ארגז הכלים לטיפול בעסקים בעת משבר: שוק האיגוח כמקרה מבחן

דב סולומון ועידו באום*

משבר הקורונה ערער את מדינת ישראל בשני מישורים: בריאות הציבור ובריאות המשק. הטיפול של הממשלה בכל אחד מהמישורים היה שונה. חקיקת החירום במדינת ישראל מעניקה לממשלה סמכויות נרחבות להתמודדות עם המגפה בפן הבריאותי. לעומת זאת, התמודדות עם ההיבטים הכלכליים של משבר הקורונה מחייבת חקיקה ייעודית, אף על פי שהנזק הכלכלי קשה לא פחות מהפגיעה הבריאותית, אולי אף יותר ממנו. מול משבר כלכלי פתאומי ואדיר ממדים ארסנל הכלים של הממשלה מוגבל. צעדי הממשלה להתמודדות עם ההשלכות הכלכליות של המשבר התאפיינו בהסתמכות על שחקני השוק, בעיקר נותני האשראי המרכזיים במשק – הבנקים. דא עקא, שהבנקים לא נענו באופן מלא לקריאות הממשלה לסייע לעסקים קטנים ובינוניים, המרכזים את עיקר הפעילות העסקית במשק ונקלעו למצוקת אשראי חריפה. המאמר עומד על דלות הכלים העומדים לרשות המדינה בשוק האשראי ומציע לפתח שוק איגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים כמענה לחסר. יצירת שוק איגוח בישראל תתרום לגיוון של מקורות האשראי, להרחבתם של אפיקי ההשקעה, לפיזור יעיל של סיכונים במערכת הפיננסית ובסופו של דבר – להוזלת האשראי לעסקים. המאמר מתמודד עם המוניטין הגרוע שיצא לשימוש באיגוח במשבר הפיננסי העולמי בשנת 2008, עומד על הלקחים שהופקו בעקבותיו ומצביע על הפוטנציאל שגלום באיגוח ככלי יעיל להפעלת מדיניות מוניטרית להקלה על מחנק אשראי הנובע ממשבר מקרו־כלכלי.

---

* דב סולומון הוא מרצה בכיר, ראש החטיבה למשפט מסחרי וראש התוכנית לתואר שני במשפטים, הפקולטה למשפטים, המרכז האקדמי למשפט ולעסקים ברמת גן. עידו באום הוא מרצה בכיר, מנהל אקדמי של מרכז רנה ומאיר חת לחקר התחרות והרגולציה, בית הספר למשפטים על שם חיים שטריקס, המסלול האקדמי – המכללה למנהל.
על הערות מועילות למאמר המחברים מודים למשתתפי הסדנה למשפט, כלכלה ועסקים באוניברסיטת בר־אילן.

מבוא. א. ארגז הכלים להתמודדות עם משבר: בריאות הציבור ובריאות המשק. ב. שוק איגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים. ג. יתרונות האיגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים. ד. אסדרת שוק האיגוח. ה. סיכום.

מבוא

מגפת הקורונה המיטה על העולם מיליוני קורבנות בנפש. לצד זאת, צעדי הסגר והריחוק החברתי שנקטו רוב מדינות העולם, ובכללן ישראל,[1] להתמודדות עם המגפה המיטו על שוקי העולם משבר כלכלי שלא היה כדוגמתו, שעדיין לא ניתן להעריך את עומק פגיעתו ואת משך ההתאוששות ממנו. קרן המטבע הבין־לאומית חזתה בחודש אפריל 2020 כי הכלכלה העולמית תצטמק בכ־3% עד תום שנת 2020 בעקבות המשבר, אך חודשיים לאחר מכן, בחודש יוני 2020, החמירה הקרן את תחזיותיה וצפתה צמצום של 4.9% בכלכלה העולמית ואופק עמום ביחס לסיכויי ההתאוששות.[2] תחזיות קודרות אלה מאפיינות גם את המשק הישראלי.[3]

ענפים רבים של המגזר העסקי ספגו פגיעה קשה עקב צירה כמעט מוחלטת של הפעילות העסקית וההאטה הכלכלית שבאה בעקבותיה. בעלי עסקים נאלצו לסגור את שעריהם או לצמצם את פעילותם באופן ניכר. מציאות כלכלית זו גרמה, ועתידה להוסיף ולגרום, להפרת האיזון שבין ההכנסות להוצאות של עסקים רבים. תשומת לב מיוחדת צריכה להינתן לעסקים

---

1 עשרות תקנות וצווים הוצאו בתקופה קצרה על ידי הממשלה מכוח סמכויות חירום (ולעיתים גם השתנו במהירות), כדי להסדיר את התנהגות הציבור והעסקים. לדוגמה: צו בריאות העם (נגיף הקורונה החדש 2019) (בידוד בית והוראות שונות) (הוראת שעה), התש״ף–2020, ק״ת 516; צו בריאות העם (נגיף הקורונה החדש 2019) (בידוד בבית חולים) (הוראת שעה), התש״ף–2020, ק״ת 620; צו בריאות העם (נגיף הקורונה החדש) (הגבלת פעילות מוסדות חינוך) (הוראת שעה), התש״ף–2020, ק״ת 738; צו בריאות העם (נגיף הקורונה החדש 2019) (הוראות למעסיק של עובד בבידוד בית) (הוראת שעה), התש״ף–2020, ק״ת 526; תקנות שעת חירום (שירות עבודה בשעת־חירום), התש״ף–2020, ק״ת 746; תקנות שעת חירום (נתוני מיקום), התש״ף–2020, ק״ת 772; תקנות שעת חירום (הגבלת מספר העובדים במקום עבודה לשם צמצום התפשטות נגיף הקורונה החדש), התש״ף–2020 ק״ת 820.

2 קרן המטבע הבין־לאומית צופה כי בשנת 2020 תתחולל צניחה של יותר מ־200% בצמיחה הגלובלית בהשוואה לצמיחה בשנת 2019, מ־2.9 טריליון דולר ארה״ב ל־3.1- טריליון דולר ארה״ב. ראו Gita Gopinath, *The Great Lockdown: Worst Economic Downturn Since the Great Depression*, IMFBlog (Apr. 14, 2020), https://did.li/rjnTY; לתחזית פסימית אף יותר של הקרן ראו International Monetary Fund, *A Crisis Like No Other, An Uncertain Recovery*, World Economic Outlook Reports (June 2020), https://did.li/TWsCN.

3 בתחילת שנת 2020 צפה בנק ישראל צמיחה של 2.9% במשק בשנה זו; ראו בנק ישראל ״התחזית המקרו־כלכלית של חטיבת המחקר, ינואר 2020״ (הודעה לעיתונות 9.1.2020). בחודש אפריל קיבלה התחזית תפנית חדה לרעה, ובנק ישראל צפה התכווצות של 5.3% במשק; ראו בנק ישראל ״התחזית המקרו־כלכלית של חטיבת המחקר, אפריל 2020״ (הודעה לעיתונות 6.4.2020). בחודש יולי אף הוחמרה התחזית של בנק ישראל ועודכנה להתכווצות של התוצר במשק בשיעור חד של 6% בשנת 2020; ראו בנק ישראל ״התחזית המקרו־כלכלית של חטיבת המחקר, יולי 2020״ (הודעה לעיתונות 6.7.2020).

הקטנים והבינוניים. קבוצה זו היא ממנועי הצמיחה העיקריים של המשק,[4] והיא הנפגעת המרכזית של המשבר.[5] עסקים קטנים ובינוניים, המתקשים גם בעת שגרה לגייס מימון לפעילות שוטפת בשל היעדר נגישות לשוק ההון ואי־יכולת מעשית להמיר חוב במניות, חווים בעקבות המשבר בעיית נזילות ומצוקת אשראי שמאיימות על קיומם.[6]

ההתמודדות של הרשות המבצעת בישראל עם משבר הקורונה דיכוטומית. בפן הבריאותי, ניכר שימוש מסיבי בסמכויות רחבות המוקנות לממשלה בשעת חירום אגב כרסום בזכויות יסוד. בהפעלת סמכויות אלה ניכרת העדפה ברורה להסתמכות על מערכות ממשלתיות על פני מנגנונים הקיימים בשוק. ביטוי בולט לכך ניתן היה לראות כבר בראשית המשבר, בהקמתו ותפעולו של מערך ממשלתי של בדיקות לחולי קורונה במקום הסתמכות על המנגנונים הקיימים של קופות החולים.[7] לעומת זאת, בפן הכלכלי, אשר השלכותיו על המשק ארוכות טווח וחמורות לא פחות (אולי אף יותר) מההשלכות הבריאותיות, יש הסתמכות ניכרת של הממשלה על מנגנוני שוק ושחקנים מרכזיים בשוק, כגון בנקים, שעליהם הסתמכה המדינה לפתרון מצוקות האשראי של עסקים קטנים ובינוניים.

לנוכח הבחירה המודעת של הממשלה להסתמך על שחקני השוק בהתמודדות עם המשבר הכלכלי, מאמר זה עומד על חסר ניכר במנגנוני השוק העומדים לרשות המדינה בבואה להתמודד עם משבר מקרו־כלכלי היוצר מחנק אשראי, במיוחד בהשוואה לאופן שבו מתמודדות ממשלות אחרות בעולם עם מחנק אשראי דומה – היעדרו של שוק איגוח (securitization) של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים. שוק האיגוח בישראל קטן מאוד ואינו מפותח. היקף עסקאות האיגוח המבוצעות בשוק המקומי מצומצם, וכך גם מגוון הנכסים שהם מושא לעסקאות אלו. בהשוואה בין־לאומית, היקף שוק האיגוח הישראלי זניח ועומד על 0.1% בלבד מהתוצר המקומי הגולמי, לעומת 54% בארצות הברית, 18% בהולנד, 10%

---

4 מספר העסקים הכולל במגזר העסקי בישראל עמד בשנת 2018 על 574 אלף עסקים, 99.5% מהם עסקים קטנים ובינוניים המעסיקים פחות ממאה עובדים. ראו הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים **דו״ח תקופתי – מצב העסקים הקטנים והבינוניים בישראל** 35 (2020) https://bit.ly/33xBbGn. העסקים הקטנים והבינוניים מספקים 1.92 מיליון משרות, המהוות 60% מהמשרות במגזר העסקי, ומייצרים כ־54% מהתוצר במגזר העסקי. ראו שם, בעמ׳ 37–39.

5 לתחזית שלפיה עסקים קטנים ובינוניים ייפגעו במיוחד ממשבר הקורונה ראו *Coronavirus (COVID-19): SME Policy Responses*, *OECD* (May 19, 2020), https://bit.ly/3tKjsX1. הנתונים בישראל עולים בקנה אחד עם תחזית זו. ראו אבי וקסמן ״העסקים הקטנים מתקשים יותר להתאושש – ועובדים רבים נשארים בחל״ת״ **TheMarker** (10.6.2020) https://bit.ly/32ccPRY.

6 לנתונים המלמדים על קשיי המימון של עסקים קטנים ובינוניים בשל היעדר נגישות לאשראי חוץ־בנקאי, היבט שהתחדד במיוחד בתקופת משבר הקורונה, ראו בנק ישראל – חטיבת המחקר **תכנית בנק ישראל להאצת הצמיחה במשק: ארבעה צירי פעולה אסטרטגיים מומלצים לממשלה ומסגרת פיסקאלית למימונם** 73–74, 78 (2021) https://bit.ly/33Ks3y2 (להלן: **תכנית בנק ישראל להאצת הצמיחה במשק**).

7 ראו מירב ארלוזורוב ״לישראל יש את קופות החולים הטובות בעולם, אבל עד לפני שבוע הן היו מחוץ ללופ הקורונה״ **TheMarker** (18.4.2020) https://bit.ly/3AgTfk3.

באנגליה ובלגיה ו־9% בספרד.[8] היעדר הפיתוח של שוק האיגוח המקומי בא לידי ביטוי גם בכך שעסקאות האיגוח בוצעו עד כה עם משקיעים מוסדיים בשוק הפרטי ולא עם ציבור המשקיעים הרחב בבורסה.

במענה למצוקת האשראי, במאמר זה מוצע לייסד בישראל שוק איגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים. איגוח הוא כלי מימון מרכזי בכלכלה המודרנית.[9] לאיגוח מיוחסת תרומה לגיוון של מקורות האשראי, להרחבתם של אפיקי ההשקעה, לפיזור יעיל של סיכונים במערכת הפיננסית וכפועל יוצא של כל אלה – להוזלת עלויות מימון.[10] בעסקת איגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים המלווה מוכר את ההלוואות לתאגיד ייעודי המנפיק איגרות חוב שפירעונן מובטח על ידי תזרים המזומנים הנובע מהחזרי ההלוואות. המלווה יכול להשתמש בתמורת המכירה למתן הלוואות חדשות, שגם אותן יהיה אפשר לאגח, וחוזר חלילה. מכירת ההלוואות בשוק האיגוח תאפשר למלווים לפנות מקורות למתן הלוואות חדשות לעסקים קטנים ובינוניים. האיגוח הוא אפוא כלי חשוב להגדלה של היצע האשראי לעסקים וזמינותו.

הארגון לשיתוף פעולה ולפיתוח כלכלי (OECD) המליץ לממשלת ישראל ליצור מסגרות משפטיות לאיגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים.[11] ואכן, רשות ניירות ערך הציבה את קידום שוק האיגוח בישראל כיעד מרכזי בתוכנית האסטרטגית שלה לשנים 2019–2022.[12] יתרה מזו, משבר הקורונה העלה את מצוקת האשראי של העסקים הקטנים והבינוניים על סדר היום הציבורי. בעיצומו של המשבר, רשות ניירות ערך פרסמה מתווה להנפקתן של עסקאות איגוח בבורסה והסבירה כי ״שוק האיגוח עשוי להוות חלופה ראויה וטובה להעמדת מקורות מימון בהיקף נרחב, בריביות אטרקטיביות יותר ביחס לחלופות הקיימות, ובכך לסייע להתפתחותם של עסקים קטנים ובינוניים ולצמיחה הכלכלית בישראל״.[13] לתמיכה באיגוח ככלי להגדלת היצע האשראי לעסקים קטנים ובינוניים בעת משבר הקורונה הצטרף גם בנק ישראל בתוכנית שפרסם להאצת הצמיחה במשק:

---

8 אמיר ירון ״העולם הפיננסי בישראל והאיגוח״ 14 (מצגת מהרצאה בכנס בנושא ״האיגוח ככלי לקידום שוק האשראי בישראל״, בנק ישראל והפקולטה לניהול באוניברסיטת תל אביב 25.7.2021) https://bit.ly/3IfFqoQ (להלן: הרצאתו של ירון).

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

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

11 OECD **מדיניות בנוגע לעסקים קטנים ובינוניים ויזמות בישראל 2016** 37 (2017) https://bit.ly/3GInBi3.

12 רשות ניירות ערך **תכנית אסטרטגית 2019–2022** 11 (2018) https://bit.ly/3o0GKED (להלן: **התכנית האסטרטגית**).

13 רשות ניירות ערך ״רשות ניירות ערך פותחת את שוק האיגוח הציבורי״ (הודעה לעיתונות 3.6.2020) https://bit.ly/3AbjZlW (להלן: פתיחת שוק האיגוח הציבורי).

> כלי האיגוח עשוי להיות משמעותי מאוד בתקופות משבר כדוגמת הקורונה בהן הרגולטור מעוניין לתמרץ את הבנקים להעמיד אשראי לעסקים קטנים ובינוניים – בדגש על אלו עם רמת סיכון גבוהה יותר. בהינתן האפשרות לאגח, הרתיעה של הבנקים וגופים חוץ בנקאיים להעמיד אשראי לעסקים מסוכנים יותר תקטן מאחר והם יוכלו לאגח אותו, להוציא אותו ממאזנם ולהשתמש ביתרת המכירה כדי להעמיד אשראי חדש.[14]

ההכרה של הרגולטורים בפוטנציאל שגלום באיגוח כפתרון למחנק האשראי של העסקים הקטנים והבינוניים בעקבות משבר הקורונה יוצרת חלון הזדמנויות להקמת שוק איגוח של הלוואות לעסקים בישראל. במאמר זה מונחת התשתית הראשונית ליצירת השוק.

מבנה המאמר הוא כדלקמן: **בפרק א** נבחן את ארסנל הכלים שבאמתחת המדינה להתמודדות עם משבר הקורונה. **בפרק ב** נציג מבנה מוצע לשוק איגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים בישראל. **בפרק ג** נעמוד על היתרונות שגלומים באיגוח הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים. **בפרק ד** נדון באסדרה של שוק האיגוח ונתמודד עם הביקורת על האיגוח בעקבות הכשלים שהתגלו במהלך המשבר הפיננסי העולמי בשנת 2008. ניתוח הכשלים והמענה שניתן להם יובילו למסקנה ששימוש מושכל במכשיר האיגוח, אגב הפקת הלקחים שנלמדו ממשבר קודם, לא זו בלבד שאין בו כדי להחריף את המשבר הכלכלי הנוכחי, אלא אף טמון בו המזור למצוקת האשראי של העסקים הקטנים והבינוניים. **בפרק ה** נסכם ונחתום את הדיון.

א. ארגז הכלים להתמודדות עם משבר: בריאות הציבור ובריאות המשק

מגפת הקורונה התפרצה בסין בשלהי שנת 2019 והתפשטה במהירות ברחבי העולם. ב־27 בינואר 2020 הוכרז בישראל נגיף הקורונה כנגיף מסוכן וניתנה ההסמכה הנדרשת לפי פקודת בריאות העם לכפיית בידוד על מי שנדבק בנגיף.[15] זמן קצר לאחר מכן הודיעה ישראל על סגירת השמיים לטיסות מסין וממדינות נוספות במזרח אסיה. ב־27 בפברואר אותר בישראל חולה קורונה ראשון. ימים ספורים לאחר מכן הושבתה פעילות מערכת החינוך ועימה רוב הפעילות העסקית במשק, עד לנקיטת צעדי סגר ברחבי המדינה שהביאו הלכה למעשה לשיתוק המשק.[16]

---

14 **תכנית בנק ישראל להאצת הצמיחה במשק**, לעיל ה״ש 6, בעמ׳ 77.

15 הכרזת שר הבריאות נעשתה מכוח ס׳ 20(1) ל[פקודת בריאות העם](), 1940, ע״ר 191.

16 ב־4 במרץ הטיל משרד הבריאות חובת בידוד ביתי של שבועיים על כל ישראלי שנכנס לישראל מצרפת, אוסטריה, גרמניה, שווייץ וספרד ואסר כניסת זרים ממדינות אלה. ב־9 במרץ הורחבה חובת הבידוד לכל ישראלי ששב מחו״ל. ב־11 במרץ הכריז ארגון הבריאות העולמי (WHO) על מגפה עולמית. ב־12 במרץ הושבתה רוב מערכת החינוך בישראל, ויומיים לאחר מכן נכנסה לתוקף השבתה כללית של המערכת. במועד זה הוכרז גם על סגירת מקומות בילוי, קניונים, אולמות אירועים ועוד. ב־16 במרץ נקבעו תקנות שעת חירום לצמצום נוכחות עובדים במקומות עבודה. מדיניות סגר כוללת הוכרזה ב־19 במרץ בהוראה של משרד הבריאות להגביל את היציאה

בתחום בריאות הציבור מעניקה החקיקה הקיימת סמכויות חירום להתמודדות עם משבר רחב היקף.[17] סמכויות אלה מאפשרות לרשות המבצעת להגביל באופן דרמטי וללא ביקורת פרלמנטרית את חירויות הפרט, לפחות לתקופה מוגבלת.[18] אף כי יש גורמים חוץ־ממשלתיים רבי־עוצמה שהיו יכולים לסייע למדינה בהתמודדות עם המשבר, בחרה הממשלה שלא להסתייע בגורמים אלה, לפחות לא בתקופה הראשונה של משבר הקורונה.[19] לעומת זאת, בכל הנוגע להתמודדות עם ההיבטים הכלכליים של משבר הקורונה נקטה הממשלה מדיניות שונה, הנשענת במידה רבה על כוחות השוק ועל ספקי האשראי המרכזיים במשק – הבנקים.[20]

הכלים העיקריים העומדים לרשות המדינה להתמודדות עם משבר מקרו־כלכלי הם מדיניות מוניטרית ומדיניות פיסקלית.[21] בבסיס הגישה המקובלת להתמודדות עם משברים עומדת התאוריה של הכלכלן הנודע ג׳ון מיינרד קיינס. בהכללה, לפי הגישה הקיינסיאנית, משק צריך לשאוף לתעסוקה מלאה, שכן אבטלה גורמת ליחידים להפחית ביקושים ויוצרת אפקט ספירלי המחריף את המיתון ומגביר את המשבר הכלכלי. במצב של מיתון כלכלי יש

מהבתים למטרות חיוניות בלבד. ב־25 במרץ נכנסו לתוקף תקנות שעת חירום שהגבילו תנועה של יחידים למרחק של 100 מטרים בלבד ממקום המגורים. ראו חדוה קפלינסקי ועמי צדיק **התמודדות המשק מול משבר נגיף הקורונה בהשוואה למדינות המפותחות – סקירה מקרו כלכלית** 3 (הכנסת, מרכז מחקר ומידע 2020) https://bit.ly/3fFHSZI.

17 ראו לדוגמה הצווים והתקנות הנזכרים לעיל בה״ש 1.

18 ראו למשל את עמדתה של הנשיאה אסתר חיות, שלפיה ״סד הזמנים של התפשטות נגיף הקורונה יש בו כדי להצדיק את השימוש ביכולת האיכון הטכנולוגית של שירות הביטחון הכללי לצורך איתור מגעים של חולי קורונה עם יחידים אחרים, אך ככל שיידרש המשך מעורבות השב״כ לצורך בלימת המגפה [...] על הממשלה לפעול לעיגון הבסיס למעורבות כזו בחקיקה ראשית, על מנת לאפשר את השתתפותם של חברי הכנסת מכלל סיעות הבית בהכרעות הנוגעות לסוגיה חשובה זו. חקיקה כזו, מן הראוי כי תהיה זמנית במהותה ותיחקק כהוראת שעה״; בג״ץ 2109/20 **בן מאיר נ׳ ראש הממשלה**, פס׳ 33 לפסק דינה של הנשיאה חיות (נבו 26.4.2020).

19 המדינה עושה שימוש תדיר בגופים פרטיים לצורך מתן שירותים חיוניים במהותם. למשל, שירותי האינטרנט בישראל מסופקים לציבור על ידי חברות תקשורת פרטיות, גם בעת חירום. בתקופת משבר הקורונה התקיימה פעילות מערכת החינוך בבתי הספר באמצעות ״למידה מרחוק״ על גבי רשת האינטרנט, המסופקת על ידי חברות פרטיות. בתחום בריאות הציבור, בימי שגרה, המדינה נסמכת על שירותי קופות החולים למתן שלל טיפולים, ובכלל זה חיסונים נגד מחלות מידבקות, כגון שפעת. למרות זאת נמנעה המדינה משימוש במערך זה בחודשים הראשונים של ההתמודדות עם נגיף הקורונה. ראו ארלוזורוב, לעיל ה״ש 7.

20 הבנקים חולשים על רובו המוחלט של שוק האשראי לעסקים קטנים ובינוניים בישראל. 63% מהעסקים שזקוקים למקורות מימון חיצוניים לפעילותם פונים לבנקים לקבלת אשראי. ראו הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים **סקר אשראי – נגישות אשראי לעסקים קטנים ובינוניים** 9 (2019) https://bit.ly/3AdPmfQ.

21 מדיניות פיסקלית היא מדיניות ההכנסות וההוצאות של הממשלה. במשבר הנוכחי התאפיינו צעדי המדיניות הפיסקלית של מדינות החברות ב־OECD בעיקר בדחייתם של תשלומי מס, סיוע ישיר ועקיף לעסקים קטנים ובינוניים, סבסוד שכר באופן שנועד לעודד המשך תעסוקה של עובדים, מענקי ביטחון סוציאלי וכדומה. ראו קפלינסקי וצדיק, לעיל ה״ש 16, בעמ׳ 21–24. מדיניות מוניטרית מנוהלת על ידי הבנק המרכזי ונועדה לשמר את היציבות הכלכלית במשק על ידי הגדלה או הקטנה של כמות המזומנים במשק. במשבר הנוכחי התאפיינה מדיניות מוניטרית של המדינות החברות ב־OECD בצעדים כגון הפחתת הריבית במשק, הזרמת אשראי באמצעות הלוואות זולות לספקי האשראי ורכישה של אגרות חוב ממשלתיות וקונצרניות. ראו שם, בעמ׳ 26–27.

אפוא הצדקה להתערבות ממשלתית באופן שישמר רמה גבוהה של תעסוקה בשכר.[22] הביקורת המרכזית על האסכולה הקיינסיאנית מגיעה מאסכולת הכלכלה האוסטרית, ובמיוחד מהכלכלן חתן פרס נובל, פרידריך פון האייק.[23] האסכולה האוסטרית שמה דגש מרכזי בתפקידו של השוק החופשי וגורסת כי התערבות בשוק מוצדקת רק בהתקיים כשלי שוק מובהקים. לגישת האסכולה האוסטרית, התערבות המדינה בשווקים מעוותת את שיווי המשקל היעיל, ולכן גם אם התערבות זו מצטיירת כמועילה בטווח הקצר, נזקה בטווח הארוך כבד לאין שיעור.[24]

בבואן להתמודד עם ההשלכות הכלכליות של משבר הקורונה חילקו המדינות המפותחות חבילות סיוע בהיקפים חסרי תקדים. ממשלת ישראל נקטה מדיניות דומה, אך היקף הסיוע הכלכלי של ישראל נמוך בהשוואה למדינות מפותחות אחרות.[25] היכולת של הממשלה ״לפתוח את הארנק״ מוגבלת על ידי חוק התקציב,[26] במיוחד במצב של ממשלת מעבר, שבו מצאה את עצמה מדינת ישראל בפרוץ משבר הקורונה.[27] הצעדים הנדרשים ליישום מדיניות ממשלתית להתמודדות עם משבר מקרו־כלכלי מחייבים אפוא במקרים רבים חקיקת חירום כלכלית, צעד שממשלת המעבר נמנעה לנקוט אותו עד לשלב מאוחר יחסית. רק בתחילת

---

22 JOHN MEYNARD KEYNES, THE GENERAL THEORY OF EMPLOYMENT, INTEREST AND MONEY (1936).

23 על מרכזיותו של הכלכלן האייק והשפעתו על השיח האקדמי, במיוחד בכל הקשור לעיצוב מדיניות, ראו M. Todd Henderson, *The Influence of F.A. Hayek on Law: An Empirical Analysis*, 1 NYU J. L. & LIBERTY 249, 251 (2005); על היריבות האקדמית בין האייק לקיינס נכתב רבות. ראו למשל באופן כללי Bruce Caldwell, *Why Didn't Hayek Review Keynes's General Theory*, 30 HIST. POL. ECON. 545 (1998).

24 ראו למשל Israel M. Kirzner, *The Alert and Creative Entrepreneur: A Clarification*, 32 SMALL BUS. ECON. 145 (2009); ISRAEL M. KIRZNER, DISCOVERY AND THE CAPITALIST PROCESS 29–39 (1985).

25 בהשוואה בין־לאומית של היקף התמיכה הפיסקלית של המדינות החברות ב־OECD לצורך התמודדות עם המשבר הכלכלי נכון לתחילת אפריל 2020, נמצא כי היקף התמיכה של ממשלת ישראל עמד על 5.5% מהתוצר, מתוכם 2.1% בערבויות מדינה; היקף התמיכה בגרמניה עמד על כ־29% מהתוצר, מהם כ־24% בערבויות מדינה; בצרפת עמד הסיוע על כ־15% מהתוצר, מהם 13% בערבויות מדינה; בבלגיה עמד הסיוע על 12.5% מהתוצר, מהם 10.6% ערבויות מדינה; באוסטריה עמד היקף הסיוע על 9.3% מהתוצר, מהם 2% ערבויות להלוואות; בשווייץ 8.9% מהתוצר, מהם כ־3% ערבויות מדינה; בארצות הברית 11.5% מהתוצר, מהם 4.6% ערבויות מדינה. ראו קפלינסקי וצדיק, לעיל ה״ש 16, בעמ׳ 24–26.

26 ככלל, המדינה חייבת להתנהל במסגרת התקציב השנתי שאושר על ידי הכנסת. אם יש לממשלה צורך לבצע שינויים משמעותיים בתקציב, נדרשת הגשת חוק תקציב מתוקן. ראו ס׳ 3 לחוק־יסוד: משק המדינה, ס״ח התשל״ה 209; נוסף על כך, לא ניתן למשל לבצע שינויים בנטל המס ללא חקיקה, דבר שמגביל מדיניות מיסוי. ראו ס׳ 1 לחוק־יסוד: משק המדינה.

27 ממשלת ישראל ה־35 הושבעה רק ב־17 במאי 2020. מאז חודש דצמבר 2018 ועד השבעת הממשלה ה־35 כיהנה בישראל ממשלת מעבר ולא התקבל חוק תקציב לשנת 2020. בנסיבות אלה, ס׳ 3ב לחוק־יסוד: משק המדינה קובע, כי ״לא נתקבל חוק התקציב לפני תחילתה של שנת הכספים, רשאית הממשלה להוציא כל חודש סכום השווה לחלק השנים־עשר מהתקציב השנתי הקודם, בתוספת הצמדה למדד המחירים לצרכן, שמפרסמת הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה״.

חודש אפריל 2020 נחקקה לראשונה הוראת שעה לתיקון חוק יסוד: משק המדינה, שנועדה לאפשר לממשלה לממן את עלויות ההתמודדות עם המשבר, בכל המישורים.[28]

הנחת העבודה של המדינה היא שהמגזר העסקי ימשיך גם בתקופת המשבר לקבל מימון לפעילותו העסקית מספקי האשראי במשק, ולכן התמקד הסיוע הממשלתי במתן ערבות מדינה להלוואות בשוק הפרטי. ההישענות על כוחות השוק תואמת את השינוי שעברה מדינת ישראל החל משנות השמונים של המאה הקודמת, ממשק מנוהל למשק שבו ניתן משקל גדול למגזר הפרטי.[29] לשם השוואה, בשנים 2001–2002 נקלעה ישראל למיתון כבד בעקבות קריסה עולמית ומקומית של תעשיות הטכנולוגיה (משבר שכונה ״קריסת בועת הדוט.קום״).[30] נוסף על כך, שיעור הגירעון בתקציב מדינת ישראל בתקופה זו היה גבוה יחסית. לפיכך נקטה הממשלה, בהובלת שרי האוצר סילבן שלום ולאחריו בנימין נתניהו, שורת רפורמות, כולן בחקיקה.[31] המאפיין המרכזי של רפורמות אלה היה צמצום ההוצאה הממשלתית, צמצום קצבאות ממשלתיות[32] ועידוד המגזר הפרטי באמצעות הקלות כגון הפחתה הדרגתית של מס הכנסה ומס חברות.[33] רפורמות אלה אומנם חילצו את ישראל מהמיתון הכלכלי, אך גם הביאו אותה לפסגת טבלת המדינות המאופיינות באי־שוויון חברתי־כלכלי.[34]

---

28 לנוכח מצב החירום הכלכלי קיבלה הכנסת ביום 7 באפריל 2020 תיקון בהוראת שעה לחוק־יסוד: משק המדינה (תיקון מס׳ 10), ס״ח התש״ף 16, שנועד לאפשר לממשלה לממן את עלויות ההתמודדות של מערכות הבריאות, הסדר הציבורי, הרווחה, הביטחון הסוציאלי והסיוע לעסקים בתקופת משבר הקורונה; ביום 2 ביוני 2020 קיבלה הממשלה תיקון להוראת השעה, ס״ח התש״ף 46, שהגדיל את הסכומים שיעמדו לרשות הממשלה למטרות אלה.

29 לסקירה נרחבת ראו אבי בן בסט **ממעורבות ממשלתית לכלכלת שוק – המשק הישראלי 1985–1998** (2001).

30 להשקפתנו, נכונה יותר השוואה של התמודדות המדינה עם המשבר הכלכלי בעקבות מגפת הקורונה למיתון שהתחולל בשנים 2001–2002 בעקבות קריסת ענף תעשייה מרכזי בעולם ובישראל מאשר השוואה להתמודדות עם המשבר הפיננסי העולמי בשנת 2008, שהתאפיין, לפחות בתחילתו, בקריסה של שווקים פיננסיים ולא בקריסה של ענפי תעשיה ריאליים.

31 למשל חוק תכנית החירום הכלכלית (תיקוני חקיקה להשגת יעדי התקציב והמדיניות הכלכלית לשנות הכספים 2002 ו-2003), התשס״ב–2002, ס״ח 428; חוק ההסדרים במשק המדינה (תיקוני חקיקה להשגת יעדי התקציב והמדיניות הכלכלית לשנת הכספים 2003), התשס״ג–2002, ס״ח 150; חוק התכנית להבראת כלכלת ישראל (תיקוני חקיקה להשגת יעדי התקציב והמדיניות הכלכלית לשנות הכספים 2003 ו-2004), התשס״ג–2003, ס״ח 386.

32 רפורמות אלה כללו בין היתר קיצוצים כואבים בקצבאות לקבוצות מוחלשות והביאו להגשת עתירה לבג״ץ נגד קיצוץ בגמלת הבטחת הכנסה למשפחות מעוטות יכולת, וזאת במסגרת חוק ההסדרים לשנת 2003. ראו בג״ץ 366/03 **עמותת מחויבות לשלום וצדק חברתי נ׳ שר האוצר** (נבו 12.12.2005). בעתירה זו הכיר בג״ץ לראשונה בטענה שבמסגרת ההגנה החוקתית על ״כבוד האדם״ מעוגנת גם ה״זכות לקיום בכבוד״, אך דחה את העתירה לגופה.

33 הממשלה חוקקה בתקופה זו רפורמה במס הכנסה, שהביאה להפחתת שיעורי המס על יחידים ועל חברות. ראו חוק לתיקון פקודת מס הכנסה (מס׳ 132), התשס״ב–2002, ס״ח 126.

34 להשפעתה של מדיניות המיסוי על אי־השוויון בישראל בעשור הראשון של המילניום ראו הוועדה לשינוי חברתי־כלכלי **דו״ח הוועדה** 84 (2011) https://bit.ly/3tG4Jwr, הידוע כ״דו״ח ועדת טרכטנברג״. בתקופה זו החלה גם מדיניות אינטנסיבית של הפרטת חברות ממשלתיות שהניבה הכנסות לקופת המדינה, אבל גם הביאה לריכוז פעילות מרכזית של המשק בידי מספר מצומצם יחסית של קבוצות עסקיות הנשלטות על ידי בעלי הון, דבר שגרם לעלייה ניכרת ברמת

מדינת ישראל בחרה במודע להעביר חלק ניכר מההתמודדות עם ההשלכות הכלכליות של מגפת הקורונה לשוק האשראי.[35] הממשלה עודדה את הבנקים, ספקי האשראי המרכזיים במשק, ולמעשה הפעילה עליהם לחץ להעמיד אשראי לעסקים המצויים במצוקת מזומנים,[36]

הריכוזיות הכלל־משקית ולצבירת השפעה פוליטית גדולה של בעלי הון מעטים על תהליכי קבלת ההחלטות במשק. בדברי ההסבר להצעת החוק, שהתבססה על עבודתה של הוועדה להגברת התחרותיות במשק (2012), צוין כי ״מספר מצומצם של קבוצות מחזיקים גדולות חולשות כיום על חלק משמעותי מן התשתיות החיוניות שהקצתה המדינה עד היום. קבוצות אלה צברו כוח רב, בין השאר, בעקבות הזכויות שהוקצו להן״. ראו הצעת חוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע״ב–2012, ה״ח הממשלה 1084, 1085.

35 מישור נוסף של התמודדות עם ההשלכות הכלכליות של מגפת הקורונה שמדינת ישראל בחרה להותיר לכוחות השוק הוא השפעת המשבר על קיום חיובים חוזיים. מדינות רבות קידמו חקיקה לדחיית חיובים חוזיים של קבוצות המאופיינות בחולשה יחסית ובכך מנעו הפרות חוזים על ידי בעלי עסקים שנקלעו למצוקה תזרימית. למשל בגרמניה נחקק חוק הקובע כי עסקים קטנים (המעסיקים עד עשרה עובדים עם מחזור שנתי שאינו עולה על 2 מיליון אירו) יהיו פטורים מאחריות בגין אי־קיום התחייבות חוזית ללקוח עד 30 ביוני 2020. באנגליה נחקק ה־Coronavirus Act 2020, המעניק לשוכרים עסקיים הגנה מפני עיקול עקב אי־עמידה בתשלומי דמי השכירות. ראו Johannes Ungerer, *Coronavirus Measures in Private Law: Comparison of Moratoria in the United Kingdom and Germany*, OXFORD U. COMPAR. L.F. (2020), https://bit.ly/3qJ5cM8. לעומת זאת, צוות בין־משרדי שהוקם בישראל לבחינת השפעותיו של משבר הקורונה על קיום חוזים נמנע מלהמליץ על דחיית חיובים אלא הסתפק בעיקר בקריאה לצדדים לחוזה לנהל משא ומתן בתום לב ולפעול בשיתוף פעולה במטרה להתמודד עם השפעותיו של משבר הקורונה על ביצוע החוזה. ראו משרד המשפטים **מסקנות הצוות הבין־משרדי לבחינת השפעות משבר הקורונה על קיום חוזים** (7.7.2020) https://bit.ly/3tG4LV5.

36 המחשה לניסיונות להפעיל לחץ על הבנקים לסייע בהתמודדות עם המשבר ניתנה בדברי סגן המפקחת על הבנקים, דני חחיאשווילי, בדיון בוועדת הכספים של הכנסת: ״עוד בתחילת המשבר, הנגיד והמפקחת כינסו את כל המערכת הבנקאית ואמרו להם שזה הזמן להגדיל את האשראי. זה לא הזמן לעצור ולשמור את הכסף אלא לעזור למשקי הבית להתמודד עם בעיות הנזילות שיצר המשבר. זו הייתה אמירה מפורשת שגם יצאה במכתב מטעם המפקחת לכל המערכת הבנקאית. הצעד שהשלים לזה זה כמו שאומרים באנגלית: Put your money where your mouth is אז לא רק אמרנו אלא גם עשינו. נתנו הקלה בדרישות ההון לבנקים. ההקלה מורידה את ההון שהבנקים צריכים להחזיק ומאפשרת להם לתת הרבה יותר אשראי למשק. מדובר במיליארדי שקלים שהבנקים יכולים לתת כאשראי למשק [...] אמרנו לבנקים שהם חייבים לתת אשראי לעסקים גם במחיר של הגדלת סיכון. בדרך כלל כשהפיקוח על הבנקים מתנהל אז הוא אומר לבנקים ׳אל תיקחו סיכון, הקטינו את הסיכונים׳. היום זה משבר ראשון שהבנו שיש משהו אחר שלא היה בעבר. ביקשנו מהבנקים להגדיל את הסיכון״. חחיאשווילי הוסיף: ״נתנו הקלה ועידוד דחיית תשלומים מצד הבנקים. נתנו הקלה חשבונאית בשביל שהבנקים יוכלו לדחות את התשלומים״. ראו פרוטוקול ישיבה מס׳ 35 של ועדת הכספים הזמנית, הכנסת ה־23, 11 (26.4.2020) (להלן: פרוטוקול ישיבה 35 של ועדת הכספים הזמנית). לקריאת נגיד בנק ישראל והמפקחת על הבנקים למתן אשראי, ראו בנק ישראל ״נגיד בנק ישראל והמפקחת על הבנקים קיימו דיון מיוחד עם ראשי הבנקים על משבר הקורונה״ (הודעה לעיתונות 9.3.2020) https://bit.ly/32ivI5W; ואולם, הבקשה לא נפלה על אוזניים קשובות. ראו מירב ארלוזורוב ״מחיקת ריבית? הצחקתם אותם: במקום לתת כתף, הבנקים מאיימים לעצור את האשראי למשק״ **TheMarker** (30.4.2020) https://bit.ly/34TMBVg; אבי וקסמן ״42% מחברות התעשייה: האשראי התייקר בתקופת משבר הקורונה״ **TheMarker** (6.4.2020) https://bit.ly/3rtptod.

להימנע מהעמדה מיידית לפירעון של חובות ולהעניק דחייה בתשלומים (אגב העלאת ריבית) של החזרי הלוואות.[37]

האתגר המרכזי במתן סיוע כלכלי למגזר העסקי הוא זיהוי העסקים הזקוקים לסיוע. ניתן לחלק את פעילות המגזר העסקי לשלוש קבוצות עיקריות.[38] הקבוצה הראשונה היא עסקים אשר משבר הקורונה לא פגע כלל בפעילותם ואולי אף הגביר את הביקוש לשירותים או למוצרים שלהם.[39] בקבוצה זו ניתן למנות, למשל, חברות המייצרות ציוד רפואי לטיפול במחלה,[40] חברות המספקות פלטפורמות תקשורת מקוונת, כמו חברת Zoom, שזכתה להצלחה עצומה בימי המשבר,[41] חברות שליחים או חברות מזון.[42] חברות בקבוצה זו שהביקוש למרכולתן לא נפגע כתוצאה של המשבר אינן זקוקות לסיוע המדינה.

בקבוצה השנייה ניתן למנות עסקים שהביקוש לשירותיהם או למוצריהם אינו צפוי להיפגע באופן ממשי מהמשבר, אך נקלעו למצוקה תזרימית בשל הפגיעה ביכולתם לייצר הכנסות בתקופת המשבר, לצד הכבדה של נטל התשלומים השוטפים הנובעים מהוצאות שנגרמו בעקבות המשבר והוצאות קבועות. למשל, הביקוש לביגוד, גני ילדים ומספרות צפוי להימשך גם לאחר המשבר, אך הסגר הממושך וההגבלות על פעילותם במהלכו גרמו להצטברות חוב בעסקים אלה, עקב הצורך לשלם הוצאות קבועות כגון דמי שכירות, ללא שנוצרו הכנסות במקביל. נוסף על כך, עסקים אלה נדרשו במקרים רבים להוצאות לצורך עמידה בתנאים שקבעה הממשלה לחידוש הפעילות לאחר הסרת הסגר, הוצאות אשר העמיקו את החוב שאליו נקלעו. חלק מההגבלות שקבעה הממשלה על פעילות עסקים פגעו במיוחד בעסקים קטנים ובינוניים. קבוצה זו זקוקה לסיוע הרב ביותר מהמדינה.

---

37 רון שטיין ״בשל משבר הקורונה: הבנקים דחו החזרי הלוואות בהיקף 4.65 מיליארד שקל לכ־358 אלף איש״ **גלובס** (26.4.2020) https://bit.ly/3IggPAn.

38 חלוקה דומה מוצעת על ידי הכלכלן ראגוראם רג׳אן מאוניברסיטת שיקגו. ראו Stefano Feltri, *What Comes Next for Economic Policies to Combat Covid-19? A Conversation Between Six Booth Faculty*, PROMARKET (July 1, 2020), https://bit.ly/3qGTthp.

39 בהתייחסו לעסקים גדולים שלא נפגעו או נפגעו מעט מהמשבר אמר החשב הכללי במשרד האוצר, רוני חזקיהו, כי ״עסקים גדולים שלא נפגעו או נפגעו בצורה מעטה יודעים להסתדר. גם יש להם את מנגנון האשראי מול הבנקים, גם יש להם את המנגנון הציבורי, המנגנון מול המוסדיים״. ראו פרוטוקול ישיבה מס׳ 28 של ועדת הכספים הזמנית, הכנסת ה־23, 2 (19.4.2020) (להלן: פרוטוקול ישיבה 28 של ועדת הכספים הזמנית).

40 הוועדה המשותפת למשרדי האוצר והבריאות מצאה, למשל, כי בשוק המסכות הכירורגיות לאף ופה קיימת תחרות מחירים בין־לאומית עזה, אשר הביאה לבחינת האפשרות להסב שני מפעלים בישראל לייצור מסכות כאלה. ראו ועדת מחירים **סיכום דיון ועדת מחירים מיום 6.4.2020 — פיקוח על מחירי מסכות אף ופה בעקבות התפשטות נגיף הקורונה** (7.4.2020) https://bit.ly/33KsDMe.

41 בסוף שנת 2019 עמד מחיר המניה של חברת Zoom האמריקאית, הנסחרת בבורסת ה־Nasdaq בניו יורק, על כ־68 דולר ארה״ב. חצי שנה לאחר מכן, בתחילת חודש יולי 2020, הגיע מחיר המניה לשיא של יותר מ־261 דולר ארה״ב. ראו למשל באתר Yahoo Finance: https://yhoo.it/33uLT0k

42 אורנה יפת ״ענף השליחויות משווע לעובדים: ׳נעלה את השכר׳״ **כלכליסט** (17.3.2020) https://bit.ly/34Ujt08.

קבוצה שלישית היא קבוצה העסקים שהביקוש לשירותיהם אינו צפוי להתאושש ממשבר הקורונה. המדינה אינה צריכה לסייע לפעילות עסקית זו, שדינה להיסגר. כך למשל, נראה כי אין טעם רב להעניק תמיכה כלכלית למסעדות ובתי קפה שנפתחו זמן קצר לפני פרוץ מגפת הקורונה וטרם צברו קהל לקוחות. באופן דומה, ירידת הביקוש לסוגי תיירות מסוימים, כגון הפלגות נופש, משמיטה את ההצדקה לתמוך בעסקים כמו אתרי אינטרנט ייחודיים לרכישת הפלגות נופש או סוכנויות תיירות המתמחות בתחום זה. ואולם, מובן שראוי כי המדינה תתייחס לרווחתם ולביטחונם הסוציאלי של יחידים ומשפחות שהתפרנסו מעסקים אלה.[43]

הבעיה העיקרית בתמיכה בעסקים במשבר היא סיווג נכון של העסקים בין הקבוצות.[44] השימוש בשוק האשראי, שעליו נשען כאמור חלק גדול מהטיפול של מדינת ישראל במשבר הנוכחי, מגלם שילוב של הגישה הקיינסיאנית ושל האסכולה האוסטרית. מחד גיסא, הזרמת אשראי זול היא כלי קיינסיאני המרחיב את כמות הכסף שבידי הציבור ובכך עשוי להגדיל את הביקוש במשק ולעודד את הצמיחה; מאידך גיסא, שחקני שוק האשראי הם בעלי מומחיות וניסיון רבים יותר מהמדינה בהערכת הסיכונים הפרטניים של נוטלי האשראי וכן בתמחור הסיכון. זאת ועוד, חלוקה ישירה של מענקים על ידי המדינה מצריכה מנגנון בירוקרטי מורכב ויוצרת חשש שחלק מהכספים יגיעו דווקא לעסקים חזקים, ולא לעסקים קטנים ובינוניים הזקוקים למימון אך מתקשים להתמודד עם הבירוקרטיה.[45] השימוש במתווכים פיננסיים, כגון בנקים וספקי אשראי אחרים, מעלה אפוא את הסיכוי לכך שהקצאת מקורות האשראי במשק תהיה יעילה מכפי שתהיה חלוקה ישירה של מענקים על ידי המדינה.

עם זאת, שימוש בשוק האשראי טומן בחובו גם חסרונות כבדי משקל. בתנאים של חוסר ודאות קשה מתווכים פיננסיים כגון בנקים מעדיפים להימנע ממתן אשראי ללווים קטנים, ללווים מסוכנים יחסית או ללווים שאינם יכולים להעמיד לנותן האשראי ביטחונות לפירעון החוב במקרה של חדלות פירעון.[46] לחלופין, נותני אשראי עלולים לדרוש מנוטלי אשראי קטנים, מסוכנים או חסרי ביטחונות ריבית גבוהה,[47] אשר מגדילה את עלויות המימון של

---

43 סוגיה זו חורגת מגבולות המאמר שלנו. נדגיש, עם זאת, כי אפילו הוגה דעות כלכלי בעל השקפה ליברטריאנית מובהקת כפרידריך האייק סבר כי לנוכח החשיבות של יזמות עסקית לקידום הכלכלה, יש להעמיד רשת של ביטחון סוציאלי ליזם שנכשל בעסקיו, שכן יזמות אינה מבטיחה כלל ועיקר כי הצלחה מובטחת לאלה שראויים לה. בציטוט מפורסם בהקשר זה כתב האייק כי "…inevitably some unworthy will succeed and some worthy fail". **ראו** 2 FRIEDRICH A. HAYEK, LAW LEGISLATION AND LIBERTY: THE MIRAGE OF SOCIAL JUSTICE 74 (1976).

44 רג׳אן עומד על בעיה זו. ראו Feltri, לעיל ה״ש 38.

45 ראו אבי וקסמן ״תסמינים של פניקה: כ״ץ ונתניהו שופכים מיליארדים, שלא מגיעים לשטח״ **TheMarker** (30.6.2020) https://bit.ly/354CAEZ.

46 למעשה, בישראל הייתה מגמה של האטה במתן אשראי לעסקים פרטיים עוד לפני משבר הקורונה. ראו בנק ישראל **דין וחשבון 2019** 80–81 (מרץ 2020).

47 רוני חזקיהו, החשב הכללי במשרד האוצר, הסביר זאת כך: ״המחיר של האשראי לעסקים גדולים הוא נמוך משמעותית מהמחיר לעסקים קטנים. למה? כי רמת המידע ותהליך החיתום הוא הרבה יותר ספציפי ופרטני״. ראו פרוטוקול ישיבה 28 של ועדת הכספים הזמנית, לעיל ה״ש 39, בעמ׳ 2.

נוטלי אשראי,[48] מקטינה את יכולתם להתחרות בשוק העסקי שבו הם פועלים ומגדילה את הסיכוי לכישלון עסקי ולחדלות פירעון.

שימוש במתווכים פיננסיים עלול גם להגדיל באופן ניכר את אי־השוויון במשק, לסייע לעסקים חזקים אגב הדרת העסקים הקטנים והבינוניים או אפילו החלשתם. מטבע הדברים, עסקים גדולים עמידים יותר בתקופה של משבר כלכלי, ולכן תהיה לספקי האשראי נכונות רבה יותר להעמיד להם אשראי, והאשראי הזה יינתן בתנאים טובים יחסית. לעומת זאת, לעסקים קטנים ובינוניים חוסן כלכלי נמוך יותר, ולכן ייתכן שלא יזכו כלל לקבל אשראי, או האשראי יינתן להם בתנאים מכבידים שיעמידו אותם בנחיתות.

אכן, הבנקים בישראל נענו רק באופן חלקי לקריאה של המדינה להעניק אשראי לעסקים שנקלעו למשבר כלכלי בתקופת מגפת הקורונה, תוך שהם נרתעים ממתן אשראי לעסקים המצויים בסיכון גבוה. הממשלה ניסתה להתמודד עם היחס הצונן של נותני האשראי באמצעות העמדת ערבות לחובות של הלווים על ידי קרנות ממשלתיות.[49] דא עקא, שהערבות שהעמידה המדינה לא סיפקה את נותני האשראי. ראשית כול, שיעור החוב שהמדינה הסכימה לערוב לו היה נמוך מכדי שיוכל לעודד מתן אשראי לעסקים בסיכון גבוה. שנית, לעסקים בסיכון גבוה במיוחד, כגון מסעדות, סירבו הבנקים להעניק אשראי גם בתנאי ערבות טובים יותר.[50]

בארסנל הכלים של המדינה חסר כלי נוסף, ייעודי – איגוח הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים – שיאפשר אספקת אשראי לעסקים ויתמודד ביעילות עם רמות סיכון משתנות. לו היה קיים בישראל שוק איגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים, ניתן היה ליהנות מהיתרונות של הסתמכות על מנגנוני השוק אגב מתן מענה לקשיים הקיימים כיום בשוק האשראי. אשר על כן, בפרק הבא של המאמר נציג מבנה מוצע לשוק איגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים.

---

48 בתגובה לביקורת מצד חברי כנסת על כך שהבנקים גובים ריבית גבוהה על האשראי שניתן לעסקים קטנים הסביר דני חחיאשווילי, סגן המפקחת על הבנקים, בדיון בוועדת הכספים של הכנסת כי ״בנק ישראל נתן כלי מיוחד לבנקים בשביל לתת אשראי לעסקים קטנים. זה כלי שמיוחד לעסקים קטנים עם ריבית של 0.1%. הבנקים יכולים לתת אשראי לעסקים קטנים וללוות כנגד הכלי הזה ב־0.1% [...] אנחנו עשינו את כל הצעדים ובמקביל אנחנו מדברים עם הבנקים על הצעדים האלו. אנחנו אומרים להם שכשהם קובעים את המחיר ללקוחות הם מוודאים שהצעדים שעשינו באים לידי ביטוי גם במחירים שנותנים ללקוחות. שלא ישמרו את הריביות אצלהם, הם צריכים לדאוג שזה עובר גם ללקוחות״. ראו פרוטוקול ישיבה 35 של ועדת הכספים הזמנית, לעיל ה״ש 36, בעמ׳ 14.

49 אלה לוי־וינריב ״אושר: עסקים בסיכון יוכלו לבקש הלוואות עד 4 מיליארד שקל בערבות מדינה״ **גלובס** (17.6.2020) https://bit.ly/33prQkd. משרד האוצר הקים אתר אינטרנט ייעודי להגשת בקשות להלוואות: https://bit.ly/3KpPQEf. כמו כן, ראו דברים המצוטטים מפי גדעון שור, מנכ״ל חברת אינבוקאפ (Invocap) המתמחה בשוק האשראי, בריאיון עיתונאי: ״זאת תקופה מפחידה לתת הלוואות, אבל כשיש ערבות ממשלתית, יש לנו ביטחון להמשיך להעניק לעסקים קטנים, ׳חנויות אבא ואמא׳, הלוואות שמאפשרות להן לעבור את התקופה הזו בשלום״. דפנה מאור וג׳ניה וולינסקי ״אם מישהו כותב ׳תודה׳ בבקשת ההלוואה – יש יותר סיכוי שלא יפרע אותה״ **TheMarker** (1.7.2020) https://bit.ly/3Ah3iG2.

50 מיכאל רוכוורגר ״קרן ההלוואות בערבות מדינה: רק 60% מהעסקים הקטנים יקבלו אשראי״ **TheMarker** (26.4.2020) https://bit.ly/3AkDQ2f.

ב. שוק איגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים

מכשיר האיגוח מאפשר לנצל נכסים המניבים תזרים מזומנים עתידי, מוגדר וניתן לחיזוי, כדוגמת החזרי הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים, לצורך גיוס מימון ביניים לפעילות העסקית.[51] תאגיד בנקאי, המבקש לאגח את ההלוואות שנתן לעסקים קטנים ובינוניים, מבודדם מתוך מכלול נכסיו, אורז אותם לחבילה אחת ומוכר את חבילת ההלוואות לתאגיד ייעודי – Special Purpose Vehicle (SPV) – נפרד ממנו, אשר מוקם לצורך עסקת האיגוח.[52] התאגיד הייעודי מממן את העסקה באמצעות הנפקה לציבור של איגרות חוב מגובות בנכסים – קרי איגרות חוב שפירעונן מובטח על ידי תזרים המזומנים הנובע מהחזרי ההלוואות שאוגחו – Asset Backed Securities (ABS).

התאגיד הייעודי לובש צורות משפטיות מגוונות בשוקי האיגוח ברחבי העולם, כגון חברה, נאמנות או שותפות. תאגיד ייעודי חדש מוקם לצורך כל עסקת איגוח כדי למנוע תביעות נושים בגין פעילות קודמת של התאגיד.[53] כדי לצמצם את הסיכון הכרוך בפעילותו, מסמכי ההתאגדות של התאגיד הייעודי אוסרים עליו לעסוק בתחומים שאינם קשורים במישרין לעסקת האיגוח.[54] פעילות האיגוח היא התכלית היחידה של התאגיד הייעודי. מאחר שלתאגיד הייעודי אין נכסים אחרים זולת ההלוואות לעסקים קטנים ובינוניים שרכש, ואין לו התחייבויות אחרות זולת איגרות החוב המגובות בנכסים שהנפיק, לא כרוך בפעילותו סיכון ניכר. הסיכון הטמון באיגרת חוב מגובה בנכסים נובע אפוא מהאיכות של ההלוואות שמבטיחות אותה ולא מפעילות התאגיד הייעודי שהנפיק אותה.[55]

---

51 Robert Stark, *Viewing the LTV Steel ABS Opinion in its Proper Context*, 27 J. CORP. L. 211, 213 (2002).

52 התאגיד הייעודי מכונה בספרות הכלכלית והמשפטית גם Special Purpose Company (SPC) או Special Purpose Entity (SPE). ראו לדוגמה בנק ישראל **דוח הצוות לקידום האיגוח בישראל** 4 (2015) https://bit.ly/3KplS3i (להלן: **דוח הצוות לקידום האיגוח בישראל**); Robert Dean Ellis, *Securitization Vehicles, Fiduciary Duties, and Bondholders' Rights*, 24 J. CORP. L. 295, 299 (1999).

53 David J. Kaufmann et al., *Franchise Securitization Financings*, 27 FRANCHISE L.J. 241, 243 (2008).

54 Stark, **לעיל ה״ש 51**, **בעמ׳ 215–216**; Steven L. Schwarcz, *The Alchemy of Asset Securitization*, 1 STAN. J. L. BUS. & FIN. 133, 135–136 (1994); A. Brent Truitt & Bennett J. Murphy, *Bankruptcy Issues in Securitizations*, *in* SECURITIZATIONS: LEGAL AND REGULATORY ISSUES § 2.03 (Patrick D. Dolan & C. VanLeer Davis III eds., 2000 & supp. 2006); Fidelis Oditah, *Great Britain*, *in* ASSET-BACKED SECURITIZATION IN EUROPE 99, 102 (Theodor Baums & Eddy Wymeersch eds., 1996); The Committee on Bankruptcy and Corporate Reorganization of the Association of the Bar of the City of New York, *Structured Financing Techniques*, 50 BUS. LAW. 527, 554 (1995) (להלן: *Structured Financing Techniques*).

55 Thomas J. Gordon, *Securitization of Executory Future Flows as Bankruptcy-Remote True Sales*, 67 U. CHI. L. REV. 1317, 1324 (2000).

הואיל והתאגיד הייעודי אינו ערוך לנהל את הגבייה של החזרי ההלוואות לעסקים הקטנים והבינוניים, הוא מתקשר בהסכם עם שרת (servicer) לקבלה של שירותי גבייה.[56] משיקולי יעילות, הבנק שיצר את ההלוואות ומכרן לתאגיד הייעודי הוא שמכהן בדרך כלל כשרת של עסקת האיגוח.[57] השרת מעביר את תזרים המזומנים השוטף הנובע מהחזרי ההלוואות לתאגיד הייעודי, וזה מעביר אותו למשקיעים – קרי רוכשי איגרות החוב המגובות בנכסים – בניכוי התשלומים לנותני שירותים אחרים בעסקה (כגון חברת דירוג, נאמן לבעלי איגרות החוב וחתם) ופרמיית ביטוח. כדי להתגונן מפני הסיכון שהשרת ייקלע להליך של חדלות פירעון בטרם העביר לתאגיד הייעודי את כספי הגבייה, ונושי השרת ינסו לשים את ידם עליהם, הכספים מוחזקים על ידי השרת בנאמנות לטובת התאגיד הייעודי.[58]

חברת דירוג קובעת את דירוג האשראי של איגרות החוב המונפקות בעסקת האיגוח.[59] מטרת הדירוג היא לצמצם את האסימטריה במידע בין המנפיק לבין שוק ההון. דירוג האשראי מפחית את עלויות המידע שבהן נושאים המשקיעים, והוא מספק להם מידע חיוני וזמין באשר לסיכונים הכרוכים בהשקעה.[60] הדירוג מבטא את הערכת הסבירות שתזרים המזומנים הנובע מהחזרי ההלוואות לעסקים קטנים ובינוניים יפרע במלואם את תשלומי הקרן והריבית של איגרות החוב המגובות בנכסים, בתנאים ובמועדים הקבועים בהן. ככל שדירוג האשראי שנקבע לאיגרות החוב גבוה יותר, כך ייאות ציבור המשקיעים לקבל ריבית נמוכה יותר עבור השקעה בהן.[61]

---

56 Stark, לעיל ה״ש 51, בעמ׳ 214.

57 ההסכם למתן שירותי גבייה מסדיר בדרך כלל את פרוצדורת ההחלפה של השרת בשרת חלופי כשהראשון נהפך לחדל פירעון או כשהוא מתקשה לבצע את תפקידו כראוי. ראו Federal Deposit Insurance Corporation v. Bernstein, 944 F. 2d 101 (2d Cir. 1991) (ביטול הסכם לשירותי גבייה בשל כישלון השרת להעביר במועד את התשלומים השוטפים לבעלי ניירות הערך המגובים בנכסים). ראו גם TAMAR FRANKEL, SECURITIZATION – STRUCTURED FINANCING, FINANCIAL ASSETS POOLS, AND ASSET-BACKED SECURITIES 94 (1991) (להלן: FRANKEL vol. 2); Thomas E. Plank, *The True Sale of Loans and the Role of Recourse*, 14 GEO. MASON U. L. REV. 287, 295 (1991).

58 FRANKEL vol. 2, לעיל ה״ש 57, בעמ׳ 94–95; Shalom Lerner, *Securitization in Israel*, 42 TEX. INT'L L. J. 751, 759 (2007); HUGH BEALE ET AL., THE LAW OF PERSONAL PROPERTY SECURITY 244 (2007); Steven L. Schwarcz, *The Parts Are Greater than the Whole: How Securitization of Divisible Interests Can Revolutionize Structured Finance and Open the Capital Markets to Middle-Market Companies*, COLUM. BUS. L. REV. 139, 148 (1993).

59 חברות הדירוג הבין־לאומיות המובילות הן Standard and Poor's (S&P), Moody's Investors Service ו־Fitch Ratings. בישראל פועלות שתי חברות דירוג: Standard & Poor's Maalot, בבעלות מלאה של S&P, ומידרוג, הפועלת בהתאם למתודולוגיה של חברת הדירוג הבין־לאומית Moody's.

60 לתפקיד של חברות הדירוג בתהליך האיגוח ראו Neil D. Baron, *The Role of Rating Agencies in The Securitization Process*, *in* A PRIMER ON SECURITIZATION 81 (Leon T. Kendall & Michael J. Fishman eds., 1996).

61 Shenker & Colletta, לעיל ה״ש 10, בעמ׳ 1401.

בשוק האיגוח פועלים מנגנונים מגוונים לחיזוק אשראי (credit enhancements), שתפקידם להפחית את הסיכון שבו נושאים המשקיעים באיגרות חוב מגובות בנכסים. מנגנונים אלה מיועדים להגן על המשקיעים מפני פגיעה אפשרית בתזרים המזומנים הנובע מהחזרי ההלוואות שמגבות את איגרות החוב. שימוש יעיל במנגנונים לחיזוק אשראי מגדיל אפוא את ההסתברות שאיגרות החוב המגובות בנכסים תיפרענה במלואן ובעיתן. בעקבות זאת, המנגנונים לחיזוק אשראי משפרים את הדירוג שניתן לאיגרות החוב על ידי חברות הדירוג.

מקובל לחלק את המנגנונים לחיזוק אשראי לשתי קבוצות עיקריות, בהתאם לזהות הגורם שנושא בסיכון.[62] במנגנונים חיצוניים לחיזוק אשראי, גוף פיננסי חיצוני לעסקת האיגוח, כגון חברת ביטוח, מתחייב לשאת בסיכון הכרוך בעסקה;[63] במנגנונים פנימיים לחיזוק אשראי, הבנק שיצר את ההלוואות לעסקים קטנים ובינוניים ומכרן לתאגיד הייעודי נוטל על עצמו את רכיב הסיכון הגלום בהן. לדוגמה, ניתן לחלק את איגרות החוב המונפקות בעסקת האיגוח לרצועות (tranches) בדרגות עדיפות שונות.[64] איגרות החוב הנחותות מהוות כרית ביטחון לאיגרות החוב העדיפות, משום שהפסדים על ההלוואות לעסקים קטנים ובינוניים שמגבות את איגרות החוב נזקפים תחילה לחובתן.[65] איגרות החוב העדיפות נמכרות לציבור המשקיעים הכללי. לעומתן, איגרות החוב הנחותות, המגלמות את רכיב הסיכון שגלום בהלוואות לעסקים קטנים ובינוניים, נרכשות, לפחות בחלקן, על ידי הבנק שיצר את ההלוואות.

בשוק האיגוח פועלים גם נאמן לבעלי איגרות החוב[66] וחתם המלווה את ההנפקה.[67] התרשים להלן מתאר את מבנה שוק האיגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים ופעילותם של השחקנים השונים בו.

---

62 *Structured Financing Techniques*, לעיל ה״ש 54, בעמ׳ 549–550.

63 Schwarcz, לעיל ה״ש 54, בעמ׳ 139–140.

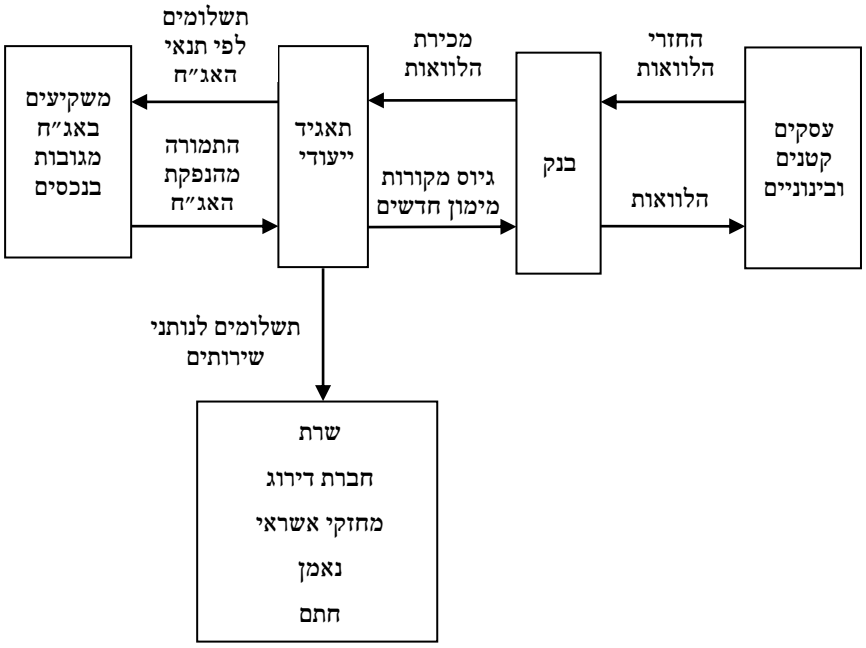
64 שם, בעמ׳ 143–144.

65 Plank, לעיל ה״ש 57, בעמ׳ 305.

66 Susan S. Steves Keiser, *The Role of the Trustee in Securitization Transactions*, *in* SECURITIZATION: ASSET-BACKED AND MORTGAGE-BACKED SECURITIES ch. 8 (Ronald S. Borod ed., 1991 & supp. 2004).

67 *Structured Financing Techniques*, לעיל ה״ש 54, בעמ׳ 529.

מבנה שוק האיגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים



ג. יתרונות האיגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים

החל משנות השבעים של המאה העשרים משמש האיגוח ככלי מימון מתקדם.[68] תחילה, בשוק המשכנתאות בארצות הברית,[69] ובמרוצת השנים הוא התפרס ברחבי העולם על מגוון של תחומים, ביניהם: איגוח חוב לקוחות, איגוח חובות של מחזיקי כרטיס אשראי, איגוח תזרימי מזומנים מעסקות ליסינג, איגוח תקבולי מיסים או אגרות, איגוח תזרימי מזומנים מנדל״ן מניב, איגוח הכנסות מפרויקטים תשתיתיים, איגוח תקבולי הכנסות של בתי מלון או בתי חולים,

---

68 Shenker & Colletta, לעיל ה״ש 10, בעמ׳ 1383–1388.

69 לסקירה היסטורית של התפתחות השוק המשני למשכנתאות בארצות הברית ראו John J. McConnell & Stephen A. Buser, *The Origins and Evolution of the Market for Mortgage-Backed Securities*, 3 ANN. REV. FIN. ECON. 173 (2011). ניסיון ראשון לאגח הלוואות לדיור בישראל נעשה בחודש נובמבר 1990. בנק כרמל, באמצעות חברת־הבת ״שוק משני״ שהקים, הנפיק איגרות חוב מגובות בתיקי משכנתאות בהיקף של שלושים מיליון ש״ח. ראו דורון ויסברוד, ויקטור בהר ורון מאירי ״במוקד הכלכלה: משכנתאות לדיור״ **אקזקיוטיב** 28, 67, 74 (1998–1999). ניסיון זה לא הבשיל לכדי כינון של שוק משני למשכנתאות, בין היתר, בשל היעדר תשתית חוקית ורגולטורית נאותה התומכת בפיתוחו.

איגוח הלוואות למימון רכישת כלי רכב, איגוח זרם התמלוגים הנובע מזכויות קניין רוחני,[70] איגוח הלוואות לסטודנטים ועוד.[71] לאמיתו של דבר, לא קיימת מגבלה מהותית על מגוון הנכסים המשמשים בסיס לעסקאות איגוח. דומה כי ניתן לאגח כל תזרים מזומנים הניתן לחיזוי, שנובע מנכס מניב או מפעילות מניבה.[72]

פריחת האיגוח מיוחסת לתרומה של כלי מימון זה לשכלול שוק האשראי ולפעילות השחקנים בו. אחד המלומדים הבולטים בתחום המימון המובנה (structured finance) אף השווה את האיגוח לאלכימיה ההופכת מתכות זולות לזהב.[73] בפרק זה נסקור בקצרה את היתרונות העיקריים של האיגוח אגב הדגשת היתרונות הייחודיים שגלומים באיגוח הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים.

פעילות האיגוח מביאה לחיסכון בהוצאות התפעוליות של המערכת הפיננסית על ידי יצירת בידול והתמחות בשוק האשראי.[74] מכשיר האיגוח מפרק את המבנה המסורתי של התיווך הפיננסי במערכת הבנקאית ומאפשר לכל שחקן בשוק האשראי להתמקד בתחום שבו בא לידי ביטוי יתרונו היחסי ולהתמקצע בו.[75] יתרונותיו היחסיים של בנק ניכרים בהיבטים תפעוליים, ביכולתו השיווקית הנשענת על פריסה סניפית רחבה, במיומנותו בבדיקה של איכות הלווים ובטוחותיהם ובהתמחותו בטיפול בלקוחות.[76] כדי לנצל את היתרונות הללו, הבנק מתפקד בשוק האיגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים כסוכן (broker) המבצע את פעולות השיווק, החיתום והטיפול בהלוואות. לעומת זאת, גיוס של מקורות האשראי לעסקים קטנים ובינוניים מנותב לשוק המוסדי ולשוק ההון. משקיעים מוסדיים ומשקיעים פרטיים בשוק ההון רוכשים את איגרות החוב המגובות בהחזרי ההלוואות לעסקים קטנים ובינוניים ונושאים בחלק מהסיכון שגלום בהלוואות לעסקים. האיגוח, כאשראי חוץ־בנקאי, משתף אפוא שחקנים נוספים, כגון גופים מוסדיים וציבור המשקיעים בשוק ההון, בשוק האשראי לעסקים קטנים ובינוניים. בכך הוא יתרום לצמצום הריכוזיות בתחום האשראי לעסקים קטנים ובינוניים

---

70 להרחבה ראו Dov Solomon & Miriam Bitton, *Intellectual Property Securitization*, 33 CARDOZO ARTS & ENT. L.J. 125 (2015).

71 Iacobucci & Winter, **לעיל ה״ש 9, בעמ׳ 161–162**; Shenker & Colletta, **לעיל ה״ש 10, בעמ׳ 1380**; TAMAR FRANKEL, *Structured Financing Techniques*, **לעיל ה״ש 54, בעמ׳ 538–539**; SECURITIZATION – STRUCTURED FINANCING, FINANCIAL ASSETS POOLS, AND ASSET-BACKED SECURITIES 8, 37–38 (1991) (**להלן**: FRANKEL vol. 1); Dov Solomon, *The Rise of a Giant: Securitization and the Global Financial Crisis*, 49 AM. BUS. L. J. 859, 861–862 (2012); Lois R. Lupica, *Asset Securitization: The Unsecured Creditor's Perspective*, 76 TEX. L. REV. 595, 602–603 (1998); Yuliya A. Dvorak, *Transplanting Asset Securitization: Is the Grass Green Enough on the Other Side?*, 38 HOUS. L. REV. 541, 546–547 (2001).

72 LoPucki, **לעיל ה״ש 9, בעמ׳ 25**; Shenker & Colletta, **לעיל ה״ש 10, בעמ׳ 1397**; Lois R. Lupica, *Circumvention of the Bankruptcy Process: The Statutory Institutionalization of Securitization*, 33 CONN. L. REV. 199, 208 (2000).

73 Schwarcz, **לעיל ה״ש 54, בעמ׳ 134**.

74 לחשיבות הכלכלית שבהתמחות, ראו איל זמיר **חוק המכר, תשכ״ח–1968** 2 (1987).

75 Shenker & Colletta, **לעיל ה״ש 10, בעמ׳ 1392**.

76 **תכנית בנק ישראל להאצת הצמיחה במשק**, לעיל ה״ש 6, בעמ׳ 76.

בישראל, שנשלט כיום על ידי התאגידים הבנקאיים, ולפיזור יעיל של סיכונים במערכת הפיננסית.

מבחינת ציבור המשקיעים, איגוח הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים מגדיל את הרווחה בשוק ההון על ידי גיוון מכשירי ההשקעה.[77] יצירת אפיק השקעה חדש בשוק ההון, השקעה בניירות ערך מגובים בנכסים, מאפשרת למשקיעים לפזר את הסיכון הקיים בתיק ההשקעות שלהם.[78] מאחר שניירות הערך מגובים על ידי מאגר גדול של הלוואות לעסקים, משקיעים קטנים יכולים ליהנות מפיזור סיכונים על אף השקעה כספית נמוכה יחסית.[79] יתרה מזו, באמצעות הנדסה פיננסית ניתן לפצל את זרם התשלומים הבסיסי הנובע מהחזרי ההלוואות לעסקים לזרמי משנה, וכנגד כל אחד מזרמי המשנה להנפיק סדרה ספציפית של איגרות חוב מגובות בנכסים. הפיצול לזרמי משנה מאפשר ליצור סדרות מגוונות של איגרות חוב העונות על הטעמים והדרישות של סוגי משקיעים שונים.[80] לדוגמה, ניתן לפצל את זרם התשלומים הנובע מהחזרי ההלוואות לעסקים לכמה סדרות של איגרות חוב מגובות בנכסים בעלות יחס שונה של מרכיבי הקרן והריבית או לפצלו לשתי סדרות של איגרות חוב מגובות בנכסים, כשהראשונה כוללת את תקבולי השנים הראשונות והשנייה כוללת את תקבולי השנים האחרונות. התשואה על כל סדרה של איגרות חוב משקפת את רמת הסיכון ואת ערך הזמן שלה. ההיצע הרחב והמגוון של איגרות חוב מגובות בנכסים בעלות פרמטרים שונים זה מזה מקנה למשקיעים יכולת לברור בדיוק רב את מאפייני הסיכונים והסיכויים המועדפים עליהם להשקעה. למשל, משקיעים מוסדיים, אשר להם התחייבויות ארוכות טווח, יכולים ליצור מתאם בין הנכסים להתחייבויות שלהם באמצעות השקעה באיגרות חוב מגובות בנכסים לטווח ארוך.[81] שוק האיגוח משפר אפוא את המתאם בין אפיקי ההשקעה הפוטנציאליים בשוק ההון לבין ההעדפות הספציפיות של המשקיעים בו.

האיגוח תורם גם לשמירה על יציבות המערכת הבנקאית. הונו העצמי של בנק משמש כרית ביטחון לספיגת הפסדים בלתי צפויים בתיק הנכסים שלו כתוצאה של חשיפתו לסיכונים. במטרה לשמור על יציבות התאגידים הבנקאיים ולהבטיח את פעילותם התקינה, ועדה בין־לאומית לפיקוח על הבנקים, ועדת באזל,[82] המליצה לראשונה בשנת 1988 לחייב את הבנקים בהחזקת הון עצמי בשיעור מוגדר, ההולם את הסיכונים שהם חשופים להם.[83] רשויות הפיקוח על הבנקים בישראל ובמדינות אחרות אימצו את הנחיות ועדת באזל וקבעו דרישות הלימות

---

77 FRANKEL vol. 1, לעיל ה״ש 71, בעמ׳ 167.

78 Ellis, לעיל ה״ש 52, בעמ׳ 301.

79 Edward J. Janger, *The Death of Secured Lending*, 25 CARDOZO L. REV. 1759, 1769–1770 (2004).

80 Michael H. Schill, *Uniformity or Diversity: Residential Real Estate Finance Law in the 1990s and the Implications of Changing Financial Markets*, 64 S. CAL. L. REV. 1261, 1270 (1991).

81 FRANKEL vol. 1, לעיל ה״ש 71, בעמ׳ 70.

82 ועדת באזל הוקמה במטרה לייעל את שיתוף הפעולה בין רשויות הפיקוח על בנקים בעולם, לשפר את איכות הפיקוח ולסגור פערים בכיסוי פיקוחי בין המדינות.

83 Basle Committee on Banking Supervision, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards (1988), http://www.bis.org/publ/bcbs04a.pdf.

הון המחייבות את הבנקים לשמור על יחס הון מינימלי לנכסי סיכון. כאשר שיעור ההון העצמי יורד למינימום הנדרש על ידי הפיקוח על הבנקים, הבנק מנוע מלהרחיב את היקף הנכסים המסוכנים שלו ולכן אינו רשאי להוסיף ולתת אשראי לעסקים קטנים ובינוניים. בעקבות משבר הקורונה בנק ישראל אומנם הפחית את דרישת הלימות ההון כדי להקל על הבנקים להרחיב את היקפי האשראי,[84] אך בכך, מטבע הדברים, הגדיל את הסיכון ליציבותם. לו היה קיים בישראל שוק איגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים, הבנקים היו יכולים להגדיל את היקפי האשראי לעסקים מבלי שהפיקוח על הבנקים היה נדרש להפחית את דרישת הלימות ההון ובכך לסכן את יציבותם. פעילות האיגוח מסייעת לבנקים לשפר את יחס הלימות ההון שלהם.[85] האיגוח ממיר למעשה נכסים נושאי סיכון – במקרה זה, הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים – שכנגדם קיימת דרישה להחזקת הון עצמי, בכסף מזומן, היינו נכס חסר סיכון שהחזקתו אינה כרוכה בהעמדת הון עצמי. המרת נכסים נושאי סיכון בנכסים חסרי סיכון מאפשרת לבנק לשחרר את ההון שהחזיק כנגד סיכון האשראי הגלום בהלוואות שאיגח ובכך לפנות מקורות למתן הלוואות חדשות לעסקים, שגם אותן יהיה אפשר לאגח, וחוזר חלילה. האיגוח הוא אפוא כלי חשוב הן לשיפור היציבות של המערכת הבנקאית והן להגדלה של היצע האשראי לעסקים קטנים ובינוניים וזמינותו.

לא זו אף זו, האיגוח עשוי לשמש ככלי יעיל להתמודדות עם משבר מקרו־כלכלי בהיבט של מדיניות מוניטרית. דוגמה בולטת לכך היא תוכנית Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF), שהוכרזה לראשונה על ידי הממשל האמריקאי בנובמבר 2008.[86] התוכנית נועדה להמריץ את ספקי האשראי לתת הלוואות לעסקים קטנים ולצרכנים ובכך להתגבר על מחנק האשראי שנוצר בעקבות המשבר הפיננסי העולמי. במסגרת התוכנית העניק ה־Federal Reserve (להלן: ״הפד״) הלוואות בסכום כולל של 200 מיליארד דולר לגופים שהנפיקו ניירות ערך המגובים בהלוואות שניתנו במהלך המשבר הפיננסי לעסקים קטנים,[87] משקי בית, סטודנטים ועוד. ההלוואות של הפד ניתנו על בסיס של ״נון־ריקורס״ (non-recourse), כלומר הן הובטחו על ידי שעבוד על ניירות הערך המגובים בנכסים ללא זכות חזרה ללווים.[88] באופן זה נטל על עצמו הפד את כל סיכוני האשראי שגלומים בנכסים המגבים כך שהקצאת הסיכונים בין הצדדים לעסקה דומה למכירה של ניירות הערך המגובים בנכסים לפד. התוכנית שיפרה את הנזילות של הבנקים ואפשרה להם להגדיל במידה ניכרת את היקפי האשראי לעסקים קטנים ולמשקי בית, ובכך לסייע בחילוץ המשק האמריקאי מהמיתון שנוצר בעקבות המשבר

---

84 המפקח על הבנקים **התאמות להוראות ניהול בנקאי תקין לצורך התמודדות עם משבר הקורונה (הוראת שעה), ניהול בנקאי תקין** 8 (2020) https://bit.ly/3fE4zgK.

85 Shenker & Colletta, לעיל ה״ש 10, בעמ׳ 1395–1396.

86 BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, FEDERAL RESERVE ANNOUNCES THE CREATION OF THE TERM ASSET-BACKED SECURITIES LOAN FACILITY (TALF) (Nov. 25, 2008), https://bit.ly/3I9L0sW.

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

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

הפיננסי.[89] בסופו של דבר, כל ההלוואות שנתן הפד במסגרת התוכנית נפרעו במלואן והבטוחות על ניירות הערך המגובים בנכסים לא מומשו. התוכנית נחשבה להצלחה גדולה, משום שהיא המריצה את שוק האשראי מבלי שהטילה על הממשל האמריקאי נטל כספי כבד. לאור הניסיון המוצלח בהפעלת התוכנית במשבר של 2008 הכריז הממשל האמריקאי ב־23 במרץ 2020 על חידוש תוכנית TALF בהיקף כספי של 100 מיליארד דולר לצורך התמודדות עם מחנק האשראי שנוצר בעקבות מגפת הקורונה.[90]

לדעתנו, הקמת שוק איגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים בישראל תרחיב את ארסנל הכלים המוניטריים של המדינה להתמודדות עם משבר מקרו־כלכלי שיוצר מחנק אשראי. רכישה על ידי הבנק המרכזי של איגרות חוב המגובות בהלוואות הניתנות במהלך המשבר לעסקים קטנים ובינוניים תמריץ את השחקנים בשוק האשראי להוסיף ולתת הלוואות לעסקים על אף הסיכון המוגבר בשל מגפת הקורונה. יישום מדיניות מוניטרית על ידי בנק ישראל של רכישת איגרות חוב המגובות בהלוואות לעסקים, לצד ערבות מדינה שניתנת להלוואות לעסקים קטנים ובינוניים, יתנו מענה לרתיעה של הבנקים ממתן הלוואות לעסקים בעת משבר כלכלי ויובילו להגדלה של היקף האשראי הבנקאי לעסקים קטנים ובינוניים. במשבר הנוכחי ביצע בנק ישראל רכישות מסיביות של איגרות חוב ממשלתיות וקונצרניות כחלק מהצעדים המוניטריים להתמודדות עם ההשלכות הכלכליות של מגפת הקורונה.[91] לו היה בישראל שוק איגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים, הבנק המרכזי היה יכול להרחיב את מגוון הכלים המוניטריים שבאמתחתו באמצעות רכישה של איגרות חוב המגובות בהלוואות לעסקים ובכך להקל את מחנק האשראי במשק.

הנה כי כן, שוק איגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים תורם לגיוון של מקורות האשראי והגדלתם,[92] להרחבתם של אפיקי ההשקעה, לפיזור יעיל של סיכונים במערכת הפיננסית ובסופו של דבר – להוזלתה של עלות האשראי לעסקים.[93] יתרה מזו, הקמת שוק

---

89 איגוח הלוואות מגדיל את הנזילות של הבנקים וכפועל יוצא מכך, מגדיל את היצע האשראי לעסקים. ראו Elena Loutskina, *The Role of Securitization in Bank Liquidity and Funding Management*, 100 J. FIN. ECON. 663 (2011).

90 BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, FEDERAL RESERVE ANNOUNCES EXTENSIVE NEW MEASURES TO SUPPORT THE ECONOMY (Mar. 23, 2020), https://bit.ly/3IgheCT.

91 עמרי מילמן ״בנק ישראל ירכוש אג״ח ממשלתיות בהיקף של 50 מיליארד שקל״ **כלכליסט** (23.3.2020) https://bit.ly/3fzP8Gt; עמירם ברקת ״בנק ישראל בצעד דרמטי: מנמיך תחזיות ומשיק תוכנית רכישות אג״ח קונצרני של עד 15 מיליארד שקל״ **גלובס** (6.7.2020) https://bit.ly/3nAYeXB.

92 מחקרים אמפיריים מלמדים על התרומה של האיגוח להגדלתו של היצע האשראי. ראו לדוגמה Emilia Bonaccorsi di Patti & Enrico Sette, *Did the Securitization Market Freeze Affect Bank Lending During the Financial Crisis? Evidence from a Credit Register*, 25 J. FIN INTERMEDIATION 54 (2016); Andreas Fuster & James Vickery, *Securitization and the Fixed-Rate Mortgage*, 28 REV. FIN. STUD. 176 (2015).

93 למחקרים אמפיריים המצביעים על חיסכון בעלויות האשראי כתוצאה של השימוש באיגוח ראו לדוגמה Taylor D. Nadauld & Michael S. Weisbach, *Did Securitization Affect the Cost of Corporate Debt*, 105 J. FIN. ECON. 332 (2012); James A. Rosenthal & Juan M. Ocampo,

איגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים תספק לבנק ישראל כלי מוניטרי יעיל להתמודדות עם מצוקת האשראי של העסקים בעקבות משבר הקורונה.

ד. אסדרת שוק האיגוח

יתרונות האיגוח, שמנינו בפרק הקודם, היו אמורים לכאורה להאיץ את הקמתו של שוק איגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים בישראל. דא עקא, ששוק האיגוח המקומי מזערי[94] וסובל מחבלי לידה ממושכים.[95] יתרה מזו, שוק האיגוח הישראלי אינו מפותח, דבר הבא לידי ביטוי בכך שעסקאות האיגוח שבוצעו עד כה בישראל נערכו עם גופים מוסדיים בשוק הפרטי וניירות הערך המגובים בנכסים לא הונפקו בבורסה לניירות ערך.

יוזמות רגולטוריות לקידום של איגוח משכנתאות בישראל החלו כבר בשלהי המילניום הקודם. ועדת טלמון, שמונתה כדי לבחון את הפעולות הדרושות להקמת שוק משני למשכנתאות בישראל,[96] המליצה בשנת 1998 על הסרת חסמים משמעותיים שמנעו את הקמת השוק.[97] בעקבות מסקנות הוועדה הוסרו כמה חסמים בתחומי המיסוי, הרגולציה והרישום בלשכת רישום המקרקעין.[98] ואולם, בכך לא היה די להתנעת שוק האיגוח המקומי. ועדת חיימוביץ־אשר, שבחנה היבטים הנוגעים להנפקה של איגרות חוב מגובות בנכסים, הצביעה

Analyzing the Economic Benefits of Securitized Credit, 1.3 J. APPLIED CORP. FIN. 32 (1988). ראו גם Lowell Bryan, *The Risks, Potential, and Promise of Securitization*, *in* A PRIMER ON SECURITIZATION 171, 174 (Leon T. Kendall & Michael J. Fishman eds., 1996).

94 ראו נתונים השוואתיים על שוק האיגוח הישראלי לעומת השווקים במדינות אחרות לעיל בטקסט הסמוך לה״ש 8.

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

96 לניתוח התשתית המשפטית לאיגוח משכנתאות בישראל ראו Shalom Lerner, *Securitization in Israel*, 42 TEX. INT'L L.J. 751, 759 (2007).

97 זאב קליין ״האוצר פועל להקמת שוק משני למשכנתאות; הערכות: שינויי החקיקה יארכו זמן רב״ **גלובס** (7.7.1998) https://bit.ly/3KnvMm2.

98 ראו לדוגמה פרק ח׳ לחוק ההסדרים במשק המדינה (תיקוני חקיקה להשגת יעדי התקציב והמדיניות הכלכלית לשנת הכספים 2003), התשס״ג–2002, ס״ח 150.

אף היא על היעדר תשתית חקיקתית נאותה התומכת בפיתוחו של שוק איגוח.[99] הוועדה המליצה בדוח שהגישה בשנת 2005 על יצירת הסדר מיוחד לעסקאות איגוח שיצמצם את אי־הוודאות המשפטית, החשבונאית והמיסויית הכרוכה בהן. בעקבות המלצות הוועדה מונה צוות בין־משרדי בהשתתפות נציגי בנק ישראל, רשות ניירות ערך, רשות המיסים, משרד המשפטים ומשרד האוצר במטרה לגבש פתרון חקיקתי כולל לעסקאות איגוח.[100] עבודת הצוות התמקדה ביצירת תשתית חקיקתית לשוק האיגוח וגובשה בדוח מסכם הכולל נוסח מוצע להצעת חוק הסדרת עסקאות איגוח.[101]

על המסגרת החקיקתית והרגולטורית של שוק האיגוח להגביר את הוודאות המשפטית של הצדדים לעסקה ולספק מענה הולם לסוגיות בדיני המחאת חיובים, בדיני המשכון, בדיני תאגידים וניירות ערך, בדיני מיסים, חשבונאות, שוק ההון ובנקאות, ובכלל זה: קביעת קריטריונים לסיווג עסקת האיגוח כמכר (true sale) כדי לנתק את ההלוואות שאוגחו משאר נכסי הבנק ובכך למנוע מנושיו להיפרע מהן;[102] קביעתו של היקף הגילוי בשוק איגוח ציבורי במסגרת התשקיף והדיווח השוטף;[103] הבטחת מיסוי ניטרלי של עסקת האיגוח כך שלא ייווצר נטל מס עודף על הבנק המאגח או המשקיעים מחד גיסא, ולא יינתן פטור או תמריץ מיסויי מאידך גיסא;[104] צמצום הסיכון המוסרי על ידי חיוב הבנק להחזיק בשיעור מינימלי מהסיכון הכרוך בהלוואות שאיגח.[105]

לאחר פרסומו של דוח הצוות הבין־משרדי לקידום האיגוח בישראל, בנובמבר 2015, לא חלה התקדמות של ממש בהליכים להסדרת שוק האיגוח מכמה סיבות, ביניהן: חשש שאיגוח משכנתאות יעורר ביקושים בשוק הנדל״ן ובעקבות זאת יוביל לעלייה במחירי הדיור;[106]

---

99 הוועדה לבחינת היבטים הנוגעים להנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים (איגוח) **דוח הועדה** (2005) https://bit.ly/3AdTX1p (להלן: **דוח הוועדה לבחינת היבטים הנוגעים להנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים**).

100 **דוח הצוות לקידום האיגוח בישראל**, לעיל ה״ש 52.

101 שם, בעמ׳ 63–97.

102 שם, בעמ׳ 20–22; **דוח הוועדה לבחינת היבטים הנוגעים להנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים**, לעיל ה״ש 99, בעמ׳ 53–56. ראו גם דב סולומון ״מעמד הנושים בעסקת איגוח – שאלה של סיווג״ **מחקרי משפט** כה 361 (2009) (מציע מודל לסיווג עסקת האיגוח כמכר המבוסס על הקצאת הסיכונים והסיכויים בין הצדדים לעסקה).

103 רשות ניירות ערך **פיתוח שוק האיגוח – הנפקות ציבוריות של אגרות חוב מגובות בנכסים** (2020) https://bit.ly/3KlIwtk (להלן: **פיתוח שוק האיגוח**); **דוח הצוות לקידום האיגוח בישראל**, לעיל ה״ש 52, בעמ׳ 34–35; **דוח הוועדה לבחינת היבטים הנוגעים להנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים**, לעיל ה״ש 99, בעמ׳ 74–83.

104 שם, בעמ׳ 57–67; **דוח הצוות לקידום האיגוח בישראל**, לעיל ה״ש 103, בעמ׳ 39–47.

105 שם, בעמ׳ 27.

106 מירב ארלוזורוב ״כחלון הכניס את החקיקה להגברת התחרות בשוק האשראי לקיפאון עמוק – בלי הסברים״ **TheMarker** (3.5.2017) https://bit.ly/3qFjHAD (״ההערכה הרווחת היא ששר האוצר חושש מפני מכירה של תיק הלוואות משכנתא מצד הבנקים, מה שישחרר לבנקים מקורות הון כדי לשוב ולהעמיד הלוואות משכנתא חדשות – ובכך יתדלק מחדש את הביקושים לדיור בישראל״). ואכן, בשנת 2018 כששר האוצר משה כחלון אישר בסופו של דבר לקדם את הצעת החוק להסדרת עסקאות איגוח, הוא החריג ממנה את תחום המשכנתאות. ראו עמי רוזנברג

תיעדוף הליכי החקיקה של חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע״ח–2018, על ידי הגורמים האמונים על חקיקה כלכלית; קיפאון בעבודת הכנסת בעקבות המשבר הפוליטי שאליו נכנסה ישראל בשלהי שנת 2018. ואולם, דומה כי הגורם העיקרי לעיכוב בהתפתחותו של שוק האיגוח המקומי הוא המוניטין השלילי שיצא לאיגוח במהלך המשבר הפיננסי העולמי בשנת 2008.[107] משבר רחב היקף זה, המשווה לעיתים קרובות לשפל הגדול בשנות השלושים של המאה הקודמת,[108] הביא לקריסה של בנקים ובתי השקעות ברחבי העולם, בעיקר בארצות הברית ובאירופה, והתאפיין באובדן אמון במערכת הפיננסית. בשיח האקדמי והציבורי מקובל לייחס לאיגוח תפקיד מרכזי בהתהוות המשבר הפיננסי.[109] בפסקאות הבאות נתמודד עם החששות העיקריים מהשימוש באיגוח, שעלו בעקבות המשבר העולמי.

הביקורת המרכזית על מנגנון האיגוח מתמקדת בנתק שהוא יוצר בין הבנק לבין ההלוואות שהוא מאגח באופן שמפחית את התמריץ של הבנק להקפיד מלכתחילה על הליכי חיתום נאותים של ההלוואות.[110] ביקורת זו נתמכת במחקרים אחדים המצביעים על כך ששיעור חדלות הפירעון של הלוואות מאוגחות גבוה מזה של הלוואות שנשארות במאזני הבנק ואינן מאוגחות.[111] הטענה היא שהאיגוח מאפשר לבנק לנצל את פער המידע בינו לבין המשקיעים

״נורתה יריית הפתיחה לאיגוח הלוואות, המשכנתאות ישארו בחוץ״ **גלובס** (31.7.2018) https://bit.ly/3FGILf8.

107 ראו עמירם גיל ״כחלון השאיר את ישראל בלי איגוח – והאשראי הצרכני מתייקר״ **TheMarker** (10.4.2019) https://bit.ly/3qD9STY (״לפי פרסומים, שר האוצר משה כחלון התנגד במשך זמן רב לקידום הרפורמה, עקב חשש מזיהוי ציבורי עם תחום האיגוח, ששמו נקשר למשבר הסאב־פריים של 2008 בארה״ב. לפי אותם פרסומים, בשנה החולפת אמנם חל ריכוך בעמדתו של כחלון, אך עד כה עדיין לא ראינו התקדמות של ממש בנושא״).

108 ראו לדוגמה Dov Solomon, *From the Great Depression to the Great Recession: On the Failures of Regulation in the Mortgage Market*, 42 J. LEGIS. 162 (2016) (מנתח את השפעת הרגולציה של משכנתאות ללא זכות חזרה ללווה [נון־ריקורס], שנוצרה בעקבות השפל הגדול, על התפרצות משבר הסאב־פריים בארצות הברית, שהתפתח למשבר פיננסי עולמי).

109 ראו למשל John D. Martin, *A Primer on the Role of Securitization in the Credit Market Crisis of 2007*, *in* LESSONS FROM THE FINANCIAL CRISIS: CAUSES, CONSEQUENCES, AND OUR ECONOMIC FUTURE 199 (Robert W. Kolb ed., 2010) (מנתח את התפקיד שמילא האיגוח במשבר הפיננסי העולמי); TIMOTHY F. GEITHNER, FIN. STABILITY OVERSIGHT COUNSEL, MACROECONOMIC EFFECTS OF RISK RETENTION REQUIREMENTS 10–14 (2011), https://bit.ly/3rpQf0E (מתאר את התפקיד המרכזי שמילא האיגוח במשבר הפיננסי העולמי); Gary Gorton & Andrew Metrick, *Securitization*, *in* 2A THE HANDBOOK OF THE ECONOMICS OF FINANCE 1 (George Constantinides et al. eds., 2012) (טוענים כי איגרות חוב מגובות בנכסים ניצבו במרכז המשבר הפיננסי העולמי ומנתחים את הסיבות לכך).

110 לדוגמה, איגוח תיקי משכנתאות אפשר לבנקים לא ליטול על עצמם את הסיכונים הגלומים במשכנתאות שיצרו, אלא להעבירם למחזיקי איגרות חוב המגובות בתזרים המזומנים הנובע מתיקי המשכנתאות. לפיכך, עם הצמיחה של השוק המשני למשכנתאות בארצות הברית, הגמישו הבנקים את הסטנדרטים למתן משכנתאות ללווים, כגון ויתור על הדרישה להעמדת הון עצמי מצד הלווה. ראו Solomon, לעיל ה״ש 108, בעמ׳ 176–179.

111 ראו Benjamin J. Keys et al., *Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans*, 125 Q. J. ECON. 307 (2010). ואולם, החוקרים מגבילים את הממצאים שלהם להלוואות משכנתה שניתנות עם מסמכים חסרים, ולכן הבנק נדרש להשקיע משאבים נוספים

באיגרות החוב המגובות בנכסים כדי לגלגל אל האחרונים את הסיכון שגלום בהלוואות שמגבות את איגרות החוב בלי שהסיכון יתומחר במלואו. הקושי להעריך את הסיכון ולתמחרו מיוחס ליצירת נגזרות מורכבות של ניירות ערך מגובים בנכסים (״איגוח על איגוח״), שאי־אפשר היה לשייך להן את הסיכון שגלום בנכסי הבסיס. ביטוי בולט להיעדר היכולת להעריך כראוי את הסיכון שגלום בעסקאות איגוח בעלות מבנים מורכבים ועסקאות איגוח הנוגעות לנכסי בסיס המאופיינים בסיכון אשראי מורכב אפשר למצוא בקריסה של שוק ניירות הערך המגובים במשכנתאות סאב־פריים בארצות הברית בשנת 2007, שהובילה למשבר הפיננסי העולמי.[112] אסימטריה במידע בין הבנקים לבין יתר השחקנים בשוק האיגוח עלולה לעורר בעיה של סיכון מוסרי (moral hazard).[113] בעיה זו מאפיינת מצבים שבהם מי שיוצר את הסיכון אינו נושא בהשלכות של הסיכון שיצר, אולם מפיק ממנו רווח.

עם זאת, הספרות האקדמית עמדה על קיומם של מנגנוני שוק שונים המפחיתים את התמריץ השלילי של הבנקים להקפיד על איכות החיתום של הלוואות המיועדות לאיגוח, ביניהם: ככל שחולף פרק זמן ארוך יותר בין מועד יצירת ההלוואות לאיגוחן מתגלה מידע רב יותר על איכות ההלוואות, ולכן היכולת של המשקיעים לתמחר את הסיכון האמיתי שכרוך בהן עולה, ועקב כך התמריץ של הבנק לבצע חיתום באיכות נמוכה מלכתחילה פוחת;[114] הצורך של המלווים לבסס מוניטין כלפי המשקיעים באיגרות החוב המגובות בנכסים יוצר תמריץ לביצוע הליכי חיתום נאותים;[115] איגוח מסוג Multiseller Securitization Conduit,[116] שבו כמה בנקים מוכרים הלוואות לתאגיד ייעודי אחד, יוצר תחרות בין הבנקים ומעודד אותם להקפיד על איכות החיתום, משום שכל בנק נרתע מלהתבלט כמי שאיגח הלוואות עם שיעורי חדלות פירעון גבוהים יחסית.[117]

לאיסוף ״מידע רך״ על הלווה. האפשרות לאגח הלוואות אלה מקטינה את התמריץ של הבנק להשקיע עלויות נוספות באיסוף מידע רך ועיבודו, ולכן פוגעת באיכות החיתום של ההלוואות. כמו כן, הממצאים במחקר מתייחסים להלוואות משכנתה שמאוגחות לגורמים פרטיים ולא לסוכנויות הממשלתיות בארצות הברית. ראו גם Yihui Wang & Han Xia, *Do Lenders Still Monitor When They Can Securitize Loans?*, 27 REV. FIN. STUD. 2354 (2014) (מוצאים כי בנקים משקיעים מאמצים פחותים בפיקוח על הלוואות לעסקים המיועדות לאיגוח ושיעורי חדלות הפירעון של הלוואות אלה גבוהים מאלה של הלוואות שאינן מאוגחות).

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

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

114 Wei Jiang et al., *Securitization and Loan Performance: Ex Ante and Ex Post Relations in the Mortgage Market*, 27 REV. FIN. STUD. 454 (2014); Ronel Elul, *Securitization and Mortgage Default*, 49 J. FIN. SERV. RES. 281 (2016).

115 Ugo Albertazzi et al., *Asymmetric Information in Securitization: An Empirical Assessment*, 71 J. MONETARY ECON. 33 (2015).

116 להרחבה על Multiseller Securitization Conduit ראו Schwarcz, לעיל ה״ש 54, בעמ׳ 140–141.

117 Benjamin J. Keys, *Financial Regulation and Securitization: Evidence from Subprime Loans*, 56 J. MONETARY ECON. 700 (2009).

מענה לחשש מפני תמריץ לחיתום באיכות נמוכה של הלוואות המיועדות לאיגוח ניתן גם באמצעות רגולציה. כלקח מהכשלים שהתגלו במשבר הפיננסי בשנת 2008, רשויות רגולטוריות ברחבי העולם אימצו כללים של שימור סיכון (risk retention), קרי חיוב הבנקים להותיר בידיהם שיעור מוגדר מהסיכון שגלום בחבילת ההלוואות שהם מאגחים.[118] כללי שימור הסיכון בארצות הברית ובאירופה מטילים על הבנקים חובה להחזיק ב־5% לפחות מהסיכון שגלום בהלוואות.[119] דוח הצוות הבין־משרדי לקידום האיגוח בישראל החמיר אף יותר והמליץ לקבוע חובת שימור סיכון בידי תאגידים בנקאיים שלא תפחת משיעור של 10%, ללא אפשרות לגדר את הסיכון או להעבירו לצדדים שלישיים.[120] חובת ההשתתפות בשיעור מסוים מהסיכון שגלום בהלוואות יוצרת לבנקים תמריץ להקפיד מלכתחילה על הליכי חיתום נאותים של ההלוואות שהם נותנים.[121] כללי שימור הסיכון מבטיחים כי לבנק נותר אינטרס כלכלי בהלוואות המאוגחות, ולכן שוללים את התמריץ שנוצר במצבים של סיכון מוסרי – ליטול סיכונים הגדולים מתוחלת הרווח שלהם.

זאת ועוד, כלקח מקשיי התמחור של עסקאות איגוח מורכבות, שנחשפו במהלך המשבר הפיננסי העולמי, דוח הצוות הבין־משרדי לקידום האיגוח בישראל מסדיר עסקאות איגוח מסורתיות (plain vanilla) בלבד, ולא עסקאות מורכבות.[122] בהתאם לכך, ובדומה לרגולציה האמריקאית הרלוונטית ולמסגרת העבודה הרגולטורית האירופית בנוגע לאיגוחים פשוטים, שקופים וסטנדרטיים (STS), יצרה גם רשות ניירות ערך בישראל מתווה לביצוע עסקאות איגוח שבהן מבנה העסקה, נכסי הבסיס, סיכוני האשראי והסיכונים הנוספים שגלומים בהן הם סטנדרטיים, פשוטים ושקופים.[123]

הביקורת על מנגנון האיגוח לא חסכה את שבטה גם מהתפקוד של החברות לדירוג אשראי במהלך המשבר הפיננסי העולמי והדגישה את המגבלות של מתודולוגיות הדירוג של מוצרים מובנים שנוצרו בתהליך האיגוח.[124] המשבר הציף על פני השטח את חוסר השקיפות של הליך הדירוג ואת התגובה המאוחרת של חברות הדירוג למאורעות שחייבו לעדכן את הדירוג כלפי מטה. יתרה מזו, מחקרים זיהו כשלים בעצמאות של חברות הדירוג והצביעו על עיוות במבנה התמריצים שלהן, המעורר חשש לניגוד עניינים.[125] בעקבות הכשלים בתחום של דירוג

---

118 **תכנית בנק ישראל להאצת הצמיחה במשק**, לעיל ה״ש 6, בעמ׳ 77.

119 ראו GEITHNER, לעיל ה״ש 109.

120 **דוח הצוות לקידום האיגוח בישראל**, לעיל ה״ש 52, בעמ׳ 27.

121 ראו Taylor A. Begley & Amiyatosh Purnanandam, *Design of Financial Securities: Empirical Evidence from Private-Label RMBS Deals*, 30 REV. FIN. STUD. 120 (2017); Cem Demiroglu & Christopher James, *How Important is Having Skin in the Game? Originator-Sponsor Affiliation and Losses on Mortgage-backed Securities*, 25 REV. FIN. STUD. 3217 (2017).

122 **דוח הצוות לקידום האיגוח בישראל**, לעיל ה״ש 52, בעמ׳ 7, 11, 26.

123 **פיתוח שוק האיגוח**, לעיל ה״ש 103, בעמ׳ 4.

124 Joshua Coval, Jakub Jurek & Erik Stafford, *The Economics of Structured Finance*, 23(1) J. ECON. PERSP. 3 (2009).

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

האשראי שהתגלו במהלך המשבר נדרש הקונגרס האמריקני, בחודש יולי 2010, להסדיר את התחום במסגרת רפורמה פיננסית מקיפה – Dodd-Frank Act.[126] יתרה מכך, רשויות רגולטוריות באיחוד האירופי ובארצות הברית קבעו הוראות ייחודיות הנוגעות לדירוג מוצרים מובנים, שתכליתן להסדיר את חובות הדיווח ולהגביר את השקיפות באשר לפעילותן של חברות הדירוג בתחום זה.[127] בישראל, כחלק מתהליך הפקת הלקחים מהמשבר העולמי, נחקק החוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע״ד–2014.[128] לא זו אף זו, רשות ניירות ערך בישראל דורשת דירוג כפול של איגרות חוב מגובות בנכסים על ידי שתי חברות דירוג נפרדות, לאורך כל תקופת החיים של איגרות החוב.[129] דרישה זו נועדה להבטיח את יכולתם של המשקיעים להעריך את הסיכונים בנוגע ליכולת הפירעון של התאגיד הייעודי באופן טוב יותר, אגב מתן אפשרות לבחון מתודולוגיות דירוג שונות למכשיר פיננסי חדש זה.

לאור הלקחים שהפיקו הרשויות הרגולטוריות מהמשבר הפיננסי העולמי, דומה כי בשלה השעה לקידום האיגוח בישראל. ואכן, רשות ניירות ערך הציבה את פיתוחו של שוק איגוח ציבורי בישראל כיעד מרכזי בתוכנית האסטרטגית שלה לשנים 2019–2022,[130] ואף פרסמה לאחרונה מתווה להנפקת עסקאות איגוח בבורסה.[131] בהתייחס לתועלת מקיומו של שוק איגוח, בפרט בעת משבר מקרו־כלכלי כמו משבר הקורונה, הדגישה יו״ר רשות ניירות ערך, ענת גואטה:

> פתיחת שוק איגוח ציבורי בישראל, בייחוד בעת הזו, עשויה לתרום לצמיחה במשק. עסקאות איגוח הינן נתיב חדש, מהיר ואטרקטיבי שייפתח בעתיד לחברות ולעסקים קטנים ובינוניים דרכים חדשות לגייס מקורות מימון ואלו יאפשרו להם להרחיב את פעילותם ובכך להניע את גלגלי המשק [...] אנו בונים תשתית רגולטורית למכשירים פיננסיים שייצרו אפשרויות מימון חדשות הנדרשות למשק, בייחוד בימים אלו כמו אוויר לנשימה.[132]

גם נגיד בנק ישראל, פרופ׳ אמיר ירון, הציב את האיגוח כאחד מהיעדים האסטרטגיים של הבנק והצהיר לאחרונה כי ״האיגוח הוא פתח להזדמנויות חדשות ושכלול השוק בישראל, ונושא בעל חשיבות רבה לכלכלה הישראלית״.[133]

הנה כי כן, לקחי המשבר הפיננסי נלמדו היטב על ידי הרגולטורים ברחבי העולם. בשונה ממדינות שבהן היו שוקי האיגוח פעילים ומפותחים כבר בעת המשבר בשנת 2008 ולכן חוו

---

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

127 **דוח הצוות לקידום האיגוח בישראל**, לעיל ה״ש 52, בעמ׳ 38.

128 חוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע״ד–2014, ס״ח 418.

129 **פיתוח שוק האיגוח**, לעיל ה״ש 103, בעמ׳ 13.

130 **התכנית האסטרטגית**, לעיל ה״ש 12.

131 **פיתוח שוק האיגוח**, לעיל ה״ש 103.

132 פתיחת שוק האיגוח הציבורי, לעיל ה״ש 13.

133 הרצאתו של ירון, לעיל ה״ש 8.

ירידה בהיקף הגיוסים בעקבות המשבר,[134] במדינת ישראל עדיין לא קיים שוק איגוח ציבורי, ושוק האיגוח הפרטי זניח.[135] המשבר העולמי אפשר אפוא לרגולטורים בישראל ללמוד מניסיונן של מדינות אחרות וליישם את הלקחים שהופקו ממנו בתהליך אסדרה יסודי ושקול של שוק האיגוח המקומי.

ה. סיכום

מגפת הקורונה העולמית הובילה למשבר כלכלי רחב היקף. ענפים רבים של המגזר העסקי, ובייחוד עסקים קטנים ובינוניים, ספגו פגיעה קשה עקב עצירה כמעט מוחלטת של הפעילות העסקית וההאטה הכלכלית שבאה בעקבותיה. עסקים קטנים ובינוניים, המתקשים גם בעיתות שגרה לגייס אשראי לפעילותם השוטפת בשל היעדר נגישות לשוק ההון, חווים בעקבות המשבר קשיי נזילות ומצוקת אשראי שמאיימים על קיומם. במענה למצוקת האשראי, מאמר זה מציע לייסד בישראל שוק איגוח של הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים. איגוח הוא כלי מימון מרכזי בכלכלה המודרנית. לאיגוח מיוחסת תרומה לגיוון של מקורות האשראי, להרחבתם של אפיקי ההשקעה, לפיזור אופטימלי של סיכונים במערכת הפיננסית וכפועל יוצא של כל אלה – להוזלת העלויות של גיוס האשראי. יתרה מזו, באמצעות רכישה על ידי הבנק המרכזי של איגרות חוב המגובות בהחזרי הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים האיגוח משמש ככלי יעיל בארסנל הכלים המוניטריים של המדינה להתמודדות עם מחנק אשראי. קשה להפריז בחשיבות יתרונות אלה של האיגוח בתקופה שבה עסקים רבים נאנקים תחת מצוקת אשראי חריפה בעקבות משבר מקרו־כלכלי.

המשבר הפיננסי העולמי בשנת 2008 אומנם הטיל צל על האיגוח, אולם העיכוב עד כה באסדרת התחום בישראל אפשר לרגולטורים המקומיים ללמוד מהניסיון של עמיתיהם ברחבי העולם, להפיק לקחים מהמשבר וליישמם בתהליך האסדרה. לדעתנו, שימוש מושכל במכשיר האיגוח, אגב הפקת הלקחים שנלמדו ממשבר קודם, לא זו בלבד שאין בו כדי להחריף את המשבר הכלכלי הנוכחי, אלא אף טמון בו המזור למצוקת האשראי של העסקים הקטנים והבינוניים. יפים לעניין זה הדברים שכתבו בעיצומו של המשבר הפיננסי של 2008 שני חתני פרס נובל לכלכלה, ג׳ורג׳ אקרלוף ורוברט שילר, על אודות הפוטנציאל הגלום באיגוח ככלי לפתרון המשבר: "[T]here are two sides to creative finance: It may have gotten us into this crisis. But its genius may also get us out of it".[136]

---

134 לנתונים על היקף הירידה בגיוסים בשוקי האיגוח בארצות הברית ובאירופה בעקבות המשבר הפיננסי בשנת 2008 ראו **דוח הצוות לקידום האיגוח בישראל**, לעיל ה״ש 52, בעמ׳ 15–16.

135 במחקר משותף של בנק ישראל ורשות ניירות ערך על שוק אג״ח החברות בישראל נטען כי קיומו של שוק איגוח בישראל בשנים שקדמו למשבר הפיננסי היה עשוי למתן את הגידול החריג בשוק אג״ח החברות בישראל בשנים 2004–2008. ראו שאול זילברמן, עדי חכמון, מיכאל קהן וגתית גור־גרשגורן **משבר שוק אג״ח החברות בישראל ותמחור הסיכונים בשוק הראשוני והמשני 2008–2010** 17 (2012) https://bit.ly/3GIHHbX.

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