

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

## סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של "פורום שווי הוגן" מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 2 בנובמבר 2014

נושא המפגש: "מסקנות ועדת האיגוח לאור הארביטרז' הבנקאי במסחר בסיכוני אשראי"

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדיון נובמבר

**אורחים שהוזמנו:** שי שליטא (מזרחי טפחות), מיכאל קהן (מנהל האגף הפיננסי, חטיבת המחקר, בנק ישראל), אורון יואב (בנק לאומי), אנדרי ינאי (בנק ישראל), אלון הירש (בנק דיסקונט), אוריין דגן (בנק דיסקונט), ניר הלפרין (חבר ועדת האיגוח, רשות המיסים לשעבר), ניר שמר (בנק דיסקונט), איתי רושקביץ (גיזה זינגר אבן), ערן צימרמן (בנק הפועלים), ענת פייער (משרד האוצר), ארז סופר (BDO), נטלי גייקובס (הרצוג פוקס נאמן).

**נוכחים:** אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, אבי לוי (מנכ"ל מליסרון), עמנואל אבנר, דני ויטאן, קרן בנגלס שגער (הפיקוח על הבנקים), זיו כהן (רשות ניירות ערך), איציק מאיסי, הדר נאות (כונס הנכסים הרשמי), נדב שטיינברג, אבי בן נון (מדרוג), דב ספיר, ורד גולן (הבנק הבינלאומי), טל אבן זהב, קובי ישראלי (לשכת רואי חשבון), חיים חבין (BDO), אודי גרינברג, צביקה אקשטיין, אבי זיגלמן, ירון ייני, דן וייס, רמי חלף, צבי וינר, עמרי שטרן (S&P מעלות), רותי דהן פורטנוי.

**צוות מקצועי:** עידו ספקטור, ליאור שחף, מתן חגבי, אלכס וולקוב.

## רו"ח שלומי שוב

לפתיחת שנת הפעילות הרביעית של פורום שווי הוגן בחרנו להביא לדיון את נושא מסקנות ועדת האיגוח בראשות פרופ' צבי אקשטיין, כפי שהתפרסמו במסגרת דוח הביניים לפני כמספר חודשים. לדעתנו, הנושא הוא חשוב ובהחלט ראוי לדיון. אם אתחיל דווקא מהסוף אז נקודת הזמן שבה אנו נמצאים היום מציבה את נושא האיגוח באור מאוד מעניין, בעיקר בשני מישורים: במישור האחד אנו נמצאים מספר שנים לאחר המשבר הפיננסי העולמי, שם נושא האיגוח היווה פרק מרכזי, כך

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שעצם העובדה שפעילות הוועדה התבצעה לאחר המשבר, היא יתרון בכך שבעצם העבודה ניתן היה להפיק את הלקחים ולייצר פתרונות לבעיות שונות שעלו במשבר, כדוגמת הסיכון המוסרי (Moral Hazard) או לגבי מכשירים פיננסיים שהיו מורכבים מידי וקשים בסופו של דבר להבנה. אכן ניכר כי כך פעלה הוועדה. במישור השני, האפקטיביות של דרישות הלימות ההון המחמירות כיום מהבנקים, בין היתר, בעקבות המשבר: אנו עדים לכך שהרגולציה על הבנקים מתהדקת – מה שהופך את דרישות הלימות ההון לאפקטיביים מאד ומשפיעים על היקף העסקים. לרבות לאחרונה בקשר לדרישת ההון הנוספת על המשכנתאות. מהצד השני, אנו עדים גם לקושי של הבנקים לגייס באמצעות הנפקת מניות. כל אלו הופכים את נושא האיגוח לכאורה להיות משמעותי ורלבנטי מאוד בנקודת הזמן הזו.

ככלל, לנושא האיגוח ישנה חשיבות גדולה בכל הקשור להקצאת משאבים ושכלול שוק ההון – התפיסה הבסיסית היא כי אם הבנקים מאגחים את נכסיהם, כך הם מפנים הון למתן אשראי לגופים קטנים ובינוניים. הבנקים הינם גופים מקצועיים העוסקים במתן אשראי, וזאת להבדיל מפעילות הגופים המוסדיים שבידיהם נמצא הכסף הגדול אך אין להם בהכרח את היכולות הניתוחיות של הבנקים במתן אשראי לעסקים שלא נמצאים בדירוג אשראי גבוה. ברמת המשק, לאיגוח חשיבות גדולה בעיקר בהיבט של שכלול השווקים הפיננסיים – הגוף המומחה (הבנק) נותן אשראי שאותו מממן הגוף המוסדי, וכך מסוגל הגוף המומחה להשתמש ביכולותיו ולתת אשראי נוסף.

מעבר ליעילות הקצאת המשאבים, נרצה להעלות לדיון שאלות מרכזיות נוספות, למשל עד כמה המלצות הוועדה מתמודדות עם הבעיות ומיישמות את הלקחים שעלו במשבר הפיננסי האחרון? כמו כן, נזכיר כי ישראל מדורגת במקום מאוד נמוך מבחינת היקפי האיגוח ביחס לעולם המערבי. בהינתן כי המלצות הוועדה ייושמו, עד כמה הן הולכות להיות אפקטיביות ועד כמה הן הולכות ליצור שינוי משמעותי בשוק האיגוח בישראל?

במסגרת הדיון בנושא האיגוח יש להתייחס גם לתמריצים של הבנקים, שהעיקרי שבהם הינו נושא הלימות ההון. למעשה, הגישה המסורתית של הלימות ההון שמיושמת בבנקים בישראל יוצרת עבורם ארביטראז' בסיכוני האשראי, מה שמהווה תמריץ משמעותי לביצוע עסקאות האיגוח. כמו כן, העמלות התפעוליות הנגזרות בעסקאות אלו יכולות להוות אף הן תמריץ עבורם.

מנגד, נראה כי המרווחים הנמוכים מאוד במשכנתאות אינם מייצרים כדאיות גבוהה לעסקאות האיגוח. במילים אחרות, נראה שאין מספיק "בשר" לאיגוח משכנתאות בישראל למרות שבו

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

התמקד לכאורה דוח הוועדה. מה שכן, יש לציין כי דווקא הדרישה האחרונה של המפקח על הבנקים אשר מגבילה את ההון המרותק בצד המשכנתאות, עשויה לייצר קו פעולה ולחזק את התמריץ של הבנקים לעסקאות איגוח.

מעבר לכך, אנו רואים לאחרונה שנוצר לבנקים בישראל "כביש עוקף" לאיגוח וזאת באמצעות כספים שעוברים לבנקים מהגופים המוסדיים דרך עסקאות Funded CDS כאשר מדובר בלקוחות ספציפיים באיכות אשראי גבוהה וכן בעסקאות participation שבהם מדובר כבר בקיבוץ של קבוצות אשראי. כפי שניתן לראות העסקאות נבנו כך שהן נחשבות לצרכי הלימות הון למרות שמבחינה חשבונאית אין כאן גריעה. לכאורה יותר פשוט לבנקים מבחינה פרוצדורלית לבצע את זאת בצורות אלו, מאשר במסגרת עסקת איגוח cash flow שכוללת הקמת ישות חדשה (SPE). למרות שלעיתים עסקת cds לא פחות מורכבת מ-cash.

כמו כן, במסגרת הדיון בנושא האיגוח לא ניתן להתעלם מהיבט החשבונאות. החשבונאות המודרנית אינה מקלה על הטיפול החשבונאי באיגוח כגריעה, ולמעשה, במבנה הקלאסי של איגוח ישנם שני שלבים לטיפול החשבונאי: בשלב הראשון הטיפול עוסק בשאלת הגריעה של הנכסים הפיננסיים בעקבות המכירה ל-SPE ובשלב השני הטיפול עוסק בשאלת איחוד ה-SPE בדוחות הגוף המאגח. באשר לטיפול החשבונאי, ישנם כללים בינלאומיים וכללים אמריקאים, כאשר אין זהות מוחלטת ביניהם. בכל מקרה, הטיפול החשבונאי באיגוח אינו טריוויאלי – כלומר, בהחלט ייתכנו עסקאות במבנים מסוימים שהחשבונאות לא תכיר בהן כגריעה, אך מנגד ייתכנו עסקאות שהחשבונאות כן תכיר בהן כגריעה. חשוב לזכור כי התקינה החשבונאית אינה מקלה, וניתן להביא כדוגמה את השפעת יישום IFRS 10 על הדוחות הכספיים של חברת אדמה (מכתשים אגן לשעבר) לרבעון הראשון של שנת 2013, בעקבותיו אדמה החלה לאחד את ה-SPE שבאמצעותה היא מבצעת את איגוח הלקוחות שלה. כתוצאה מכך התמריץ הדיווחי של אדמה ירד, אך כמובן שאין זה אומר שלא קיימים עדיין תמריצים עסקיים לאיגוח בהוזלת עלות המימון. כהערה, נזכור כי גופים רגילים מיישמים את התקינה הבינלאומית, בעוד שהבנקים מיישמים את התקינה האמריקאית, כך שנקודה נוספת לדיון יכולה להיות הפערים והסתירות בין תקינות אלו.

למרות שדוח הוועדה אומר אחרת, למיטב ידיעתי, כללי האיגוח די התייצבו כך שלא צפוי כרגע שינוי דרמטי בנושא, אך לדעתי השאלה המרכזית יותר הינה שאלת ניתוק כללי הרגולציה מכללי החשבונאות, וראוי לדון בה. כלומר, בהינתן כי החשבונאות לא מכירה באיגוח כגריעה, עד כמה צריך הרגולציה על הבנקים להכיר באיגוח לצרכי הלימות הון?

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

על אף שניכר מדוח הוועדה שהוא מוטה לזווית הבנקאית ומתמקד בזווית הבנקאית, חשוב להבין שאיגוח הינו כלי חשוב גם לגופים עסקיים רגילים. עבור הגופים העסקיים האיגוח יכול לייצר יתרון נוסף בצורה של השגת מקורות מימון זולים, מה שפחות משמעותי עבור הבנקים. כמו שהדברים נראים לי דווקא הבשורה שיוצאת מדוח הוועדה בהקשר של הסדרת הצד המשפטי והמיסוי של האיגוח יכולה להיות משמעותית יותר מהזווית של הגופים העסקיים עצמם, שם פעולת האיגוח שמקבצת נכסים ומפחיתה כך את סיכון האשראי, יכולה להוביל לגיוס מקורות אשראי זולים יותר מבחינתם.

#### פרופ' אמיר ברנע

ישנם דברים ברורים מאליהם – האיגוח נועד להוריד את עלות הסיכון מתוך הנחה שעל ידי האלוקציה הנכונה של הסיכון בשוק, מחיר הסיכון ירד והיקפי האשראי יעלו. יחד עם זאת לאיגוח ישנה גם מטרה סמויה, שלדעתי טומנת בחובה את השאלה המרכזית – כיצד האיגוח ישפיע על התחרות בשוק ההון? לדעתי, האיגוח לא בהכרח מגביר תחרות אלא אולי אף מוריד אותה, מאחר והדבר מאפשר לבנקים לשמור על יחסי לוואי-מלווה בעוד שהגופים האחרים מקבלים תפקיד פאסיבי במערך, שלמעשה מאפשר להם לא להקים מחלקות אשראי גדולות ומסודרות שיתחרו עם מחלקות האשראי של הבנקים.

אני מציע שנשמע תחילה את דבריו של פרופ' צביקה אקשטיין ולאחר מכן נדון בהשלכות האיגוח הן על מחירי האשראי, עלותו והיקפו והן על התחרות בשוק ההון, בראייה ביקורתית.

#### פרופ' צביקה אקשטיין

ברצוני להתייחס לשאלות שעלו פה, אך ראשית אציין שלדעתי הדיונים הקיימים בעיתונות כמו גם ההסברים לגבי פעילות וועדת האיגוח ומשמעותה, מלווים בחוסר הבנה בסיסי. ברצוני להבהיר כי אין דבר כזה שוק הון משוכלל באיגוח. גם בישראל מתרחש איגוח, אך מדובר באיגוח גרוע מכל הבחינות ובהמשך אפרט מדוע. איגוח בעיקרו הינו העברת סיכונים בין גופים שונים בצורה יעילה ומהירה, המאפשרת הקצאה טובה יותר של הסיכונים בין כל השחקנים במערכת. בשום נקודת זמן – לפני המשבר, בזמן המשבר ולאחר המשבר – אף אחד לא העלה על דעתו להפסיק את שוק האיגוח, ואף ניתן לראות כי ה – QE3 שהסתיים לפני מספר ימים עוסק במחציתו בסבסוד האיגוח (בדומה ל – QE1 שעוסק בנושא אף הוא). אני מציע שנניח בצד את השוק האמריקאי. האיגוח קיים בכל העולם המערבי, החל מטורקיה וכלה בקנדה. ניתן לראות כי לכל אורך המשבר ישנם עשרות איגוחים מכל מיני סוגים, שאף אחד מהם לא נפל – כך למשל ספרד או

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אירלנד, בהן המשבר הפיננסי היה קשה יותר מבארה"ב, לא קרסו בגלל איגוח. בשורה התחתונה, אין לחבר את נושא האיגוח למשבר.

#### פרופ' אמיר ברנע

האם אתה טוען שאין קשר כלל?

#### פרופ' צביקה אקשטיין

לא אמרתי שאין קשר כלל – זה לא שייך לאיגוח בכללותו, אלא לאיגוח המשכנתאות בארה"ב באופן ספציפי שהן כשל מרכזי של ה – GSE. בארה"ב השתמשו באיגוח ככלי לסבסוד ענף המשכנתאות לפני המשבר, שנעשה בו שימוש קיצוני, תוך שה – GSE סבסדו גם את ה – Sub Prime, ובכך יצרו מכשיר פגום שהוערך לא נכון. יחד עם זאת, המכשיר הזה היה רק מכשיר אחד מן הרבים שהופעלו בצורה שגויה, וסביר להניח כי המשבר לא היה נמשך זמן רב כל כך אם המצב שם לא היה בעייתי ממילא. לכן, בדיון מקצועי מסוג זה אני מציע להפסיק עם האמירות הללו, ולקרוא את הדוחות הבינלאומיים – אף אחד לא מדבר על הפסקת האיגוח אלא על הטמעת שינויים מסוימים, אותם הפנמנו במסגרת דוח הוועדה.

לפני שאספר על המשימה שלקחנו על עצמנו, ברצוני להבהיר חד משמעית – היעדר האיגוח במדינת ישראל גורם נזק משמעותי לצרכן, ליצרנים ולשוק ההון. שוק האיגוח בעיקרו מעביר את הסיכונים מגופים שעוסקים בגיוס כספים, שבישראל אלו הגופים המוסדיים, לגופים שעיקר עבודתם הוא מתן הלוואות לציבור. לצורך המחשה, נניח אדם שבעלותו בניין המפיק הכנסות שכירות אשר פונה לבנק ומתמקח איתו – אם לא קיים תחליף מידי זמין, כמו איגוח הנכס, בסופו של דבר אותו אדם ישלם ריבית גבוהה יותר.

כעת, אספר בקצרה על המשימה אותה הובלתי יחד עם מיקי. ראשית, לא מדובר במשימה שעומדת אחריה החלטת שר או ממשלה, אלא ביוזמה שלי שנבעה מפורום שוק ההון במסגרתו מתנהלות שיחות מידי רבעון בין מערכת שוק ההון לבין המערכת הרגולטורית. טרם המשבר עלתה הטענה כי אחת הבעיות במשק הישראלי היא היעדר האיגוח, ולאו דווקא בהתייחס לבנקים. כפועל יוצא, הקמנו צוות שכלל מגוון גורמים. הראשונים שהתנגדו לנושא האיגוח במדינת ישראל היו אנשי משרד המשפטים, אך הצלחנו לשכנע אותם כי איגוח הינו דבר חיובי, ובסופו של דבר הם אלו שעשו את הצעד הראשון והחשוב – הטמעת המושג True Sale במסגרת חוק האיגוח. בעניין זה חשוב להבין שבאיגוח ישנו תזרים מזומנים שממשיך להיות מנוהל על ידי גורם מסוים, אך הסיכונים הם

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לא עליו אלא על מי שרכש את הסיכונים. במקרה של איגוח שהתרחש בעבר בישראל, קבע בית המשפט העליון כי בישראל הדבר מתנהל אחרת בהיבט העברת הסיכון (להבדיל מקנדה ואנגליה, שם בית המשפט כן תמך במנגנון העברת הסיכון). כתוצאה מאותה קביעה היה ברור מאז לכל מי שמבצע עסקת איגוח כי הסיכון הוא עליו והוא אינו יכול למכור אותו. לאור האמור, כתיבת ה- True Sale בשלב הראשוני היוותה מרכיב הכרחי ודומיננטי ביותר, שבלעדיו אין תהליך איגוח מסודר. בשלב השני בחנו שיטות שונות של איגוח בעולם, בין היתר באוסטרליה ובאירופה. בהקשר זה, נזכיר כי החדרת נושא האיגוח בעולם הייתה משימה בינלאומית של הבנק העולמי וה- EPRD לפני המשבר, מתוך תפיסה כי האיגוח מוריד את העלויות, משפר את השוק ומעלה את הביטחון, מה שגם מספק תשובה חד משמעית לשאלה של אמיר. מהבדיקה המקיפה שביצענו, שכללה בין היתר את בחינת אופן האימוץ באיטליה וביוון, הבנו כי התהליך צריך מעוגן במסגרת של חקיקה ראשית. מתוך תפיסה זו פעלנו כצוות שכלל את אנשי רשות המיסים בראשות ניר הלפרין, גורמים מרשות ניירות ערך, צוות מהפיקוח על הבנקים ונציגות ממשד האוצר, מהחשב הכללי ומאגף שוק ההון. למעשה, יצרנו כיסוי של כלל המערכת בכל ההיבטים ולכל סוגי האיגוח – לאו דווקא לגבי משכנתאות.

לגבי ישראל – לדעתי הדבר הגרוע ביותר שמתרחש בישראל כיום הוא שחברות ביטוח הופכות להיות בנקים, עם פיקוח אחר. בנוסף, בישראל ישנו שוק מאוד משוכלל באיגוח של הלוואות לגופים גדולים, בסדר גודל של IDB, אך אין לא קיים איגוח לגופים הקטנים המהווים 50% מהמשק. האיגוח בעולם נבע מהרצון של הגופים הקטנים להגיע למרווחי שיווק אג"ח הזהים לאלו של הגופים הגדולים. בישראל אנו יודעים כי רמת המינוף הכללית של הסקטור העסקי היא קצת יותר נמוכה בעולם, והפער מיוחס כולו לגופים הקטנים. העניין המרכזי באיגוח הוא היכולת להפריד בין הסיכון של הנכסים המאוגחים לבין הסיכון של המאגח. למעשה, מי שיש לו סיכון גדול יותר כמאגח הוא זה שמרוויח מהעסקה ולכן באופן טבעי הדבר נותן תועלת לגופים הקטנים – החל מאותו אדם שמפיק תזרימים מהנכס שהוא משכיר וכלה בבנק בירושלים.

בקשר לפתרונות שהצענו – בישראל ישנו צורך אדיר לאיגוח אשר צמח בעקבות וועדת בכר (ואף היו וועדות קודמות שהתייחסו לנושא). אנו כוועדה, מטרתנו אינה להמליץ אלא לכתוב חקיקה מוסכמת. מעבר לפתרון בעיית ה- True Sale אליה התייחסתי קודם, סיפקנו גם פתרון חשוב לנושא המיסוי. נושא המיסוי הינו קריטי ומורכב מאוד, אותו למדנו תוך כדי תנועה, כאשר הפתרון שניתן לו מבוסס על המערכת האנגלית. הנקודה המרכזית איתה התמודדנו הייתה האיסור שהאיגוח עצמו יגרור מיסוי נוסף. תזרים המזומנים של מרבית הנכסים המאוגחים הינו כזה שה- SPE

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מרוויח בהתחלה ומפסיד לאחר מכן, במיוחד במשכנתאות אך לאו דווקא, מה שדרש התאמה לחוק הישראלי שאינו מכיר בניכוי בדיעבד של הפסדים.

#### פרופ' אמיר ברנע

האם נוצר פער בין הדיווח לבין חבות המס?

#### פרופ' צביקה אקשטיין

כן. אגב, למיטב ידיעתנו אין כמעט מדינה בעולם שקיים בה איגוח שלא התאימה את חוקי המס לבעיית האיגוח.

הנושא בו הושקעו מירב המאמצים הוא נושא ההנפקה לציבור – למעשה, יצרנו "מסלול ירוק" להנפקה לציבור בשיתוף פעולה עם רשות ניירות ערך.

בנוסף, סיפקנו פתרון לבעיית ה – Moral Hazard שהינו לחייב את המוכר לרכוש 10% מהתיק, במטרה שלא ירמה.

#### פרופ' אמיר ברנע

איך זה פותר את הבעיה?

#### פרופ' צביקה אקשטיין

אם המוכר עשה Moral Hazard, משמע הכניס תיק מסוכן יותר, אז הוא לוקח על עצמו חלק מהסיכון. כמו כן, ההיגיון שעומד אחרי ה – 10% הוא שזו רמת המינוף של הבנקים. בארה"ב למשל אימצו את רעיון דומה במסגרת הדיון על המשכנתאות – מדובר ברעיון כלכלי ופשוט לפתרון ה – Moral Hazard.

בנוסף, בהיבט החשבונאות נמצא פתרון על בסיס הכלל הפשוט הבא: אם ה – SPE הינו בבעלות מלאה של הבנק, והבנק מיישם חשבונאות GAAP, אזי גם החשבונאות של ה – SPE תהיה לפי GAAP והפיקוח על הבנקים יכיר לפי GAAP. מנגד, אם ה – SPE הוקמה מחוץ לבנק (אף אם בבעלות חלקית), אזי החשבונאות תהיה לפי IFRS.

#### פרופ' אמיר ברנע

אם ישנם כל הפתרונות, מדוע אין איגוח?

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### פרופ' צביקה אקשטיין

הסיבה המרכזית לכך שאין איגוח במדינת ישראל היא שאין לובי לאיגוח.

### פרופ' אמיר ברנע

אבל מהן הסיבות?

### פרופ' צביקה אקשטיין

אני אמחיש זאת בצורה הבאה: באופן אישי יצא לי להיפגש עם מרבית יושבי הראש והמנכ"לים של כל הבנקים בישראל. אף אחד מהם לא חשב שכדאי לו להשקיע מאמץ בנושא, בעיקר משתי סיבות: הסיבה הראשונה היא העיתונות שאינה מחבבת את הבנקים בלשון המעטה, ועשויה לפרש מהלך שכזה באופן שגוי. הסיבה השנייה היא שהבנקים הגדולים לא ייהנו ממהלך שכזה.

### רו"ח ארז סופר

התשובה ההגיונית היא שיצרו פה חוק שמדבר על איגוח משכנתאות בלבד, והיום זה לא מעניין ולא כלכלי ללכת לכיוון הזה.

### פרופ' צביקה אקשטיין

ראשית, הבנקים לא שיתפו פעולה, מכל מיני בחינות. שנית, הפיקוח על הבנקים לא עשה שום מאמץ בכדי להפוך את החוק לזמין מידית, ויצר תשתית רגולטורית רק על משכנתאות. אף מאמץ לא נעשה גם מצדם של גופים אחרים כגון חברות הסלולר או חברת החשמל. חברת החשמל לדוגמה, אשר נמצאת במצב בו הסיכון של החברה גבוה מהסיכון של הצרכנים שלה, יכולה לאגח את התזרימים שלה ולממן תחנות חשמל במחיר נמוך יותר.

### רו"ח דב ספיר

מצד אחד צביקה דיבר על כך שהכלכלה בנויה על נושא האיגוח ועל כך שהאיגוח יפתור בעיות רבות, אך מצד שני כל מי שמעורב בעניין לא מתלהב מהעניין. בצורה כזו, בה אין מי שיידחף ויקדם את הנושא, אין סיכוי שהחוק יעבור. לעניין ה- True Sale, ראוי לציין שהפתרון היה כבר בידי האמריקאים לפני זמן רב, ולא מדובר בהמצאה חדשה של משרד המשפטים.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### רו"ח שלומי שוב

ברצוני לפתח את הדיון ולשמוע גם את הזווית של הבנקים.

### אורון יואב (בנק לאומי)

לדעתי, בהסתכלות על תמהיל האשראי העסקי במשק ועל מתמודדי האשראי העסקי במשק, הבנקים מחפשים דרכים לשיתוף פעולה ולא רק תחרות בין השוק המוסדי לבין שוק ההון בכללותו.

### רו"ח דב ספיר

כבר בוועדת חיימוביץ', בה הייתי חבר, צוין כי המרווח משכנתאות הוא לא מספיק גדול בכדי שניתן יהיה לעשות איגוח.

### אורון יואב (בנק לאומי)

לגבי נושא המשכנתאות אני בדעה שמלכתחילה היו צריכים להרחיב את הנושא באופן כללי לנכסים במאזן הבנק. כאמירה כללית, אני חושב שהבנקים היו עשויים להתעניין בפלטפורמה להעביר סיכונים, להתחרות ולשחרר הון היכן שהדבר עושה שכל, ולהישאר כמחוללי אשראי בחזית מול הלקוח. כמו כן, מניסיון אישי שלי – במקום בו נעשה שימוש מושכל במכשירים אלו, ברמת מינוף נכונה ובמקום בו הבנקים נשארו עם אותם 10%-15% לאורך כל התיק בצורה אנכית – הדברים עבדו. בנוסף, בפרספקטיבה של מי שעבד במשרד האוצר – לדעתי שינויים מהסוג הזה צריכים להיות מובלים על ידי הממשלה ולא דווקא להגיע מלמטה.

### פרופ' אמיר ברנע

ישנן כמה שאלות מורכבות שאני מתקשה למצוא את הפתרונות להן בדברים שעלו פה. שאלה ראשונה היא מה תהיה השפעת המעבר לבזל המתקדם ומדידת נכסי סיכון על בסיס סיכון ספציפי על נושא האיגוח? האם החבילות שיהיה כדאי לבנק לשווק הן לא חבילות עתירות סיכון בעצם? כמו כן, נטען כי לבנק הפועלים למשל, בשל פרופיל הסיכון שלו, פחות נחוץ לו האיגוח מאשר לבנק ירושלים. יחד עם זאת, אני בדעה שההפך הוא הנכון, מאחר שהעניין המרכזי הוא הממשק מול הלקוח ופחות הממשק מול שוק ההון.

### פרופ' צביקה אקשטיין

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הבעיה המרכזית של הבנקים הגדולים היא מגבלת החשיפה, למשל להלוואות לשוק הנדל"ן שם יש הרבה מאוד לקוחות במרווחים מאוד גדולים ונעשים מאמצים להיפטר מהסיכון. הדרך היחידה להתמודד עם הבעיה כיום היא דרך מנגנון CDS. יחד עם זאת, CDS אינו רלבנטי לתיקים אלא למספר לקוחות ספציפיים ומדובר בתהליך מסובך ויקר – אין "מסלול ירוק".

#### שי שליסטא (מזרחי טפחות)

אחד הנושאים שעלו בדיון הוא עד כמה האיגוח הינו כדאי ברמה העסקית, כאשר מדובר במשכנתאות – לאור המרווחים שאנו מכירים כיום, אני נוטה לכיוון שאין באמת כדאיות. לעומת זאת, אם נסתכל קצת לאחור לשנים בהן הלוואות ניתנו במרווחים גדולים יותר, יתכן ששם הכדאיות גדולה יותר, אך עולה שאלה לגבי הסיכון בו נעשה איגוח בתיק משכנתאות, ולאחר מכן הלווה יעשה Refinance.

#### רותי דהן פורטנוי

ניתנו פתרונות בעולם לשאלות מסוג זה. אני בדעה כי הנקודה העיקרית היא שמוצר המשכנתאות, גם בארץ וגם בעולם, הוא מוצר שהרווחיות שלו נמוכה מאוד – לא ברור מדוע התחילו דווקא במוצר הזה, ולדעתי היו צריכים להתחיל בכיוון אחר. מעבר לכך, ישנה בעיה מבנית בישראל שהיא ההבחנה ברמת הלקוח העסקי בין המימון שלו בבנק לבין המימון שלו בשוק ההון – בעוד שלבנק הוא נותן בטחונות, בשוק ההון הוא לא נותן בטחונות. משמעות הדבר היא שאם הבנק מעביר כעת פורטפוליו של כמה עשרות לווים כאלו לשוק ההון נוצרת בעיה משמעותית מאוד מבחינת הלווה. כמו כן, לדעתי צריך להביא בחשבון את איגוח הלקוחות הקטנים והבינוניים, אין ספק שמדובר באוכלוסייה שזקוקה לזה.

#### פרופ' אמיר ברנע

כיצד הסיכון עובר אם הלקוח ממשיך להתנהל מול הבנק וכל התזרים עובר לבנק?

#### רותי דהן פורטנוי

הבנק ממשיך להיות ה – Servicer. הקשר בין הבנק ללקוח ממשיך להיות אותו הקשר, אך הבנק מעביר את הסיכון.

#### פרופ' אמיר ברנע

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הבנק ממשיך להלוות לאותו לווה הלוואות ישירות, נכון? אם כן, כיצד ה- 10% פותרים את בעיית ה- Moral Hazard?

#### רו"ח דני ויטאן

אחת השאלות שעלו, גם במסגרת דוח הוועדה וגם במהלכים הקודמים, היא כיצד יש לפעול מול אשראי שאוגח, כאשר ישנו אשראי אחר מול אותו לקוח. העיקרון הוא שלא ניתן להפלות בין האשראי הנמכר לבין האשראי שנותר – וזהו המנגנון שיצטרך להיות. לשם כך יש לבנות מערכת ברמה התפעולית, במיוחד בבנקים, אשר תשווה את הטיפול.

#### אוריין דגן (בנק דיסקונט)

אני מסכימה שהנקודה הבעייתית בקשר לבנקים היא חוסר הכדאיות הכלכלית בשל דירוגם הגבוה במילא. לגבי נושא הבידוד – מרבית הנכסים המאוגחים כיום בעולם הם במתכונת של הלוואות נון ריקורס או הלוואות שניתנו על ידי ישויות ייעודיות שמעניקות הלוואות מסוג ספציפי (כדוגמת בנק למשכנתאות אשר מעמיד רק הלוואות כנגד משכנתא). חשוב לציין שכל עוד אין יכולת לבדד את הנכס המאוגח ברמת המדידה של התזרים והבטחונות (כולל מקור ההחזר) באחת משתי הדרכים האמורות, מדובר במשימה קשה מאוד תפעולית ועסקית.

#### ד"ר דן וייס

אני בדעה שצריך להסתכל על הנושא בפרספקטיבה יותר רחבה מהפרספקטיבה של הבנקים, ובתור יו"ר וועדת ההשקעות בקבוצת מגדל ובקבוצת כלל אני רואה נקודה נוספת לדיון. אמנם יש Moral Hazard, אך ישנה קונטרה ל- Moral Hazard. כאשר לקוח גדול מבקש אשראי מגוף מוסדי צוות שתי בעיות: הבעיה הראשונה היא הנחיתות האינפורמטיבית בהשוואה לבנק, שתמיד יודע טוב יותר על הלקוח. הבעיה השנייה והחמורה יותר היא שהלקוח תמיד יעדיף את הבנק. לכן, הגוף המוסדי ישמח לקנות הלוואה שה- Operator שלה הוא בנקאי, מאחר ולבנק יש יתרון מובנה במתן הלוואות על פני הגוף המוסדי. ברור כי ה- Moral Hazard לא ייפתר והוא ימשיך להיות קיים, אך עולה שאלה של המחיר, ובהחלט ייתכן כי במחיר מסוים יתאים לגוף המוסדי לקחת על עצמו את ה- Moral Hazard. לכן, מסיבות שונות לגמרי מאלו שצביקה ציין, אני נוטה להסכים שהאיגוח מאוד יעזור לגוף המוסדי.

#### פרופ' צביקה אקשטיין

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הנקודה היא נכונה. הצורך העיקרי של הגופים המוסדיים בישראל הוא קבלת הלוואות יחסית בטוחות לטווח ארוך, וזה מה שעושה איגוח.

#### ד"ר דן וייס

חשוב לשים לב שאמנם על הידע ניתן להתגבר על ידי שימוש במומחים בנקאיים, אך בעיסוק עם הגופים הגדולים יש לגופים המוסדיים נחיתות הן בתהליכים והם באינפורמציה, עליה לא ניתן להתגבר.

#### פרופ' צביקה אקשטיין

שימו לב לכך ש – 50% מהמשק נמצא בעמדת נחיתות ואני טוען כי השוק ידע לתמחר את זה לאור המרווחים הגדולים.

#### שי שליטא (מזרחי טפחות)

בהקשר הזה, חשוב לי לציין בקשר לגופים המוסדיים כי אנו רואים הרבה מאוד "תאבון" להשתתף דווקא בהלוואות הקטנות והבינוניות יותר, ולהסתמך על פלטפורמת הניהול של הבנקים. בנקודה זו ברצוני להעלות שאלה: אם איגוח הוא מסובך ומורכב, אז למה לא לפתח מכשיר שהוא דומה יותר ל – CLO, שבו הגוף המוסדי מפקיד את הכסף בבנק והבנק משתף אותו בסיכון?

#### רו"ח אודי גרינברג

עושים את זה, ולא רק הגופים המוסדיים אלא גם גופים אחרים.

#### שי שליטא (מזרחי טפחות)

למיטב ידיעתי, מבחינה רגולטורית גופים מוסדיים לא יכולים לשים פיקדון בנקאי.

#### מיכאל קהן (בנק ישראל)

ברצוני להזכיר שמדובר בדוח ביניים לגביו אנו אמורים לקבל תגובות ולבצע עדכונים, ככל שיידרש. השלב בו אנו נמצאים הוא בניית תשתית שהינה הכרחית עוד לפני שהולכים לכיוונים ספציפיים. כמו שכתב בדוח, הכיוון הוא לא בהכרח משכנתאות אלא ישנם כיוונים מעניינים נוספים כגון אשראי לעסקים קטנים ובינוניים, על אף הבעיות שעלו פה. לכן, שלב זה במהותו נועד להסיר חסמים שיאפשרו התפתחות של השוק, שתחייב עבודה של עוד גורמים רבים – ולמעשה זו המטרה, להגיע מוקדם ככל שניתן לחקיקה שתאפשר את ההתפתחות של השוק לכיוונים הללו.

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

#### אבי לוי (מנכ"ל מליסרון)

אני מסתכל על הנושא מהזווית של החברות. חברת מליסרון ביצעה הרבה איגוחים לאחרונה. בנוסף, נתקלתי גם בהרבה מקרים בהם הבנקים מוכרים בשוק ההון הלוואות של גופים כמונו, כך שהדבר נעשה גם היום משיקולים עסקיים ולא דווקא עם משכנתאות. כמו כן, נושא האיגוח הוא מאוד תחרותי – הבנקים מנסים להתחרות בשוק ההון וללא הרבה הצלחה. גופים עסקיים גדולים בעלי יכולות גבוהות נזקקים פחות ופחות לשירותים של הבנקים, כך שהתחרות של הבנקים קשה מאוד.

#### רו"ח שלומי שוב

מהזווית שלך כעסק של קניונים בעלי תזרים מזומנים עתידי, תוכל להשתמש בתשתית שנבנית פה – סופק הן פתרון משפטי והן פתרון מיסוי.

#### אבי לוי (מנכ"ל מליסרון)

הדבר לא יוסיף לנו מהבחינה הזו – היום הגופים המוסדיים יודעים לעבוד גם ללא ביטחונות, על בסיס הדוחות הכספיים, התזרים של החברה והדירוג. בלי שום קשר, אנו נקטנו גם בגישה פייבוריטית יותר לשוק ההון, לפיה סיפקנו בטוחות על הקניונים עצמם, מה שהוזיל מאוד את העלויות וסייע בפריסה שיכולנו להשיג.

#### רותי דהן פורטנוי

לדעתי, ישנה שכבה מאוד גדולה שלא קיבלה התייחסות בדוח – ברצוני להפנות את הפוקוס מהמערכת הבנקאית למערכת העסקית. ישנן הרבה מאוד חברות עסקיות בישראל שנושא האיגוח הינו פתרון מעולה עבורן. כך למשל, חברת אלקטרה נדלי"ן ניסתה לפני כשנה לבצע מהלך של עסקת איגוח ללא הצלחה, כל הצדדים היו מרוויחים – החברה הייתה מרוויחה מעצם ביצוע העסקה והמשקיעים המוסדיים היו מרוויחים נגישות לבניין משרדים מהטובים בארץ, אך למרות זאת הדבר לא יצא לפועל. בגלל סוגיית מיסוי. אם היה פתרון מיסוי לעסקה הדבר היה יוצא לפועל, חד משמעית.

#### רו"ח ניר הלפרין

להערכתך, עסקת אלקטרה לא יצאה לפועל מאחר שלא היה אישור של רשות המיסים.

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

#### רו"ח שלומי שוב

אמנם אנו ממקדים את הדיון לבנקים, אך חשוב להבהיר, כפי שנאמר פה, כי לנושא ישנה חשיבות גדולה גם מבחינת החברות העסקיות.

#### רו"ח ירון ייני

ברצוני להעלות נקודה נוספת לדיון – אני בדעה כי הנון ריקורס הינו כלכלי ונכון ויש מקום לשלב אותו במקומות מסוימים בארץ. אחרת, לאנשים אין אפשרות לפתוח עסקים ולרשתות אין אפשרות לקבל אשראים ולמעשה רק הגדולים מקבלים. האיגוח אמור להזרים כסף, ולדעתי אם היו מורידים ממנו את הריקורס, היה יותר אוויר במשק ולאנשים היה יותר כסף. אני חושב שבנקודה הזו, הוועדה הזו או וועדה אחרת, היו צריכות לחשוב מה עושים לטובת המשק בכללותו – לצורך העניין, גם אם רשת "קפה קפה" או "ארומה" יפלו, עדיין האיגוח נפתח גם לעולם המזון.

#### פרופ' אמיר ברנע

ירון, מה אתה מציע?

#### רו"ח ירון ייני

אין לי את הפתרון, אך אני מציע שההסתכלות תהיה כיצד לבצע שינוי ברמת המדינה. קודם כל יש להבין מה קורה בשוק האשראי בארץ. בנוסף, כיום חברות האשראי יודעות להגיע לכל בנאדם ויש להן אינפורמציה לגבי מצבו של כל אחד מהם. לדעתי, אם היו משתמשים בידע הזה בחברות ביטוח, שלהן יש את הכסף אך לא את הידע, היה אפשר לתת כסף לעסקים קטנים.

#### רו"ח שלומי שוב

לא מדובר בידע בלבד, אלא גם במומחיות.

#### רו"ח ארז סופר

איגוח הוא דבר נחוץ שעושים אותו בכל העולם, ואני בדעה שצריך לעשות אותו בצורה מושכלת. אני מסכים עם מיקי בכך שברגע שנתחיל לנוע ולקדם את הנושא נלמד דברים בדרך שהם ספציפיים למדינת ישראל, שהיא קטנה יותר. יחד עם זאת, אני מצר על כך שהכיוון אליו פנו בשלב הראשון

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הוא איגוד משכנתאות – כפי שצינתי, הכיוון לא מעניין מכל הבחינות ומבחינה כלכלית אין כדאיות לאור המרווחים הנמוכים. בנוסף, אם אתחבר לנקודה שצביקה העלה, הרי שכל עסקה עם הציבור כיום בעולם הבנקאי לא נתפסת טוב ולכן אין מי שיקדם את העסק. לגבי דבריו של ירון, אני מסכים עם כך שהעסקים הקטנים הם מנוע הצמיחה – שם נמצאים המרווחים המתאימים, ולדעתי, זהו הכיוון אליו צריכים ללכת. בסופו של דבר, הלווים הגדולים יודעים לנהל משא ומתן ולהגיע למחירים שהם רוצים ויש להם את היכולת להגיע לשוק ההון.

#### פרופ' צביקה אקשטיין

אדגיש פעם נוספת, הוועדה לא התמקדה כלל בנושא המשכנתאות.

#### רו"ח ארז סופר

בכל אופן, זו הסוגיה שנמצאת כרגע על השולחן.

#### פרופ' צביקה אקשטיין

מבנה החקיקה, נושא המיסוי, נושא ה – Servicer, נושא ה – True Sale וכיוצא באלו – אין להם קשר למשכנתאות. המרכיב היחיד של משכנתאות הוא שהפיקוח על הבנקים יצר מסלול רק למשכנתאות, בעוד שהמסלולים האחרים ייבחנו בנפרד בהתאם לבזל 2.

#### עו"ד נטלי גייקובס

מהזווית המשפטית, אמנם מדובר בתחומים ממוקדים כדוגמת ליסינג – אך איגוד היה קיים בישראל ואין בעיה משפטית ב – True Sale. כעת, אם נסתכל על הדוח ונשאל מה התחדש נראה כי למעשה הפיקוח לוקח תאגיד בנקאי – שהינו הגוף הכי מתוחכם ורלוונטי לאיגוד, שיש לו את מירב המשאבים והאמצעים ושיושב על Pool של הלוואות מכל מיני סוגים – ומתיר לו לאגד משכנתאות, שזהו הסוג הכי פחות כלכלי וריאלי. אם כך הדבר, אז מה נעשה פה בעצם? איזה תמריץ ניתן לגופים מוסדיים ולגופים הבכירים? אני בדעה שהיו צריכים לבוא במסר לשוק כלפי מי שיש לו נכסים טובים, כגון מליסרון ואחרים, ולספק לו את התשתית, את הכלים ואת הוודאות העסקים והמשפטית לביצוע עסקאות איגוד. כמו כן, היה צריך לאפשר לבנקים להיות Servicers גם של הגופים המוסדיים, מה שלהבנתי מהדוח אסור כיום.

#### רו"ח ניר הלפרין

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ראשית, מהנקודות שעולות פה עשוי להשתמע כי הוועדה עסקה רק במשכנתאות – וזה לא נכון. הוועדה עסקה בשלל עסקאות האיגוח במשק. שנית, אני רוצה להדגיש כי ההמלצות שגובשו בתחום המס במסגרת דוח הוועדה מציעות פתרון לחסם מיסויי שהפך את עסקת האיגוח ללא כדאית כלכלית. פתרון זמני וחלקי לחסם זה ניתן באמצעות החלטות מיסוי בשנת 2006 בעקבות וועדת חיימוביץ'-אשר ועל כן בוצעו באותה תקופה עשרות איגוחים. עת הפסיקו ברשות המיסים להוציא החלטות מיסוי כאמור, נעצרו גם רוב עסקאות האיגוח. להערכתי בעקבות הדוח הנוכחי, חברות רבות במשק – מהקטנות ועד הגדולות – יוכלו לאגח את חובות הלקוחות שלהם ואת תזרימי המזומנים הצפויים מנכסיהן בפשטות וללא חשיפות מס, משתי סיבות פשוטות: הסיבה הראשונה היא שהן לא יצטרכו לקבל חוות דעת משפטית מאחר והיא קיימת בדוח ובחקיקה הצפויה בעקבותיו. הסיבה השנייה היא שניתן פתרון לחסם המיסויי, אותו אנו סוחבים כבר מעל 10 שנים.

#### עו"ד (רו"ח) זיו כהן (רשות ניירות ערך)

ראשית, אני רוצה לחזק את דבריהם של מיקי וצביקה – מטבע הדברים הדוח עסק גם באיגוח של משכנתאות, אך אין ספק שגם איגוחים מסוגים אחרים יכולים להיות רלוונטיים. כראיה לכך, ברמת העובדתית, על שולחן הרשות מונחות עסקאות שנבחנות על ידינו ולמעשה מחכות להסרת החסמים לפי הדוח. שימו לב שבעסקאות איגוח מדובר בתזרים מזומנים מאוד ברור – סיכון האשראי של ה- Originator למעשה נעלם מהתמונה בגלל הנושא ה- True Sale. למעשה, זו אחת הנקודות החשובות בנושא האיגוח – לא מתמחרים את סיכון האשראי של היזם.

#### פרופ' אמיר ברנע

אבל היזם הוא זה שעושה את ה- Maintenance, לא?

#### עו"ד (רו"ח) זיו כהן (רשות ניירות ערך)

זה תלוי בעסקה. באיגוח משכנתאות למשל, נקבע במפורש שהבנקים יהיו ה- Servicers, כמקובל בעולם, ויש בכך היגיון מאחר וזהו הדבר היעיל ביותר לעשות – אף אחד אחר לא יכול לקחת על עצמו את כל המערכת הזו וללמוד אותה מחדש. הנקודה האחרונה שארצה להתייחס אליה היא השקיפות – חשוב להבין שבגין עסקאות שבסופו של דבר יגיעו לציבור, נדרוש לתת גילוי מלא ומפורט אשר יעזור למשקיע לקבל החלטת השקעה מושכלת.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### פרופ' אמיר ברנע

אני מבין שהרעיון בשקיפות הינו ליצור תמחור לסיכון ואכן יש לכך ערך רב בשוק ההון. יחד עם זאת, יש לחשוב גם על הצד השני של המטבע – עד כמה יש ללכת לקראת גילוי? האם הגילוי יינתן באופן גלובאלי או באופן ספציפי?

### עו"ד (רו"ח) זיו כהן (רשות ניירות ערך)

זו שאלה מצוינת והתשובה היא שכל מקרה ייבחן לגופו. הקמנו צוות ברשות אשר יבחן כל עסקת איגוח לגופה וינסה להבין מהו הגילוי הנדרש שיעזור לציבור לתמחר את אגרות החוב בצורה נאותה בכדי למנוע כשל. לדעתי, זו הנקודה החשובה ביותר שאנו צריכים לדון בה.

### רו"ח רמי חלף

אני בדעה שאם הבנקים לא יתחילו עם האיגוח, הסיכוי שהדבר יתפוס במשק כולו נמוך. הסיבות העיקריות לכך הן הבעיה התפעולית ובעיית התמחור, מדובר בנושא מאוד לא פשוט. לגבי הבנקים, מאחר וישנו חסם כרגע רק לאותו מכשיר שהוא לא רלוונטי, אני מעריך שהבנקים ילכו בדרכים אחרות, כגון CDS, ולא יחפשו בכלל את הפתרון של איגוח. אם הבנקים לא יהיו אלו שיוציאו את המרצע מן השק, אני מאמין שהנושא יישאר פחות או יותר ברמה של דיונים – הסיבה לכך היא שצריך גוף גדול בעל ידע ויכולת שיבצע את המהלך, ייקח על עצמו את הסיכון ולמעשה יבנה את הניסיון שעל בסיסו יכנסו לאחר מכן גם גופים אחרים.

### רו"ח שלומי שוב

איציק, היינו רוצים לשמוע את דעתך, הן מזווית של חברת דירוג בתפקידך לשעבר והן מזווית עסקית בתפקידך הנוכחי.

### איציק מאיסי (קבוצת אלון)

באופן כללי, אני בעד. בחלק מהחברות שלנו, בקבוצת אלון, ניסינו לבצע מהלכים מסוימים אך בסופו של דבר הכול נעצר בגלל כל החסמים שעלו פה.

### רו"ח שלומי שוב

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בעקבות הוועדה החסמים האלו יוסרו.

### איציק מאיסי

אני מסכים. מבחינתנו, כקבוצה שבה מגוון עסקים, איגוח בהחלט יכול להיות מעניין – בין אם מדובר באיגוח של הון חוזר ובין אם מדובר באיגוח בצד הנדל"ן, בדומה למליסרון.

### רו"ח דב ספיר

מה לגבי שר האוצר? האם הוא מעורב בעניין?

### מיכאל קהן (בנק ישראל)

דוח הוועדה נתמך על ידי כל הרגולטורים במשותף וחשוב גם להדגיש שזו הפעם הראשונה שיש הסכמה של כולם.

### פרופ' אמיר ברנע

לדעתי, כל הנושא תלוי בהוראות הלימות ההון של בנק ישראל.

### רו"ח שלומי שוב

נראה כי מיצינו את הדיון, לפחות בשלב זה. השינוי המשמעותי שתביא איתה החקיקה הן התשתית המשפטית והתשתית המיסויית. חשוב לשים לב שרשות המיסים הלכה פה צעד משמעותי קדימה, ולא טריוויאלי מבחינתם לדחות את המיסוי של הרווחים שנוצרים בשנים הראשונות ב-SPE. בכל מקרה, אני חושב שאחת הבעיות העיקריות שעלו בדיון היום היו היעדר "אבא ואמא" בממשלה לנושא האיגוח למרות החשיבות שלו ברמה המשקית. בהיבט החשבונאי, לצערי, אנו לא אנשי בשורות – החשבונאות לא הולכת לעשות חיים פשוטים, ובהחלט ייתכן כי חברות יבצעו את הפעולה דרך תמריצים אחרים וללא התמיכה של החשבונאות. בהתייחס למשכנתאות, השאלה המרכזית היא עד כמה הפיקוח על הבנקים יתמוך בעניין. מעבר לכך, קיים גם הצד של העסקים הרגילים שלהם התשתית צפויה לסייע, גם אם כאמור החשבונאות תקשה על העניין. כאנשי חשבונאות אנו יודעים שהחשבונאות בנושא האיגוח היא לא פשוטה כלל, ובהחלט ייתכן שייבנו מבנים שלא יהיו כשירים להכרה – אמנם מדובר בעניין משמעותי, אך הוא אינו מבטל לחלוטין את האינטרס בהשגת מקורות זולים.

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

#### על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (FVF), הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה, היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בנושא. הפורום שמקיים מפגש חודשי, משמש קבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות שנמצאות על סדר היום ומשמש פלטפורמה לשיתוף ידע, זיהוי בעיות, תהליכים ומגמות וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשקיעים.

הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורנ"ח שלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן, בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל וחיבור בין תחומי הידע השונים.

סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות.

אתר הפורום: [www.fvf.org.il](http://www.fvf.org.il)