

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: 13/03/2023

נושא המפגש: "האיגוח בישראל בישורת האחרונה: אתגרים והשלכות"

קישור לחומר הרקע למפגש: [לחץ כאן](#)

קישור לרשימת המשתתפים: [לחץ כאן](#)

צוות מקצועי: ירין לוי, רותם שבע, נדב אילוז, דניאל רומנו, פלג זבינוביץ', גיא יעקובי

שלומי שוב

בוקר טוב, אנו עוסקים הבוקר בנושא של האיגוח אחרי שעסקנו בו בזמנו בעקבות המלצות ועדת אקשטיין שפורסמו בנובמבר 2015. האיגוח חוזר לשולחן בישראל ואנחנו יודעים שבנק ישראל מקדם את הנושא ואף לאחרונה פורסם תזכיר חוק בנושא שמשום מה "הורד" ואנחנו נדבר על כך היום ובכלל הנושא נמשך ונגרר כבר יותר מעשור והגיע הזמן להעביר אותו. זה נראה שכל הרגולטורים בעד אז אני לא מבין למה צריך לחכות.

דווקא העיתוי הנוכחי, על רקע עליית הריבית ויצירת "בשר", הוא נכון כדי לייצר מקורות מימון נוספים למשק ומחוללי צמיחה. מה גם שמאז פרסום דוח הועדה התפתח מאד הנושא של האשראי החוץ בנקאי בישראל, לרבות בעקבות הפרדת כרטיסי האשראי מהבנקים שהם יזמי איגוח פוטנציאליים. אנחנו יודעים שבשנים האחרונות היו בארץ לא מעט עסקאות מכירה של תיקי אשראי, בין היתר על ידי נותני אשראי חוץ בנקאי לגופים המוסדיים. בשורה התחתונה יש רציונל ברור של הפרדת המומחיות של החיתום וניהול האשראי מהמימון של תיקי האשראי. יש כאן הרבה כסף של מוסדיים כפי שאנו יודעים מהדיון הקודם שלנו שיכול ליהנות התשואה על תיקי הללו..

למרות שהמטרה של האיגוח ככלי מרכזי לפיזור סיכונים במערכת הפיננסית ואספקת מקורות מימון נוספים במשק ברורה ורצויה, התשתית לקיומו בישראל מבחינה משפטית ומיסוית טרם עוגנה בחקיקה.

כאיש חשבונאות אתחיל בכך שכשמדברים על איגוח בישראל בהקשר של גריעת נכסים מהמאזן יש מתח גדול בין ההסתכלות המשפטית לבין הראיה החשבונאית כלכלית לאור חוסר הודאות המשפטית בישראל שהיא חשובה לצורך הניתוח החשבונאי, למרות שקיימות חוות דעת משפטיות בנושא. ואנחנו זוכרים את נושא הפקטורינג השקט (פס"ד אגרסקו כמדומני), שלפיו בית המשפט העליון לא הכיר בכך כמכירה אמיתית. חשוב להסדיר את הודאות המשפטית לגבי שאלת ה"טרו סייל": האם הנכס נמכר - כלומר האם בחדלות פירעון הוא שייך לרוכש או למעביר? המבחן צריך להיות לשון ההסכם לרבות השאלה האם המקבל רשאי לנהוג בנכס מנהג בעלים כלומר לנהל מו"מ, לגבות וכיוצ"ב. החוק צריך להגדיר קריטריונים ברורים למכירה אמיתית ולייצר ודאות רגולטורית שלא תלויה בפרשנויות כאלה ואחרות של שופטים. אגב, הנייר של רשות ניירות ערך מ-2020 בנושא איגוח הדגיש את חשיבות הנושא המשפטי כבסיס לביצוע העסקאות.

להבדיל מהמלצות הועדה, באיגוח מודל 2023 מעניין לראות בין היתר את עניין שימור הסיכון שלפי הועדה ב-2015 הומלץ 10% שזה שמרני יחסית לגבי מה שמקובל באירופה וארה"ב כיום ששם זה 5%, אך ממה שאני מבין בתזכיר החוק ה"דיסקרטי" כרגע יהיה מינימום של 5% כאשר יותר לשר האוצר בהסכמת הנגיד לקבוע שיעור של עד 10%. הרציונל הוא כמובן הסיכון המוסרי והחשש מא-סימטריה במידע בעקבות לקחי המשבר הפיננסי של 2008. אגב, עדיף שהחזקה הנמשכת תהיה דרך השכבות המונפקות כמו בחול ולא דרך השארת חלק מהנכס שוא האיגוח אצל היזם, כדי להימנע מבעיה משפטית במצב של חדלות פירעון של היזם.

חלק מרכזי בנושא הסדרת האיגוח בישראל הוא החסם המיסוי. החסם המיסוי העיקרי בעסקאות איגוח הוא נושא העברת הנכסים/משכנתאות מחויבות במס וכן נושא התאגיד הייעודי עצמו סובל מבעיית מס לאור הרווח שיווצר בו בשנים הראשונות שהרי ההכנסות מהנכסים המגבים יהיו גבוהות יותר מהוצאות המימון בגין האג"ח המונפקות ולא ניתן לפי החוק הקיים לקזז אותם קדימה כנגד ההפסדים העתידיים כשמצב הדברים יתהפך ויווצרו בעתיד הפסדים.

הועדה הציעה בזמנו פתרון ייחודי לבעיות מיסוי אלה, אני מבין שהתזכיר הנוכחי קצת שינה אותן ועוד מעט נשמע על כך מניר הלפרין שהיה חלק מהוועדה בזמנו ומנציגי רשות המיסים היום.

בהקשר של איגוח חשוב לדבר בנפרד על הבנקים לאור דרישות ההון שלהם והצורך להקטין חשיפה למגזרים מסויימים. אגב, שימו לב שלאור עליית הריבית גם לא בטוח שלבנקים יש היום אינטרס למכור את הנכסים כי אז יוצרו להם הפסדים חשבונאיים שהרי ההלוואות רשומות לפי עלות מופחתת ולא לפי שווי הוגן. בהקשר זה, ראינו מה קרה בימים האחרונים לסיליקון וואלי בנק (SVB) שהטריגר לנפילה היה מכירת נכסים פיננסיים בהפסד (סווגו כמוחזקים למכירה) בעקבות עליית הריבית ואז ניסיון גיוס הון. בכלל אי אפשר להתעלם מכך שהנפילה המהירה של SVB מעלה תהיות לגבי הדוחות הכספיים שלו שפורסמו רק שבועיים קודם, בצורה חלקה לגמרי וללא הערת עסק חי או כל הפניית תשומת לב אחרת של המשקיעים. נתון מעניין מהדוחות הכספיים הנ"ל נוגע להשקעה בניירות ערך (בעיקר MBS עם מח"מ ארוך מאד) ששוויים ההוגן לתום 2022 עמד על 76.2 מיליארד

דולר בלבד הוצגו לפי עלותם המופחתת על 91.3 מיליארד דולר בלבד - פער של כ- 16 מיליארד דולר. רק לקבל פרופורציות זה כמעט כל ההון של הבנק שעמד על 16.3 מיליארד דולר! השקעה במכשירי חוב ארוכים אלה סווגה כמוחזקת עד לפדיון ולכן נמדדה לפי עלות מופחתת ולא לפי שווי הוגן. סיווג החשבונאי של השקעה לפדיון בניירות ערך שהם מכשירי חוב בגופים פיננסיים שפועלים ברמות מינוף גבוהות בהגדרה הוא דבר רגיש ביותר, במיוחד בתקופות של ריבית עולה שמובילה לקיטון בשווי ההון של השקעות אלה. מבחינה חשבונאית, סיווג זה צריך להיבחן בכל מועד מאזן מחדש כדי לוודא שקיימת יכולת ולא רק כוונה להחזיק את אותם ניירות ערך עד למועד הפדיון שלהם ללא צורך לפרוע התחייבויות. צריך להבין כי בראיה עסקית על רקע המח"מ הארוך הרבה יותר של הנכסים מאשר של ההתחייבויות, ניירות ערך אלו הם "המספר המאזן" בניהול הבנק. הטריגר לקריסת הבנק היא אמנם בעיית נזילות, אך יש לכך קשר ישיר לפער המח"מ - המח"מ הקצר של ההתחייבויות של הבנק ביחס לנכסיו על רקע רמת המינוף המובנה הגבוהה. שימו לב שהקריסה המהירה התחילה במימוש של ניירות ערך מוחזקים למכירה (שהם דווקא נמדדים לפי שווי הוגן וההפסד ממכירת הוא "רק" הפשרה של רווח כולל אחר ללא השפעה כוללת על ההון). בדיעבד כמובן שהסיווג החשבונאי במקרה הזה לא היה נכון, אבל הדבר כמובן מעלה תהיות לגבי הסיווג בזמן אמת, לרבות המשך הסיווג בדוחות הכספיים האחרונים שפורסמו. בשורה התחתונה, המאזן של הבנק לא הציג את התמונה האמיתית ואני מניח שזה נושא שעוד ייבדק היטב לאור הנסיבות המדייקות ששררו וצריך להיזהר כמובן תמיד מחוכמה שבדיעבד במיוחד כשנוצר RUN ON THE BANK. אני בטוח לא מכיר את כל התמונה ורק מעלה את השאלה. אגב ממה שראיתי הנושא של סיווג השקעות אלה שטעות בו מוחקת את הון הבנק לא זוהה אפילו כהחלטה קריטית בדוחות הבנק שזה קצת תעודת עניות למקצוע שלנו...

נחזור לנושא שלנו - בעקבות הידוק דרישות ההון שבאו לאחר המשבר הפיננסי של 2008, יש לבנקים אינסנטיב להעביר הסיכון של שכבת ההפסד הראשונה. אגב, הבנקים בישראל עושים היום עסקאות ביטוח כאשר הם רוכשים ביטוח על אחוז מסויים בתיק האשראי - פארי פאסו ולא בתצורה מרובדת שזה מספר שכבות סיכון. הרגולציה החדשה של באזל בנוגע לגישה הסטנדרטית לטיפול בעסקאות איגוח סינתטי עדיין לא אומצה בישראל. זה יכול להוביל לפתרונות אחרים כמו איגוח סינתטי, כדי להגיע לשיפר הלימות ההון מבלי לגרוע את הנכסים מהמאזן ועוד מעט תרחיב על כך אוריין דגן ונשמע את נציגי הבנקים.

נמצאים איתנו היום כל הגורמים הרלבנטיים, משרד המשפטים, בנק ישראל רשות ניירות ערך, רשות שוק ההון ורשות המיסים נציגי הגופים הרלבנטיים כולל הבנקים וחברות הדירוג ונשמח אם נוכל לייצר שיח שיתרום לקידום חקיקת חוק האיגוח וקידום הרגולציה הרלוונטית של בזל, כי אין ספק שישראל נמצאת כאן בפיגור משמעותי ביחס לעולם וגם לפי מה שאני מבין, אפילו מהנוכחות כאם היום, אין איזשהו גורם שמתנגד. אז זה נכון שיש לנו את הבעיה שכל רגולטור מתייחס לזווית שלו וזה תמיד מחזיר אותנו לבעיה המבנית שקיימת ברגולציה הפיננסית בישראל, אבל באמת אין סיבה לעוד עיכובים. על מה שצריך זה חוק שיסדיר את נושא המכירה המשפטית ויסדיר את נושא המס. כל היתר יבוא באופן טבעי.

אמיר ברנע

נושא המפגש הוא איגוח. האם אני טועה בטענה שכל מי שבעצם קונה אג"ח או מניה של בנק הוא בעצם בסיטואציית איגוח. מה זה איגוח? קיים תיק הלוואות או אשראי שהבנק או חברת הביטוח מחזיקה. אם אני קונה מניות של בנקים או חברות ביטוח, אני בעצם באיגוח. הנושא כאן הוא בעצם איגוח על איגוח. מדובר שהבנק עצמו או חברת הביטוח בגלל הסולבנסיות, מקימים עוד גוף כזה ומפזרים את הסיכון. תסכימו איתי שקניית אג"ח של בנק זה אותו דבר כמו קניית אג"ח של SPV כלומר של איגוח.

נטלי ג'ייקובס

המטרה של איגוח היא לקבל לגבי הנכסים המאוגחים והמבודדים ניתוח סיכונים שונה של היזם שהוא הבנק או הגוף הפיננסי שהעמיד את האשראי. למשל, תיק משכנתאות הוא תיק אשראי שיש לו נכסים מגבים והסיכון שלו יכול להיות שונה מאד מסיכון היזם שהעמיד את האשראי.

צביקה אקשטיין

אמיר, בוא אני אסביר לך למה אתה טועה. במונחים פיננסיים, יש לך את בנק לאומי ויש לך את בנק ירושלים. שניהם צריכים כסף כדי לתת הלוואות. הם הולכים לשוק, האם המחיר ששניהם מקבלים הוא זהה? בנק ירושלים לוקח תיק הלוואות שהוא נתן ובנק לאומי לוקח תיק הלוואות שהוא נתן, ומוכר אותו. שני התיקים זהים. המחיר של שניהם זהה אם יש דירוג? זה בדיוק ההבדל. ההבדל הוא שהגופים הקטנים, יכולים לקבל בשוליים חוב בעלות זהה לגופים הגדולים באמצעות איגוח. זה הלב של האיגוח, צריך להבין את זה שיש איגוח בכל המדינות בעולם חוץ ממדינת ישראל.

אמיר ברנע

סליחה, אתה מדבר על מצב ב' הבנק מוכר תיק אשראי כדי להשיג מקורות למתן אשראי נוסף. אני חושב שהוא עושה זאת ממקום של ארביטראז' רגולטורי של הלימות הון. באיגוח סינטטי הבנק מוכר את הסיכון. הטיפול בלוויים הוא של הבנק, שמטפל בכל הסדרי חוב עם הלוויים. לא גוף חיצוני. האם אתה מסכים איתי שהתמריץ לאיגוח כפי שקיים היום בעקבות אירועי 2008, בעקבות כל הטלת מגבלות ההון על בנקים ועל חברות הביטוח עם הסולבנסיות – התמריץ לאיגוח נובע מניהול הלימות הון.

צביקה אקשטיין

האיגוח של הבנקים הוא לנהל את הסיכונים של הלימות הון בצורה יותר מתאימה לתנאי שוק. מה זה עושה בפועל? נותן לבנקים הקטנים הזדמנות להתחרות בבנקים הגדולים. אם תלך לארה"ב, היא קצת ייחודית בהיבט הזה, הבנקים הקטנים, פוליטית, לחצו על חברות הביטוח שהמדינה נותנת כדי לבטח את המשכנתאות שלהם. ברגע שהם עשו את זה, אפשרו לבנקים הקטנים את היכולת לתת משכנתאות ולהתחרות עם הבנקים הגדולים, וזה הגיע כתוצאה מהמשבר הגדול.

אמיר ברנע

קודם כל השכלתי, למדתי ממך שלעידוד האיגוח יש השפעות על התחרות בשוק האשראי, זה מה שאתה אומר לי. ואתה אומר גם שאולי תמחור יותר כלכלי של סיכון פיננסי דרך השוק הזה. לכן גם בנק ישראל עומד מאחורי האיגוח. משום מה, אני חשבתי שהאלמנט המרכזי שרלנבנטי הוא הלימות ההון ברמה הכי בסיסית שלו. למשל תיק משכנתאות, גם הלימות ההון שם מאוד נמוכה ותלוייה ב-LTV. אני מניח שבעקבות באזל יחולקו המשכנתאות לפי רמות LTV בזמן קבלת האשראי. הבנק ימכור את היחס הנמוך שם דרישת ההון היא גבוהה. עוד נושא שעלה בהקשר האיגוח זה נושא של הסיכון המוסרי בשני מישורים: המישור הראשון הוא הסלקציה, כלומר איזה הלוואות נכנסות לאיגוח. המישור השני, הבנק צריך לטפל והאם הוא מטפל באותו מרץ גם בהלוואות SPV כפי שהוא מטפל בהלוואות שלו. עכשיו, הטענה אומרת שדרך הדרישה שהבנק משתתף בחוב בצורה יחסית, האם זה פותר את כל בעיית הסיכון המוסרי? יש פה חשש מסוים. הבנק לא נותן אינפורמציה ללווה, הוא מחזיק את הסיכוי של החוזר ואיך הוא מפעיל לחץ על הלווה כאשר הוא חייב כסף לבנק או ל-SPV. פה זה 10% ופה זה 100%. אלה שאלות שעדיין קיימות אבל הניסיון יפתור אותם דרך השתתפות באשראי. מילה אחרונה, מבחינת המודל המימוני, אין פה הפחתת סיכון. ניח שיש לי תיק SPV עם לווה אחד שמדורג גבוה או עם הרבה לוויים שמדורגים C, איך מדורג התיק השני? והאם ניתן למכור אותו לפי דירוג יותר גבוה? כלומר האם פיזור סיכון בתיק SPV משפר את האיכות שלו? המודל המימוני אומר שלא. אין פה יתרון בפיזור הסיכון. מכיוון שהבנק עצמו הוא כבר מפזר סיכון וכן מי שמשקיע זאת לא כל ההשקעה שלו. יש למשקיע תיק מבוזר. אותו גוף מוסדי שקונה את התיק הזה. האם לטענה שעל ידי בניית תיק איגוח מופחת הסיכון, כלומר ניתן למכור את התיק במחיר גבוה. יש ידיים ורגליים?

צביקה אקשטיין

אני אתחיל מהטענה האחרונה שלך. המודל המימוני הטהור, אין פה עלויות עסקה ואין פה עלויות אינפורמציה. זה לא כשלי שוק, זה חלק דרמטי שמסביר למה המערכת הפיננסית זה לא מבוא לכלכלה. שאני פותח את כל הדוחות של ישראל ובודק למה יש לנו עלויות כאלו גבוהות בבנקים והבעיה המרכזית היא במשרד האוצר לא מבינים שהמערכת הפיננסית היא לא שוק פתוח. ואם אומרים למה אין חוק איגוח? זה בגלל האוצר. חד משמעית. כי כל פעם ששמו את החוק על השולחן של היועץ המשפטי, מישוהו באוצר עצר. נקודה. ואני אביא לכם עובדות אם אתם רוצים בכל נקודת זמן כי נמאס לי. אז אני אתחיל בהיסטוריה ואז אני אדבר על המקרו.

אני באתי לבנק ישראל בשנת 2006, לא ידעתי הרבה מימון אלא רק ככלכלן. למדתי מימון אצל אמיר. למדנו הרבה מאקרו ומימון ורציתי לעשות משהו חיובי למשק. אז נפגשתי עם יובל בורנשטיין, ויובל ואני אמרנו בוא נקים פורום שוק ההון ונשאל אותם מה חסר להם. אז הקמנו את הפורום והיו בו כל הרגולטורים. אחד הדברים שאמרו כולם שחסר לנו שוק איגוח שעד היום לא קיים. אתה מסתכל החוצה לעולם, ואני נסעתי הרבה בעולם, ואז פגשתי בחור בשם מריו דראגי, שהיה נגיד הבנק

האיטלקי, ושאלתי אותו כמה חשוב שיהיה איגוח? הוא ענה לי: זה קריטי, זה בעיקר מוריד את עלויות העסקה ויש על זה הרבה מחקרים. זה מוריד ומפזר סיכונים, אם יש ריפו אז לא צריך להחזיק 3% מהתיק מזומן כי יש לך איגוח אז אתה יכול להריץ אותו וכשהבנק יכול לנהל יותר טוב את מערכת הסיכונים. וסיבה שלישית, אתה יכול להביא הרבה נכסים פרטיים טריפל A אם יש מערכת פיקוח נכונה. ואז ירום אריאב רצה להפוך את ישראל למרכז פיננסי אבל דבר אחד עשיתי וזה להקים ועדה של רגולטורים כדי לקדם את העניין של הריפו ושל האיגוח. התחלנו את זה ב2006 או ב2007 ובום נפל עלינו המשבר הפיננסי הגדול מה שעצר לנו את הפעילות.

דרך אגב מי שהתנגדה ואמרה שהצילה את ישראל היא דידי, שלא נתנה לקידום איגוח, אבל מה שהיה הכי מעניין זה שהיא והצוות שלה – שכלל שתי עורכות דין פנטסטיות, לקח לי שעתיים לשבת איתם לתת להם את ההרצאה המאקרו הכלכלית ואז הם כתבו דוח. חודש חודשיים כתבו מסמך. ב2007 ה TRUE SALE היה מנוסח, נסגר הסיפור הזה. ואחר כך רצינו ללמוד איך עושים את זה במדינות אחרות. בנק ישראל עבד עם צוות יועצים מאוסטרליה וצוות יועצים מאירופה כי באירופה זה התפתח בשנות ה-90, דראגי סיפר לי שהוא התחיל לפתח את זה כשהיה מנכ"ל משרד האוצר כדי לאפשר לרשויות מקומיות לאגח את המיסים שלהם. אבל בסוף זה הפך להיות כלי מרכזי במערכת הפיננסית האיטלקית ובכל אירופה. הCLO, המשכנתאות, הכל! זה הפך להיות כלי לניהול סיכונים של המערכת. דרך אגב, זה כלי מאוד חשוב הקטע הזה של איגוח תזרימים גם ברשויות מקומיות, דבר שלא קיים אצלנו! לא קיים איגוח של תזרימי מיסים. מה שניסינו לעשות ואני אגיד את זה בקיצור – הקמנו צוות, רשות לניירות ערך, החשכ"ל – מאוד חשוב בנושא של רישום ואינפורמציה, משרד המשפטים, בנק ישראל, המפקח על הבנקים וכו'.

למעשה כשהתחיל המשבר מיד הבנו את בעיית הMoral Hazard, ואני חושב שהמצאתי 10% נשאר בידי המנפיק. אחרי זה האמריקאים הלכו על 5%. אני רוצה לציין דבר אחד בהקשר המשבר של 2008. הכשל כולו היו בנכסים מאוגחים בארה"ב. בקנדה, רמת האיגוח לא הייתה פחותה מבארה"ב והיא בכלל לא נפגעה כתוצאה מהמשבר. גם באירופה, המשבר הפיננסי על הבנקים – היו בנקים שפשוט רצו ישר לארה"ב. היום אין ספק, שיש לגביו הסכמה מוחלטת – המשבר של 2008 הוא משבר רגולציה.

לסיכו, אני אגיד את הדברים הבאים: החוק כמו שהוא היום לדעתי עונה על מה שאנחנו הגדרנו אז כ"מסלול ירוק" לאיגוח. מסלול פשוט שיהיה בהיקפים גדולים כדי שיוכל לחסוך עלויות עסקה. הנקודות שישנם בחוק, אני רק אגיד לניר, הנושא המרכזי שיוצרים את הSPV, יש לה רווחים בהתחלה והפסדים בסוף. אתה לא יכול ליצור איגוח אם אתה משלם מס על האיגוח. ולכן, יש כאן בעיה בכל מדינה שבה אי אפשר לקזז הפסדים על רווחים קודמים, וישראל היא אחת מהמדינות האלה. אז צריך לחשוב איך פותרים את זה, כמו באנגליה, ולהבין איך מיישמים את זה בישראל. כמו שלמדנו מכל העולם אז - וזה מה שצריך לעשות. ולמה זה קריטי? גם איגוח וגם ריפו הם מכשירים שמורידים בצורה משמעותית את עלויות העסקה ומאפשרים תחרות בריאה בין הגופים הקטנים לגופים הגדולים. גופים קטנים מקבלים מהפיקדונות פחות לעומת הבנקים הגדולים, בריפו הם יכולים

לקבל אותו דבר. דבר שני, יצירת נכסים ברמת סיכון נמוכה לשוק וזה לא רק אג"ח ממשלתי. וזה חשוב מאוד. ודבר שלישי, שמסתכלים על השוק כיום, תמיד יש סיבה לא לעשות איגוח ולכן אני תמיד אומר שהיה המשבר של 2008, שאלו אותי למה בארה"ב יש? אמרתי תראו, שוק ההון שלהם נוסע עם קורבט מחוץ למסלולים ואצלנו שוק ההון נוסע לאט לאט עם חמור ועגלה על הכביש.

מאיר לוי¹

המחלקה הכלכלית ביעוץ וחקיקה בראשותי הובילה בחודשים האחרונים את ריכוז הטיפול בחוק האיגוח יחד עם בנק ישראל ורשות ניירות ערך במאמץ מרוכז להשלמת גיבוש תזכיר החוק אשר ממתין כעת לאישור שר האוצר ושר המשפטים לצורך הפצתו להערות הציבור. אני רואה חשיבות עצומה בקידום תזכיר החוק. בעיניי ישנה דחיפות בפרסום התזכיר להערות הציבור בעת הזו. תזכיר החוק הוא תוצר של עבודה מקצועית המתבצעת קרוב לשבע שנים, וביתר שאת בשנה וחצי האחרונות. בתקופה זו, נעשתה עבודה מאומצת לקידום התזכיר, בריכוזם של נציגים ממשרד המשפטים, בנק ישראל ורשות ניירות ערך. בחודשים האחרונים קיים הצוות המרכזי ישיבות עבודה עם כל אחד מהרגולטורים הפיננסיים ועם נציגי משרד האוצר, וכן ישיבות מרוכזות של כלל הגורמים, והגיע לנוסח מעודכן של טיוטת התזכיר המותאם לשינויים שחלו במשפט המשווה בתחום האיגוח מאז שנת 2015. בעת הזו יש "מומנטום" חשוב, בו כל גורמי המקצוע המעורבים הגיעו להסכמות ופרסום התזכיר עשוי לעגן ולהיעזר בהערות הציבור כדי ללבן חילוקי דעות אחרונים.

אוריין דגן

בוקר טוב, אני מקווה שאני לא אשבית שמחות. לפחות לא יותר מברגיל.. אבל באמת שהשאלה של איגוח מונחת הרבה זמן על השולחן. ישבתי עם שניכם, פרופ אקשטיין ורו"ח הלפרין ב-2007, ואז בנינו מודל איגוח. אז באמת עסקנו באיגוח מסורתי. אבל התחושה שלי, שכל הזמן אנחנו עוסקים בלפתור את הבעיות של שלשום אפילו לא של אתמול.. איגוח הוא לא מטרה, איגוח הוא אמצעי. אם אנחנו לא נבין מה המטרה, מה מניע את הבנקים לא נוכל לענות על הצורך. אני אתאר מה מניע את הבנקים. כמובן שגופים אחרים, שלא כפופים לרגולציה הבנקאית יכול להיות שמניעים אותם דברים אחרים, אבל אם אנחנו לא מבינים מה מניע את הבנקים אין לנו שום דרך לדעת אם איגוח הוא יעיל או לא יעיל ולכן אנחנו גם לא פותרים כנראה את הבעיות.

אז מה מניע בנקים?, מה גורם לבנקים לאגח, לפני המשבר של 2008 נכון, זה בדיוק לפי מה שצביקה תאר, בנק מקומי האמריקאי בטקסס מדורג A יכל באמצעות בידוד של נכסים להפריד את תיק הנכסים מסך הסיכונים התפעוליים שלו, שמדורגים כאמור A, וכנגד אותו תיק לקבל מימון. לאותו בנק היה אנסנטיב להשאיר אצלו את הרצועה הנחותה (ה FL, רצועת ההפסד הראשונה), זאת אומרת

¹ התוסף לאחר הדיון

להגדיל את הביטחון של התיק וכך לשפר את דירוג האשראי של התיק המאוגח וככה לגייס מקורות לפי מחיר גיוס של AA מינוס. למה זה גרם? (זה נשמע נורא מוזר לנו, אבל באותה עת לא היה הדרישה להלימות הון לפי רמות סיכון של חשיפות אשראי. דרישה כזו פשוט לא הייתה קיימת היא באה ברגולציה שיושמה אחרי המשבר.) ואז מה קרה? זה יצר אינסנטיב לבנקים לאגח ולשמור אצלם במאזנים את הרצועות הנחותות ולמכור את הבכירות. איך זה נגמר כולנו זוכרים.

צביקה אקשטיין

על כשל רגולטורי לא את מה שלא, מה היה בקנדה ז"א בקנדה לא איגחו

אוריין דגן

רגע, אם בנק שומר אצלו את הרצועה הנחותה ומוכר את הרצועה הבכירה הוא יוצר אצלו תמהיל של נכסים רעילים, המיץ של הזבל.

צביקה אקשטיין

בקנדה זה לא קרה, למה זה לא קרה בקנדה? ויש איגוח והיה איגוח

אוריין דגן

אני חייבת להגיד שאני לא מספיק מעורה במה קרה או לא קרה בקנדה, אך זה לא משנה, כי כאמור הרגולציה הבנקאית השתנתה מאז.

צביקה אקשטיין

אז הגיע הזמן שתלמדו מה קורה במקומות טובים ולא רק מה קורה במקומות רעים.

לא אבל זה לא בסדר תקשיבי לי, אני עוסק הרבה במדיניות כלכלית, במכון אהרן אני עובד יום יום אני אף פעם לא משווה את עצמי לניקאראגוואה אני בכול נושא הולך ל OECD, אתה רץ 100 מטר אתה לא מסתכל על אלא שנמצאים במקום העשירי את מסתכלת על אלה אשר רצים במקום הראשון, והסיפור שאת מתארת וזה מה שעשיתי בדוח הזה - הלכנו למקומות ששמה לא היו כשלים. למדנו איך הם עובדים.

אוריין דגן

נכון מאוד. אני שמה, מגיעה לשם. בעקבות המשבר מגיעה תקינת "באזל", הדרישה להלימות הון, מותאמת סיכון.

השינוי של הבאזל והדרישה שלו, שבנקים צריכים לרתק הון לפי סיכון האשראי הקונצרני שבמאזני הבנקים. השגת מימון כבר לא הייתה הבעיה, היה בשפע ובזול. הבעיה היתה בהון, ההון הפך למשאב

במחסור. אם לפני המשבר לבנקים היה אינסנטיב לשמור אצלם את הרצועות הנחותות ולמכור החוצה את הרצועות הבכירות מאז אימוץ תקינת בזל חל היפוך, היום בנק מעוניין להשאיר אצלו את הרצועה הבכירה למכור החוצה את הרצועה הנחותה ואלו מבני האיגוח שקורים היום. הבנק באמצעות עסקת האיגוח משחרר הון. אז הבנו שבעצם כתוצאה משינויי רגולציה התהפך האינסנטיב, וכעת יש לענות על צורך חדש.

עכשיו אנחנו מתחילים להבין למה איגוח מצליח/לא מצליח, או יותר נכון נראה אולי הוא דווקא כן מצליח בישראל. לפני המשבר של 2008 לבנק הישראלי לא הייתה דרישה להלימות הון מותאמת סיכון, בנק ישראלי אשר מדורג AAA ויש לו גישה קלה למקורות מימון הוא לא בנק אמריקאי מקומי המשיג באמצעות עסקת האיגוח מימון זול יותר. כלומר לא היה לבנקים הישראלים צורך, לא עושים איגוח לשם האיגוח.

אחרי המשבר של 2008 ושינוי הרגולציה שחל בעקבותיו, בואו נראה למה לא מתרחש איגוח. בעצם מה קרה אחרי באזל עם עסקאות איגוח ובואו נראה אם הבעיה היא אצלנו. אני אתייחס לרגולציה המקומית שאמצה את כללי בזל- נב"ת 203 ("הגישה הסטנדרטית למדידה והלימות הון") מהווה את אבן היסוד בכלל, בעסקאות מיטיגציה של סיכונים אשראי (credit risk mitigation) ומדבר על גישה סטנדרטית למדידה של הלימות הון לפי מדידה של חשיפות. ויש את נב"ת 205 שמתאר את הגישה הסטנדרטית לאיגוח, הם פורסמו באותו זמן ב 2012. כלומר הרגולטור, לא התנגד לאיגוח ולא הצהיר שהוא לא רוצה. אבל צריך לדעת כי הרגולציה הישראלית הנשענת על הרגולציה הבזלאית, וגם שם מרגע פרסום הרגולציה הבזלאית החדשה, שוק האיגוח המסורתי והסינטי של בנקים הפועלים תחת הגישה סטנדרטית בכל העולם נעצר, ובישראל כל הבנקים פועלים תחת הגישה סטנדרטית, ותכף נבין למה הוא נעצר. זו לא הייתה סיבה, שהייתה ספציפית לישראל. ואני פה אני אעשה רגע קצת חלון תכף נחזור לראות מה הבעיה אם יש בעיה אבל אני אגיד משפט לגבי איגוח סינטי מול איגוח מסורתי - האיגוח הסינטי קך בהרבה לתפעול, אינו כרוח בכיווץ (הקטנה) של תיק האשראי של הבנק, אינו כרוך ברישום של הפסד חשבונאי בשוק ריביות עולה ואינו יוצר ארוע מס ב SPV.

אבל למה אין איגוח בישראל ואני מדברת על למה אין איגוח סינטי זה נכון שלאיגוח מסורתי יש את הבעיה המיסויית ויש את הבעיות שהוזכרו מעלה, בעולם אם מסתכלים היום בנקים לא עושים איגוחים מסורתיים כמעט הם עושים איגוחים סינטיים, אז למה אין איגוח סינטי בישראל? הסיבה היא כי נפלה לקונה בבאזל, ובפרסום של באזל של ה מסגרת העבודה לבנקים הפועלים תחת הגישה הסטנדרטית, נכתב כי הם נדרשים לדרג בעסקת איגוח את הרצועות שהם בוחרים להשאיר בחזקתם. כלומר עד לתיקון של באזל בדצמבר 2019 התקן אמר ככה - אם בנק שפועל בגישה המתקדמת יוזם עסקת איגוח, את הרצועות שאותו בנק בוחר להשאיר אצלו על המאזנים (בין אם היא כי ממילא אתה לא מכר אותן החוצה באיגוח סינטי או בין אם הבנק עשה איגוח מסורתי, וקנה בחזרה את הרצועות הבכירות, על פי הגישה המתקדמת הבנק מדרג בעצמו את הרצועות שנותרות בחזקתו, ומכיוון שהבנק מוציא כעת בעסקת האיגוח את כל הסיכון החוצה, אותו בנק יכול כעת לדרג את הרצועה הבכירה

אותה הוא שומר בדרוג של AAA בינלאומי ולשחרר כך הון. אבל אם אתה בנק שפועל תחת הגישה הסטנדרטית, וכאמור כל הבנקים הישראלים פועלים בגישה הסטנדרטית, חייבו אותך להביא "פתק מהרופא" מה זה פתק מהרופא - חייבו אותך להביא פתק מחברת דירוג. כלומר לבצע דירוג חיצוני בחברת דירוג ואם היית רוצה להשיג את אותה הקלת הון מיוחלת של AAA בינלאומי, זה בלתי אפשרי. אין בנק במדינה כלשהי במזרח התיכון או באירופה המדורגת, שהמדינה מדורגת ב-A+ או אנחנו (ישראל) שמדורגים ב-AA- שיוכל לקבל לרצועה בכירה ככל שתהיה של תיק דרוג AAA בינלאומי, זה לא קורה, לא קרה, לא רק בישראל אלא בכל העולם.

למעשה, בכל העולם, לא היו עסקאות איגוח במשך כ-10 שנים. עם בנקים שפועלים בגישה סטנדרטית. בנקים אלו היו מודרים משוק האיגוח. כל הרגולטורים הבינו את זה ובוועדת בזל הבין את זה. בדצמבר 19, רגע לפני הקורונה (בגלל הישום שקרה בקורונה מקשרים את זה לקורונה) וועדת בזל הוציאה תקן חדש שנקרא CRE 41 לאיגוח בגישה הסטנדרטית. התקן מאוד פשוט. כל מה שהתקן אומר זה שכאשר בנקים שפועלים בגישה הסטנדרטית בוחרים להשאיר אצלם חלק מהרצועות הם יקצו הון על אותן רצועות לפי נוסחה פיקוחית המפורטת בתקן החדש. נוסחת התקן מבוססת על 4 משתנים ומי שירצה נוכל להרחיב עליה אחר כך, כלומר התקן החדש פשוט מורה לבנק איך להקצות הון מבלי שידרש לדרוג חיצוני.

ומהרגע שהתקן פורסם, הוא אומץ באירופה, באפריל 2020 נדמה לי, אומץ בבריטניה, אומץ בקנדה, אומץ באוסטרליה ובמערב ארה"ב (בארה"ב האימוץ הוא של הרגולטורים המקומיים. הרגולטורים בחוף המזרחי לא אימצו אותו עדיין הרגולטורים בחוף המערבי כן) ובעקבות זאת החל מבול של עסקאות איגוח סינטטיות שבנקים יוזמים ברחבי העולם.

העסקאות האלו הם עסקאות שהאינסטיטוט של הבנק היוזם אותן הוא שחרר הון. עד שלא מאומץ תקן CRE 41 פשוט לבנקים הפועלים בגישה הסטנדרטית לא כדאי לעשות עסקאות איגוח, כי הם לא מצליחים לשחרר הון בעסקה על רצועות בכירות שהם מעוניינים להשאיר בחזקתם. בנק ישראל למיטב ידיעתי, מודע לעניין ובוחר הנושא.

צביקה אקשטיין

אני רק אגיד אבל לא אנחנו התחלנו לעבוד לעבוד גם ציינו את האיגוח ודיברנו על זה גם עם הבנק רק חשבנו שהיא גם הכרחי ולכן ללא העברת החוק הזה אין לנו בכלל יכולת להתקדם.

יוסי סעדון

שמעתי חלק מהדיון שהתקיים קודם והתרשמתי מהעומק והמקצועיות של השיח שהתקיים כאן בנושא האיגוח. ברשותכם, אני רוצה קצת לטפס לגובה ולדבר על האיגוח מגובה של 30 אלף רגל. בשקף הזה (2) אני מפרט בכותרות את היתרונות שיש באיגוח: פיזור סיכונים יעיל יותר בכלכלה; הרחבת אפיקי ההשקעה של המוסדיים בשוק המקומי; פיתוח שוק האשראי החוץ-בנקאי והוזלת מקורות

המימון; אפשרות לפינוי הון במערכת הבנקאית במטרה שיוקצה, בין היתר, למימון של עסקים קטנים ובינוניים. בצד השמאלי של השקף רואים את היקף שוק האיגוח כאחוז מהתוצר בהשוואה בינלאומית של כמה משקים נבחרים. כפי שרואים בתרשים הזה שגם הופץ על ידי שלומי בנייר המכין לפורום, האיגוח מפותח מאוד בארה"ב, שאפשר לקרוא לה בירת האיגוח, בהולנד ועוד מדינות באירופה. ישראל בולטת מאוד בשיעור הנמוך של האיגוח ביחס לתוצר וגם זה מתבסס ככל הנראה על איגוחים ביוזמות נקודתיות ובילטרליות.

בשקף הבא (3) אנחנו רואים את האיגוח בארה"ב על פני זמן באחוזי תוצר. בולטת העליה בשיעור האיגוח ביחס לתוצר שמגיע לכ- 65% ב- 2007 ובהמשך את הירידה בעקבות המשבר של 2008 שבידוע נולד בגלל איגוח לא אחראי של משכנתאות בארה"ב. איגוח משכנתאות בארה"ב מבוצע לסוכנויות ממשלתיות שהוקמו באופן ייעודי לנושא ולגורמים פרטיים. האשראי שמאוגח לסוכנויות הוא בדרך כלל עם סיכון נמוך מזה המאוגח לגורמים הפרטיים. בגרף מוצג השיעור מהתוצר של יתרת המשכנתאות המאוגחות בכל שנה הן אלו שאוגחו לסוכנויות והן אלו שאוגחו לגורמים פרטיים.

בשקף הבא (4) בצד שמאל אנו רואים שבארה"ב מאגחים סוגי אשראי רבים. פילוח של סוגי האשראי המאוגח מעלה כי מרביתו אשראי לתאגידים, אולם גם המשקל של הלוואות לרכישת כלי רכב והלוואות סטודנטים לא מבוטל. מימין אנו רואים את האיגוח בארה"ב של אשראי שאינו משכנתאות באחוזי תוצר על פני זמן, גם כאן רואים את ההשפעה השלילית של משבר של 2008. כלומר לא רק איגוח המשכנתאות נפגע בעקבות המשבר אלא גם איגוחי אשראי אחר. היקף האשראי המאוגח שאינו משכנתאות ירד משיא של כ- 14% תוצר רגע לפני המשבר לכ- 8% שנתיים לאחר מכן.

המצב באירופה בשקף הבא (5). פעילות האיגוח באירופה מצומצמת יותר מזו שבארה"ב. היתרה של המשכנתאות הגיעה לשיא של 11 אחוזי תוצר בשנת 2010 ומאז ניכרת מגמת ירידה והיא עומדת ב- 2020 על כ- 4 אחוזי תוצר בלבד (לא בשקף). בשקף רואים ירידה ניכרת ביתרות האיגוחים גם באשראי שאינו משכנתאות – היתרה שב- 2010 עמדה על קצת יותר מ- 5 אחוזי תוצר עומדת ב- 2020 על קצת יותר מ- 2 אחוזי תוצר. בתרשים השמאלי רואים שכמחצית מהיתרה בסוף 2020 נובעת מאיגוח של אשראי עסקי – הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים ויתרות לקוחות, ורבע הלוואות לרכישת כלי רכב.

לסיכום החלק הזה, כמה מסרים בולטים מהשקפים הקודמים: איגוח מתקיים במדינות רבות בעולם כעניין שבשגרה; סוגי אשראי רבים ניתנים לאיגוח; המשבר הפיננסי של 2008 שהתפתח בגלל איגוח לא אחראי בארה"ב הוריד את האמון בכלי האיגוח.

מה המצב בישראל? הנסיונות לקדם את הנושא החלו לפני למעלה מ- 15 שנים. כשהיינו קרובים לשם פרץ משבר 2008 והסנטימנט השלילי שהוא יצר כלפי האיגוח בלם את היוזמה הזו. בשנים האחרונות הנושא שב לסדר היום ובחודשים האחרונים גובש תזכיר חוק בעניין ואני מקווה שבקרוב הוא יפורסם להערות הציבור.

כפי שאראה תכף בשקפים הבאים, איגוח הוא כלי חשוב לשכלול שוק האשראי. יחד עם זאת, כשנתחיל כאן עם האיגוח צריך לוודא שמתחילים את זה נכון, באופן בטוח ובאחריות. לא יהיה לנו מועד ב' אם חלילה זה יכשל. ואני אופטימי בעניין שכן כותבי תזכיר החוק הנוכחי וכל מי שעוסקים במלאכה הזו, וכידוע בנק ישראל מאוד מעורב בעניין, מבינים את הפקת הלקחים שנדרשה בעקבות משבר 2008 ומכירים היטב את הרגולציות המעודכנות שנוצרו כחלק מהפקת הלקחים מהמשבר. אציין כי רכיב חשוב באיגוח בריא הוא עניין שימור הסיכון. כאן היו לבנק ישראל חילוקי דעות עם האוצר שדרש שימור סיכון של 5% ולעומת זאת, הנטיה של בנק ישראל היא לשימור סיכון של 10% באופן אנכי לכל התיק המאוגח.

בחלק הבא של ההרצאה שלי אדבר על השפעות האיגוח על שוק האשראי וזאת על סמך מחקרים אקדמיים (שקפים 6,7). כשמנסים לענות על שאלת השפעת האיגוח באמצעות מחקרים אמפיריים קיים קושי: בעיית הזיהוי. קשה להפריד באופן מובהק בין שינויים שחלו בהיקפי האשראי בעקבות האיגוח לשינויים באשראי בעקבות שינויים בצד ההיצע או בצד הביקוש שאינם קשורים לאיגוח. במחקרים שאציג להלן השתמשו בטכניקות שונות כדי לזהות באופן מזוכם את ההשפעה של האיגוח.

שקף 8 מזכיר את מאמרם של (Nadault and Weisbach (2012). במאמר בוחנים את האפקט של איגוח על מחיר האשראי שמועמד לתאגידים. הם מוצאים שהמרווח על הלוואות שההסתברות שיאוגחו גבוהה יחסית כגון: הלוואות בלון, הלוואות עם דירוג B והלוואות שהחיתום שלהן נעשה על ידי הבנק המוביל – נמוך בעד 30 נ"ב מהלוואות שההסתברות שיאוגחו נמוכה יותר. כלומר, כשהגוף המאגח יודע שיש סיכוי גבוה שהלוואה תאוגח, הוא ככל הנראה יגבה על הלוואה זו ריבית נמוכה יותר.

האפשרות לאגח מסייעת גם בהקלה על הנזילות ששומר הגוף המאגח (שקף 9). ספק אשראי מחזיק נכסים נזילים (מזומנים ושווי מזומנים), כדי להגיב במהירות לזעזועים בלתי צפויים בפרט, כשמדובר בספק אשראי קטן שהיכולת שלו לגייס מזומנים בשוק במהירות, פחותה. שמירת המזומנים במאגן משתקפת בהיקף מצומצם יותר של אשראי שמועמד ולפיכך בעלות אשראי גבוהה יותר לספק האשראי.

שני מאמרים בולטים בעניין (שקף 10): (Loutskina (2009) בנתה מדד לבחינת הקלות שבה בנק יכול לאגח את האשראי שהוא מעמיד. נמצא שבנקים קטנים המחזיקים תיק אשראי מהסוג שקל יותר לאגח מחזיקים פחות נכסים נזילים במאגנם והמשקל של תיק האשראי שלהם בסך המאגן עולה; (Loutskina (2011) ניצלה רגולציה לפיה נאסר על הסוכנויות הממשלתיות בארה"ב לרכוש משכנתאות מגודל מסוים – משכנתאות ג'מבו. היא הראתה שההיקף של משכנתאות הג'מבו שבנק העמיד הפך להיות מתואם עם רמת הנזילות שלו. לעומת זאת, ההיקף של המשכנתאות שהיה ניתן לאגח לא הושפע מרמת הנזילות של הבנק. כלומר, כנגד הלוואות שאינן ניתנות לאיגוח (ג'מבו) החזיקו הבנקים נזילות גבוהה שהיתה מתואמת עם היקף הלוואות הללו בהשוואה להלוואות שניתנות לאיגוח שם לא נמצא הקשר הזה.

דרישות ההון (שקף 11). ספקי האשראי נדרשים על ידי הרגולטור או מתומרצים על ידי השוק, לשמור רמה מינימאלית של יחס הלימות הון. לפיכך, ספק אשראי שיחס הלימות ההון שלו קרוב לרמה הרגולטורית/האופטימלית, מוגבל בהיקפי האשראי החדש שהוא יכול להעמיד. מכירת תיק האשראי מאפשרת לספק האשראי להתרחק ממגבלת ההון ולהעמיד אשראי חדש. וכך מנוצל היתרון היחסי שיש לספקי האשראי בחיתום אשראי.

מהצד השני, באיגוח יש סיכונים שאותם צריך לנטר ולנטרל (שקף 12). הנסיון ומחקרים אמפיריים מראים שספק אשראי שיכול למכור תיק הלוואות מבלי לשאת בהפסדי האשראי שינבעו ממנו, מתומרץ להשקיע משאבים מוגבלים בבחינת רמת הסיכון של הלווה במועד חיתום ההלוואה. למשל, Mian and Sufi (2009) מראים שהעליה בהלוואות הסאבפריים ובהיקפי החידלון של הלוואות הללו התרכזו בעיקר באיזורים בהם בוצעו איגוחים בהיקפים משמעותיים.

שקף 13. Keys et al 2010 מראים שספק אשראי שיכול למכור תיק הלוואות מבלי לשאת בהפסדי האשראי שינבעו ממנו, מתומרץ להשקיע משאבים מוגבלים בבחינת רמת הסיכון של הלווה במועד חיתום ההלוואה. במאמר השווה בין איסוף המידע על הלווים בהלוואות קלות לאיגוח לעומת המידע הנאסף במקרה של הלוואות קשות לאיגוח. הם מצאו שהמידע הרך שנאסף במקרה הראשון היה פחות מאשר במקרה השני וזה בא לידי ביטוי גם בשיעורי חידלון גבוהים יותר בהלוואות הקלות לאיגוח. כלומר, כשספק האשראי יודע שההלוואה מיועדת לאיגוח הוא השקיע פחות באיסוף מידע על הלווה בהשוואה למקרה בו הסיכוי גדול יותר שההלוואה תשאר במאזן הבנק עד לפרעונה המלא.

שקף 14. Wang and Xia (2014) מוצאים כי הלוואות לעסקים שהסיכוי שיאוגחו גבוה, מועמדות עם קובננטים פחות הדוקים, ספקי האשראי מפקחים פחות על קיומם של הקובננטים, רמת סיכון של הלווים עולה ושיעורי הדיפולט בהלוואות אלו גבוהים יותר.

לאחר שראינו את היתרונות והחסרונות, נשאלת השאלה, מה עושים כדי לנטר ולנטרל עד כמה שניתן את החולשות והסיכונים שבאיגוח?

שקף 15. מהספרות עולה כי בהתקיים נסיבות מסוימות התמריץ של היזם לבצע חיתום באיכות נמוכה לאשראי מאוגח, פוחת:

- שימור הסיכון: היזם ממשיך להחזיק בחלק מהסיכון של התיק המאוגח (Demiroglu et al, 2012; Begley et al, 2017)
- לספק האשראי צורך לבסס מוניטין כלפי המשקיעים כמי שמבצע חיתום נאות (Albertazzi et al, 2009)
- האיגוחים כוללים מספר יזמים – כל יזם נרתע מלהתבלט כמי שאיגח תיק עם דיפולט חריג (Keys et al, 2009)
- פרק זמן ארוך בין מועד יצירת הלוואות לאיגוחן (Jiang et al, 2013; Elul, 2015)

- איגוח של אשראי מסוגים מסוימים - CLOs (Benmelech 2012) או LBOs (Shivdasani and Wang, 2012)

שקף 16. איך הרגולציה צריכה לפעול כדי להפחית את הסיכונים ולהפעיל את כלי האיגוח? רגולציה נרחבת נועדה למתן את ההשפעה השלילית האפשרית על התמריצים של שחקנים בעסקת איגוח. הרגולציות הבולטות מהשנים האחרונות בהקשר זה הן: פרק האיגוח בחקיקת DODD FRANK בארה"ב בשנת 2011 והרגולציה שפורסמה על ידי האיחוד האירופי בשנת 2017. בתמצית ניתן לסכם את הדרישות שיקטינו את הסיכון באיגוח: איסור על הזים לבצע LEMON PICKING (כלומר, איגוח סלקטיבי של הלוואות פחות טובות), חובת שימור סיכון על ידי השחקנים בעסקת איגוח, בדיקת נאותות סביב ביצוע העסקה, גילוי נרחב למשקיעים לאורך חיי העסקה, ביסוס העסקה כעסקת TRUE SALE.

לסיכום, איגוח הוא כלי שצריך לאמץ בישראל ויפה שעה אחת קודם. כמובן תחת מגבלות ורגולציה על מנת לוודא שהכלי הזה מופעל באופן בטוח. באמצעות האיגוח ספקי האשראי ינצלו את היתרון היחסי שלהם בחיתום והמוסדיים את היתרון היחסי שלהם בגיוסי הון. בהתנהלות אחראית ובחיתום שקול של הלוואות יוכלו גם ספקי האשראי החוץ בנקאיים לאגח אשראי מסוגים שונים ובכך להתחבר למקורות אשראי אינסופיים עבורם. כך ספקי האשראי החוץ בנקאיים יוכלו להנגיש יותר אשראי לעסקים הקטנים והבינוניים ולהוות תחרות לבנקים בישראל.

אביבה וייס

אני אדבר עכשיו על האיגוח. נתנו כאן הרבה רקע איכותי וחשבונאי לאיגוח. אני אציג כאן את נקודת המבט שלנו כרגולטור. תזכיר החוק כבר עשוי, ואני בכל זאת אדבר על השלבים האחרונים שהובילו אליו ואפרט את עמדתנו.

אז קודם כל הצורך בשוק: נזילות- נשפיי"ם, בנקים בתקופות מסוימות, שכלול שוק המשכנתאות, שכלול שוק האשראי חוץ בנקאי וניצול יעיל של מקורות ההון.

חסמים: עסקאות איגוח אינן אסורות בישראל, החסם- חוסר ודאות משפטית ועלויות מס, כיום מבוסס החלטות פרטניות.

מוצגים השחקנים הפוטנציאליים והרגולציה הקיימת. בצד הביקוש מצד המשקיעים (מחזיקי האג"ח), יש לנו גופים מוסדיים, בנקים, סחיר, שפ"מים, משקיעים מחו"ל. בשקף מודגשים השחקנים הצפויים להיות משמעותיים יותר – מוסדיים, בנקים וסחיר. כולם מפוקחים בישראל כבר היום חוץ ממשקיעים מחול.

המפקחים הם רשות שוק ההון ביטוח וחיסכון, הפיקוח על הבנקים, רשות ניירות ערך.

הרגולציה שכבר קיימת ונוגעת לאיגוח - השקעות (אנליזה, ממשל תאגידי), דרישות הון, פרסום תשקיף, גילוי ודיווח. עד כאן דיברנו על צד הביקוש.

ועכשיו, בצד ההיצע (יזמים ושרתים), – בנקים ושפ"מים כשחקני היצע עיקריים ובנוסף גופים מוסדיים, עיריות, פרויקט תשתית. רק עיריות ותשתיות הם לא מפוקחים, חלקם בהיצע צפוי להיות קטן והם צפויים למשוך משקיעים מתוחכמים.

המפקחים - רשות שוק ההון ביטוח וחסכון, הפיקוח על הבנקים. רגולציה קיימת- ממשל תאגידי, כשירות, דיווח.

אז בצד ההיצע רוב השוק מפוקח. אז בעצם התמונה שמתקבלת פה היא שיש בשוק הרבה שחקנים הכפופים לרגולציה מפורטת.

אז מה המסקנה מכל זה? קיים צורך בשוק באיגוח, וגם רוב השחקנים בשוק מפוקחים עם רגולציה קיימת שהיא רלוונטית לאיגוח. כדי לעודד את התפתחות השוק, יהיה נכון למקד את הרגולציה בצד הביקוש. יצירת סטנדרטים בשוק על ידי רגולציה על צד המשקיע- גופים מוסדיים, בנקים, סחיר. אין צורך ברגולציה נוספת על היזמים/ השרתים מעבר לזו הקיימת. יצירת הבחנה בין סחיר ולא סחיר- משקיעים מתוחכמים יכולים להוביל פיתוח שוק ואינם זקוקים להגנה צרכנית. אפשרות לעסקאות מורכבות- הכרה במשקיעים מתוחכמים והותרת סיכון 5% - 10% - לשמר תמריץ לעסקה, חשובה אחידות.

יעקב יודקוביץ'

שוק האיגוח בישראל לא הצליח לקום, במקביל לזה שגם רגולציה לא הצליחה להשלים את דרכה בישראל כבר הרבה מאוד שנים. ב2020 באנו ואמרנו לשוק שאנחנו מבחינתנו הרשות לניירות ערך- לא רואים בהכרח צורך להמתין לחקיקה כדי שאנחנו נאפשר את האיגוח, כשהכוונה לעסקאות איגוח תחת הרשות לניירות ערך (עסקאות איגוח לציבור). קבענו שברגע שהתנאים בעמדה מתקיימים אנחנו נאפשר תשקיפים של עסקאות כאלה. בגדול אלה עקרונות שמבוססים על הרגולציה האירופאית STS שזאת רגולציה שאומרת איזה מוצרי איגוח יכולים להתאים לציבור הרחב. אם אני חוזר לשתי הבעיות העיקריות שקיימות באיגוח אז הראשונה היא בנושא המשפטי (true sale) - בשוק יש חוות דעת משפטיות גם בלי שיש חוק ומן הסתם עורכי דין רואים את זה כמשהו שהוא פחות חזק מחוק מפורש, אך בכל זאת בשוק הפרטי יש חוות דעת שמספקות. אנחנו לא חשבנו שאנחנו צריכים חוק כדי לאפשר עסקאות איגוח לשוק הציבורי. גם לצרכי חשבונאות, יש בבורסה חברות שגורעות עסקאות איגוח מהמאזן בעת שגם מבחינת ה- IFRS יש את המבחן של העברת התיק. ולכן גם חשבונאית וגם מעשית אנחנו רואים שזה (true sale) קיים ולכן אפשרנו את זה. בנושא המס - יש כאלה שמצאו פתרונות. כלומר, בעיות המס שצוינו (גם הפסדים אחורה) לא תמיד קיימות וזה תלוי בנסיבות העסקה.

בפועל, האם היו עסקאות איגוח ציבוריות? לא. יש לכך כל מיני תאוריות שונות שמסבירות את הנושא. כחלק מצוות של כל הגורמים הרלוונטיים הובלנו את הנושא של תזכיר החוק. חוץ מבצד המיסוי, לא היו שינויים גדולים לעומת הנוסח הקודם. השלמנו תזכיר שהיה אמור לעלות, וברגע האחרון לא עלה כתוצאה מכך שעלתה ממשלה חדשה וזה לא התאפשר.

השינוי היותר משמעותי שם שעשו הוא בהיבט המיסוי שכן הגענו למסקנה שהפתרון שהוצע קודם לא היה ישים. ולכן, יחד עם רשות המיסים גיבשנו פתרון חדש.

אמיר ברנע

נניח STD כזה יוצא ועכשיו נסחר בבורסה. מה אתם דורשים? קודם כל התזרים צריך להיות BACK TO BACK לשקל. אתם מציבים בעצם את התמונה המאוזנת של זה מבחינת חשיפה לריבית, אחרת איך אתה מעריך את הריבית? רווח והפסד אין לSTD הזה בדוחות רווח והפסד.

יעקב יודקוביץ'

לגבי הנושא של התזרים, בהקשר של המסמך שלנו, הכלל היה שבמכירה חייב להיות מצב שהתזרים הנכנס צריך להיות זהה לתזרים היוצא.

אבי שטרנשוס

אני חושב שיש שתי בעיות מרכזיות במתווה של הרשות. הדרישה של הרשות שעסקת איגוח ציבורי תהיה מדורגת ע"י שתי חברות הדירוג מקשה על המנפיקים ולכן כולם הולכים לשוק הלא סחיר. על מנת לפתח את השוק הזה מספיק לדעתי לפחות בהתחלה דירוג אחד.

נקודה שנייה, לא נתתם מספיק הקלות למנפיקים במסמך שלכם, הן לא מועילות לחברות. וכמו שאוזכר פה כבר, הריבית היום בשונה ממה שהייתה בשנים הקודמות, מייצרת את האפשרות סוף סוף לעשות עסקאות איגוח. כשהריבית הייתה נמוכה לא היה צורך בשוק הזה ועכשיו כן.

יעקב יודקוביץ'

גם באירופה זו הדרישה בקשר למוצרים שהם מורכבים- כלומר דירוג כפול. רציתי להזכיר עוד דבר, שהשוק הישראלי הוא ייחודי לנגישות הגבוהה שלו בעולם האגח. בעולם האגח הוא מיועד בעיקר למשקיעים יותר מתוחכמים. ולכן, אפשר לטעון שבישראל כל שוק האגח יותר פתוח לציבור הרחב.

גלעד אושרי

אני מציע לשקול לעשות זה דיפרנציאציה בין הציבור הרחב לבין מנהלי השקעות של קרנות נאמנות ולפחות לאפשר לקרנות הנאמנות לקנות את המוצרים האלה בלי דירוג. משקיע מתוחכם יחשוף את

הציבור מצד אחד לנכס איכותי וחזקה על מנהלי קרנות הנאמנות שיש להם את היכולת לנתח את הסיכון גם ללא דירוג של חברות הדירוג.

נטלי ג'ייקובס

אני מסכימה עם מה שאבי אמר, אני שומעת את זה מהשוק ואני חושבת שגם דיברנו על זה בזמנו. הדרישה לשני מדרגים, בהינתן השוק הקטן שלנו, היא קשה אם לא חסם. החדשות הטובות מהזווית המשפטית והפרקטיקה, היא שאין בעיה היום עם מכר מלא. מתבצעות עסקאות עם בנקים וגופים מוסדיים, שבבסיסן חוות דעת של מכר מלא שנשענת על פסיקה מסודרת.

שלומי שוב

אז איפה הבעיה?

נטלי ג'ייקובס

בוא נעשה סדר, היא לא במגרש המשפטי של המכר המלא. יש מספיק משרדי עורכי דין בתל אביב לא רק משרד הרצוג פוקס נאמן, שנותנים חוות דעת משפטיות של מכר מלא. יש לנו פסיקה ודין במדינת ישראל שלא מחייבים חוק איגוח. גם בארצות הברית מתבצעות עסקאות איגוח ללא חוק, זו הנקודה הראשונה (לא חייבים חוק לאיגוח ומכירות חוב). הנקודה השנייה, היא שאיגוחים סינטטיים הם עולם קצת שונה. גם בוועדה הבינמשרדית בנושא האיגוח בה השתתפתי ודיברתי על איגוחים סינטטיים, הייתי בעד ואלו עסקאות חשובות מאד, אבל צריך לזכור, שאיגוח סינטטי זה כמו עסקת ביטוח אין פה מכירה של הנכסים. הבנק בסך הכל קונה סוג של ביטוח באמצעות נגזר אשראי מהתאגיד המאגח.

שלומי שוב

אז צוואר הבקבוק הוא הפיקוח על הבנקים?

נטלי ג'ייקובס

לא, כל הרגולטורים צריכים ליישר קו ולהסכים שזה אפשרי וניתן לעיכול בשוק הישראלי הנושא של איגוח סינטטי.

אמיר ברנע

אנא הסבירי: נניח עסקה סינטטית וקרה כשל בהחזר חובות, האם נרשם חוב של חברת ביטוח כלומר האם הדוח הכספי מתנהל כמו שהוא התנהל במקרה שיש תביעה לחברת ביטוח?

נטלי ג'ייקובס

הישות המאגחת שלנו מוכרת את הביטוח לבנק. היה ויש דיפולטים בתיק שנמצא אצל הבנק היא מחויבת לשלם לבנק. אירוע כזה מוגדר כאירוע אשראי. כאשר יש דיפולט כזה והתיק של הבנק בביצוע חסר, קמה לבנק הזכות לבוא ולדרוש את התשלום המעין ביטוחי הזה מהגוף המבטח שלו (שזו הישות המאגחת). הגוף המבטח יכול להיות חברת ביטוח, הוא יכול להיות SPV המומן בידי גופים מוסדיים, גופים מתוחכמים. אני מסכימה עם הגישה של הרשות, שבשלב הזה, לא בטוח שאיגוח סינטטי הוא מוצר שמתאים להנפקה לציבור, כאשר טרם בוצעו עסקאות איגוח מסורתיות בהנפקות ציבוריות.

שלומי שוב

אז איפה הבעיה לא הבנתי?

ניר הלפרין

נטלי הציגה בפני ועדת האיגוח את אותם דברים לפני שנים. גם אז הייתה חוות דעת לגבי בנק שביקש לאגח משכנתאות. אותו בנק אף פרסם טיוטת תשקיף, ולמיטב ידיעתי הייתה חוות דעת בעניין ה-True sale. ב-2008 כמדומני הם רצו לאגח מיליארד וחצי באמצעות תשקיף, והבעיה היחידה שהייתה אז ועודנה היום זה המיסוי.

נטלי ג'ייקובס

הבעיות הן המס והדירוג הכפול וגם הנושא של האיגוח הסינטטי שהוא עוד לא קונצנזוס בעיני הרגולטורים.

אוריין דגן

איגוח סינטטי בהגדרה של העברת סיכונים ל-SPV הבנקים הישראלים מקיימים להערכתי בהיקפים של מעל 100 מיליארד ₪ בשנה החל מ-2015. אין בעיה של הרגולטור.

ניר הלפרין

ברגע שיפתר עניין המס יהיה איגוח מחר בבוקר.

שלומי שוב

בואו נשמע כעת את נציגי הבנקים.

גלעד אושרי

הנושא של מכירת נכסים פרו ראטה ולא בצורה מרובדת, זה כמו שאוריין אמרה משהו שכבר קורה כיום. ההיצע בהחלט קיים מצד הבנקים, אחרת לא היינו עדים למכירת תיקי משכנתאות ע"י בנקים.

קיימים מספר חסמים - כדי למכור לקרנות נאמנות חוב בכיר, פרו ראטה לצד הבנק, נדרש דירוג. השאלה למה מנהלי קרנות נאמנות שבוחנים מדי יום סיכונים באג"ח לא יכולים לבחון סיכון בתיק הומוגני של הלוואות שהועמדו ע"י ה בנקים. מבדיקה ראשונית שנעשתה בקרב מנהלי קרנות הנאמנות, ניכר שיש ביקוש אמיתי לנכסי חוב כאלה. יש ביקוש בשוק לנכסי חוב ברמת סיכון נמוכה.. בהקשר של רשות שוק ההון העובדה שתיקי הלוואות כאלה ייכנסו למחסנית של ה- 5% של הלוואות לא מדורגות ובהינתן שהכוונה למכור חוב בכיר ובהתאם המרווחים של נכסים כאלה אינם גבוהים. ספק אם גופים מוסדיים שהמחסניות של ה- 5% אצל רובם די מלאות לא יכניסו נכסים כאלה במרווחים נמוכים כשיש להם מצוקה של מקום. לכן מדובר בחסם אמיתי. בהקשר של מכירת סיכון סינטטי, כמו שאוריין אמרה בחו"ל זה עובד בהיקפים גדולים מאוד והנושא שצריך לפתור זה לאמץ את הרגלוציה הזאת בישראל.

שלומי שוב

לא כל כך מבין מה הוא אומר אבל בגדול פנייה לנציג חברת דירוג אם הוא רוצה להשמיע את קולו.

מוטי ציטרין

מהבחינה שלנו חשוב לציין כמה דברים. דובר כאן רבות על איגוח סינטטי, איגוח משכנתאות, של בנקים בעיקר, אבל צריך לזכור שבשוק מתנהלים עוד שחקנים, בדגש על מימון חוץ בנקאי. אנחנו היום נמצאים בתקופה של ריבית עולה, אינפלציה, האטה כלכלית, האשראי הבנקאי התייקר, והשוק שלנו מושתת ברובו על אשראי בנקאי. אנחנו צריכים לראות שאנחנו מאפשרים את הדברים האלה גם לאשראי החוץ בנקאי, לחברות חוץ בנקאיות ובכלל, את כל נושא האיגוח.

בהיבט של דירוג כפול שצינו כאן לפני, אני רק רוצה לסבר את האוזן מבחינת מספרים, בסוף 2022, היו כ-280 חברות עם אגח ציבורי בחוץ, מתוכן כ-200 מדורגות, מתוכן סדר גודל של 40 חברות בלבד היו עם דירוג כפול (כ-14%), רובן הן חברות ממשלתיות, בנקים, חברות ביטוח וכן הלאה. אז אנחנו מדברים פה על השחקנים הגדולים בעיקר, בעוד שבעבור השחקנים הקטנים זה בבחינת להיות או לחדול.

עוד נקודה, דיברנו כאן גם על שיעור שימור הסיכון, יש הבדל מאוד משמעותי אם אנחנו מדברים על שיעור שימור סיכון אנכי או נחות. אם לצורך הדוגמה, ניקח אגח מרובד של 95% שכבה בכירה ו-5% שכבה נמוכה, בהינתן שהיו לנו 5 אחוזי הפסד בעסקה, במצב עולם של שיעור שימור סיכון אנכי זה הפסד של רבע אחוז לגוף המאגח, מנגד, במצב עולם של שיעור שימור סיכון נחות, הגוף המאגח הפסיד את כל ה-5%. יש פה פער מאוד משמעותי בהסתכלות - איך אנחנו לוקחים את זה.

בנוסף, חשוב לי לציין שאנחנו במידרוג מושתתים על המתודולוגיות של Moody's, על המודלים של Moody's ועל הידע הצבור של Moody's. בהיבט זה, אנחנו מדרגים את כל סוגי האיגוחים, לא רק איגוחי משכנתאות (RMBS), גם SME's, הלוואות צרכניות, הלוואות לרכישת כלי רכב (Auto

CMBS, Loans), וכו'. אלה דברים שעשינו ואנחנו עושים בתקופה הזאת. אנחנו רואים יותר ויותר חברות שבאות אלינו לדרג תיקים, בפרט במגזר החוץ בנקאי.

כיוון שדובר פה על איכות החיתום והתמריץ השלילי לעשות Servicing, כמו שהגוף המאגח היה עושה אילו התיק היה יושב לו על המאזן, אני רוצה להדגיש שאנחנו במידרוג בוחנים במגוון רחב של היבטים את התיק הכללי של אותה חברה או בנק, על מנת לאמוד מאפיינים מרכזיים, דוגמת שיעור כשל או שיעור שיקום צפויים, ובאותו אופן גם של התיק המאוגח. אנו בוחנים ברמת ההלוואה, מסתכלים על נהלי חיתום, מדיניות ניהול סיכונים, ועוד, מסתכלים על הכל. לאחר מכן יש מקצה שיפורים במהלך הדרך, כתלות באיכות החומרים שהתקבלו.

בהיבט המשפטי, אנחנו מבקשים לקבל חוות דעת משפטית בנוגע ל-TRUE SALE, בכדי לוודא שיש בידוד מלא של הסיכונים מחברת המקור, שיוזמת ועושה את החיתום של העסקאות. מבחינת מיסוי, כמובן שיש פה חסם מרכזי שדובר קודם לכן, של מיסוי העסקה. גם בהיבט הזה אנו מבקשים חוות דעת של רו"ח/יועץ מס. אנחנו רואים בעסקאות שאנחנו כן מדרגים שיש פרה רולינג שכל עסקה לגופה מקבלת ממס הכנסה, וזה הורג את העסקאות פשוט וגם את השוק, עוד לפני שנוצר.

תומר גם זו לטובה

בראייתנו ובמה שפורסם וירד, אנחנו, יחד עם שאר הרגולטורים, ניסינו לתת פתרון לבעיה הטכנית שהוצגה לנו אשר נשען בחלקו על דוח 2015. במבנה עסקת איגוח שהוצג לנו, נוצרת בעיה טכנית לאור תשלומי הריבית הכרוכים בביצוע העסקה אשר עשויים ליצור בתאגיד הייעודי הכנסות בשנים הראשונות של תקופת האיגוח והוצאות או הפסדים בשנים מאוחרות יותר. לאור כך, נדרשנו לבחון אם ניתן להתיר מנגנון שיעניק פיתרון לבעיה הטכנית של הפרשי העיתוי. כמו שניתן לראות באותו תזכיר שעלה לרגע וירד מסיבות כאלה ואחרות (תזכיר דואלי, אחד בעולם המס ואחד בעולם האחר - משרד המשפטים), ניתן פתרון בעולם הפטור - לפיו ה-SPC יהיה זכאי לפטור לאורך התקופה בכפוף לתנאים שייקבעו בחוק, אולם תעשה התחשבנות בסוף תקופת האיגוח וככל שיווצר רווח מצטבר בתאגיד הייעודי בסוף תקופת האיגוח אז יחול מיסוי על הרווח כאמור.

שלומי שוב

נניח שהחוק עוד לא עבר - אתם יכולים לתת פרה רולינג?

תומר גם זו לטובה

לא, למיטב זכרוני, לאורך השנים היו פניות עוד מתקופתו של ניר הלפרין.

אמיר ברנע

אני מבין את הבעיה של הכנסה שמקדימה הוצאה. האם הפתרון הוא לאפשר הפרשה מוכרת כהוצאה ואז ההתחשבות תהיה בסוף?

תומר גם זו לטובה

אז אני שם את כל העולם של כללי ניכוי הוצאות בנפרד מהתזכיר כי פקודת מס הכנסה היא ברורה לעניין ניכוי הוצאות. לשאלתך שלומי, למיטב ידיעתי, בעולם של החלטות מיסוי, עוד מתקופתו של ניר שישב על הכיסא שאני יושב עליו היום לא ניתנו החלטות מיסוי בעולם הזה.

שלומי שוב

אז אולי באמת זה הדבר היחיד שעוצר.

ניר הלפרין

ברוח התקופה אני אגיד שהתזכיר הוא בהחלט מתווה להדברות. הדבר השני שחשוב להגיד הוא שאנחנו הגענו לוועדה "טאבולה ראסה". מודה שבאותה תקופה לא מצאנו בן אדם אחד ברשות המיסים שרצה או שהיה לו רצון כלשהו לפתור את הבעיה הזו של האיגוח, על אף דוחות צוותים שונים בנושא. ההבנה של המכשיר והתרומה שלו לשוק ההון ולמשק לקחה זמן, אבל מאותה נקודה שהבנו שאנחנו צריכים להיות חלק מהתהליך הזה בשביל לייצר ניטרליות מס בלי שהמדינה נפגעת ולו בשקל מהעסקה הזו, מאותו רגע היינו חלק בלתי נפרד מהפרוייקט הזה. התנאי שלנו היה שבעסקת האיגוח, ה-SPV שמשרת את עסקת האיגוח הינו גוף נייטרלי, שכל מטרתו לשרת את עסקת האיגוח לא למטרת רווח. כל עוד זו המטרה, ההבנה היתה שצריך לייצר מתווה בלי יותר מידי תנאים לפיו אוצר המדינה לא נפגע ועסקת האיגוח יכולה להתקיים. אני חושב שהגישה של פטור ל-SPV כפי שהציעה הוועדה הוא הנכון. במתווה כזה היזם משלם מס ומחזיקי האגח משלמים מס. כל מס מעבר לזה יהיה מס בעודף בעסקת האיגוח וחבל. אני חייב להוסיף בדקנו את המיסוי בעולם על מנת להבין עד הסוף איך המיסוי במדינות הרלוונטיות. למדנו את המיסוי במדינות האלו והתאמנו אותו למיסוי בישראל. אף הכנו תזכיר חוק בהתאם ופרסמנו אותו כנספח לדוח הוועדה. זה לא היה "על הדרך", זו הייתה עבודת מטה סדורה עם ייעוץ משפטי ולכן אני מציע לרשות המיסים לעבור עוד פעם על מסקנות הוועדה והתזכיר שצורף לדוח, בטרם פרסום מחדש של התזכיר הנוכחי ששונה מחלק ממסקנות הוועדה. חשוב להבין שבזמנו רק המיסים היה החסם. נתתי לדוגמה את הבנק, אבל היו עוד חוות דעת של TRUE SALE וזה עוד היה ב-2008 ורק נושא המיסים המתין לפיתרון. אני בטוח שתנוח דעתכם שאפשר להגיע למתווה מס ברוח הדברים שאמרתי.

נטלי ג'ייקובס

ויש עוד נושא אחד חשוב. הנושא הוא שבמדינת ישראל איגוחים תמיד נעשו באמצעות SPC שהוקמו על ידי היזמים עצמם. הגוף המאגח היה תמיד בשרשור של בעלות של היזם, עם מנגנוני פיקוח של נאמן באמצעות מניות זהב, וכל מיני קונסטרוקציות שנתנו פתרונות להפרדה בין היזם לגוף המאגח. בעולם המבנה של עסקאות איגוח שונה, ונעשה שימוש ביישות ייעודית שאינה קשורה ליזם. השימוש הוא ב"יישות יתומה" שמניותיה מוחזקות על ידי נאמן, ויש נאמן בטוחות ותשלומים שדואג לאינטרסים של מחזיקי אגרות החוב. בסופו של האיגוח בודקים אם נשאר סכום כסף נומינאלי לא משמעותי והוא יחולק לנהנה של הנאמנות. זה יוצר ניתוק הרבה יותר נכון מהיזם עצמו, מה Balance sheet שלו, והנכסים מוחזקים על ידי ישות שהיא נקייה ופועלת אך ורק לטובת מחזיקי האג"ח ובעצם מפוקחת על ידי נאמן. זה המבנה הנכון. בארץ בגלל שמאז דוח האיגוח עבר חוק שירותים פיננסיים מסודרים, יהיה צורך לתקן את חוק הפיקוח, ולהסדיר את הנושא הזה של SVC שלא יצטרך רישיון למתן אשראי משום שהוא קופסא ריקה ואין בו כלום, בהתקיים שלושה תנאים: מתן האשראי מפוקח והוא נעשה על ידי נותן אשראי מורשה כמו בנק, מוסדי או גוף בעל רישיון מורחב למתן אשראי; השירות של החוב נעשה גם הוא על ידי גוף הנתון לפיקוח מתאים (בנק, מוסדי או בעל רישיון מורחב למתן אשראי), ונאמן הפועל לטובת מחזיקי אגרות החוב. בהתקיים שלושת התנאים הללו, הגוף המאגח, שהוא SPC, צריך להיות פטור מרישוי, וזו החולייה החסרה.

אהוד מוריה

היה לנו שיח בנושא הזה, יש גישה אמריקאית ויש גישה אירופאית. זה לא שזה נקי משיקולים - יש יתרונות וחסרונות בכל עמדה. יש היום פטור מרישיון שמתייחס לתאגיד שמשמש לצורך גיוס כספים מאת משקיעים שנשלט על ידי בעל רישיון. לכן יש לזה כבר היום מענה בנושא, יכול להיות שאת אומרת שעדיף שבכלל לא תהיה דרישת בעלות. אני לא בטוח שזהו בהכרח הצעד הנכון, לנתק מדרישת בעלות כלשהי אבל אנחנו בהחלט שוקלים בחיוב המרת דרישת השליטה לבעלות נמוכה יותר.

נטלי ג'ייקובס

ישנה הסדרה כאשר בעל המניות הוא בעל רישיון, אבל אם אתה חושב נניח על בנק שרוצה לאגח, ולהקים לצורך כך תאגיד שאינו חברת בת, אין הסדרה מתאימה. אנחנו מדברים על מצב בו אנחנו לא מודאגים מבחינת קיום תכליות החוק, כי החיתום ומתן האשראי נעשה בסטנדרט הבנקאי. השירות של החוב גם כמובן שיהיה פיקוח של נאמן לטובת מחזיקי האג"ח. במקרה כזה התאגיד המאגח הוא "קופסה" אליה הבנק מעביר את הנכסים. אין צורך או סיבה לפיקוח רגולטורי על הקופסה עצמה כשכל תכליות החוק מקוימות ונתונות לפיקוח המתאים. היום אין לזה מענה בפטור מסודר, אבל אני שמחה לשמוע שזה בתהליכים.

שלומי שוב

אוריין במידה וזה יקרה אנחנו נראה פה פריחה?

אוריין דגן

אתם תראו פריחה מתי שאתם תבינו שהבנקים רוצים להעביר סיכון (כלומר למכור הרצועות הנחותות). הבנקים ישאירו אצלם אם במקור או אם באמצעות רכישה חוזרת, את הרצועה (שכבת הסיכון) הבכירה והם ימכרו את השכבה הנחותה. אז אם אתם רוצים לעשות שוק איגוח בישראל בהבנה שמה שיימכר החוצה על ידי הבנק זה שכבת הסיכון הנחותה. אז יהיה איגוח. אבל את זה צריך להבין. כי אם על פי רשות ניירות ערך לא ניתן להנפיק את הרצועות הנחותות, כאשר אלו הן הרצועות שהבנק מעוניין למכור, לא יתכן מפגש בין קונה מרצון למוכר מרצון ולא יתפתח בארץ שוק איגוח משמעותי.

יעקב יודקוביץ'

זה נכון שבעולם בד"כ הבנקים מחזיקים בשכבה הבכירה והמוסדיים במזנין ומשקיעים מתוחכמים בשכבה הנחותה. לפי העמדה שלנו לציבור תונפק רק השכבה הבכירה. זה כמובן לא אומר שהשכבה הבכירה תוחזק כולה על ידי הציבור.

סני זלכה

הדרישה לשני דירוגים היא לא באמת מציאותית. מדרוג כאן והם חלוצים בעניין, מעלות עדיין לא מוכנים לדרג. לאחר שהפנו אותנו ללונדון, שוחחנו עם לונדון מספר פעמים אבל עדיין אין מתודולוגיה. אנחנו מאמינים באשראי שאנחנו נותנים ואנחנו רוצים לעשות את כל מה שצריך על מנת שהשוק הזה יתפתח גם במחיר שזה יעלה לנו יותר בהתחלה. יחד עם זאת, לקבוע רף כזה שהוא לא נחוץ ויתרה מזאת בלתי אפשרי זה מעקר מתוכן את כל מה שעושים כאן מסביב על מנת שיצא איגוח.

בסוף היום לא ניתן לעשות איגוח עם שני מדרגים.

גלעד אושרי

יש מקום לכל סוגי העסקאות ולמצוא פתרונות לסוגי הנכסים השונים הקיימים. לצד הדרישה לתשואות גבוהות שמשלמות שכבות חוב נחותות, יש ביקוש בשוק גם לשכבת החוב הבכירה. עובדה שהבנקים מוכרים תיקי משכנתאות בהיקפים משמעותיים מזה שנים. אם יש היצע ויש ביקוש, נכון שיהיה מכשיר פיננסי לצורך הזה. זה לא סותר את הצורך שאוריין התייחסה אליו, של רגולציה שתאפשר למכור את שכבת החוב הנחותה. צריך גם וגם.

איתמר אמיר

דובר הרבה על הקשיים באיגוח, אבל כשלב ביניים עד שיתאפשר איגוח של חוב סחיר לציבור, אפשר לחשוב על בניית תשתית למכירות חוב שכבר נעשות בין בנקים לבין גופים מוסדיים בעסקאות בילטרליות. הדוגמא הראשונה שאני חושב עליה היא מכירת תיקי משכנתאות: אפשרות לגופים מוסדיים לסחור בעסקאות האלו, נניח ברצף מוסדי, תיטיב הן עם המוכרים\בנקים (הפחתת פרמיית אי סחירות) והן עם הרוכשים\מוסדיים (יתרונות הסחירות).

שלומי שוב

ממה שאני מבין מכם הבנקים, עם כל הכבוד עכשיו עם הטיעון על חוק האיגוח זה לא משהו שהולך לשנות לכם את מה שקורה היום. הדבר החשוב מבחינתכם זה שהפיקוח על הבנקים למעשה יאמץ את ההוראה החדשה הזאת.

גלעד אושרי

הדיון לא מיותר, זה נדרש כי כיום העסקאות האלה מבוצעות אחד על אחד ותהליך סגירת העסקה הוא ארוך ואם יש כלי שמאפשר לעשות את זה, גם סחיר וגם בצורה מהירה יותר, כי פעם אחת בונים תשתית ואחר כך עובדים מול השוק על תשתית קיימת, אז יש פה ערך אמיתי לכל הצדדים. לכן הדיון לחלוטין לא מיותר.

אוריין דגן

אתה רוצה כלי נזיל, היום אתה בעיצומו של משבר עולמי על נזילות בנקים. זה מאוד מאוד חשוב במובן כזה או אחר שיהיה נזיל.

אמיר ברנע

אני מופתע מהעניין שמעורר נושא האיגוח. חשבתי מי יבוא? מדוע נדרש איגוח? מסתדרים, במערכות היחסים של הבנקים, הלקוחות הגופים המוסדיים אפילו חוץ בנקאיים, מסתדרים. טעיתי בהערכה שלפחות יש עניין במכשיר הזה, יש עניין בקיום שלו בין אם הוא סחיר ובין אם לא. הסחירות שאני עדיין לא מבין אותה עד הסוף. אבל אני מניח שמכשיר סחיר שיש לו אופק חיים כמו תיק אגרות חוב שלא מתחדש.

ניר הלפרין

יש איגוח מתגלגל.

אמיר ברנע

סה"כ אני אומר שהבנתי שהבעיה של המיסוי עדיין קיימת ולא נפתרת והבעיה האמיתית זה הבעיה בעיתוי. האפשרות לנכות הפסדים מהאשראי כי לא שילמת מס.

יניב פגוט

פיתוח שוק האיגוח הסחיר הוא מטרה ראויה אשר מייחלת לו, אולם חובה לעשות זאת נכון אחרת ההבטחה תוחמץ.

הדרישות העולות פה ביחס לדירוג חוב כפול והגבלת הגישה של הריטייל תפגע משמעותית בפוטנציאל השוק.

לשם השוואה שוק הקוקו הסחיר מנהל נכון להיום 20 מיליארדי שקלים. בשל המגבלה על הריטייל לרכוש קוקו רק במכפלות של 50 אלף ע.ג. הציבור אינו משקיע ישירות במוצר. המגבלה הזו גם מקשה על הבורסה לשלב חוב זה במדדים והתוצאה היא העדר סחירות בחוב זה שרובו מדורג בקבוצת AA. העדר הסחירות פוגע גם בתמחור החוב האמור ובשערוך תיקי ההשקעות ולפיכך טיפול זהה בחוב מאוגח עלול להביא לתוצאה דומה ולהגביל באופן מהותי את צמיחת השוק החדש.

פעם אחר פעם אנו רואים טיפול רגולטורי מבוזר ולא מסונכרן אשר מבצע אופטימום מקומי בגזרה הרגולטורית שלו ופוגע במטרה של פיתוח שוק, סחירות ונזילות.

יאירה פרנקל

הכוונה היא שתזכיר החוק יצא בשבועות הקרובים

דני ויטאן

גם ברמה החשבונאית אין בעיה ב US GAAP או ב IFRS. דיברו הרבה על המס. בקשר למס הבעיה אינה רק הפסדי האשראי אלא הפרשי העיתוי של הכנסות הריבית לעומת הוצאות הריבית במצבים שבהם יש מספר טראנז'ים שהופך את בעיית המיסוי הגדולה יותר, לא הפסדי האשראי.

שלומי שוב

אני מסכים איתך. אני לפחות מתעודד שהפעם הבעיה היא לא חשבונאית.

שירה אייאש

הפתרון שהוצע הוא רק לאותה בעיה טכנית שהוצגה לנו – של חוסר ההתאמה שנוצר בין הרווחים בתקופה הראשונה להפסדים בתקופה לאחר מכן והכל בכפוף לתנאים שייקבעו בחוק אבל בסוף התקופה יהיה מיסוי של הרווח המצטבר בסוף התקופה.

עמית איינהורן (Vice President – Bank of America Merrill Lynch בלונדון)²

1. מיסוי הרווחים של ה-SPV ברוב הגאוגרפיות שאני מודע להם, הן על מחזיק שכבת ההון של ה-SPV, למעט במידה ויש חקיקה בנושא שהייתה היא מיועדת לאיגוח.
 2. האם נעשה איגוח סינטטי בישראל בעבר? והאם קיימת מסגרת משפטית לנושא? המכשיר הזה הוא איננו בשימוש רב בחו"ל, וזאת מסיבה שהמשקיעים רוצים להפריד את סיכון האשראי מהיזם. צריכה להיות תשתית משפטית מאוד חזקה כדי שלמשקיעים תהיה וודאות בנושא (בנימה זאת אגיד ששווקים יותר בטוחים כגון שווצריה הפרו תנאים משפטיים בנוגע למכשירים פיננסיים, עם מחיקת ה-AT1- דבר שמטיל ספק ביכולת המכשיר המסובך הזה לסייע בפיתוח השוק במיוחד בנוגע לבנקים). אסייג ואגיד ייתכן שהמכשיר הינו יעיל מבחינה ביטוחית אבל לא מבחינת מכשיר השקעה.
 3. לדבריו של פרופ' אמיר ברנע: אג"ח של בנק איננו אג"ח של SPV, שכן אופן אינהרנטי סיכון של הבנק נובע ממספר רב של סיכונים (שהיריעה קצרה מלהכיל כאן) ואילו סיכון האשראי של ה-SPV נובע מהמאפיינים הבאים:
 - א. סיכונים תפעול של שרת החוב
 - ב. סיכונים צדדים קשורים (ספק חשבון הבנק של SPV, וסיכון SWAP במידה ויש אי התאמה של ריבית או FX)
 - ג. סיכונים אשראי (סיכון האשראי של הנכסים המאוגחים)
 - ד. סיכונים משפטיים (כלומר האם ה-SPV הוא הינו bankruptcy remote מהיזם, והאם הנכסים מבודדים ממצב פוטנציאלי של אי חדלות פרעון של המוכר)
 - ה. סיכונים תזרים המזומנים- כל המאפיינים הנ"ל מתכנסים לניתוח מפל התשלומים ונבדקת האפשרות תחת מספר רב של תרחישים האם קיים אירוע שלא יהיה מספיק לשלם את כל מפל התשלומים של SPV
- מכיוון שהמשקיעים מחזיקים באג"ח מגובה נכסים, הקדימות שלהם בסדר הנושים הינו ראשון, לעומת אג"ח בנק שבנחיתות לפקדונות .**
4. מבחינה מימונית הגישה לסיכון האשראי לתיק מאוגח מצריך גישה החיתומית שונה שהינה אקטוארית בניגוד לסיכון אשראי של תאגיד (לכן במידה ויש תיק אשראי המונה עשרות אלפי הלוואות החיתום הוא מהותי שונה לעומת חיתום של תאגיד או יישות חשבונאית אחרת).
 5. באיגוח, במידה והבנק המוכר הינו שרת החוב, הוא זכאי לדמי שירות החוב בנוסף להיותו מחזיק בשכבת ה-risk retention. על כן יש לו אינטרס להמשיך ולשרת את החוב.

² התוסף לאחר הדיון - הדעות המיוצגות הינן דעתו האישית והמקצועית בלבד, ואינן מייצגות את Bank of America Merrill Lynch.

6. בנוגע לסלקציה של הנכסים : ישנו רשימת מאפיינים מוגדרת מראש אשר מקטינה את האפשרות לכלול נכסים רעילים לתיק המאגוח (eligibility criteria).
7. בנוגע לדיווח, ראשית, שרת החוב servicer (לא המוכר/יזם) מחויב לדווח ברמה חודשית על ביצועי התיק הנכסים המאגוח (כלומר שיעור דיפולט, שיעור ריקוברי, שיעור פיגורים, נזילות הזמינה ל-SPV וכו'...) שנית בעת מכירת הנכסים מבקר עורך בדיקה הנקראת AUP שבודק שאכן ה-wraps and warranties של המוכר אכן קיימים ואין בעיה עם הדיווח של היזם על הנכסים הנמכרים ל-SPV.
8. בנוגע לדירוג גבוהה יותר של המוכר - הדבר הינו מקובל, אפשרי ונעשה באופן שוטף במגוון רחב של שווקים (שווקים מתעוררים ושווקים מתפתחים) - אשמח לשתף עימכם מספר רב (בנוסף לאלה המצוינים כאן) של דוחות דירוג בו המוכר הינו מדורג בדירוג מסוים, אך התיק המאגוח מדורג בדירוג גבוהה משמעותי. אינני רואה סיבה שבישראל חברות לא תגענה לדירוג AAA גלובלי בהינתן מתודולוגיית דירוג רלוונטית זמינה (P&moody's or S). ישראל מדורגת AA- ועל כן אין מניעה מבחינת דירוג המדינה לני"ע להיות מדורגים ברמה הנ"ל.
9. פרופ' אקשטיין צודק- איגוח סייע רבות לבנקים מרכזיים לתת נזילות בשווקים (דוגמא האיחוד האירופאי) ע"י ריפון, ואף לנקות אשראי רעיל מהמערכת הבנקאית (יוון, ואיטליה).
10. אנו רואים מספר רב של מכשירי covered bonds אשראי מגובים בנכסים מרשויות מקומיות במדינות אירופה כגון איטליה ספרד גרמניה דנמרק.
11. לדבריה של אוריין דגן : לבנקים יש אינטרס לגוון את אמצעי המימון שלהם (שכן יש ריכוז לאג"ח קונצרני ופקודונות) איגוח יגביר את איתנות המימון של הבנקים לטווח קצר עד בינוני (10-2 שנים)
12. הטענה על כיווץ תיק האשראי איננה מדויקת, שכן הבנק מחליף אשראי להלוואות צרכניות (כ"א, משכנתאות, הלוואות רכב וכו') לחשיפה של אחזקת נייר ערך המדורג - הבנק יכול לאגח לעצמו ולעשות אופטימיזציה של הלימות הון - דבר שאנו ראינו במהלך המגפה ב2020. למה שיהיה הפסד חשבונאי? מכירת הנכסים האלה נעשה בפארי, ריבית לא משפיעה על הכרה בהפסד או רווח.
13. בנוגע לגישה הסטנדרטית וגם לגישה מתקדמת- נשאלת השאלה, שאף אחד מהמשתתפים לא ענה: האם לרגולטור, לבנקים ולחתמים יש את הכלים לעשות חיתום שכזה? הנחת המוצא שלי היא שהידע הינו דל בשוק הישראלי - האם הדבר נכון?
14. בנוגע לאיגוח סנטטי- אני לא מודע שבנקים עושים את זה ואני בפרקטיס של איגוח ו-structured finance לא ראיתי שום דירוג של חברת דירוג אשראי שפורסם לאחרונה- אשמח אם יתאפשר לחלוק עימי דוח שכזה (אני לא ראיתי באירופה).
15. כל הבנקים המובילים היום באירופה וארה"ב מאגחים איגוח לא סינטטי כלומר איגוח מסורתי וכל סוגי הנכסים- סיטי JPM, ברקליס, דויטשה, commerzbank, סנטנדר, אינטסה והרשימה ארוכה.
16. רצ"ב תוכנית איגוח של BMW (אפילו לא יישות בנקאית) שהשיגה דירוג של AAA. רצ"ב: <https://www.spglobal.com/assets/documents/ratings/research/12075054.pdf>

מכיוון שלא נכחתי בדיון אני מניח ש התמלול אינו מדויק. אני מניח שגברת דגן התכוונה כאן לאיגוח סנטטי ולא לאיגוח מסורתי, שכן לפי הדוגמאות שחלקתי עמכם כאן, ניתן לראות שהיזם הצליח להשיג AAA על האגח המגובה בנכסים המאוגחים גם בדירוג גלובלי ומקומי.

17. לדעתי המקצועית, יש כיום את היכולת המשפטית והביצועית עם החקיקה הקיימת לבצע עסקת איגוח ולהשיג דירוג בינלאומי גבוהה משמעותית מ-דירוג המנפיק. דוגמא לכך היא ביטוח ישיר הצליחה לבצע 2 עסקאות איגוח ציבוריות ועוד מספר של עסקאות פרטיות עם שכבות חוב. האגח המדורג

רצ"ב <https://www.maalot.co.il/Publications/4583/FARDir20220804171120.pdf>

18. חיוב עסקאות ציבוריות להיות מדורגות בשתי חברות הינו דרישה שאיננה עולה בקנה אחד עם רגולציה בחו"ל (לבטח בתחום ABS/RMBS).

19. בחו"ל משקיע לא כשיר **אינו יכול להשקיע במכשיר שכזה**. לדעתי האישית, אם למוסדיים לרגולטור אין עדיין הבנה עמוקה של מכשיר זה, הראייה המקצועית שלי היא שלא צריך לתת למשק בית להשקיע.

20. האם למנהלי קרנות יש יכולת חיתומית על המכשיר הנ"ל, מבלי להסתייע בסוכנות דירוג? האם הם כיום משקיעות במכשירים כאלה בחו"ל?

21. בנושא הבעלות על ה-SPV, כל עוד יש פרטיקה מקובלת ומוגדרות בשוק, הדבר לא מהווה חסם לעסקאות איגוח (ישנן מספר אפשרויות- כולן אפשריות) כל עוד ישנו מענה להרחקת ה-SPV ומצב חדלות הפרעון של היזם וקבלת ההחלטות של SPV הינה מצומצמת לאחזקת הנכסים המעניקים את תזרים המזומנים.

22. יכולות להיות מספר רב של שכבות חוב, אין הכרח שהיזם ירצה לשמור רק את הנחותות או את הבכורות. איגוח יכול לספק מגוון רחב של ספקטרום של אשראי.

רצ"ב סוג עסקה שכזה עם מספר שכבות

רב: <https://www.spglobal.com/assets/documents/ratings/research/11390908.pdf>

23. יש מתודולוגיה P&S והיא יושמה על השוק הישראלי בתחום ה-ABS שכן RMBS תלוי הבנת המדרג את השוק הישראלי ועל כן לא קיימת עדיין האפשרות לדרג RMBS בישראל. האם מידרוג יכולים לדרג עסקאות איגוח של משכנתאות?

24. האם ניתנה הדעת על כך שהמסמכים הינם בעברית והדבר לא יאפשר למשקיעי חול להשקיע בשוק הישראלי? האם יש כוונה כזאת?

שלומי שוב

לסיום, אפשר לראות מהדיון הזה כמה הנושא באמת חשוב ורלוונטי. עם זאת אני חייב לומר שאני מרגיש שיש כאן בעיה יותר מהותית ממה חשבתי בהתחלה. כך למשל ממה ששמענו אין חסם משפטי והרי לכאורה אין גם חסם מיסויי בעסקאות סינטטיות, שהן הרוב המכריע של העסקאות שנעשות

כיום בעולם על ידי בנקים. לגבי החסם הטכני של דרוג בעסקאות מרובדות אז אמרנו שזה יכול להיפתר דרך אימוץ ההוראות החדשות של באזל על ידי הפיקוח על הבנקים. אבל אם הגוף היוזם מעוניין למכור רק את הרצועות הנחותות אך לרוכשים בהנפקה ציבורית בישראל מותר לרכוש רק את הרצועה הבכירה, אזי לא יהיה מפגש בין קונה מרצון למוכר מרצון ואנחנו ב"קבוצה ריקה"... כלומר, לפי מצב הדברים הזה עסקאות האיגוח של הבנקים הישראלים ימשיכו כנראה להתבצע רק בחו"ל.

המסקנה שלי היא שהרגולציה חייבת לדבר בינה לבין עצמה ולהיות מתואמת וגם במקביל להבין שלא צריך לפתור את הבעיות של 2007 כשאנחנו כבר ב 2023. אני מקווה שבאמת החקיקה הזאת תגיע באמת במהרה ואז יהיה מעניין לראות את השינוי בשוק הריאלי.

תודה רבה לכולם.

על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (Fair Value Forum (FVF), הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות AccounTech של בית ספר אריסון למנהל עסקים באוניברסיטת רייכמן, 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, ורו"ח שלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות AccounTech וסגן דיקן, בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית 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 AccounTech.

אתר הפורום: www.fvf.org.il