביותר היה כותב שוק ההון ערן אזרן (9 מופעים). גם במקרה זה הושפע השיעור הגבוה יחסית של פרסומים לכותב ממספר רב יחסית של פרסומים וידיעות שנכתבו על ידי כותבי שוק ההון בעיתון. 25 מהפרסומים (48%) בעיתון זה סווגו כטור דעה או ריאיון שבו המרואיין נשאל לדעתו על הנושא.

כמקובל במחקרים הבוחנים את הסנטימנט כלפי סוגיה פרטנית, הפרסומים סווגו על פי הסנטימנט שניתן לזהות בהם כלפי השימוש באיגוח – חיובי,⁵⁵ שלילי,⁵⁶ או ניטרלי.⁵⁷ כל תצפית (פרסום) נקראה לעומקה וסווגה על פי הערכה משולבת של הכותרת ותוכן הטקסט. תצפית סווגה כחיובית או שלילית אם הכותרת והטקסט זוהו כחיוביים או שליליים, בהתאמה. במקום שבו הכותרת סווגה חיובית והטקסט קיבל סיווג ניטרלי, או להיפך, סווגה התצפית כחיובית. בהתאם, הוענק סיווג שלילי לגבי תצפיות ששילבו אבחנה משולבת של כותרת ניטרלית וטקסט שלילי, או להיפך. לא אותרו תצפיות ששילבו כותרת שלילית עם טקסט חיובי

54 החיפוש כלל את מילות החיפוש "איגוח", "איגרות חוב מגובות משכנתאות", "איגרות חוב סאבפריים" וכן ואריאציות ושילובים של מילות חיפוש אלה עם מילות החיפוש "משבר פיננסי", "משבר סאבפריים" ו"הנפקה".

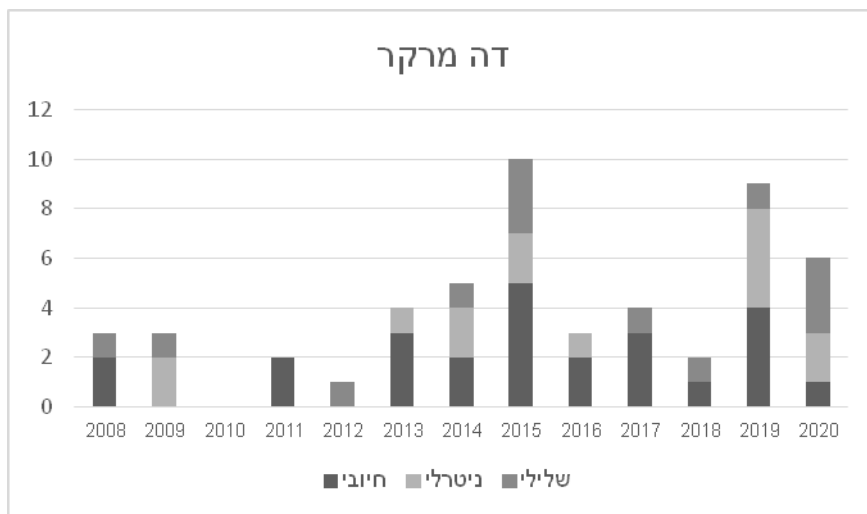
55 לדוגמה עמירם גיל "כחלון השאיר את ישראל בלי איגוח – והאשראי הצרכני מתייקר" דה מרקר <https://bit.ly/3KGDeBU> (10.4.2019).

56 לדוגמה שרון ביידר "פרדי מאק לא יוצאת מהבור: הפסידה ברבעון הרביעי 23.9 מיליארד ד'" גלובס <https://bit.ly/3GIaMhA> (11.3.2009).

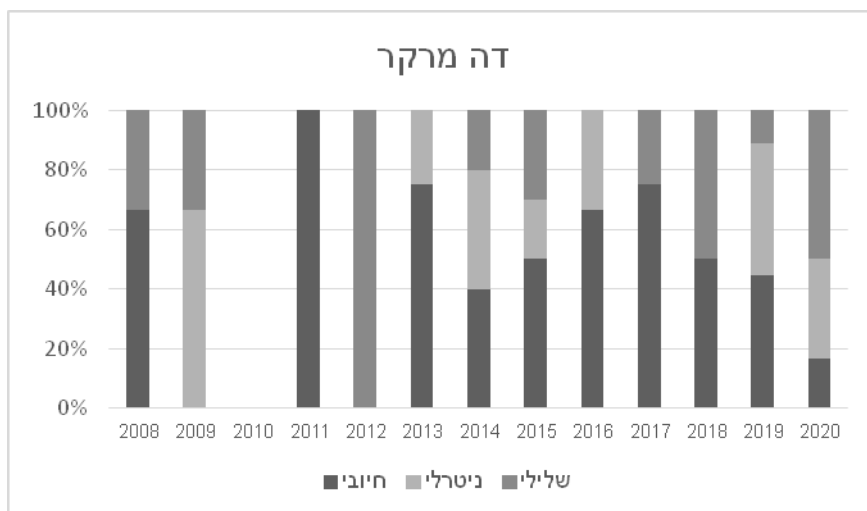
57 לדוגמה תומר ורון "נפח עסקאות האיגוח מתיק המשכנתאות לא יעלה על 6%" כלכליסט <https://bit.ly/3FVZYRH> (18.8.2014).

או כותרת חיובית עם טקסט שלילי. כל תצפית נבחנה וסווגה על סמך התרשמות של שני קוראים (אישה וגבר). לא נמצאו הבדלים בסיווגים של הקוראים. בחינה של מכלול הפרסומים בכל עיתון מלמדת כי העיתון דה מרקר מתאפיין בסנטימנט החיובי ביותר כלפי נושא האיגוח בהסתכלות על מכלול הפרסומים, כפי שניתן להיווכח מהנתונים בלוח 1.1 ובלוח 1.2. יחס הכתבות החיוביות לשליליות בדה מרקר הוא בערך 1:2 (13:25).

לוח 1.1 – מספר פרסומים בנושא איגוח בעיתון דה מרקר, לפי שנה וסנטימנט

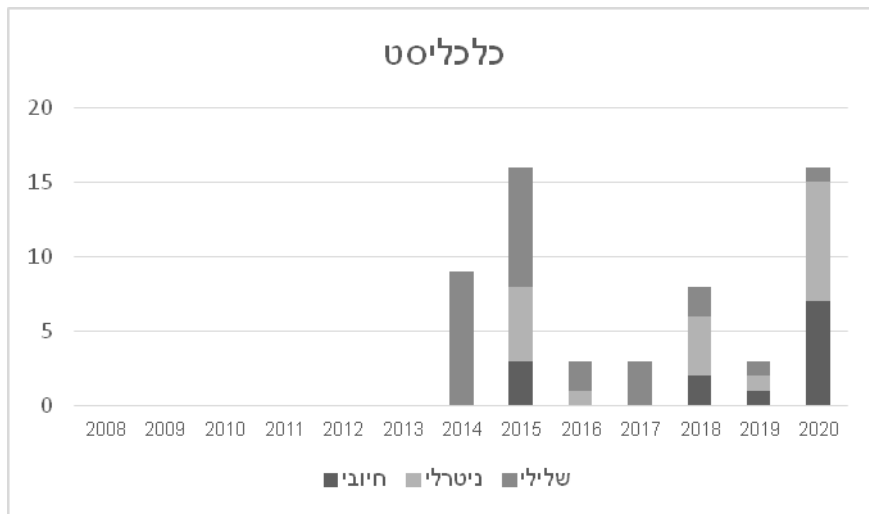


לוח 1.2 – פרסומים בנושא איגוח בעיתון דה מרקר, בחלוקה לאחוזים לפי סנטימנט

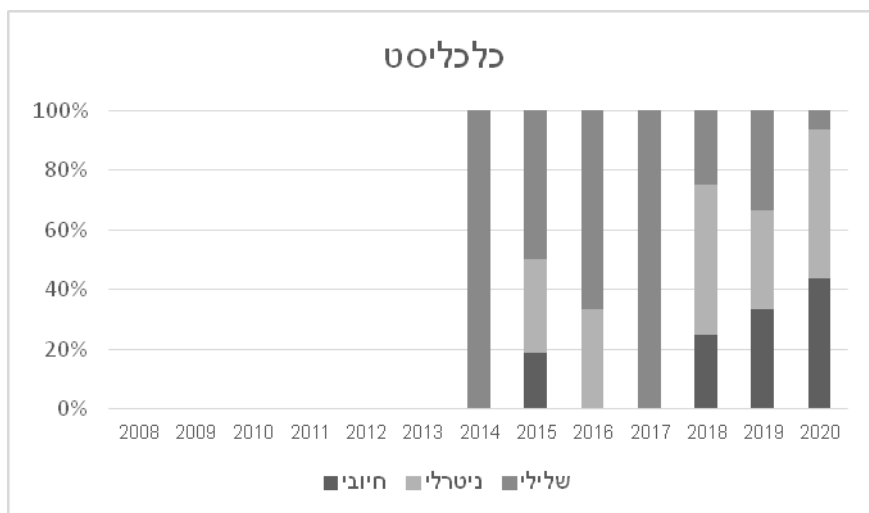


העיתון כלכליסט הוא הצעיר מבין שלושת העיתונים שנבדקו. הפרסומים בנושא האיגוח בכלכליסט מתחילים בשנה מאוחרת יותר בהשוואה לשני העיתונים האחרים, אך אף על פי כן, מספר הפרסומים בעיתון בנושא זה גבוה יותר בהשוואה לשני העיתונים האחרים. יחס הכתבות החיוביות לשליליות בכלכליסט הוא 2:1 (13:26), ולכן ניתן לומר כי הוא מתאפיין ביחס השלילי ביותר לאיגוח, כפי שעולה מלוחות 2.1 ו-2.2.

לוח 2.1 – מספר פרסומים בנושא איגוח בעיתון כלכליסט, לפי שנה וסנטימנט



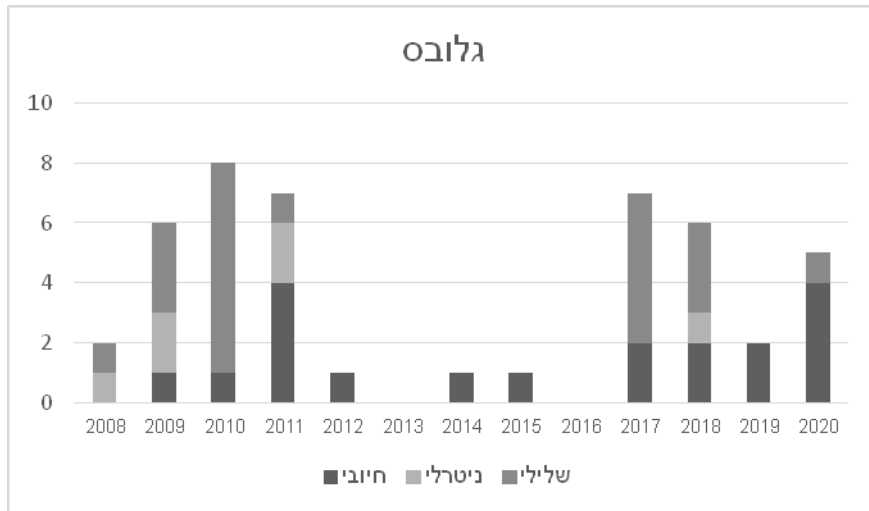
לוח 2.2 – פרסומים בנושא איגוח בעיתון כלכליסט, בחלוקה לאחוזים לפי סנטימנט



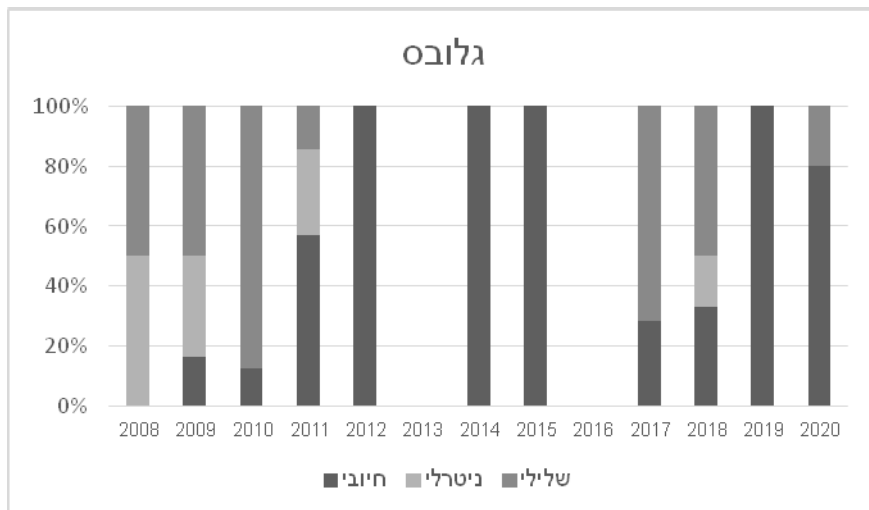
מחקרי רגולציה ה ממשבר האיגוח לאיגוח כמענה למשבר: לקראת שוק איגוח ציבורי בישראל

העיתון גלובס מתאפיין בגישה הניטרלית ביותר כלפי האיגוח מבין שלושת העיתונים שנבדקו. היחס של הכתבות החיוביות לשליליות בגלובס הוא כמעט מאוזן (19: 21), כפי שניתן להבחין מעיון בלוחות 3.1 ו-3.2.

לוח 3.1 – מספר פרסומים בנושא איגוח בעיתון גלובס, לפי שנה וסנטימנט



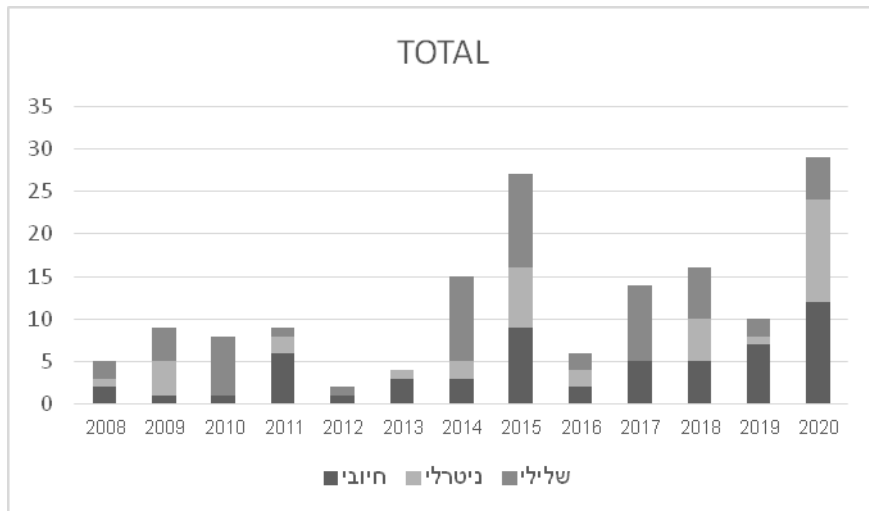
לוח 3.2 – פרסומים בנושא איגוח בעיתון גלובס, בחלוקה לאחוזים לפי סנטימנט



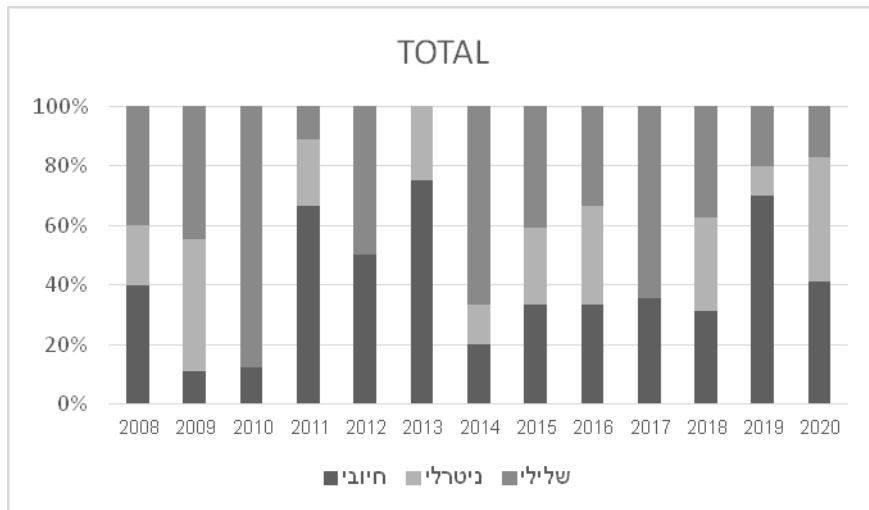
סיכום כלל הפרסומים בשלושת העיתונים הכלכליים בטווח השנים שנבדקו מגלה שוויון כמעט מלא בין מספר הפרסומים המתאפיינים בסנטימנט שלילי כלפי סוגיית האיגוח (60) לבין מספר

הפרסומים המתאפיינים בסנטימנט חיובי כלפי הסוגיה (57). הנתונים מוצגים בלוחות 4.1 ו- 4.2 להלן.

לוח 4.1 – מספר פרסומים בנושא איגוח בעיתונות הכלכלית, לפי שנה וסנטימנט



לוח 4.2 – פרסומים בנושא איגוח בעיתונות הכלכלית, בחלוקה לאחוזים לפי סנטימנט



עם זאת, בחינה של מגמת הפרסומים על פני ציר הזמן מלמדת כי שיעור הפרסומים המתאפיינים בסנטימנט שלילי היה גבוה יותר בתחילת התקופה הנבדקת ופחת לקראת סופה

של התקופה, ובהתאמה ניתן להצביע על שיעור נמוך של פרסומים המתאפיינים בסנטימנט חיובי בתחילת התקופה הנבדקת ועלייה בשיעור זה לקראת סופה של התקופה. שינוי המגמה בסנטימנט הציבורי כלפי האיגוח, כפי שהוא בא לידי ביטוי בסיקור התקשורת של הנושא, מוסבר לטעמנו, בין היתר, בבחינה האסדרתית המעמיקה של סוגיית האיגוח ובנכונות של המאסדרים בישראל לקדם את האיגוח תוך הטמעת סטנדרטים המשקפים את הניסיון הבין-לאומי שהצטבר בתחום בעשור האחרון. שינוי המגמה ניכר במיוחד במחצית השנייה של התקופה הנבדקת, לאחר פרסומו של דו"ח הצוות הבין-משרדי לקידום האיגוח בישראל בשנת 2015, וביתר שאת לאחר הכללת נושא האיגוח בתוכנית האסטרטגית של הרשות לניירות ערך בשנת 2018.

לנוכח שינוי הסנטימנט הציבורי ובהינתן היתרונות הגלומים באיגוח, אנו סבורים כי יש מקום לעיון במתווה האיגוח המוצע בישראל, דיון בו ועדכון שלו לקראת האפשרות לקדמו וליישמו בעת הזו. אי-השוויון הגובר בנגישות של עסקים קטנים ובינוניים לאשראי בעקבות משבר הקורונה מצדיק, לשיטתנו, אימוץ מודל איגוח רחב יותר, אשר יכול להתמודד עם הצורך לספק מגוון אפשרויות של אשראי עסקי לקבוצה גדולה יותר של עסקים שאינם נהנים ממגוון כזה כיום. ככל שהרשויות האסדרתיות בישראל חששו מאימוץ מודל איגוח רחב בשל סנטימנט ציבורי שלילי כלפי האיגוח, ממצאי המחקר האמפירי בפרק זה מעידים כי חשש זה אין לו בסיס ממשי כיום.

ה. לקראת אסדרת האיגוח בישראל: סיווג העסקה

בפרק ג סקרנו את המדיניות השמרנית והמצמצמת שאותה נקטו קובעי המדיניות והמאסדרים בהצעות לאסדרה של שוק האיגוח בישראל. לדוגמה, הצגנו את כללי שימור הסיכון המחמירים שהוצעו בישראל לעומת הכללים המקובלים בארצות הברית ובאירופה והמלצנו לבחון מחדש את המדיניות בעניין זה לאור השינוי בסנטימנט כלפי האיגוח.⁵⁸ בפרק זה נעמיק את הדיון בנדבך חשוב נוסף באסדרת האיגוח בישראל – הקריטריונים לסיווג העסקה כמכר – וגם בעניין זה נטען כי השינוי בסנטימנט הציבורי מאפשר לנקוט גישה מרחיבה יותר. סוגיה משפטית מרכזית שבה עוסקים דו"ח הצוות הבין-משרדי לקידום האיגוח בישראל ומסמך המדיניות בנושא שוק איגוח ציבורי שפרסמה לאחרונה רשות ניירות ערך היא סיווג עסקת האיגוח כעסקת מכר (true sale).⁵⁹ הקביעה באילו תנאים תסווג העסקה כמכר ניצבת במוקד הדיון המשפטי בשוקי האיגוח ברחבי העולם.⁶⁰ הן הצוות הבין-משרדי והן רשות

58 ראו לעיל הטקסט הסמוך לה"ש 37–38.

59 דוח הצוות לקידום האיגוח בישראל, לעיל ה"ש 29, בעמ' 20–22; הנפקות ציבוריות של אגרות חוב מגובות בנכסים, לעיל ה"ש 40, בעמ' 5–6.

60 מלומדים תיארו את האתגר המשפטי הכרוך בסיווגן של עסקאות איגוח כמכר באופן הבא: Peter V. Pantaleo et al., "Defining true sale is the holy grail of the securitization market", *Rethinking the Role of Recourse in the Sale of Financial Assets*, 52 BUS. LAW. 159, 161 (1996).

ניירות ערך מבקשים אפוא להסדיר את הקריטריונים לביצוען של עסקאות איגוח בדרך של מכר. אולם לטענתנו, הם אינם מזהים את מלוא המורכבות של שניים ממבחני הסיווג – מבחן זכות החזרה ומבחן המנגנון לקביעת התמורה – וכפועל יוצא מכך, אינם מיישמים אותם כראוי. אשר על כן, בפרק זה נציע ליישם את מבחני הסיווג האלה באופן שונה ההולם יותר את הקצאת הסיכויים והסיכונים בין הצדדים לעסקת האיגוח. יתרה מזו, מודל הסיווג המוצע על ידינו מרחיב את היקף עסקאות האיגוח הפוטנציאליות ומגוון ותורם לפיתוחו ולשכלולו של שוק האשראי.

אי-בהירות ביחס לסיווג של עסקת איגוח כמכר של נכסים מגבים מהיזם, יוצר הנכסים, לתאגיד ייעודי או, לחלופין, כנטילת הלוואה שלהבטחתה משעבד היזם את הנכסים לטובת התאגיד הייעודי מטילה צל משפטי כבד על הוודאות הנדרשת בעסקה. המורכבות של מלאכת הסיווג נגזרת מכך שמבחינה כלכלית, הן מכירת הנכסים המגבים והן שעבודם מיועדים להשיג תוצאה עסקית זהה: גיוס אשראי. אולם מנקודת מבט משפטית, יש חשיבות שאינה מבוטלת לסיווג, מפני שהוא נועד לשקף אינטרסים שונים שהמשפט שואף להשיג בקביעתן של קטגוריות נבדלות זו מזו למכר ולמשכון.

הסיווג של עסקת האיגוח כמכר של נכסים מגבים לתאגיד הייעודי מבטיח את בידודם של הנכסים מיתר נכסי היזם, כך שהם אינם עומדים לחלוקה לנושי היזם בעת חדלות פירעון של היזם. כפועל יוצא מסיווג זה, המשקיעים באיגרות החוב המגובות בנכסים אינם חשופים לסיכון חדלות הפירעון של היזם. קביעת הקריטריונים לסיווג העסקה כמכר נועדה אפוא ליצור ודאות משפטית לצדדים לעסקה ולשוק בכללותו. ואכן, רשות ניירות ערך דורשת כי לעסקת האיגוח תתלווה חוות דעת משפטית המנתחת את העסקה וקובעת ברמת ודאות גבוהה כי היא תיחשב לעסקת מכר (true sale opinion).⁶¹ בפסקאות הבאות ננתח באופן ביקורתי שניים מהמבחנים לסיווג העסקה שהוצעו על ידי הצוות הבין-משרדי לקידום האיגוח בישראל ורשות ניירות ערך: מבחן זכות החזרה ליזם ומבחן המנגנון לקביעת התמורה הכספית בעסקה.

1. מבחן זכות החזרה

בעסקת איגוח יזם ממחה לתאגיד ייעודי את זכויותיו החוזיות לקבל כספים מחייבים שונים. כאשר זכות חוזית מומחית בדרך של מכר, הממחה "יוצא מהתמונה" ואינו אחראי או ערב כלפי הנמחה לפירעון החוב על ידי החייב.⁶² ההלכה האמורה נלמדת מדיני המכר, אשר אינם רואים

61 **הנפקות ציבוריות של אגרות חוב מגובות בנכסים**, לעיל ה"ש 40, בעמ' 5-6. לדרישה כי עסקת האיגוח תלווה בחוות דעת משפטית על אודות סיווגה כמכר ראו Steven L. Schwarcz, *The Limits of Lawyering: Legal Opinions in Structured Finance*, 84 TEX. L. REV. 1 (2005); Dov Solomon, *The Rise of a Giant: Securitization and the Global Financial Crisis*, 49 AM. BUS. L.J. 859, 864 (2012); Tribar Opinion Comm., *Special Report by The Tribar Opinion Committee: Opinions in the Bankruptcy Context: Rating Agency, Structured Financing, and Chapter 11 Transactions*, 46 BUS. LAW. 717 (1991); Lois R. Lupica, *Asset Securitization: The Unsecured Creditor's Perspective*, 76 TEX. L. REV. 595, 641-643 (1998).

62 השופט ברק (כתוארו אז) הבהיר בע"א 348/79 **גולדמן ני מיכאלי**, פ"ד לה(4) 31, 42 (1981), כי "מקום שהמחאת זכות מהווה מכירת הזכות... הגישה המקובלת היא, כי אין הממחה המוכר ערב

במוכר אחראי למאורעות שהתרחשו לאחר המועד של מסירת הממכר לקונה.⁶³ לכן, בהמחאה זכות בדרך של מכר לא תהא לנמחה עילת תביעה נגד הממחה אם לאחר מועד ההמחאה החייב נקלע למצוקה פיננסית, וכתוצאה מכך לא ניתן לגבות ממנו את החוב. אם הנמחה לא הצליח להיפרע מן החייב הוא אינו רשאי לחזור ולתבוע מהממחה את פירעון הזכות שהומחאה. הינה כי כן, בהמחאה מכר לא מוקנית לנמחה זכות חזרה לממחה במקרה של אי-פירעון הזכות המומחית.⁶⁴

לעומת זאת, בעסקת משכון קובע חוק המשכון, התשכ"ז-1967 הסדר שונה בנושא זכות החזרה. משכון הוא טפל לחיוב העיקרי שאותו הוא נועד להבטיח.⁶⁵ סעיף 23 לחוק המשכון קובע כי "אין במתן המשכון כדי לגרוע מזכותו של הנושה לגבות את החיוב שלא על ידי מימוש, ואין במימוש המשכון כדי לגרוע מזכותו לגבות את יתרת החיוב שלא סולקה במימוש".⁶⁶ דהיינו, מהיותו של המשכון טפל לחיוב העיקרי, ולא תחליף לו, נובע כי מקבל

לביצוע החיוב על ידי החייב". כלל זה נוהג גם במשפט האמריקאי. השוו RESTATMENT (SECOND) OF CONTRACTS § 333(2) (1981). ראו גם שלום לרנר **המחאת חיובים** 319-320 (2002); מרים בן-פורת "המחאת חיובים (בעקבות ע"א 471/73) " **עיוני משפט** ד 671, 679-681 (1975); מרים בן-פורת **חוק המחאת חיובים, תשכ"ט-1969** 16-17 (חוברת עדכון, התשל"ז); מיגל דויטש **פרשנות הקודס האזרחי** כרך א 378 (2005).

63 סעיף 8(א) לחוק המכר קובע כי "מסירת הממכר תהא בהעמדת הממכר לרשות הקונה". מכאן שמועד המסירה לגבי ממכר מסוג זכות חוזית הוא בעת כריתתו של הסכם ההמחאה, הואיל ובאותה שעה עומדת הזכות לרשות הנמחה. ראו לרנר **המחאת חיובים**, לעיל ה"ש 62, בעמ' 149. למסקנה שונה הגיע השופט מצא בע"א 879/92 **מקור הנפקות וזכויות בע"מ ג' רוסמן**, פ"ד נ(1) 774, 785-786 (1996). בפסק הדין, שעסק בהמחאת מכר, התיר השופט מצא לנמחה לחזור על הממחה, כל עוד לא פרע החייב את חובו, כשהוא מסתמך על הלכה קודמת של בית המשפט העליון שעסקה בהמחאה שנועדה לפרוע חוב קודם שהנמחה נושה בממחה. לדעתנו, בכל הכבוד, הסתמכות זו אינה במקומה, משום שלעניין זכות החזרה יש להבחין בין המחאת מכר לבין המחאה שנועדה לפרוע את חובו של הממחה לנמחה. להבדל בין המחאה שנועדה לפרוע חוב קודם לבין המחאת מכר בנושא זכות החזרה ראו לרנר **המחאת חיובים**, לעיל ה"ש 62, בעמ' 316-320, 322. מרים בן-פורת "קיום חיוב על-דרך המחאה של חיוב אחר (או 'קיום על-תנאי') וחשיבות ההבחנה בין סוגי המחאות" **משפט ועסקים** ג 349, 359-361 (2005).

65 אם החיוב חדל להתקיים, אין למשכון זכות קיום, ולכן פירעון החיוב העיקרי מביא לפגיעת המשכון. ראו סעיף 15(א) לחוק המשכון.

66 ההלכה שלפיה מתן המשכון אינו שולל ממקבל המשכון את זכות התביעה האישית כנגד הממשון הייתה מקובלת עוד לפני חקיקתו של חוק המשכון. ראו סעיף 730 למג'לה; ע"א 442/65 **נהרי ג' מנהלי עזבון נהרי**, פ"ד כ(4) 453, 455 (1966) ("החוב אינו נבלע במשכנתה והוא ממשיך לשמור על צביונו הנפרד והעצמאי. במלים אחרות, יצירת משכנתה להבטחת חוב, אינה מגבילה את המלווה להיפרע רק מהנכס המשועבד; בידו, שמורה וקנויה הזכות לתבוע את החוב מאת הלווה עצמו ומאת יורשו ללא כל קשר עם המשכנתה. החיוב לפרוע את החוב ממשיך להתקיים כחיוב אישי המוטל על הלווה ועל יורשיו על-אף המשכנתה, וכל כולה של זו לא בא אלא כדי לשמש כשיעבוד IN REM לבטחון החוב ותו לא"). אולם ס' 43 להצעת חוק המשכון, התשע"ה-2015, ה"ח הממשלה 943, שעברה בקריאה ראשונה בכנסת, מבהיר כי הצדדים לעסקת משכון רשאים להתנות על ההסדר הכללי של חוק המשכון ולקבוע בהסכם המשכון כי למקבל המשכון לא תהיה זכות חזרה לממשון (non-recourse). מקבל משכון שיאמץ הסדר זה יוכל להיפרע את חובו באמצעות מימוש המשכון בלבד. אם סכום הכסף שיתקבל בהליך המימוש לא יספיק כדי לפרוע את מלוא החוב, הוא יהיה מנוע מלחזור לממשון ולתבוע ממנו לפרוע את יתרת החוב. ראו

המשכון רשאי לפעול בשתי דרכים לפירעון החוב: הראשונה, לממש את המשכון. השנייה, להגיש תביעה אישית נגד הממשכן לפירעון החוב כלפיו.⁶⁷ הבחירה בין שתי הדרכים לפירעון החוב מסורה בידי מקבל המשכון, ואין עליו חובה לפעול תחילה למימוש המשכון.⁶⁸ יתרה מזו, מקבל המשכון אינו מוגבל לדרך פעולה אחת. אם בחר תחילה לממש את המשכון, אולם סכום הכסף שהתקבל בהליך המימוש לא הספיק כדי לפרוע את מלוא החוב המובטח, מקבל המשכון רשאי לחזור לממשכן ולגבות ממנו את יתרת החוב.⁶⁹ הינה כי כן, על פי הסדר המשכון שאימץ המחוקק הישראלי, הממשכן כפוף לחיוב אישי לפרוע את חובו. לפיכך, בבוא מקבל המשכון להיפרע את החוב כלפיו אין הוא מוגבל לנכס הממושכן בלבד, אלא הוא רשאי, כנושה רגיל, להיפרע מכלל נכסיו הלא משועבדים של הממשכן ומהכנסתו העתידית על ידי הגשת תביעה אישית נגדו.⁷⁰ לשון אחר, חוק המשכון מקנה למקבל המשכון זכות חזרה לממשכן.

זכות חזרה לממשכן חלה גם כשהנכס הממושכן הוא זכות חוזית. מקבל המשכון רשאי לדרוש מהממשכן לפרוע את החוב העיקרי כלפיו או לחלופין לממש את המשכון, דהיינו לתבוע מהחייב על פי הזכות החוזית את פירעון הזכות המשמשת כבטוחה. אם מקבל המשכון תבע תחילה את החייב, אולם הגבייה לא צלחה או שהיא הניבה תקבולים בסכום הנמוך מגובה החוב המובטח, הוא רשאי לחזור ולתבוע מהממשכן לפרוע את יתרת החוב. מכאן אנו למדים שהסכם המחאה על דרך השעבוד חייב להקנות לנמחה זכות חזרה לממחה במקרה שהתקבולים שנגבו מהחייב אינם מספיקים כדי לפרוע את מלוא החוב העיקרי כלפי הנמחה.

סולומון, לעיל ה"ש 49, בעמ' 104–107. משכנתאות ללא זכות חזרה ללווה ניצבו בלב משבר הסאב-פריים, שפרץ בקיץ 2007 בארצות הברית. לניתוח ההשפעה של מודל המשכנתה ללא זכות חזרה ללווה על התפתחות המשבר ראו Dov Solomon & Odelia Minnes, *Non-Recourse, No Down Payment and the Mortgage Meltdown: Lessons from Undercapitalization*, 16 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 529 (2011).

67 גישה זו מקובלת גם בריסטייטמנט האמריקאי לגבי משכנתאות עם זכות חזרה ללווה (recourse). ראו RESTATEMENT (THIRD) OF PROP.: MORTGAGES § 8.2 (1997).

68 יהושע ויסמן **חוק המשכון, תשכ"ז–1967** (להלן: ויסמן **חוק המשכון**); יהושע ויסמן **דיני קניין – זכויות קדימה ופרקי משכון** 223–225 (2014). למשמעות הלכה זו בהקשר של משכון זכויות ראו לרנר **המחאת חיובים**, לעיל ה"ש 62, בעמ' 286–287, 321–322 (2002). למשמעות הלכה זו בהקשר של שטר שמושכן ראו שלום לרנר **דיני שטרות** 367–368 (מהדורה שנייה 2007). אולם ראו ריקרדו בן-אוליאל **דיני בנקאות: ערכות לטובת תאגיד בנקאי ומשכון של נכסים נדים וניירות ערך** 158–163 (2002), הסבור כי נושה שהוא בנק, שלטובתו רשום משכון להבטחת הלוואה שנתן ללווה, אינו רשאי לתבוע את הלווה בתביעה אישית בטרם מימש את המשכון. גישה זו אומנם עולה בקנה אחד עם הגישה המקובלת במדינות אחדות בארצות הברית, ובראשן קליפורניה, אשר אימצו כלל של "one-action", המחייב את מקבל המשכון לממש תחילה את המשכון לפני הגשת תביעה אישית כנגד הממשכן. ראו CAL. CODE CIV. PROC. § 726(a); RESTATEMENT (THIRD) OF PROP.: MORTGAGES 580–581 (1997); 2 MICHAEL T. MADISON ET AL., *THE LAW OF REAL ESTATE FINANCING* §§ 12:62–12:68 (rev. ed. 2015). אולם היא מנוגדת להוראתו של סעיף 23 לחוק המשכון הישראלי.

69 ויסמן **חוק המשכון**, לעיל ה"ש 68, בעמ' 382.

70 השו' 506(a) (2006) U.S.C. § 11.

השונות המתוארת לעיל בין המחאת מכר לבין המחאת שעבוד בנוגע לאפשרות לחזור ולתבוע את הממחה משמשת אבן בוחן לסיווג העסקה של המחאת הזכויות מהיזם לתאגיד הייעודי. הקריטריון של זכות החזרה מאפשר לבחון אם הסכם האיגוח עולה בקנה אחד עם מאפייניו של הסכם מכר או עם מאפייניו של הסכם משכון.⁷¹ המחאת הזכויות החוזיות של היזם כלפי חייבים שונים בדרך של מכר מאופיינת בכך שהיזם "יוצא מהתמונה", והתאגיד הייעודי אינו רשאי לחזור ולתבוע את היזם כאשר הגבייה מהחייבים לא נשאה פרי. על כן, אם הסכם האיגוח שנכרת בין היזם לבין התאגיד הייעודי שולל את קיומה של זכות חזרה במקרה של אי-פירעון הזכויות המומחות, יש לסווג את העסקה כהמחאת מכר.⁷² לעומת זאת, זכות חוזית שמושכנה אינה מהווה כאמור מקור פירעון בלעדי לחוב המובטח על ידה, ומקבל המשכון על הזכות רשאי להגיש תביעה רגילה נגד הממשכן לפירעון החוב כלפיו. לפיכך, הסכם איגוח המתיר לתאגיד הייעודי לחזור ולתבוע את היזם כאשר הזכויות שהומחו לו לא נפרעו על ידי החייבים עשוי ללמד על כך שמדובר בהסכם הלוואה, שלהבטחתה שועבדו הזכויות החוזיות של היזם כלפי חייבים שונים לטובת התאגיד הייעודי.⁷³

מבחן זכות החזרה מבוסס על הקצאת הסיכונים בעסקת האיגוח בין היזם לבין התאגיד הייעודי. אם הסכם האיגוח חוסם בפני התאגיד הייעודי את האפשרות לחזור ולתבוע את היזם כאשר הנכסים המגבים אינם נפרעים על ידי החייבים, הרי שהוא מטיל את הסיכון של ירידה בערכם של הנכסים על שכמו של התאגיד הייעודי. הסיכון שאותו נושא התאגיד הייעודי במקרה זה מאפיין את הסיכון שאותו נושא קונה החשוף לסיכון של ירידה בערכו של הממכר לאחר שנקבע מחירו בחוזה המכר. הקצאת הסיכונים בהסכם איגוח השולל את קיומה של זכות חזרה אמורה אפוא להוביל להחלתם של דיני המכר על העסקה ולסיווגה כהמחאת מכר. לעומת זאת, אם הסכם האיגוח מתיר לתאגיד הייעודי לחזור ולתבוע את היזם כאשר הגבייה מהחייבים לא עלתה יפה, הרי שמבחינה מהותית היזם הוא הנושא בסיכון של ירידה בערכם של הנכסים המגבים, ולא התאגיד הייעודי. בניגוד למצבו של קונה, החשוף לסיכון שגלום בנכס הנמכר, מקבל משכון אינו נושא בהכרח בסיכון של ירידה בערכו של הנכס הממושכן, שהרי עומדת לזכותו התביעה האישית נגד הממשכן. לפיכך, כאשר התאגיד הייעודי נהנה מזכות חזרה ליזם

71 Gilmore רואה בקריטריון של זכות החזרה מבחן מכריע לסיווג העסקה כמכר או כמשכון. ראו 2 GRANT GILMORE, SECURITY INTERESTS IN PERSONAL PROPERTY 1230 (1965)

72 Bear v. Coben (*In re Golden Plan of California, Inc.*), 829 F.2d 705, 709 (9th Cir. 1986) השוו לע"א 3966/01 יהושע TBWA פרסום ושיווק בע"מ נ' בון מארט מילניום בע"מ (בפירוק), פ"ד נז(4) 952, 959 (2003). השופט דורנר הניחה בפסק דינה שהנמחה לא היה רשאי לחזור על הממחה ולכן סיווגה את העסקה שנדונה לפנייה כהמחאת מכר. אנו מסכימים כמובן עם הקביעה של השופט כי הסכם המחאה השולל את קיומה של זכות חזרה לממחה יסווג כהמחאת מכר. אולם, בכל הכבוד, איננו מקבלים את הניתוח העובדתי בפסק הדין. המחאה שנדונה בפסק הדין היא המחאה על דרך השעבוד שנועדה לשמש כבטוחה לפירעון שיקים שמסר הממחה לנמחה. לדעתנו, בעובדות המקרה הנמחה רשאי היה לחזור על המחאה, אם לא הצליח לגבות מן החייב. לביקורת על פסק הדין בהקשר זה, ראו גם מרים בן-פורת "שאלות משפטיות בתחום המחאת חיובים" הפרקליט מח 377, 386–388, 389–394 (2006).

73 השוו להמ' (מחוזי ת"א) 9738/87 (ת"א 3113/86) פרינר בע"מ (בכינוס נכסים) נ' בנק לאומי לישראל בע"מ (נבו 1989.28.7).

וכתוצאה מכך הוא אינו נוטל על עצמו את הסיכון של ירידה בערכם של הנכסים המגבים, מבחינה משפטית יש לראות אותו כבעל משכון על הנכסים המגבים. מערכת הדינים שמתאימה להקצאת הסיכונים האמורה היא דיני המשכון, ועסקת האיגוח תסוג כנטילת הלוואה, שלהבטחה שועבדו הנכסים המגבים לטובת התאגיד הייעודי.

דו"ח הצוות הבין-משרדי לקידום האיגוח בישראל מאמץ את מבחן זכות החזרה לצורך סיווג עסקת האיגוח. הדו"ח כולל נוסח מוצע של הצעת חוק הסדרת עסקאות איגוח, הקובעת בסעיף 4(א) כי: "עסקת איגוח תחשב לכל דבר ועניין כעסקת מכר של הנכסים המגבים, ובלבד שהתקיימו תנאים אלה... (5) לתאגיד הייעודי אין זכות לקבל מהיזם תשלום נוסף, אם ערך הזכויות המומחות ירד מסכום התמורה שנקבעה".⁷⁴ זאת ועוד, מסמך המדיניות של רשות ניירות ערך בנושא שוק איגוח ציבורי קובע כי כדי לבסס את המסקנה שעסקת האיגוח תסוג כעסקת מכר, על חוות הדעת המשפטית הנלווית לעסקה לבחון "האם לתאגיד הייעודי אין זכות לקבל תשלום נוסף מהיזם אם ערך הנכסים המגבים ירד".⁷⁵

הצוות הבין-משרדי לקידום האיגוח בישראל ורשות ניירות ערך מיישמים את מבחן זכות החזרה בצורתו הבינרית גרידא. אם הסכם האיגוח שולל מהתאגיד הייעודי את זכות החזרה לזים במקרה של ירידה בשוויים של הנכסים המגבים, ברי כי הסיכון הכרוך בעסקה עבר לתאגיד הייעודי, ולכן העסקה תסוג כמכר. מנגד, אם התאגיד הייעודי רשאי לחזור לזים ולתבוע את יתרת הסכום, היזם מוסיף לשאת בסיכונים הכרוכים בנכסים המגבים, ולכן לכאורה יש לסווג את העסקה כהלוואה המובטחת במשכון. אומנם הפסיקה ראתה בקיומה של זכות חזרה בהסכם המחאה קריטריון לסיווג העסקה כהמחאה על דרך השעבוד,⁷⁶ אולם קביעה קטגורית זו דורשת עיון נוסף. אכן, שלילתה של זכות החזרה בהסכם ההמחאה מחייבת את המסקנה שמדובר בהמחאת מכר, ולא בהמחאת שעבוד, הואיל והסכם המחאה שהוא עסקת משכון חייב להקנות לנמחה זכות חזרה לממחה. אולם לשיטתנו, עצם קיומה של זכות חזרה בהסכם ההמחאה אינו מחייב בהכרח את המסקנה הנגדית, שלפיה יש לסווג את העסקה כהמחאה בדרך של שעבוד.⁷⁷ כפי שנבהיר להלן, בתנאים מסוימים גם הסכם של המחאת מכר עשוי להקנות לנמחה זכות חזרה לממחה כאשר הזכות המומחית אינה נפרעת על ידי החייב. אשר על כן, לצורך סיווג העסקה יש לבחון את מאפייניה של זכות החזרה שנקבעה בהסכם ההמחאה הנדון לפנינו.

לדעתנו, זכות חזרה המהווה מעין אחריות של היזם לטיבם של הנכסים המגבים אינה מונעת את הסיווג של עסקת האיגוח כהמחאת מכר.⁷⁸ אומנם הסכם מכר מאופיין בכך שלאחר

74 דוח הצוות לקידום האיגוח בישראל, לעיל ה"ש 29, בעמ' 66–67.

75 הנפקות ציבוריות של אגרות חוב מגובות בנכסים, לעיל ה"ש 40, בעמ' 6.

76 עניין מנדלמן, לעיל ה"ש 73.

77 במשפט האנגלי ראו [1992] Lloyds & Scottish Finance Ltd v. Cyril Lord Carpets Sales Ltd, BCLC 609, 616 (H.L. 1979); ROY GOODE, LEGAL PROBLEMS OF CREDIT AND SECURITY 90–91 (3rd ed. 2003).

78 ראו Pantaleo et al., לעיל ה"ש 60, בעמ' 163. הטענה שעצם קיומה של זכות חזרה בהסכם האיגוח אינו שולל בהכרח את סיווג העסקה כהמחאת מכר התקבלה גם בפסק דין קנדי. ראו Metropolitan Toronto Police Widows and Orphans Fund v. Telus Communications Inc.

קבלת הממכר מוטלים הסיכונים הגלומים בו על שכמו של הקונה, ולכן האפשרות הניתנת לתאגיד הייעודי לחזור ולתבוע את היזם כשערכם של הנכסים המגבים ירד אינה הולמת, לכאורה, את המאפיינים של מכר. אולם, כשזכות החזרה מהווה מעין אחריות של היזם לטיבם של הנכסים המגבים, היקף החשיפה של היזם לסיכון תלוי באיכותם של הנכסים שאיגח, ובכך הוא משקף את רכיבי הסיכון שבהם עשוי לשאת המוכר בעסקת מכר טיפוסית.⁷⁹ יזם רשאי ליטול על עצמו אחריות לטיבם של הנכסים המגבים כשם שמוכר מיטלטלין עשוי ליטול על עצמו אחריות חוזית לטיבו של הממכר.⁸⁰ מוכרים נוהגים להציע אחריות לפעולתו התקינה של הממכר, או לאי-התהוותם של פגמים בו, למשך פרק זמן מסוים או עד להשלמת ביצועה של כמות עבודה מסוימת.⁸¹ לדוגמה, מוכר מקררים המתחייב לכך שהמקרר לא יחליד במשך עשר שנים, או מוכר מכונות המתחייב לתקן כל קלקול שיתגלה במכונת בעשרת אלפים הקילומטרים הראשונים של הנסיעה בה. לדעתנו, לא ניתן להצביע על הבדל מהותי בין התחייבותו של מוכר מיטלטלין להחליף מוצר שנפגם במשך תקופת האחריות – התחייבות שאינה מונעת את סיווג העסקה כמכר – לבין התחייבותו של יזם להקנות לתאגיד הייעודי זכות חזרה, דהיינו, התחייבות להחליף נכסים מגבים פגומים או לרכשם בחזרה.⁸² באופן דומה, זכותו של הקונה לחזור על המוכר מוכרת גם בעסקה של ניכיון שטרות ואינה שוללת את סיווג העסקה כמכר. בעסקה של ניכיון שטרות נוטל על עצמו המוכר, כמסב החתום על השטר, התחייבות לפרוע את השטר לקונה אם לא יצליח האחרון להיפרע מהמושך או העושה.⁸³ הינה כי כן, עצם קיומה של זכות חזרה בהסכם האיגוח אינו שולל בהכרח את סיווג העסקה כמכר.

Telus Communications (2003) 30 B.L.R. (3d) 288 §§ 41–50 (Ont. Sup. Ct.), [2003] O.J. No. 128 (להלן: עניין *Telus Communications*). ערכאת הערעור אימצה את הקביעה של הערכאה הראשונה לעניין זכות החזרה. ראו *Metropolitan Toronto Police Widows and Orphans Fund v. Telus Communications Inc.* (2005) B.L.R. (4th) 251, 75 O.R. (3d) 784, 12 C.B.R. (5th) 251 § 42 (Ont. C.A.).

79 ראו *Major's Furniture Mart, Inc. v. Castle Credit Corp.*, 449 F. Supp. 538, 543 (E.D. Pa. 1978) ("Guaranties of quality alone, or even guarantees of collectibility alone, might be consistent with a true sale").

80 השופט ברק (כתוארו אז) הדגיש בפסק דינו בעניין **גולדמן**, לעיל ה"ש 62, בעמ' 43, כי "אין כל דבר אשר ימנע מהממחה המוכר מליטול על עצמו ערבות לקיום חיובי החייב... כמו כן, אין כל דבר אשר ימנע מהממחה המוכר מליטול על עצמו חבות עצמאית משלו לביצוע החיובים, המוטלים על החייב". ראו גם **לרנר המחאת חיובים**, לעיל ה"ש 62, בעמ' 287–288; בן-פורת, לעיל ה"ש 64, בעמ' 355–356. גישה זו מקובלת גם במשפט האמריקאי. ראו 4 ARTHUR LINTON CORBIN, CORBIN ON CONTRACTS: A COMPREHENSIVE TREATISE ON THE WORKING RULES OF CONTRACT LAW 625 (1951).

81 ראו זמיר, לעיל ה"ש 12, בעמ' 243.

82 לדמיון בין זכות חזרה המהווה מעין אחריות הממחה לטיבן של הזכויות המומחות לבין אחריות של מוכר מיטלטלין לטיבו של המוצר שסיפק ראו *Minh Van Ngo, Getting the Question Right on Floating Liens and Securitized Assets*, 19 YALE J. ON REG. 85, 161–162 (2002).

83 סעיף 55(ב) לפקודת השטרות, נ"ח התשי"ז 12. ראו **לרנר דיני שטרות**, לעיל ה"ש 68, בעמ' 370. בפסק דין שעסק בהיסב של שיקים על ידי נפרע, סיווגה השופטת קרת-מאיר את העסקה שנדונה לפניו כמשכון שיקים, ולא כניכיונם, לאור העובדה שהנסב היה רשאי לחזור ולתבוע את הנפרע

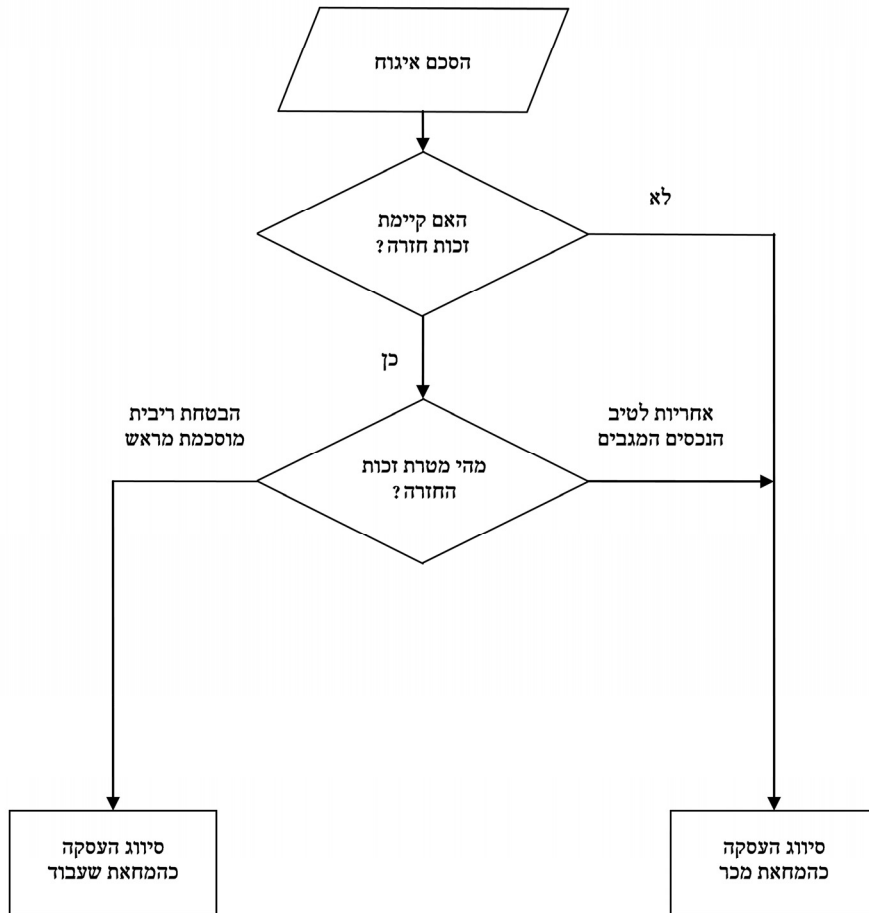
מנגד, זכות חזרה שנועדה להבטיח לתאגיד הייעודי תשואה מוסכמת מראש על השקעתו מעידה על קיומה של הלוואה שהנכסים המגבים משמשים לה כבטוחה.⁸⁴ העובדה שהסכום שלו זכאי התאגיד הייעודי בעקבות עסקת האיגוח אינו תלוי בביצועיהם של הנכסים המגבים, במועדי הפירעון שלהם או בשיעור הריבית עליהם מלמדת שהנכסים לא נמכרו לתאגיד הייעודי ועברו לבעלותו, אלא מושכנו לטובתו.⁸⁵ במקרה זה היקף התקבולים של התאגיד הייעודי נגזר מתביעתו האישית נגד הממשכן-יזם לקבלת סכום השקעתו בתוספת ריבית מוסכמת מראש, ואינו מושפע מתזרים המזומנים הנובע מהנכסים המגבים. אשר על כן, יש לסווג את עסקת האיגוח כנטילת הלוואה שלהבטחתה שועברו הנכסים המגבים לטובת התאגיד הייעודי. לאור ניתוח המאפיינים השונים של זכות החזרה, יישומו של קריטריון זה לצורך סיווגן של עסקאות איגוח אמור לכלול תהליך סיווג דו-שלבי. בשלב הראשון יש לבחון אם הסכם האיגוח מאפשר לתאגיד הייעודי לחזור ולתבוע את היזם כאשר ערכם של הנכסים המגבים ירד. אם התשובה לכך שלילית, יש לסווג את העסקה כמכר, ולא כהלוואה המובטחת במשכון, הואיל ומודל המשכון הישראלי מאפשר למקבל המשכון לחזור על הממשכן.⁸⁶ לעומת זאת, אם הסכם האיגוח מקנה לתאגיד הייעודי זכות חזרה ליזם, יש לעבור לשלב השני בתהליך הסיווג ולבחון את מאפייניה של זכות החזרה שנקבעה בהסכם. כאשר זכות החזרה מהווה מעין אחריות של היזם לטיבם של הנכסים המגבים, אין בה כדי למנוע את סיווגה של עסקת האיגוח כמכר. מנגד, כשזכות החזרה נועדה להבטיח לתאגיד הייעודי תשואה מוסכמת מראש על השקעתו ללא תלות בנכסים המגבים, יש לסווג את עסקת האיגוח כנטילת הלוואה המובטחת בשעבוד של הנכסים לטובת התאגיד הייעודי.

אם לא הצליח להיפרע מהמושך. ראו בש"א (מחוזי ת"א) 22130/04 יורו דיסקונט בע"מ נ' כונס נכסי ג.א. צומן בע"מ (נבו 13.5.2005). בכל הכבוד, ההסתמכות על מבחן זכות החזרה לצורך ההבחנה בין משכון שטרות לניכיון היא בעייתית, מאחר שגם בעסקה של ניכיון שטרות, אף שמדובר בעסקת מכר, מוקנית לנסב זכות חזרה לנפרע מכוח חתימתו של הנפרע על השטר כמסב. ראו 84 Ables v. Major Funding Corp. (*In re* Major Funding Corp.), 82 B.R. 443, 448 (Bankr. S.D. Tex. 1987) (זכות חזרה שנועדה להבטיח לנמחה החזר של סכום השקעתו בתוספת ריבית מוסכמת מראש, ללא תלות בשיעור הריבית שנושאות הזכויות החוזיות המומחות, מלמדת שמדובר בנטילת הלוואה, שלהבטחתה שועברו הזכויות כלפי החייבים לטובת הנמחה).

85 בפסק הדין Hatoff v. Lemons & Associates, Inc. (*In re* Lemons & Associates, Inc.), 67 B.R. 198, 209-210 (Bankr. D. Nev. 1986), נדונה עסקה של המחאת זכויות מכוח הסכמי הלוואות המובטחות במשכנתה. בית המשפט נקט גישה פורמליסטית וסיווג את העסקה כמכר בהתאם ללשון שאותה נקטו הצדדים בהסכם ההמחאה ובמסמכים הנלווים לו. זאת על אף שהממחה היה ערב כלפי הנמחה לקבלת תשואה מוסכמת מראש על השקעתו, שאינה תלויה בזרם התשלומים המתקבל בפועל מהחייבים על פי הסכמי הלוואות שהומחו. כמו כן, שיעור הריבית שהובטח לנמחה היה גבוה יותר משיעור הריבית על הלוואות המומחות. בכל הכבוד, זכות החזרה במקרה זה מעידה על קיומה של הלוואה שהזכויות המומחות משמשות לה כבטוחה, ולכן מחייבת לשיטתנו את הסיווג כהמחאת שעבוד.

86 ראו סעיף 23 לחוק המשכון.

תרשים 1: מבחן זכות החזרה



אכן, בעסקאות איגוח מקובל ליישם תצורות שונות של הסכמי זכות חזרה בין הצדדים לעסקה. לדוגמה, היזם עשוי לערוך להצלחת הגבייה ולהתחייב לפרוע לתאגיד הייעודי את הנכסים המגבים שמכר לו ולא נפרעו על ידי החייבים. לחלופין, ניתן לקבוע בהסכם האיגוח כי היזם ירכוש בחזרה מהתאגיד הייעודי נכסים מגבים שלא נפרעו או שיחליפם בנכסים אחרים. דרך מקובלת נוספת ליצירת מנגנון של זכות חזרה היא באמצעות החזקת חלק מסוים מהתמורה הכספית של היזם עבור איגוח נכסיו כעתודה (reserve) להפסדים של התאגיד הייעודי. סכום הכסף הנשמר כעתודה אמור לכסות הפסדים שנגרמים לתאגיד הייעודי בשל נכסים מגבים שאינם נפרעים על ידי החייבים. בעסקת איגוח שבה נעשה שימוש במנגנון זה של זכות חזרה,

היזם זכאי לקבל את סכום הכסף שנשמר כעתודה להפסדים רק לאחר שהתאגיד הייעודי מצליח להיפרע מהחייבים.⁸⁷

לשיטתנו, הקצאה יעילה של הסיכונים הכרוכים בעסקת האיגוח אמורה לתמוך ביצירתה של זכות חזרה המהווה מעין אחריות של היזם לטיבם של הנכסים המגבים. הנחה זו מבוססת על פער המידע שקיים בין היזם לבין התאגיד הייעודי בנוגע להערכת הסיכון שגלום בנכסים המגבים. הואיל וברשות היזם מצוי מידע איכותי לגבי טיבם של הנכסים המגבים שיצר, יכולתו להעריך את רכיב הסיכון הגלום בנכסים גבוהה. לעומתו, התאגיד הייעודי והמשקיעים באיגרות החוב המגובות בנכסים שהנפיק מצויים בעמדת נחיתות מבחינת היכולת להעריך את איכותם של הנכסים המגבים ולכן הם נוטים להניח שגלום בהם רכיב סיכון גדול יותר מזה שמעריך היזם.⁸⁸ ההכרה של המודל המוצע על ידינו בעסקת איגוח המסווגת כמכר, על אף שהיא כוללת זכות חזרה ליזם, מאפשרת לגורם בעל המידע הטוב ביותר לגבי איכותם של הנכסים המגבים, קרי, היזם, ליטול על עצמו אחריות לטיבם של הנכסים.

לנוכח הבעיה של מידע אסימטרי, הנשיאה של היזם בסיכון הגלום בנכסים המגבים מקדמת את ההקצאה היעילה של הסיכונים הכרוכים בעסקת האיגוח. הסכם איגוח הכולל זכות חזרה חושף את היזם לסיכון התלוי באיכותם של הנכסים המגבים. הואיל והמידע המדויק ביותר לגבי איכותם של הנכסים המגבים מצוי ברשות היזם, נכונותו ליטול על עצמו אחריות לטיבם של הנכסים מאותתת לשוק ההון כי נכסיו הם בדרגת איכות גבוהה.⁸⁹ זאת ועוד, העובדה שהיזם נושא בסיכון הגלום בנכסים המגבים באמצעות מנגנון של זכות חזרה מעלה את ערכם של הנכסים וכפועל יוצא מכך מאפשרת ליזם להשיג תמורה כספית גבוהה יותר עבור הנכסים.⁹⁰ עם זאת, ההתחייבות להקנות לתאגיד הייעודי זכות חזרה במקרה של ירידה בערכם של הנכסים המגבים כרוכה מבחינת היזם בעלויות כספיות. אולם לאור פער המידע שקיים בין היזם לבין התאגיד הייעודי בנוגע להערכת הסיכון שגלום בנכסים המגבים, העלות שבה נושא היזם מכוח התחייבותו לאפשר זכות חזרה נמוכה יותר מהתועלת שמפיק התאגיד הייעודי מהתחייבות זו. לפיכך, התמורה הכספית שהתאגיד הייעודי יהיה מוכן להוסיף למחיר העסקה

87 Robert D. Aicher & William J. Fellerhoff, *Characterization of a Transfer of Receivables as a Sale or a Secured Loan Upon Bankruptcy of the Transferor*, 65 AM. BANKR. L.J. 181, 186-188 (1991). לעיתים צדדים לעסקת איגוח עושים שימוש במנגנונים שונים של זכות חזרה באותה העסקה. ראו לדוגמה 602 F.2d 538, 540 (3d Cir. 1979) (Major's Furniture Mart v. Castle Credit Corp.) (התחייבות של היזם לרכוש בחזרה מהתאגיד הייעודי נכסים מגבים שחל פיגור של למעלה משישים ימים בפירעונם. נוסף על כך, כ-10% מהתמורה הכספית של היזם עבור איגוח נכסיו נשמרו כעתודה להפסדים של התאגיד הייעודי). ראו גם עניין *Telus Communications* (2003), לעיל ה"ש 78 (התחייבות של היזם להחליף נכסים מגבים שלא נפרעו על ידי החייבים בנכסים אחרים. זאת ועוד, כ-5% מהתמורה הכספית של היזם עבור איגוח נכסיו נשמרו כעתודה להפסדים של התאגיד הייעודי).

88 Aicher & Fellerhoff, לעיל ה"ש 87, בעמ' 209-210.

89 Ngo, לעיל ה"ש 82, בעמ' 160-161.

90 1 TAMAR FRANKEL, *SECURITIZATION – STRUCTURED FINANCING, FINANCIAL ASSETS POOLS, AND ASSET-BACKED SECURITIES* 138 (supp. 1999).

עבור הכללתו של סעיף זכות חזרה בהסכם האיגוח גדולה מהעלות הכספית שכרוכה בסעיף זה מבחינת היזם.⁹¹

נבהיר את עמדתנו בעזרת הדוגמה המספרית הבאה: נניח שהיזם מעוניין לבצע עסקת איגוח, שבמסגרתה הוא ימכור חבילה של נכסים מגבים בשווי של מאה מיליון ש"ח. ליזם יש יכולת טובה להעריך את טיבם של הנכסים המגבים שיצר והוא אומד את רכיב הסיכון הגלום בנכסים בשיעור של 2% משוויים. לעומת זאת, היכולת של התאגיד הייעודי להעריך את איכותם של הנכסים המגבים היא פחותה, ולכן הוא מניח שגלום בהם רכיב סיכון גדול יותר מזה שמעריך היזם. נניח שהתאגיד הייעודי מוכן לשלם עבור הנכסים המגבים רק 95% משוויים. לחלופין, התאגיד הייעודי יהיה מוכן לשלם את השווי המלא (100%) של הנכסים המגבים אם היזם יתחייב לשאת בסיכון הגלום בנכסים באמצעות הוספת סעיף של זכות חזרה להסכם האיגוח. השימוש במנגנון של זכות חזרה מאפשר ליזם להשיג מחיר גבוה יותר עבור הנכסים המגבים (תוספת של חמישה מיליון ש"ח למחיר העסקה), זאת בתמורה לנשיאה בסיכון כספי המוערך על ידו כנמוך יותר מהתוספת למחיר העסקה (סיכון של שני מיליון ש"ח).⁹² הדוגמה שהצגנו ממחישה כי הקצאה יעילה של הסיכונים הכרוכים בעסקת האיגוח תומכת בכך שהגורם בעל המידע הטוב ביותר לגבי איכותם של הנכסים המגבים הוא שיישא בסיכון הגלום בהם.⁹³ הינה כי כן, ההכרה של מודל הסיווג המוצע באפשרות של היזם ליטול על עצמו אחריות לטיבם של הנכסים המגבים באמצעות מנגנון של זכות חזרה, שאינו מונע את סיווג עסקת האיגוח כמכר, מרחיבה את היקף העסקאות הפוטנציאליות ומגוונן, תורמת לפיתוחו של שוק האשראי ומקדמת את היעילות הכלכלית.

2. מבחן המנגנון לקביעת התמורה

הצוות הבין-משרדי לקידום האיגוח בישראל ורשות ניירות ערך מאמצים מבחן נוסף לסיווג עסקת האיגוח, המבוסס על מנגנון קביעת התמורה הכספית בעסקה. בדו"ח הצוות הבין-משרדי נקבע כי על מנת שעסקת האיגוח תיחשב כעסקת מכר, עליה לקיים סממנים המעידים על העברות בעלות בנכסים המגבים, ביניהם: "התמורה בגין המחאת הנכסים המגבים הנה קבועה, אינה ניתנת לשינוי לאורך חיי העסקה... כדי לשקף מצב שבו מרבית הסיכונים הגלומים בנכסים המגבים מועברים ל-SPE [תאגיד ייעודי – ד"ס וע"ב], מאחר שמדובר במכר, מוצע לקבוע כי לא ניתן להתאים את גובה התמורה, עם הזמן, לערך הנוכחי של הנכסים המגבים".⁹⁴ באופן

91 ראו Thomas E. Plank, *The True Sale of Loans and the Role of Recourse*, 14 GEO. MASON U. L. REV. 287, 305 (1991).

92 התאורמה של Coase מלמדת אותנו כי בעולם נטול עלויות עסקה (או שעלויות העסקה בו נמוכות), יש לצפות שפרטים יקשרו ביניהם חוזים "יעילים", דהיינו, כל צד יהיה מוכן לקנות מחברו כל נטל שהוא קל לעצמו יותר מאשר לחברו ולמכור לחברו כל טובת הנאה המיטיבה עם חברו יותר מאשר עימו. הקצאה אופטימלית זו תושג על ידי מערכת המחירים, וללא כל התערבות מנבחה. ראו: R.H. Coase, *The Problem of Social Cost*, 3 J.L. & ECON. 1 (1960).

93 השור Pantaleo et al., לעיל ה"ש 60, בעמ' 189–191.

94 דוח הצוות לקידום האיגוח בישראל, לעיל ה"ש 29, בעמ' 21.

דומה, מסמך המדיניות של רשות ניירות ערך בנושא שוק איגוח ציבורי קובע כי כדי לבסס את המסקנה שעסקת האיגוח תיחשב עסקת מכר, על חוות הדעת המשפטית הנלווית לעסקה לבחון "האם התמורה בגין המחאת הנכסים המגבים היא קבועה, אינה ניתנת לשינוי לאורך חיי העסקה ומשקפת את שווי הנכסים המגבים".⁹⁵

האופן שבו קובעים הצדדים לעסקת האיגוח את מחירם של הנכסים המגבים משמש אבן בוחן לסיווג העסקה, משום שהוא מאפשר לבחון אם הסכם האיגוח עולה בקנה אחד עם מאפייניו של הסכם מכר או עם מאפייניו של הסכם הלוואה ומשכון. הקביעה בהסכם האיגוח של מחיר קצוב לנכסים המגבים, שאינו ניתן לשינוי לאורך חיי העסקה, משתלבת בתנאיו של הסכם מכר ולכן היא תומכת בסיווג העסקה כהמחאה בדרך של מכר של זכויות היזם כלפי חייבים שונים לתאגיד הייעודי.⁹⁶ מנגד, הסכם איגוח הקובע מנגנון המאפשר לצדדים להתאים את מחירם של הנכסים המגבים באופן רטרואקטיבי עשוי ללמד על קיומה של הלוואה שהנכסים המגבים משמשים לה כבטוחה.⁹⁷

ודוקן, גם מבחן סיווג זה מבוסס על אופן הקצאת הסיכונים והסיכויים הגלומים בעסקת האיגוח. הסכם איגוח הקובע מחיר קצוב לנכסים המגבים חושף את התאגיד הייעודי לסיכונים ולסיכויים הנובעים מתנודות בערכם של הנכסים, כפי שקונה מושפע משינויים אפשריים בערכו של הממכר לאחר שנקבע מחירו בחוזה המכר.⁹⁸ אשר על כן, הקצאת הסיכונים והסיכויים האמורה בין הצדדים לעסקת האיגוח צריכה להביא להחלתם של דיני המכר על העסקה ולסיווגה כהמחאת מכר. לעומת זאת, הסכם איגוח הקובע מנגנון התאמה רטרואקטיבי של מחיר העסקה מחסן את התאגיד הייעודי מפני השפעתן של תנודות אפשריות בערכם של הנכסים המגבים. חסינות זו מאפיינת את מצבו של מקבל משכון, אשר אינו מושפע בהכרח משינויים בערכו של הנכס הממושכן. הוא אינו נהנה מהסיכוי של עלייה בערכו של המשכון, שהרי הנאתו מהנכס הממושכן מוגבלת לשווי החיוב העיקרי כלפיו. הוא גם אינו חשוף בהכרח לסיכון של ירידה בערכו של המשכון, שהרי עומדת לזכותו התביעה האישית נגד הממשכן.⁹⁹ לפיכך, אם הסכם האיגוח מותיר את הסיכונים והסיכויים הנובעים מתנודות אפשריות בערכם של הנכסים המגבים על שכמו של היזם, יש להחיל את דיני המשכון על הקצאת הסיכונים

95 הנפקות ציבוריות של אגרות חוב מגובות בנכסים, לעיל ה"ש 40, בעמ' 5.

96 Steven L. Schwarcz, *The Parts Are Greater than the Whole: How Securitization of Divisible Interests Can Revolutionize Structured Finance and Open the Capital Markets to Middle-Market Companies*, 1993 COLUM. BUS. L. REV. 139, 147 (1993).

97 Iacobucci & Winter, לעיל ה"ש 9, בעמ' 166.

98 דניאל פרידמן ונילי כהן חוזים כרך א 301 (1991); זמיר, לעיל ה"ש 12, בעמ' 413; שלום לרנר "על ההבחנה בין המחאה גמורה להמחאה בדרך של שעבוד" משפטים יב 281, 287 (1982); שלום לרנר "הפיחות במעמדה של הבעלות באספקלריה של מועד העברת הבעלות במכר מיטלטלין" מחקרי משפט ה 82, ה"ש 50 (1986).

99 סניף 23 לחוק המשכון. ראו גם Ngo, לעיל ה"ש 82, בעמ' 156.

והסיכויים האמורה.¹⁰⁰ במקרה זה, עסקת האיגוח תסווג אפוא כנטילת הלוואה שלהבטחתה שועבדו הנכסים המגבים לטובת התאגיד הייעודי.

אומנם קביעת מחיר קצוב לנכסים המגבים עולה בקנה אחד עם הקצאת הסיכונים והסיכויים המקובלת בעסקת מכר ולכן היא מהווה קריטריון לסיווגה של עסקת האיגוח כהמחאת מכר. אולם, המסקנה הנגדית, שלפיה השימוש במנגנון המאפשר לקבוע את מחירם של הנכסים המגבים באופן רטרואקטיבי מחייב את סיווגה של עסקת האיגוח כהמחאת שעבוד, דורשת עיון נוסף. לשיטתנו, עצם השימוש במנגנון המאפשר לקבוע את מחיר הממכר בעתיד אינו שולל בהכרח את סיווג העסקה כמכר.¹⁰¹ בתנאים מסוימים, גם הסכם של המחאת מכר עשוי לאפשר לצדדים לקבוע את מחירן של הזכויות המומחות באופן רטרואקטיבי. אשר על כן, לצורך סיווג העסקה יש לבחון את המאפיינים של מנגנון התאמת המחיר שיצרו הצדדים בהסכם האיגוח.

כדי להבהיר את עמדתנו, שלפיה השימוש במנגנון התאמה רטרואקטיבי של מחיר העסקה אינו שולל בהכרח את סיווג העסקה כהמחאת מכר, נדגיש תחילה את הזיקה הקיימת בין השימוש במנגנון זה לבין השימוש בסעיף של זכות חזרה בהסכם האיגוח.¹⁰² האפשרות להתאים את התמורה בגין הנכסים המגבים לתנודות בשוויים מקנה, למעשה, לתאגיד הייעודי זכות חזרה ליזם במקרה של ירידה בערך הנכסים. נמחיש זאת באמצעות הדוגמה הבאה: התמורה הכספית שיזם מקבל עבור איגוח זכויות החוזיות כלפי חייבים שונים מגלמת שיעור ניכיון המשקף את היקף הגבייה הצפוי מהחייבים. נניח שבפועל, היקף הפירעון של הזכויות שהומחו היה נמוך מההערכות המוקדמות שעל פיהן חושב שיעור הניכיון בעסקה והגיע לכדי 90% מהיקף הגבייה הצפוי. עתה נבחן את ההשלכות שיש במקרה זה לשימוש בסעיף של זכות חזרה בהסכם האיגוח, ולחלופין, לשימוש במנגנון התאמה רטרואקטיבי של מחיר העסקה לתוצאות הגבייה בפועל. אם הסכם האיגוח כולל סעיף של זכות חזרה, הרי שהתאגיד הייעודי זכאי לקבל מהיזם בגין הזכויות החוזיות שלא נפרעו על ידי החייבים סכום השווה ל-10% מהתמורה הכספית ששולמה בעסקת האיגוח. לחלופין, אם הצדדים קבעו בהסכם האיגוח מנגנון המאפשר להתאים את מחירן של הזכויות המומחות לתוצאות הגבייה בפועל, נגיע לתוצאה דומה, שלפיה היזם יחזיר לתאגיד הייעודי סכום השווה ל-10% מהתמורה הכספית

100 השו"ר Major's Furniture Mart, Inc. v. Castle Credit Corp., 449 F. Supp. 538, 543 (E.D. Pa. 1978), *aff'd*, 602 F. 2d 538, 545 (3d Cir. 1979) (עסקת המחאה של זכויות חוזיות סווגה כנטילת הלוואה המובטחת בשעבוד של הזכויות החוזיות לטובת הנמחה, מאחר שהקצאת הסיכונים שנקבעה בהסכם המחאה הטילה את הסיכונים הכרוכים בעסקה על שכמו של הממחה); בש"א (מחוזי י-ם) 8039/04 א. ברקן ושות' בע"מ נ' בנק לאומי לישראל בע"מ (נבו) 3.5.2005 (סיווג עסקה כהמחאה על דרך השעבוד בשל העובדה שהממחה נושא בסיכון של ירידה בערכה של הזכות המומחית); לרנר המחאת חיובים, לעיל ה"ש 62, בעמ' 290.

101 לחוזי מכר שבהם יוצרים הצדדים מנגנונים מגוונים לקביעת המחיר בעתיד ראו זמיר, לעיל ה"ש 12, בעמ' 415–425. השימוש במנגנונים אלה מקובל ביותר גם בעסקאות מיזוגים ורכישות, שבהן מבקשים יזמים להבטיח תמורה מסוימת בהינתן השגת מטרות פיננסיות מסוימות. מנגנונים חוזיים אלה מכונים Earnout clauses, ואין בקיומם כדי לשלול את קיומה של עסקת מכר אמיתית.

102 לפירוט התצורות השונות של הסכמי זכות חזרה שבהם נוהגים להשתמש הצדדים לעסקת איגוח, ראו לעיל הטקסט הסמוך לה"ש 87.

ששולמה בעבור הזכויות שהומחו. ראינו, אם כן, כי מבחינת התוצאה הכלכלית קיימת זיקה ברורה בין השימוש בסעיף של זכות חזרה לבין השימוש במנגנון המאפשר לקבוע את מחיר העסקה באופן רטרואקטיבי.¹⁰³ אשר על כן, יש הרואים במנגנון התאמת המחיר של הנכסים המגבים סוג מסוים של זכות חזרה.¹⁰⁴

לפיכך, דרך הניתוח שיישמנו לעיל ביחס לזכות החזרה הולמת גם את מנגנון התאמת התמורה הכספית בעסקה. ניתן להצביע על קווי הדמיון בין השימוש במנגנון להתאמת התמורה לערך הנוכחי של הנכסים המגבים לבין השימוש בזכות חזרה המהווה אחריות לטיבם של הנכסים. שניהם חושפים את היזם לסיכון תלוי באיכות הנכסים המגבים, ובכך הם משקפים את רכיבי הסיכון שעשוי ליטול על עצמו מוכר בעסקת מכר טיפוסית. כשם שזכות חזרה המהווה אחריות לטיבם של הנכסים המגבים אינה שוללת בהכרח את סיווג העסקה כמכר, כך גם האפשרות להתאים את התמורה עבור הנכסים לערכם הנוכחי עשויה להשתלב בתנאי של הסכם מכר. מנגד, השימוש במנגנון הצמדה של מחיר העסקה למדד פיננסי מסוים, כגון ריבית הפריים, מקביל, לשיטתנו, לשימוש בזכות חזרה שאינה תלויה בביצועי הנכסים המגבים, ולכן אינו עולה בקנה אחד עם המאפיינים של עסקת מכר. כשהסכם האיגוח קובע מנגנון הצמדה של מחיר העסקה לריבית הפריים, העובדה שהתשואה שמפיק התאגיד הייעודי מהעסקה אינה תלויה במישרין בביצועים של הנכסים המגבים, אלא מושפעת מהתנודות בשער הריבית על הלוואות, מעידה על קיומה של הלוואה שהנכסים המגבים משמשים לה כבטוחה.¹⁰⁵ אשר על כן, אנו מציעים ליישם גם את מבחן המנגנון לקביעת התמורה הכספית בעסקת האיגוח באמצעות מודל סיווג דו-שלבי. בשלב הראשון יש לבחון אם הסכם האיגוח קובע

103 במצב ההפוך, כאשר היקף הגבייה מהנכסים המגבים עולה על ההערכות המוקדמות שעל פיהן חושב שיעור הניכיון בעסקה, ניתן להצביע על הזיקה הקיימת בין השימוש במנגנון ההתאמה הרטרואקטיבי של מחיר העסקה לתוצאות הגבייה בפועל לבין שאלת הזכאות לעודפי גבייה. במקרה זה האפשרות להתאים את מחירם של הנכסים המגבים לתוצאות הגבייה בפועל מקנה, למעשה, ליזם את עודפי הגבייה, מאחר שתוספת המחיר הרטרואקטיבית שהתאגיד הייעודי יידרש לשלם ליזם אמורה לגלם את עודפי הגבייה. ראו Ngo, לעיל ה"ש 82, בעמ' 158. לשימוש בקריטריון הזכאות לעודפי גבייה כמבחן לסיווג עסקת האיגוח כמכר או כהלוואה המובטחת במשכון ראו דב סולומון "מעמד הנושים בעסקת איגוח – שאלה של סיווג" **מחקרי משפט** כה 361, 417–419 (2009).

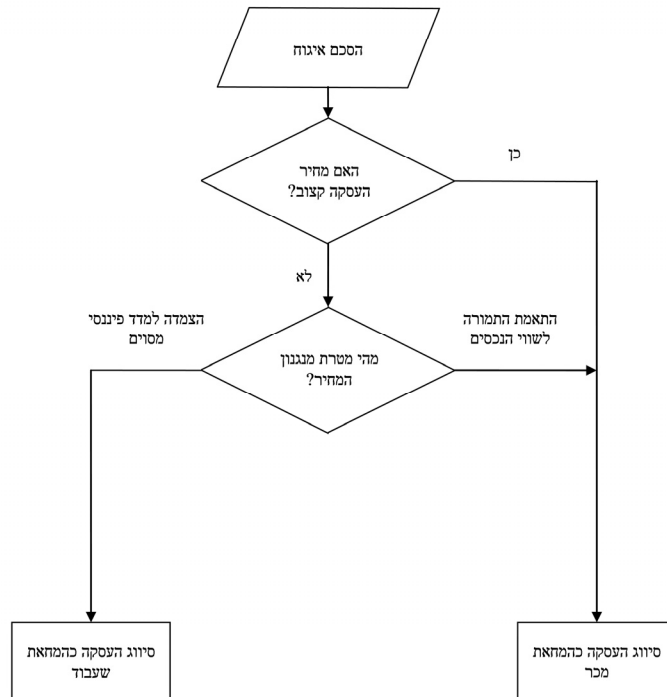
104 ראו Robert Stark, *Viewing the LTV Steel ABS Opinion in its Proper Context*, 27 J. CORP. L. *Structured Financing Techniques*; 211, 218 (2002), לעיל ה"ש 25, בעמ' 543–544.

105 בניגוד למדדים פיננסיים כגון ריבית הפריים, המנותקים לחלוטין מערכם של הנכסים המגבים, הצמדה של מחיר העסקה לשיעור האינפלציה אינה מנתקת את הקשר בין התשואה שמפיק התאגיד הייעודי מעסקת האיגוח לבין הנכסים המגבים. השיעור האינפלציוני מגלם את עלות ההחזקה לאורך זמן של הנכסים המגבים, ולכן הצמדת מחירם של הנכסים לשיעור האינפלציוני נועדה לשמור על ערך הכסף. הואיל ושיעור האינפלציה משפיע במישרין על ערכם של הנכסים המגבים, הרי שההצמדה לשיעור האינפלציה אינה נחשבת להצמדה למדד פיננסי המנותק מהנכסים. אשר על כן, קביעת מנגנון הצמדה לשיעור האינפלציה בהסכם האיגוח אינה שוללת את סיווג העסקה כהמחאת מכר. ראו Ngo, לעיל ה"ש 82, בעמ' 164–165. בהקשר זה יש לציין שמנגנון הצמדת תשלומים לרמת המחירים הכללית במשק הוא מכשיר מקובל מאוד בחווי מכר של נכסים מוחשיים, ואין בו כדי לקרוא תיגר על סיווג העסקאות כמכר.

מחיר קצוב לנכסים המגבים שאינו משתנה בהתאם לתנודות בערכם. אם התשובה לכך חיובית, יש לסווג את עסקת האיגוח כמכר. הטעם לכך הוא שקביעת מחיר קצוב לנכסים המגבים, החושפת את התאגיד הייעודי לסיכונים ולסיכויים הנובעים מתנודות בערכם, הולמת את מאפייניו של הסכם מכר. לעומת זאת, אם היזם והתאגיד הייעודי יצרו בהסכם האיגוח מנגנון רטרואקטיבי להתאמת התמורה עבור הנכסים המגבים, יש לעבור לשלב השני בתהליך הסיווג ולבחון את מאפייניו של המנגנון שנקבע בהסכם. הסכם איגוח המאפשר להתאים את התמורה הכספית עבור הנכסים המגבים לערכם הנוכחי עשוי לעלות בקנה אחד עם המאפיינים של הסכם מכר ולכן הוא אינו שולל את סיווג העסקה כמכר. מנגד, הסכם איגוח העושה שימוש במנגנון הצמדה של מחיר העסקה למדד פיננסי המנותק מערכם של הנכסים המגבים מצביע על כך שעסקת האיגוח היא נטילת הלוואה המובטחת בשעבוד של הנכסים לטובת התאגיד הייעודי.

הינה כי כן, מודל הסיווג המוצע על ידינו, המאפשר בתנאים מסוימים לסווג כמכר גם עסקת איגוח הכוללת מנגנון רטרואקטיבי להתאמת התמורה, הולם יותר את הקצאת הסיכונים בין הצדדים לעסקת האיגוח, מרחיב את היקף העסקאות הפוטנציאליות ומגוונן וכפועל יוצא מכך תורם לפיתוחו ולשכלולו של שוק האשראי.

תרשים 2: מבחן המנגנון לקביעת התמורה



ו. סיכום

הדיון האסדרתי והציבורי סביב הקמת שוק איגוח בישראל מתקיים כבר יותר משני עשורים. תמורות בשוקים הפיננסיים בעולם הביאו לנסיגה זמנית מהיוזמה לקידומו של שוק איגוח בישראל לנוכח הצורך להפיק לקחים מהניסיון שהצטבר בתחום זה, במיוחד בארצות הברית. עם זאת, בחלוף יותר מעשור מאז המשבר הפיננסי בשנת 2008, לאחר שהנושא נבחן על ידי ועדה בין-משרדית בישראל וזכה גם לתמיכה מרשות ניירות ערך ולנוכח מחנק האשראי שממנו סובלים מגזרים חשובים של המשק הישראלי בעקבות ההשלכות הכלכליות של מגפת הקורונה, הגיעה העת לקדם את שוק האיגוח.

ברשימה זו הצבענו על הצורך והחשיבות המיוחדת בקידומו של שוק איגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים. איגוח של הלוואות בתחום זה יסייע להגדיל את היצע האשראי לעסקים וזמינותו ויוזיל את עלותו. קשה להפריז בחשיבות מטרות אלה בתקופה שבה עסקים קטנים ובינוניים, שהם עמוד השדרה של המשק, נאנקים תחת מצוקת אשראי חריפה ומופלים לרעה בקבלת אשראי ובתנאי האשראי שמוצעים על ידי הבנקים, נותני האשראי המרכזיים במשק. יתרה מזו, האיגוח כאשראי חוץ-בנקאי יצמצם את הריכוזיות בתחום האשראי לעסקים קטנים ובינוניים בישראל, שנשלט כיום על ידי התאגידים הבנקאיים. הקמת שוק האיגוח תאפשר לשתף שחקנים נוספים, כגון גופים מוסדיים וציבור המשקיעים בשוק ההון, במתן אשראי לעסקים קטנים ובינוניים.

בהינתן כי היוזמה הקונקרטית לקידומו של שוק איגוח היא יוזמת הוועדה הבין-משרדית שדנה בסוגיה זו, הנתמכת גם על ידי הצעת הרשות לניירות ערך, אנו סבורים שיש מקום לעיון בשני קריטריונים מרכזיים המוצעים ביוזמות אלה ביחס לסיווג עסקת האיגוח כעסקת מכר של נכסים מגבים. אימוץ מבחן נוקשה ומצמצם של זכות החזרה למוכר הנכסים המגבים וכן אימוץ מבחן השולל כל מנגנון המאפשר התייחסות לשינויים עתידיים בתמחור הנכס ישללו את האפשרות ליצור עסקאות מכר אמיתי, הכוללות תמריצים יעילים לכל הצדדים המעורבים, ויצמצמו, שלא לצורך, את היכולת של דורשי אשראי ליהנות ממכשיר האיגוח. רשימה זו מציעה אפוא מבחנים המכירים בניואנסים נוספים של עסקאות מכר אמיתי.

בחלוף יותר מעשור מהמשבר הפיננסי של 2008, נצברו בעולם ובישראל ניסיון אסדרתי רב ובשלות בשוק ההון לכינונו של שוק איגוח. הממצאים האמפיריים ברשימה זו מלמדים כי אף הסנטימנט הציבורי כלפי האיגוח השתנה לטובה ואינו מהווה עוד חסם לכינונו של שוק איגוח בישראל. דומה כי הדברים נכונים ביתר שאת ביחס לשוק איגוח שיהיה ממוקד בעסקים קטנים ובינוניים, שלגביהם מתעורר צורך זה באופן מיוחד ודחוף.