

חומר רקע למפגש מרץ 2023

"האיגוח בישראל בישורת אחרונה: אתגרים והשלכות"

רקע

על רקע העליה במרווחי הריבית והכנסת "בשר" לתחום האיגוח, אנו עדים בחודשים האחרונים להתפתחויות ברגולציה ובחקיקה שקשורות לנושא האיגוח, לאחר שהנושא ירד מסדר היום הציבורי בשנים האחרונות. כך למשל, לאחרונה פורסם תזכיר חוק בנושא איגוח שמסדיר את היבטי המס שקשורים לעסקאות איגוח, כאשר במקביל אמור להיות מופץ על ידי משרד המשפטים תזכיר חוק שבמסגרתו יוסדרו היבטים רגולטוריים שונים הנוגעים לעסקאות איגוח לצורך הקניית ודאות משפטית וכלכלית.

ההתפתחויות האחרונות מחזירות אותנו לנובמבר 2015 אז פרסם הצוות לקידום האיגוח בישראל מטעם בנק ישראל, דוח מסכם להלן בנקודות עיקרי ההמלצות בהיבטי הפיקוח על הבנקים:

- אפשרות לאגח מגוון הלוואות וסוגי נכסים במסגרת עסקאות איגוח.
- הטלת חובה על יזם עסקת האיגוח להותיר לעצמו חשיפה של 10% לפחות מסיכון האשראי של התיק המאוגח.
- איסור על איגוח מורכב (CDO).
- קביעה כי על עקרונות הגילוי בעסקאות האיגוח לספק שקיפות ראויה, כדי לאפשר למשקיעים להבין את ההיבטים השונים של העסקאות ולתמחרן כראוי.
- קביעת תנאים להנפקה לציבור של עסקאות איגוח, תוך חלוקת האחריות המשפטית בין המשתתפים השונים בעסקה.
- קביעה כי בהתקיים התנאים שיפורטו בחוק, העברת נכסים מהיזם לחברה הייעודית אשר תנפיק את איגרות החוב (SPE) תסווג מבחינה משפטית כעסקת מכר (True Sale) ולא כהלוואה.
- הגדרת מודל מס ייעודי ניטרלי בעסקאות האיגוח אשר ימנע עיוותי מס וכפל מס.
- הכללים שייקבעו ביחס לאיגוח לא-סחיר על ידי אגף שוק ההון יהיו עקביים ככל שניתן עם ההמלצות ביחס לאיגוח סחיר, תוך שמירת עניינם וטובתם של החוסכים אשר כספיהם מנוהלים על ידי הגופים המוסדיים.

יש לציין כי בדוח, לכאורה, אין התייחסות לכדאיות הכלכלית, מעבר לחיסכון בהקצאת הון כנגד נכסי סיכון אשראי שיגרעו מהדוחות הכספיים של הבנקים. בנטרול עניין זה הכדאיות הכלכלית אמורה להיות הנגשה של מקורות זולים ליזם, וזה אמור להיות מושג בעיקר מכך שעסקת האיגוח משיגה דרוג טוב יותר מאשר דירוגו של היזם וכך באמצעותה הוא מגיע למקורות הזולים ממחיר מקורות הגיוס שלו. חשוב להדגיש כי בארץ כל אחד משני הבנקים הגדולים מדורגים בדרוג גבוה מאד ולכן התועלת

הכלכלית שתנבע להם מאיגוח (ללא התחשבות באילוצים של הקצאת נכסי סיכון/ריתוק הון) מוטלת בספק. האמור תקף במידה רבה גם לגבי יתר הבנקים, בדגש על הבנקים הבינוניים. יתרון נוסף הוא כמובן הרחבת אפשרויות ההשקעה בשוק ההון אשר יאפשר עומק ואפשרויות של נגישות רבה יותר למקורות, בעיקר בעיתות של מצוקת מקורות.

התפתחות האיגוח ככלי פיננסי

איגוח הינו הנפקת ניירות ערך כנגד תזרימי מזומנים הנובעים מנכסים מסוגים שונים, דוגמת משכנתאות – MBS – Mortgage Backed Securities, הלוואות – CLO – Collateralized Loan Obligations, וחובות – CDO – Collateralized debt obligation. האיגוח מתבצע באמצעות הקמת ישות משפטית מיועדת (SPE – Special Purpose Entity), העברת נכסי הבסיס מהם נובעים התזרימים לישות, הנפקת ניירות ערך על ידי הישות כגון אג"ח כאשר האג"ח מובטח בתזרימים, כאשר תמורת ההנפקה מועברת ליזם האיגוח.

קיימים סוגים רבים של צורות משפטיות ומימוניות לביצוע איגוח. באיגוח מסורתי של משכנתאות מאגם היזם מאגר (Pool) של משכנתאות ומעביר את המאגר – SPE. ה-SPE מנפיקה ניירות ערך המוצעים לציבור (או הנפקות פרטיות למוסדיים).

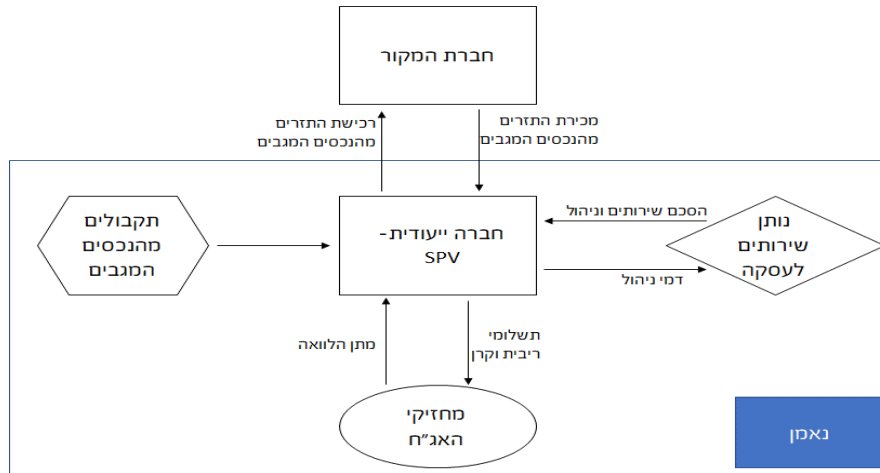
הגידול המהיר בשוק האיגוח ובעיקר באיגוח המשכנתאות בארה"ב נחשב כאחד הגורמים המרכזיים למשבר הפיננסי שפקד את העולם ב-2008. הגורם המרכזי למשבר נבע מאיגוח נכסי בסיס באיכות ירודה, אשר יצרו סיכון אשראי גבוה לרוכשי המכשירים המאוגחים, בעוד לבנקים המאגחים נוצר תמריץ לאגח כמה שיותר נכסים כדי לגזור רווחים מתהליך האיגוח ולהעביר את הסיכון הלאה אל המשקיעים. כתוצאה מכך, במהלך השנים אחרי המשבר נשמעו ונמצאו עדויות רבות לסיכון המוסרי – Moral Hazard, לאור המאפיינים הבאים באיגוח שתואר לעיל:

- מקרים של העמדת משכנתאות ללא יכולת חזרה ללווה (Non-Recourse) ביחס כיסוי (LTV – Loan To Value) הגבוה מ-100%.
- מתן משכנתאות ללווים בעלי יכולת החזר נמוכה (Sub-Prime).
- תקופות גרייס ללא תשלום מקדמה (מה שאפשר למעשה ללווים להתגורר בנכס בחינם ואז להכריז על חדלות פירעון).

וכל זאת בשל העובדה שמפיצי המשכנתאות לא שילמו את מחיר הסיכון האשראי (וסיכונים אחרים) שהיו גלומים במשכנתאות שנתנו. מי ששילם את המחיר היו המשקיעים באג"ח ובסופו של דבר משלם המיסים האמריקאי והאירופאי.

הסיכון המוסרי הינו סיכון שמתממש כאשר ישות (אדם, חברה, מחלקה) נוטלת סיכונים אך אינה נושאת במחיר הסיכון שלקחה שמועברת לישות אחרת. לדוגמה תגמול שמבוסס על כמות האשראי שניתן בלי לקחת בחשבון את איכותו ההפסד הצפוי והבלתי צפוי בגינו וכו'. הכלכלן פול קרוגמן הגדיר את הסיכון המוסרי: "כל מצב בו אדם מקבל את החלטה כמה סיכון לקחת, כאשר מישהו אחר נושא במחיר אם החלטה מתבררת כשגויה".

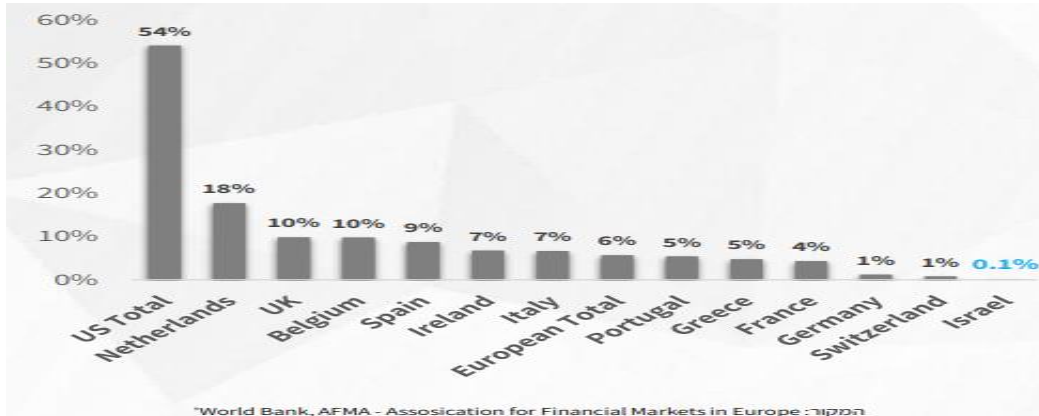
תרשים זרימה של חברת Midrog, אשר מתאר מבנה עסקת איגוח:



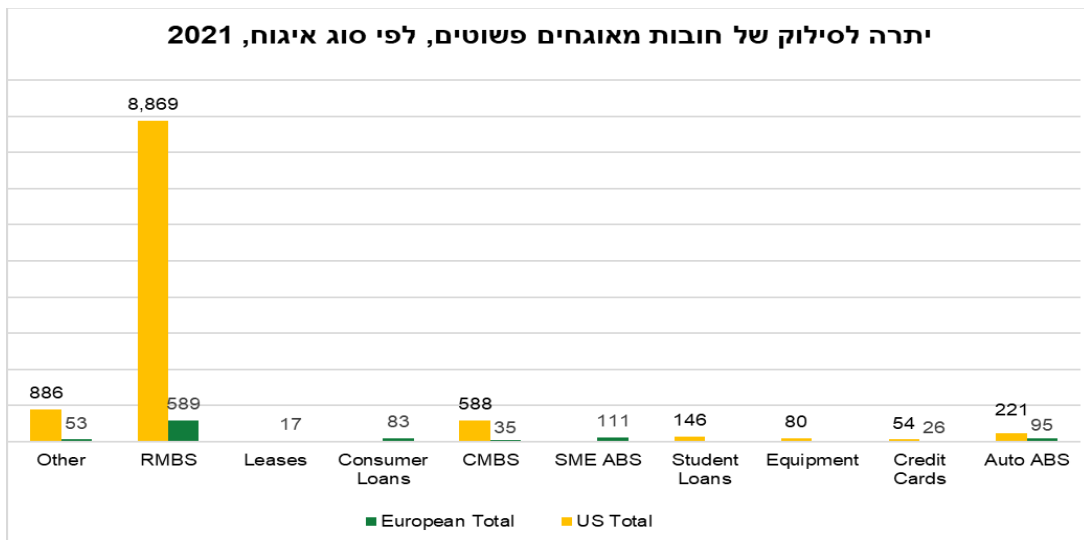
לצורך הבנת המשבר חשוב להכיר את האיגוח הסינטטי. בסוג איגוח זה היזם או המנפיק אינו מחזיק בנכס הבסיס ולמעשה מדובר בנגזר אשראי (כגון CDS, CLN ועוד), כך שהיקף העסקאות אינו נגזר מקיומם של נכסי בסיס. יצוין שמכשירי CDS ו-CLN אינם משמשים רק לצורך איגוח סינטטי במובן שתואר לעיל, אלא גם לאיגוח חשיפות בסיס קיימות. הדבר מתבצע בדרך של העברת חשיפות שלא בדרך מכירה ישירה, אלא בדרך של העברת הסיכון באמצעות נגזר. סוג איגוח זה טומן בחובו את אחת הסכנות המשמעותיות הנמצאות במהות המכשירים הנגזרים והיא היכולת למנף פוזיצית סיכון לעיתים עשרות ומאות מונים מעבר להיקף נכסי הבסיס עליהן היא מתבססת. כך למשל בעוד שאיגוח מסורתי מוגבל בהיקף המשכנתאות במשק, איגוח סינטטי יכול לגדול לנפחים עצומים בהסתמך על אותו נכס בסיס. בסוגי איגוח סינטטיים מהסוג שתואר קיימת משמעות רבה לביטחונות ולהסכמי מרג'ין שנחתמו בין הצדדים השונים, שכן לא קיים נכס בסיס אליו קיימת זכות חזרה לרוכשי הנגזר.

בישראל נעשו מאמצים בשני העשורים האחרונים לפתח את שוק האיגוח ובמיוחד את איגוח המשכנתאות. בין הוועדות שהוקמו היו ועדת "טלמון" ועדת "חיימוביץ". למרות מאמצים אלו אין בישראל פעילות איגוח משמעותית. על ידי מדידה והשוואה של גודלו של שוק האיגוח שנעשתה בדוח לשנת 2012 על ידי ה-World Economic Forum, מוצבת ישראל במקום ה-54 מבין 59 מדינות שדורגו (אחרי טורקיה ולפני תאילנד).

להלן נתונים על שוק האיגוח בישראל בהשוואה לשאר מדינות העולם:



יתרונות לאיגוח בסקטור הבנקאי, הם בהפחתת נכסי סיכון. יחס הלימות ההון מהווה במערכת הבנקאית בישראל אילוץ משמעותי, בעיקר עבור חלק מהבנקים במערכת הפועלים בצמוד למגבלות ההון בהוראות באזל 3 וקרוב למגבלות קבוצות לווים מסוימות וחשיפות לסקטורים מסוימים, בדגש על הנדליין. כמו כן, איגוח מאפשר יצירת הכנסות תפעוליות מעמלות שאינן כרוכות בסיכונים מהותיים נוספים שנובעים מהותרת נכסים במאזן הבנקים, כגון חשיפה לסיכונים אשראי וסיכונים שוק. ניתוח של חברת Midrog עבור שוק האיגוח במדינות העולם על פי סוגי החוב והפרדה בין ארה"ב למדינות אירופה:



היבטים משפטיים ומיסויים

על פי דיני המס היום העברת הנכסים/המשכנתאות מהיזם לתאגיד הייעודי חייבת במס במישור היזם במועד ההעברה. ממועד זה ובמהלך שנות קיומה של עסקת האיגוח, הכנסות התאגיד הייעודי יהיו חייבות ב'מס חברות' בדומה לכל חברה אחרת בישראל. עם זאת, בשונה מחברות רגילות, התאגיד הייעודי מוקם על מנת לשרת את עסקת האיגוח בלבד ללא כל שיקול דעת עסקי או כלכלי. שוני נוסף נובע מאופייה של עסקת האיגוח אשר על אף העובדה שהרווח המצרפי של התאגיד הייעודי עד פירוקו עת תסתיים עסקת האיגוח יהיה 0 (אפס), הרי שבשנים הראשונות של העסקה ייווצר רווח ובשנים שלאחר מכן ייווצר הפסד (בשנים הראשונות ההכנסות מהנכסים המגבים גבוהות יותר מהוצאות המימון שנובעות מאגרות החוב המונפקות, מצב זה מתהפך בשנים שלאחר מכן). כך, שבעוד התאגיד הייעודי מחויב במס בשנים הראשונות, אין באפשרותו לקזז את הפסדיו בשנים שלאחר מכן. חיוב מס זה יוצר חסם מיסויי שפוגע בכדאיות הכלכלית שבעסקת האיגוח עד כדי ביטולה.

דוח צוות האיגוח בראשות בנק ישראל שפורסם בחודש נובמבר 2015 כלל פרק שלם בנושא היבטי המס הרלוונטיים לעסקאות האיגוח השונות, ואף כלל באחד מנספחיו הצעה לחקיקה מקיפה בנושא. דוח זה והצעת החקיקה הנלווית אליו מנסים להתמודד עם חסם מיסויי זה וממליצים לקבוע הסדרי מס אשר יחולו על עסקאות איגוח החל ממישור היזם דרך מיסוי התאגיד הייעודי וכלה בהשקפת עסקאות איגוח מסוג מסוים לצרכי מס.

הועדה הציעה שני מסלולי מס עיקריים המשלימים זה את זה: המסלול העיקרי כולל את מיסוי היזם במועד מכירת הנכסים המגבים לתאגיד הייעודי ומיסוי מחזיקי אגרות החוב במועד קבלת הריבית או במכירתן. במסלול זה התאגיד הייעודי יזכה לפטור ממס, מתוך הבנה שכל תפקידו לשרת את עסקת האיגוח ללא כוונת רווח בכל תקופת האיגוח. המסלול השני כולל שקיפות מלאה של הכנסות והוצאות התאגיד הייעודי, ליזם. מסלול זה הוצע לאיגוח נכסים ספציפיים, אשר אין להם עלות לצורכי מס אצל היזם כדוגמת: איגוח תזרים מזומנים מדמי שכירות עתידיים, איגוח תזרים מזומנים מארנונה, איגוח תשלומים מכרטיסי אשראי, ואיגוח ליסינג תפעולי. בנוסף נקבעו הוראות מס לאיגוח מתגלגל.

הלימות הון בנקאית (באזל III)

בכדי שעסקאות האיגוח יהיו כדאיות הן למשקיע והן ליזם נדרשת תשואה נאותה להון עבור המשקיע ואפשרות למקורות זולים עבור היזם. בשוק הישראלי בו מהווים הבנקים שחקנים גדולים ישנה לדעת רבים בעיה בצד ההיצע. התמריץ העיקרי של תאגידי בנקאיים לאיגוח הינו כיום ניהול ההון ולא דווקא השגת מקורות מימון זולים יותר, שכן הבנקים הישראליים משופעים יחסית בנוזלות שקלית.

עם זאת, ישנו ספק ניכר אם מכירת משכנתאות שזכאיות למשקל סיכון נמוך יחסית של 35% בהוראות באזל 2 מספק תמריץ הון רגולטורי גבוה מספיק לבנקים¹. הבנקים כיום מוטרדים בצד האשראי העסקי, בו עלויות ההון גבוהות יותר משמעותית, במיוחד כלפי לווים ללא דירוג אשראי הנדרשים למשקל סיכון של 100%, וכן כלפי לווים הנמצאים קרוב למגבלות לווה בודד, מגבלות קבוצת לווים או בסקטור אליו קיימת חשיפה משמעותית, כגון סקטור הנדל"ן.

בשנים עברו, מקובלת היתה בעולם מדידה נפרדת של הון כלכלי והון רגולטורי, הגדרת ההון הרגולטורי הינה למעשה דרישת ההון כפי שנקבעת בהוראות באזל III, ההון הכלכלי מוגדל כסך ההון הנדרש מהתאגיד להחזיק בכדי לכסות את מלוא הסיכונים הנובעים מהעסקה, בראייתו הפרטנית הפנימית לגבי הסיכונים.

כיום, המיקוד של בנקים בעולם הוא הרבה יותר בהון הרגולטורי, לאור הפיכתו למגבלה אפקטיבית משמעותית כאמור לעיל.

מדד מקובל למדידת כדאיות עסקאות המשקף מדד תשואה להון הינו ה- RAROC, Risk Adjusted Return On Capital, מדד זה בוחן לא רק את התשואה להון של העסקה, אלא את התשואה מותאמת הסיכון. לכן מבחינה תיאורטית, אפשרי בהחלט שמשכנתא בריבית 2% עדיפה מבחינת התשואה מותאמת הסיכון על פני הלוואה קמעונאית בריבית 3% והלוואה קמעונאית זו עדיפה על פני הלוואה לתאגיד בריבית 4% בראיית עלות ההון הרגולטורי, שכן משקל הסיכון של הלוואה קמעונאית הינו 75% ומשקל הסיכון של הלוואה לתאגיד לא מדורג הינו 100%. האמור משמעותי במיוחד במקרה שהלוואות אלה אינן מובטחות בביטחונות והבנקים לא יכולים להכיר ב-Credit risk mitigation.

בישום באזל 3 בישראל מיושמת הגישה הסטנדרטית למדידת סיכונים אשראי, בשיטה זו הקצאת ההון לכל עסקה נקבעת באמצעות מאפיינים הקשורים לצד הנגדי (ריבונות, תאגיד, קמעונאי, אשראי – החברה הממשלתית לביטוח סחר חוץ, עירייה); מאפיינים הקשורים לעסקה (מאזנית, חוץ מאזנית, הלוואה בביטחון נכס למגורים, השקעת הון סיכון, תקופה לפירעון, ימי פיגור); דירוג הצג הנגדי; בטחונות/ערבויות.

בבנקים רבים בעולם, בדגש על הבנקים הגדולים והמובילים, מקובלת גישת ה-IRB, גישת המודלים הפנימיים. בגישה זו הקצאת ההון מבוססת על גורמי סיכון של הלקוח והעסקה, המחושבים על ידי המודלים הפנימיים של הבנק להערכת רכיבי הסיכון: הסתברות לכשל – PD, הפסד בהינתן כשל – LDG חשיפה בעת כשל – EAD ומח"מ – M. גישה זו רגישה יותר לסיכון ונותנת תוצאות ברזולוציה גבוהה יותר ושונות גבוהה בין הלקוחות והעסקאות השונות. בעוד שבגישה הסטנדרטית משקל הסיכון למשכנתא כשירה וביחס LTV העומד במגבלות בנק ישראל הינו 35%, בגישה המתקדמת משקל הסיכון יכול לנוע בטווח רב יותר לפי שונות של ה-PD של הלקוח ושונות ב-LGD, אך ככלל לאפשר משקל סיכון נמוך יותר משמעותית לאור קיומה של הבטוחה בעסקה. סביר להניח כי הדבר יביא בדרך כלל להקצאת הון נמוכה יותר מאשר בגישה הסטנדרטית. חשוב להדגיש כי ככל שהקצאת

¹ לאחרונה, ברוח באזל 3, פרסם המפקח על הבנקים טיוטת הוראה המחייבת הפקדת הון נוסף בגין משכנתאות החל מ-2017. גם לאחר יישום ההוראה, הלימות הון בגין משכנתאות נמוכה באופן מהותי מהלימות ההון הנדרשת מאשראי רגיל.

ההון קרובה יותר להון הכלכלי והאינטרס להיכנס לעסקאות איגוח נמוך יותר (הקצאת ההון נמוכה לכן האפקט של הקלת ההון נמוך אף הוא).

עם זאת, חשוב לציין שהפיקוח על הבנקים לא מאפשר לבנקים בשלב זה ליישם IRB ומרבית הבנקים הפסיקו להיערך לנושא או צמצמו משמעותית את המשאבים, כך שלא צפוי יישום IRB בשנים הקרובות בבנקים בישראל.

בשנה האחרונה בוצעו מספר עסקאות של מכירת סיכון אשראי באמצעות FFCDS (המכונה גם Credit linked note) בעסקאות אלו הבנק קונה הגנת אשראי ממוסדי בתמורה למרווח עודף, בשעת כתיבת שורות אלו ישנן עסקאות נוספות "בקנה", נושא מחיר ההגנה הינו משמעותי ביותר והוא בעצם קובע האם בסופו של דבר תבצע העסקה.

עסקאות אלה עשויות להמחיש את שאלת סדרי העדיפויות של הבנק בביצוע פעולות של העברת נכסי סיכון אשראי, בהיבט מכירת אשראי עסקי הצורך כאמור יותר נכסי סיכון ומגבלות רגולטוריות. עוד יצוין כי שימוש בנגזרי אשראי מאפשר להעביר היקף משמעותי של נכסי סיכון בעסקה אחת, ללא התמודדות עם שאלת הגריעה החשבונאית והמורכבויות המשפטיות בביצוע המכירה, שכן הבנק אינו מוכר את החשיפה אלא קונה הגנת אשראי כנגדה. לאופן ביצוע העסקה חשיבות גבוהה, שכן שימוש בנגזרי אשראי ממומן מסוג CLN מייתר את שאלת העברת משקל הסיכון לגוף המהווה צד נגדי לעסקה, שכן הוא מפקיד פיקדון אצל התאגיד הבנקאי כנגד קניית סיכון האשראי. זאת, להבדיל מנגזר CDS, שמצריך החלפת משקל סיכון לגוף הרוכש ומקטין את התועלת ההונית לבנק מוכר הסיכון. גם בעסקאות אלו ניתן לקבל הקלות מסוימות בהון תחת באזל אם עומדים בקריטריונים מסוימים.

עסקאות איגוח - ההיבט החשבונאי

הטיפול החשבונאי בעסקאות האיגוח מעלה שתי סוגיות חשבונאיות עיקריות: האם ה-SPE תאוחד ע"י התאגיד היזם וכן האם הנכסים שהועברו יוכרו כמכירה חשבונאית ויגרעו ממאזן היזם. בבחינת המכירה הן התקינה הבינ"ל והן התקינה האמריקאית דנות בשאלה האם הנכסים הועברו לישות המאוחדת בדוחות המוכר.

א. איחוד ה-SPE על ידי התאגיד היזם

התקינה האמריקאית מתייחסת לנושא בפרק 810 בקודיפיקציה ה-SPE המוקמות לצרכי איגוח הן בדרך כלל VIE - variable interest entity (מונח שנקבע ב-FIN46R). VIE - הינן ישויות שהשליטה בהן מושגת לאו דווקא ע"י החזקת זכויות הצבעה, במקרים רבים אין להן הון עצמי משמעותי ולעיתים הם נזקקות תמיכת אשראי חיצונית ומימון חיצוני בכדי לפעול. התקינה הבינ"ל התייחסה לנושא איחוד ה-SPE ב-IFRS 10.

תקינה בינלאומית IFRS 10

על פי המדריך ליישום IFRS 10 כדי שה-SPE יאוחד, עליו לעמוד **במספר תנאים מצטברים**, כדלקמן:

1. האם למשקיע חייבות להיות זכויות קיימות שמקנות לו את היכולת הנוכחית להתוות את הפעילויות הרלוונטיות?
2. האם המשקיע חשוף, או בעל זכויות, לתשואות משתנות ממעורבותו בישות המושקעת?
3. האם למשקיע יש את היכולת להשתמש בכוח ההשפעה שלו על הישות המושקעת כדי להשפיע על סכום התשואות של המשקיע?

בהינתן וכל תנאים אלו מתקיימים מתקיימת שליטה ויש לאחד את ה-SPE.

ניתן לראות דוגמה להשפעה של IFRS10 בדוחות הכספיים של חברת אדמה (מכתשים אגן לשעבר) לרבעון הראשון של 2013. כתוצאה מיישום לראשונה של התקן, שונתה מסקנת השליטה בחברה זרה שהוקמה למטרת הסכם איגוח למכירת חובות לקוחות ונקבע כי אדמה הינה בעלת השליטה. בהתאם, תוקנו למפרע הדוחות הכספיים של אדמה על מנת לשקף את איחוד הדוחות של החברה הזרה. התיקון נעשה בדרך של הגדלת יתרת הלקוחות שנמכרו במסגרת עסקת האיגוח אשר התמורה בגינם התקבלה במזומן, כאשר מנגד נרשמה הלוואה לזמן קצר בסכום זהה.

תקינה אמריקאית ASC 810

כדי שה-SPE יאוחד, עליו לעמוד **במספר תנאים מצטברים**, כדלקמן:

1. האם ישנה השקעה בזכויות משתנות ב-SPE ?
2. האם יש את היכולת להשתמש בהשפעה שלו בכדי להשפיע על פעילויות שישפיעו על תוצאות ה-SPE ?
3. האם יש למשקיע חובה לספוג הפסדים או זכות לקבל רווחים מהותיים מה-SPE באמצעות אופציות או הסכם רכישה חוזרת?

בהינתן וכל תנאים אלו מתקיימים מתקיימת שליטה ויש לאחד את ה-SPE.

ב. האם עסקת האיגוח תוכר כמכירה?

תקינה בינלאומית IFRS 9 , IAS39

השאלה האם עסקת האיגוח תוכר כמכירה תלוי בשאלה האם הנכס המועבר כשיר לגריעה ממאזן החברה המוכרת. הבחינה האם מתקיימים מבחני הגריעה בתקינה הבינ"ל היא מורכבת יחסית. על קצה המזלג, השלב הראשון הוא לבחון האם בכלל חלה "העברה" של נכסים פיננסיים (או חלק מהם). ככלל, תחת התקינה הבינ"ל "העברה" של נכסים פיננסיים יכולה להתבצע באחת משתי דרכים –

(א) בדרך של **העברת הבעלות** עליהם (legal transfer), בדגש על תזרימי המזומנים – כאשר הניתוח לגבי תנאי זה הוא ניתוח משפטי-חשבונאי המביא בחשבון סוגיות כגון יכולות ביטול

העסקה במצבים שונים ואופיים (למשל, עקב קיומם של מצגים בלתי נכונים בדבר קיום לנכסים המועברים או ביטול עסקאות הבסיס היוצרות את הנכסים), העברתן של זכויות נלוות לנכסים (כגון זכויות הצבעה) ועוד. באופן גס, ניתן לומר כי הסממנים החזקים ביותר להעברה של נכס פיננסי לצרכי התקן הם כאשר הניתוח המשפטי מצביע על היעדר חשיפה לכשל פיננסי של המעביר אחרי העסקה, וכן על כך שלרוכש (SPC) ישנה יכולת לפעול ישירות אל מול החייב ולנהוג מנהג בעלים בחוב המומחה (למשל, ביכולתו ליזום או לאשר ביצוע הסדרי חוב, פריסת תשלומים וכיוצא באלו). כאשר המוכר מעניק "חיזוק אשראי" (כגון ערבות) כחלק מהעסקה, עניין זה אינו גורע בפני עצמו מהעובדה שהבעלות בנכסים עברה, אך יכול להשפיע על המשך הניתוח.

(ב) לחלופין, בדרך של **הותרת הבעלות** אצל המוכר, תוך ביצוע "עסקת צינור" (pass-through) לתזרימי המזומנים, העומדת בתנאים מסוימים. ככלל, תנאים אלו נועדו לוודא שהכספים הנגבים אינם יוצרים רווח (השקעתי) או חשיפה (פיננסית) כלשהי לישות המעבירה, כגון בגין ערבות שהוענקה על ידה.

ככל שמסקנת הניתוח היא שישנה "העברה", יש לבחון האם כל או כמעט כל הסיכונים וההטבות מהנכס המועבר עברו בשלמותם/במרביתם המוחלטת (נניח מעל 90%) לרוכש (שאו הנכס ייגרע) או לחלופין נותרו אצל המעבירה (שאו הנכס לא ייגרע). בכל מצבי הביניים (אשר עשויים להיות רלוונטיים בין היתר כאשר מדובר על עסקת העברה עם ערבות כלשהי הנוגעת לכיסוי של הפסדי אשראי עד לסכום מסוים, או שמירה על Equity Tranche בהיקף "מתון" על ידי המעביר) - תיבחן שאלת העברת השליטה על הנכס, אשר נוגעת בעיקר ליכולת המקבל למכור אותו פעם נוספת.

במילים אחרות, תיתכן העברה וגריעה של הנכס גם כאשר מדובר על עסקת מכירה הכוללת מתן ערבות או הגנת אשראי בהיקף שמותיר לרוכשים חשיפה מהותית דיה - ובלבד שהבעלות המשפטית על הנכסים המועברים (הכוללת בחובה בין היתר גם את היכולת לפעול אל מול החייב) עברה.

ניתוח זה מצביע אפוא כי קיימת חשיבות לאופן שבו בתי המשפט בישראל מפרשים את המונח "מכירה".

תקינה אמריקאית ASC 860

השאלה המרכזית הינה האם המוכר והחברות המאוחדות שלו ויתרו על שליטה בנכס (לכן חשוב קודם כל לדון האם ה-SPE מאוחד במאזן היזום). בכדי שתוכר מכירה נדרשים שלושה תנאים מצטברים:

1. הנכס הוצא משפטית ובודד מנכסי המעביר חברות הבנות שלו ונושיו אפילו במקרה של פשיטת רגל.
2. המועבר הקונה הינו בעל הזכות והיכולת לשעבד ולמכור את הנכס
3. המעביר אינו משמר שליטה אפקטיבית על הנכס

שאלות לדיון

הדיון יעסוק ביתרונות ובחסרונות של פתיחת שוק איגוח בישראל בהיבטים רגולטוריים של יזמי האיגוח ויתמקד בנושאים מיסויים, מימוניים וחשבונאיים. בפרט הדיון יעסוק בשאלות הבאות:

1. לאור עליית המרווחים הפיננסיים כתוצאה מהעלייה בשיעורי הריבית, עולה הפוטנציאל הכלכלי בעסקאות איגוח. האם צפויה התפתחות של השוק ו/או עלייה במספר עסקאות האיגוח בשוק המקומי?
2. עניין שימור הסיכון - לפי הועדה ב- 2015 הומלץ 10% אך בתזכיר החוק החדש מדובר על כך ששר האוצר בהסכמת הנגיד יקבעו את השיעור. האם הדבר עלול ליצור משבר איגוח תוצרת ישראל?
3. האם האיגוח מבזר סיכונים אשראי? נניח ללווים שמדורגים נמוך האם תיק לווים אלה ידורג יותר גבוה?
4. לאחרונה אנו עדים לייצוא משמעותי של השקעות מחוץ למשק הישראלי. כיצד תופעה זו תשפיע על התפתחות שוק האיגוח בישראל וכיצד יימדדו סיכונים האשראי בעקבות כך?
5. החסם המיסויי – האם מסקנות הועדה מ-2015 נותרות מענה מיסויי וחשבונאי כולל ויש לאמץ כפי שהן, למרות שתזכיר החוק שפורסם לאחרונה אמנם סוטה מהמלצות אלו? האם ניתן לבצע בו תיקונים ולשלב במסגרת חוק ההסדרים הקרוב.
6. מבחינת תחרות בשוק האשראי, האם רצוי לרכז את יחס מלווה - לקוח בבנקים ולהסתמך על איגוח או שמא לעודד הקמת מחלקות אשראי בגופים מוסדיים וחוף בנקאיים?
7. עד כמה המלצות ועדת האיגוח הולכות באמת להשפיע? עד כמה הדבר רלוונטי לעניין משכנתאות, שהרי מדובר בעניין שניכר שהיה משמעותי עבור הועדה, לאור עלייתם של המרווחים הפיננסיים? איגוח מסורתי בבנקים מחייב, לכאורה, את הצורך בהסדרה לפי כללי חשבונאות בארה"ב שאינם כה פשוטים ליישום.
8. דיון בהיבט כללי הלימות הון המסורתיים והפשטניים מול כללים מתקדמים ומשוקללים: כללי באזל הסטנדרטים מגבילים את יכולת הבנק להקצאת הון מדויקת לפי סיכונים לווים שונים. לאור השינוי בסיכונים האשראי לאור המגמה בשיעורי הריבית, האם יחול שינוי ביחס הלימות ההון?
9. האם מבחינה כלכלית ומשקית דווקא העיתוי הנוכחי הוא הנכון לקידום נושא האיגוח, אשר ייצר מקורות מימון נוספים למשק ויהיה אחר ממחוללי הצמיחה והיציאה ממיתון פוטנציאלי?
10. האם עיקר האיגוח יהיה על הבנקים או על גופים חוף בנקאיים כמו למשל חברות כרטיסי אשראי?