

האם רכבת האיגוח יוצאת לדרך?

עדכוני לקוחות

שנת 2015 הייתה שנה של התחלות חדשות. אחרי תקופה ארוכה של דיבורים ושמועות, החלו העבודות להקמת תחנות "הקו האדום" של הרכבת הקלה. ממש בסמוך, באותה השנה פרסם הצוות לקידום האיגוח בישראל את המלצותיו. אז נכון, חנוכת הרכבת הקלה הייתה אמורה להתרחש אי שם בשנת 2013; אך לאחר עיכוב קל של עשור החזון קרם עור ופסים - והרכבת החלה בנסיעתה.

ממש כמו לרכבת הקלה, גם להמלצות הצוות לקידום האיגוח בישראל לקח שנים ארוכות להבשיל, ואלו נשאו פרי ביכורים רק לאחרונה במסגרת פרסומם של תזכירי חוק המבקשים להסדיר (ולתמרץ) את עסקאות האיגוח בישראל.

כידוע, עסקאות איגוח מצויות בצומת של מספר תחומי משפט, ונוסף על דיני החוזים, הקניין וחדלות הפירעון, עסקאות אלו מעלות שאלות גם מתחום הבנקאות והמימון, ניירות הערך, וכמובן - מעולם המס. בהתאמה, על-מנת לרקום את ההסדר המוצע נדרשה התגייסותם של שותפים רבים: נציגי בנק ישראל, רשות ניירות ערך, רשות המסים, משרד המשפטים ומשרד האוצר.

אך נראה שגם המחוקק שהצליח לגבש את מאוויי הרגולטורים השונים למקשה נורמטיבית אחת, לא יכול היה לרשות המסים - ולפיכך, לצד פרסומו של תזכיר חוק הסדרת עסקאות איגוח (תיקוני חקיקה), התשפ"ג-2023, פורסם התיקון המוצע בפקודת המס במסגרת תזכיר נפרד. וכך, בסופו של יום, ב-30 ביולי 2023, פרסם משרד המשפטים את תזכיר חוק האיגוח; ולצדו תזכיר חוק לתיקון פקודת מס הכנסה, המציע להוסיף את פרק האיגוח בחלק ד' לפקודה, החלק העוסק בחישוב ההכנסה במקרים מיוחדים. למען שטף הקריאה, נכנה תזכירים אלו יחדיו כ"הצעת חוק האיגוח".

במקום הקדמה - על מפגש המסילות

כיום, הדין הישראלי אינו כולל הסדר משפטי הייחודי לעסקאות איגוח. ולמעלה מכך, כיום שוררת אי וודאות בקשר עם היבטי המשפט המגוונים החולשים על שוק האיגוח. תזכירי החוק כ"מקשה אחת" מבקשים למלא חלל זה וליצור פתרון חקיקתי כולל לתחום עסקאות האיגוח ולהקנות וודאות משפטית וכלכלית לשחקניו השונים; ובמילותיו של המחוקק: "המדובר בתזכירי חוק הכרוכים זה בזה ויחד יוצרים מנגנון שלם לאסדרת עסקאות איגוח בישראל". האם בעקבות פרסומם רכבת עסקאות האיגוח "תעלה על הפסים" ועתידה לצאת לדרכה? ימים יגידו. הרגולטור, כך ממקורות יודעי דבר, נשמע די אופטימי...

במסגרת עדכון זה נבקש להאיר את ולהעיר על הצעת חוק האיגוח מהיבטים שונים שבמוקדם שלושה: **מימון**, **ניירות ערך**, **ומסים**. כך, ובאמצעות צוות רב-תחומי של משרדנו שחבר לו יחדיו כדי להוביל את הנושא, ננסה לצייר תמונה מלאה ככל הניתן בשלב זה אודות הצעת החוק. בנוסף, נצביע בקליפת אגוז על הנקודות שיש להמשיך ולהעמיק בהן בטרם הקפיצה על רכבת האיגוח.

חרף המוניטין השלילי שיצאו לשוק האיגוח כתוצאה מתרומתו למשבר הכלכלי העולמי בשנת 2008, סבורים המומחים

כי פיתוח שוק זה "יסייע לקדם תחרות למערכת הבנקאית, להנגיש ולהוזיל מקורות מימון, בפרט לעסקים קטנים ובינוניים ולמשקי בית". אלא שעסקאות האיגוח טומנות בחובן אתגרים משפטיים משמעותיים, אתגרים שהצעת החוק שפורסמה מבקשת לצלוח.

עסקאות איגוח - היבטי מימון וניירות ערך

עסקאות איגוח (securitization) הן מכשיר פיננסי חשוב בשוקי ההון בעולם המקנות, בין היתר, אמצעי נוסף לגיוס הון ומסייעות לפיזור סיכונים במערכת הפיננסית. בעסקת איגוח מונפקות **תעודות התחייבות** שפירעונן מובטח על ידי **נכסים מוגדרים מראש** כגון משכנתאות, הלוואות צרכניות, עסקאות ניכיון שיקים, זכויות לתשלום מלקוחות וכו', **הצפויים להניב תזרים מזומנים רציף ("נכסים מגבים")**. לפי ההצעה, הישות המאגחת ("היזם") מקימה תאגיד ייעודי אליו היא מעבירה את "הנכסים המגבים" ("**התאגיד הייעודי**"); התאגיד הייעודי בתורו מנפיק את תעודות ההתחייבות המגובות באותם נכסים. התמורה מהנפקת תעודות ההתחייבות משמשת לתשלום ליזם בגין הנכסים המגבים. לאחר יצירת עסקת האיגוח ולאורך חיי העסקה, התאגיד הייעודי מקבל את התקבולים מהנכסים המגבים ובאמצעותם פורע את בעלי תעודות ההתחייבות, בהתאם לתנאיהן.



השימוש בתאגיד הייעודי נועד לאפשר השקעה שהסיכון הכרוך בה ממוקד לנכסים המגבים בלבד, ללא הסיכון הכרוך בהשקעה כוללת ביזם. לשם כך, נדרש שעסקת האיגוח תהיה נפרדת מהיזם מבחינה משפטית וכלכלית, ולא תהא כפופה לסיכונים חדלות הפירעון שלו.

בנוסף, מבנה עסקת איגוח ותשלומי הריבית הכרוכים בביצועה מביאים לכך שנוצרות לתאגיד הייעודי הכנסות בשנים הראשונות של תקופת האיגוח והוצאות/הפסדים בשנים מאוחרות יותר. כידוע, בשיטת המס הישראלית לא ניתן לקזז הפסדים לאחר, וההסדר המיסוי הייעודי נועד לטפל, בין היתר, בסוגיה זו.

הצעת חוק האיגוח בתמצית:

תזכיר הצעת חוק האיגוח כולל ארבעה חלקים עיקריים:

היבטי מימון

1. הסדרת עסקאות האיגוח ותוצאותיהן המשפטיות

מטרתנו של חלק זה הינו התווית הוראות ברורות אשר תחולנה ביחס לעסקאות איגוח, לצדדים לעסקאות כאמור ולאופן סיווגן. כך, מבקשת הצעת החוק לקבוע, בין היתר, את ההוראות שלהלן:

• **קביעת תנאים בנוגע לזהות ואופי פעילות הגופים המבצעים עסקאות איגוח.** הצעת החוק מבקשת לקבוע כי התאגיד הייעודי יידרש להתאגד כחברה פרטית לפי דיני מדינת ישראל, לפעול אך ורק בתחום האיגוח וכי עיסוקיו הבלעדיים יהיו: רכישת נכסים מגבים בעסקת איגוח מיזם אחד או יותר; הנפקת תעודות התחייבות מגובות בנכסים; שימוש בתמורת ההנפקה לרכישת הנכסים המגבים, להתקשרות עם שרת לניהול הנכסים המגבים והתשלומים המתקבלים מהם, ולפירעון תעודות ההתחייבות; וכן מכירה של נכסים מגבים במסגרת אופציית רכש מנקה. תחיימת פעילות התאגיד הייעודי לעיסוקים אלו בלבד תוסדר במסגרת תקנון התאגיד. מתווה זה נועד כדי למנוע מהתאגיד הייעודי לבצע פעולות שעשויות לחשוף את מחזיקי תעודות התחייבות לסיכונים חיצוניים (מעבר לסיכון האשראי ביחס לנכסים המגבים).

• **קביעת תנאים קונקרטיים לסיווגה של עסקת איגוח כעסקת מכר אמיתית ('True Sale').** אלו התנאים: (1) התאגיד הייעודי רשאי לעשות בנכסים המגבים כל עסקה המותרת על פי דין, והיזם אינו יכול למנוע ממנו לבצע פעולה כלשהי בנכסים; (2) התקבולים מהנכסים המגבים מועברים במישרין לתאגיד הייעודי; (3) התמורה בגין המחאת הנכסים המגבים הינה קבועה, אינה ניתנת לשינוי לאורך חיי העסקה ומשקפת, בהתאם להערכת הצדדים, את שווי הנכסים המגבים; (4) ליזם אין אפשרות לרכוש בחזרה את הנכסים המגבים; (5) לתאגיד הייעודי אין זכות לקבלת תמורה נוספת במקרה שערך הנכסים המגבים יהיה בסופו של דבר נמוך מהסכום שהוסכם מראש.

• **איסור על קיומן של עסקאות איגוח מורכבות.** הצעת החוק מאפשרת רק קיומן של עסקאות איגוח 'פשוטות' כדוגמת אלו המובטחות על ידי תזרים מזומנים (עסקאות מגובות משכנתאות וכדו'), ואוסרות על איגוח של נכסים שמקורם בעסקת איגוח, איגוחים סינטטיים או עסקאות חוב מרובדות (CDO).

• **הקניית תוקף משפטי להמחאת זכויות לקבלת כספים שטרם 'באו לעולם' לצורכי עסקאות איגוח.** נכסים מגבים כוללים לעיתים זכויות שטרם באו לעולם. כך למשל, נניח שעיריית באר שבע מעוניינת להמחות במסגרת עסקת איגוח את תשלומי הארנונה אשר היא צפויה לקבל במהלך השנה הקרובה. במקרה כאמור, עשויה לעלות שאלה באשר לתוקף העסקה היות ובמועד האיגוח הזכות לקבלת התשלומים הללו עדיין לא נוצרה ובהתאם טרם קמו לעירייה זכויות מכוחן. בדין הישראלי כפי שהוא כיום קיים חוסר ודאות באשר לשאלה האם ניתן להמחות זכויות שטרם באו לעולם. חוסר ודאות זה עלול להעמיד בספק את תקפותה של עסקת האיגוח כאשר מאגחים זכויות כאמור, ולפיכך הצעת החוק מציעה לקבוע מפורשות כי לצורכי עסקאות איגוח ניתן יהיה להמחות זכויות לקבלת כספים שטרם באו לעולם, וכי לצורך מתן ודאות יראו את הזכות כאילו הומחתה לתאגיד הייעודי במועד שבאה לעולם. שאלה מעניינת העולה בהקשר זה היא שאלת זהות הבעלים של הזכויות שהומחו אך עדיין לא באו לעולם – במקרה בו היזם נקלע לקשיים ונכנס לחדלות פירעון. האם יהא זה התאגיד הייעודי אליו הומחו הזכויות העתידיות הללו או הנישים של היזם שהרי במועד חדלות הפירעון הזכות עדיין לא באה לעולם. **חומר למחשבה.**

• **המחאת חיוב שולי ללא הסכמת החייב.** חוק המחאת חיובים, התשכ"ט-1969, קובע כתנאי להמחאת חבות, להבדיל מהמחאת זכות, דרישה לקבלת הסכמת הנושה. היות והמחאת זכויות של היזם כלפי לקוחותיו (החזרי הלוואה, תשלומים עיתיים וכיו"ב) עשויה לכלול גם חיובים מסוימים של היזם עצמו כלפי לקוחותיו (כדוגמת מסירת הודעות ודיווחים בנוגע לזכות המומחית ועוד), מה שעשוי היה לעורר שאלה בדבר הצורך בקבלת הסכמת הלקוח להמחאה - הוצע לקבוע כי הוראה זו לא תחול כאשר החיוב האמור הוא חיוב שולי השלוב בזכות שאותה מבקשים להמחות במסגרת עסקת האיגוח. חיוב שולי הוא חיוב שבמהותו הוא חיוב נלווה לזכות. המחוקק סבור שלאור מהותו של חיוב זה, לא תיגרם פגיעה בנושה כתוצאה מהמחאתו לתאגיד הייעודי.

• **הכללת הוראות שתכליתן הגנה על זכויות החייב שהלוואתו הועברה מהיזם אל התאגיד הייעודי.** מוצע לקבוע מפורשות כי עסקת האיגוח לא תפגע בזכויותיו של החייב או של בעל נכס המשמש כבטוחה (אם

הייתה עסקת היסוד מובטחת בבטחה) וכי יחולו על התאגיד הייעודי כל ההוראות שהיו חלות על היזם עד למועד העברת הזכויות והחובות לפי עסקת היסוד, אילו היזם לא היה מעביר את הזכויות והחובות במסגרת עסקת באיגוח. זאת, כדי למנוע מצב בו זכויותיו של החייב בעסקת היסוד שהומחתה במסגרת עסקת איגוח יפגעו מעצם המחאת העסקה מהיזם לתאגיד הייעודי.

• **איזון אסימטריית המידע.** הואיל ובעסקאות איגוח ליזם ידע והיכרות משמעותיים יותר עם הנכסים המגבים והסיכונים הנובעים מהם ביחס לציבור המשקיעים, קיים חשש שכתוצאה מאסימטריה במידע כאמור עשוי להיווצר כשל שוק, במסגרתו תעודות התחייבות המוצעות למשקיעים בעסקאות איגוח מתומחרות ביתר, כאשר היזם מגלגל חלק בלתי פרופורציונלי מהסיכון אל המשקיעים. משכך, מוצע לקבוע כי יזם בעסקת איגוח יהיה שותף לסיכון המגולגל וישמור לאורך כל חיי העסקה חלק מן הסיכון הגלום בנכסים המגבים, בשיעור שלא יפחת משיעור מינימלי של 5%.

היבטי ניירות ערך

2. הסדרת ההצעה לציבור של תעודות ההתחייבות שהנפיק תאגיד ייעודי לפי חוק ניירות ערך

הצעת החוק מבקשת להסדיר את אופן ההצעה לציבור של תעודות ההתחייבות שינפיק התאגיד הייעודי. זאת, מתוך הבנה שהוודאות המשפטית שתיווצר כתוצאה מחקיקת חוק האיגוח (על בסיס הצעת החוק) תקדם הצעות לציבור לפי תשקיף שרשות ניירות ערך תתיר את פרסומו, ובכך יתחזקו גם הפיקוח והבקרה על פעילות האיגוח.

ההסדרה תבוצע באופן של הוספת פרק נוסף לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ("חוק ניירות ערך") אשר במסגרתו ייקבעו **תנאים לעניין כשירותם ופעילותם של הצדדים בעסקת האיגוח**. להלן תמצית עיקרי התיקונים לחוק ניירות ערך על פי הצעת חוק האיגוח:

• **הוספת מאגח, יזם ושרת לרשימת הגורמים המפוקחים על ידי רשות ניירות ערך.** במסגרת עסקת האיגוח, למאגח, ליזם ולשרת תפקידים מרכזיים. **המאגח**, הוא הגוף אשר מארגן את העסקה בין היזם לבין תאגיד ייעודי (כאשר מוצע לקבוע כי יחיד לא יוכל לשמש כמאגח בעסקת איגוח אלא תאגיד בלבד); **היזם**, הוא בעל הנכסים המגבים, אשר מקים את התאגיד הייעודי ומעביר אליו בהמחאה את הנכסים המגבים; **והשרת**, הוא הגוף אשר מתפעל את הנכסים המגבים בעסקת האיגוח, ובכלל זה מנהל ומתפעל את עסקת היסוד, גביית הכספים, ומימוש בטוחות שניתנו במסגרתה. לנוכח תפקידם המרכזי בעסקאות האיגוח כאמור, מוצע **להוסיף את המאגח, היזם והשרת לרשימת הגורמים המפוקחים על-ידי רשות ניירות ערך**, כך שהסמכויות השונות הקיימות לרשות ניירות ערך (כדוגמת סמכותה להיכנס למקום הפעילות של גורם מפוקח ולדרוש מסמכים) יחולו גם ביחס לגופים אלו.

• **חתימת היזם והמאגח על טיוטת התשקיף והתשקיף.** חיוב היזם והמאגח לחתום על טיוטת התשקיף ועל התשקיף. זאת, לאור תפקידיהם המרכזיים בעסקת איגוח ובמטרה להקים ליזם ואחריות ביחס למצגים אשר נתן לתאגיד הייעודי בנוגע לנכסים המגבים. באופן זה, **היזם והמאגח יחובו באחריות אזרחית כלפי מחזיקי תעודות ההתחייבות וכן יהיו כפופים להוראות חוק ניירות ערך בכל הנוגע לאחריות מנהלית ופלילית**. יחודד, כי הצעת חוק האיגוח מבקשת כי חתימתם תתקבל רק במסגרת טיוטת התשקיף והתשקיף, ולא במסגרת דיווחים שוטפים המוגשים על ידי התאגיד הייעודי.

• **חובות נאמן אגרות החוב ביחס לתעודות התחייבות מגובות בנכסים.** במסגרת הצעת חוק האיגוח, מובהר כי במסגרת תפקידו, מעבר לחובותיו הקיימות כיום, נדרש נאמן אגרות החוב **לבחון את התשתית המשפטית והתפעולית המיוחדת של עסקאות האיגוח**, על מנת לוודא כי התאגיד הייעודי יוכל לעמוד בהתחייבויותיו

בהגיע מועד פירעון תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים. תשתית זו כוללת, בין היתר, דרישה כלפי נאמן אגרות החוב לבחון את הנכסים המגבים, כשירות השרת, יחסי הכיסוי בין תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים לבין הנכסים המגבים ועוד.

• **יזמי איגוח בפיקוח הרשות.** מאחר שעסקאות איגוח יכולות להתבצע גם על ידי גופים שאינם מפוקחים על ידי רשות ניירות ערך, כדוגמת רשויות מקומיות, חברות תקשורת וכד', מוצע כי **רשות ניירות ערך תשמט כמפקחת שירות ביחס לגופים שאינם מפוקחים על ידי אף אחד מהגופים המפקחים הפיננסיים** (המפקח על הבנקים, רשות ניירות ערך, הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון או המפקח על שירותים פיננסיים, לפי העניין) ואשר שווי נכסיהם המאוגחים עולה על השווי שקבע שר האוצר, וזאת על מנת לייצר מנגנון פיקוח אשר יוודא כי גופים אלו עומדים בדרישות הדין ולהבטיח את תקינות שוק האיגוח. כך, יזם אשר היא חייב בפיקוח בהתאם לתנאים האמורים יירשם במרשם יזמים ורשות ניירות ערך תהא רשאית לתת לו הוראות הנוגעות לדרכי פעולתו. בדומה, לעניין מאגז - הגורם המפקח על המאגז יהיה אותו הגוף המפקח אשר מפקח על היזם.

3. מתן אפשרות לתאגיד הייעודי להנפיק תעודות התחייבות וכן להעמיד אשראי לפי חוק הבנקאות.

בהתאם להוראות חוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981 ("חוק הבנקאות"), עיסוק מקביל בהנפקת ניירות ערך החייבות בתשקיף לפי סעיף 15 לחוק ניירות ערך וכן במתן אשראי, מותר רק לגופים בעלי רישיון של תאגיד בנקאי. סעיף 21(ב) לחוק הבנקאות קובע חריגים למונחים שונים, וביניהם למונחים "ניירות ערך" ו"מתן אשראי", ובכך מצמצם את האיסור האמור לגבי עיסוק מקביל. כך, חוק הבנקאות קובע כי "מתן אשראי" אינו חל על גיוס כספים מהציבור על פי תשקיף, אף שהכספים מיועדים למתן אשראי, אם בתשקיף יש גילוי לגבי זהות מקבל האשראי, או על כך שייעוד הכספים שגויסו הינו רכישת זכויות (תיק אשראי) מתאגיד בנקאי. המשמעות היא כי עסקת איגוח המבוססת על תקבולים בגין החזרי אשראי תוכל להתבצע רק כאשר היזם הוא תאגיד בנקאי.

בהתאם, הצעת החוק מבקשת לתקן את הגדרת "מתן אשראי" בחוק הבנקאות ולהוסיף שני חריגים נוספים לחריגים הקיימים בה: (1) רכישת זכויות של גוף מוסדי או תאגיד אחר שנקבעו לגביו בחוק הוראות לעניין הסדרת עיסוקו כלפי לוויים, וזאת לאור כך שגופים אלו, בדומה לתאגיד בנקאי, מפוקחים ופועלים תחת רישיון; ו-(2) רכישת זכויות של תאגיד כלפי לוויים או חייבים, אגב מכירת מוצר או שירות. כך, מתן אשראי יתאפשר למטרה זו, לפי ההצעה, לצורך תשלום תמורת מוצר או שירות, אך לא כפעילות נוספת, גם אם היא נלווית לעיסוק העיקרי.

היבטי מס

4. **הסדרת היבטי המס של עסקאות האיגוח.** כאמור, במקביל לתזכיר הצעת החוק, פורסם על ידי משרד האוצר גם תזכיר לתיקון פקודת מס הכנסה המבקש להתמודד עם המורכבות המיסויות של עסקת האיגוח - עסקה לה שותפים שלושה שחקנים: היזם; התאגיד הייעודי; ומחזיקי תעודות האג"ח.

חסם המס המרכזי קשור במיסויו של התאגיד הייעודי, בעטיו של העקרון הנוהג בשיטת המס הישראלית שלפיו **לא ניתן לקזז הפסדים לאחור**. ונסביר, לכאורה התאגיד הייעודי אמור לשמש אך ורק כמכשיר תאגידי המנתק את הנכסים המגבים מיתר נכסי היזם (וסיכוניו), ולהעביר את הסיכוי והסיכון הכרוך באחזקתם לבעלי תעודות האג"ח. ואולם, הואיל והתאגיד הייעודי עשוי לרשום רווח בשנים הראשונות, משום שהכנסות הריבית מהנכסים המגבים צפויות להיות גבוהות מהוצאות המימון בגין האג"ח שהנפיק - עלול להיווצר תרחיש שבשנים המאוחרות יתהפך מצב הדברים (הסיכון גובר

ככל שהשנים חולפות וכו') והתאגיד הייעודי ייקלע להפסדים. או אג, לא ניתן יהיה לקזז הפסדים אלו כנגד רווחי המוקדמים.

תזכיר החוק מציע שלתאגיד הייעודי יוענק פטור לכל אורך תקופת האיגוח, בכפוף לתנאים עליהם נעמוד להלן, וככל שבסופה של הדרך יוותר בו רווח, אזי יושת עליו מס נושא ריבית בהתאם למנגנון הקבוע בתזכיר.

בהתייחס להיבטי המס נבקש להעיר מספר נקודות:

• **הרמוניה ו"חזיקת טלאים"**. הן תזכיר חוק האיגוח והן תזכיר הפקודה נדרשים להגדרות שונות. הגדרות אלו אינן זהות; ובנוסף עושים תזכירי החוק שימוש בהגדרות נוספות. כך למשל, בתזכיר הפקודה מגדיר המחוקק "מנהל לתאגיד ייעודי", "תקופת איגוח" ועוד. **יש לשים אפוא לב שתקנון התאגיד הייעודי לכשיוקם יערך בהתאם לתזכירי החוק "כמקשה אחת", שכן הפן המיסויי משפיע גם על הפן התאגידי.** כך למשל, במצוות המחוקק: "הנכסים המגבים ותעודות ההתחייבות המגובות בנכסים יהיו לתקופה שלא תעלה על שלושים שנים"; על התאגיד הייעודי לקבוע בתקנונו כי עליו להתפרק מיד בתום פריעת תעודות ההתחייבויות המגובות בנכסים במלואן; התאגיד יקבע במסמכיו כי ירכוש נכסים מגבים רק מאת יזם אחד ויבצע הנפקה חד פעמית, ועוד.

• **מיסוי היזם.** הואיל והמחזאת הזכויות בנכסים המניבים היא True Sale, היזם יחוייב במס במועד ההמחאה. יחד עם זאת, רשות המסים חוששת שההסדר עשוי לייצר תמריץ להפחתת הכנסה חייבת באמצעות קיזוז הפסד ניכר בשנת מס אחת (ובבת אחת), באמצעות מכירת הנכסים המגבים בעסקה "חד-פעמית", הגם שהמשך החזקתם בידי ה"פורס" את הפסדיו לאורך זמן. לפיכך מוצע כי בניגוד להוראות הפקודה, הפסדים שנוצרו ליזם בעסקת איגוח יותרו לקיזוז בשיעורים שנתיים שווים בתקופה שתחילתה בשנת המס שלאחר השנה שבה בוצעה עסקת האיגוח וסופה בשנת המס שבה חל המועד שבו אמורות להיפרע במלואן תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים. בתוך התקופה הקיזוז ייעשה בהתאם להוראות סעיף 28(ב) או 92(ב) לפקודה; ואם לא נוצל ההפסד מקום שניתן היה לעשות כן, לא יהיה ניתן לקזזו בשנה לאחר מכן.

• **מיסוי התאגיד הייעודי או "מה הועילו חכמים בתקנתם"**. כפי שצוין, ליבו של ההסדר המוצע הוא הפטור המוענק לתאגיד הייעודי במטרה להסיר את חסם המס העיקרי. מטבע הדברים המחוקק מפרט את התנאים לתחולת הסדר המס. אלא שעל מנת להבטיח כי ההסדר לא ינוצל לרעה נקבע כי לצד קיומם של התנאים וכחלק מהם יש לקבל אישור מקדמי (רולינג) מרשות המסים. מה משך הזמן שיידרש לניפוקו של הסדר כאמור? עד כמה יהיה ההליך מול רשות המסים מסובך? האם רשות המסים תטיל מגבלות נוספות? ימים יגידו.

• **תנאים נוספים.** על מנת להיות זכאי לפטור, על התאגיד הייעודי לעמוד ברשימת התנאים המפורטים בהצעה, ובתוכם: **הדרישה שלא ישוחלפו או יתווספו נכסים מגבים נוספים לאחר מועד עסקת האיגוח.** זהו תנאי מאוד מגביל שכן טיבן של עסקאות אלו הוא שהן דינמיות. בנוסף, לא ניתן יהיה לבצע פידיון של תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים, שלא בהתאם לתנאים לפדיון שנקבעו במועד ההנפקה; לא ניתן יהיה למחזר את תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים; מנהל התאגיד הייעודי יהיה ערב לביצוע תשלומי המס; התאגיד הייעודי הגיש את דוחות לפי סעיפים 131 ו-132 לפקודת המס, לכל אחת משנות המס בתקופת האיגוח, ועוד.

• **מיסוי מחזיקי התעודות.** הגם שמיסוי היזם ומיסוי התאגיד הייעודי נידון במפורש בדברי ההסבר לתזכיר הפקודה, מיסוי מחזיקי התעודות נלמד רק מההפניה הלאקונית של המחוקק לסעיף 121 לפקודה המשיית על ההכנסה שתצמח ליחידים שיעור מס פירותי; היינו, התזכיר לא רואה את הרווח, ככל שיצמח ליחיד, כרווח הון. ועוד נציין, בתזכיר החוק נקבע כי "תאגיד ייעודי רשאי להנפיק יותר מסדרה אחת של תעודות התחייבות מגובות בנכסים, ובלבד שכל אחת מהסדרות תהיה מובטחת בשעבוד על כל הנכסים המגבים שבבעלותו לטובת מחזיקי תעודת ההתחייבות המגובות בנכסים"; אלא שתזכיר הפקודה מסדיר את מיסוי הסדרה

"הנחותה" בנפרד. לא ברורה לנו המגבלה שמטיל המחוקק דווקא בהקשר מיסוי השכבה "הנחותה" וההתייחסות אליה כ"אקוויטי" ולא כחוב. ייתכן שהבעיה שביקש המחוקק לפתור יצרה דווקא אחרת תחתיה.

• **מע"מ.** יוער עוד כי התזכיר אינו עוסק בהיבטי המע"מ, ככל שקיימים.

• **האם יש הכרח להמתין למחוקק?** הואיל והליכי החקיקה הם במקרים רבים ארוכים ומייגעים, והיות שרשות המסים נכונה להעניק את ההטבה בתנאים המפורטים בהצעת חוק האיגוח, האם פניה לרולינג ברוח הצעת החוק תיענה כבר כעת בחיוב עוד בטרם יצטרפו התזכירים לספר החוקים? על כך השיב נציג רשות המסים לא מזמן בסירוב נחרץ.

עדכון זה הוכן ע"י השותפים **אלי אליה, ראש תחום מימון וبنקאות, דניאל פסרמן, ראש תחום מיסים, שרון ורקר-שגיא, יאיר שלוני, שלמה זידר, עורכת הדין הבכירה, חנה אטיאס והמתמחים עדו כהן ושירז נצר-קאופמן.**

עדכון זה נועד לספק מידע כללי ותמציתי בלבד. הוא אינו מהווה ניתוח מלא או שלם של הסוגיות הנידונות, אינו מהווה חוות דעת משפטית או ייעוץ משפטי ואין להסתמך עליו.

אנשי קשר



חנה אטיאס
עורכת דין בכירה



שלמה אביעד זידר
מגשר, שותף



יאיר שלוני
שותף



שרון ורקר שגיא
שותפה



דניאל פסרמן
ראש תחום מיסים



אלי אליה
ראש תחום בנקאות ומימון