



מרץ 2007 | כרך 3

## חידושים פיננסיים עבור שיקום כלכלי ופיתוח בצפון ישראל

דו"ח מעבדת מחקר לחידושים פיננסיים

## תודות

תקצירי המדיניות של תוכנית עמיתי קרן קורת – מכון מילקן מבוססים על מחקר וניתוח מדיניות המנוהלים על ידי פרופסור גלן יאגו, זאב גולן ורונית פוריאן. אנו גם מעריכים את תרומתו של פרופסור יאיר אורגלר, עמית בכיר של התוכנית.

---

תוכנית העמיתים מעניקה מלגות מחקר שנתיות לתלמידי תואר שני מצטיינים על מנת לבחון סוגיות המשפיעות על פיתוח יזמי, יצירת מקומות עבודה וצמיחה כלכלית בישראל. התוכנית ממומנת ברובה באמצעות מענק מקרן קורת ובתמיכה נוספת של קרן משפחת מילקן, קרן גילברט וקרן הקהילה היהודית של לוס אנג'לס. תקצירי המדיניות מבוססים על מחקרים העצמאי של העמיתים. סדנאות עבודה המרכזות אנשי מחקר, בכירים בתחום הפיננסי, העסקי והמדיני מתקיימות על מנת לסקור את עבודת העמיתים. תקציר המדיניות הסופי מתמקד בחידושים כלכליים, פיננסיים ומדיניים המוכוונים לעבר תמיכה בפיתוח, בצמיחה ובעצמאותה הכלכלית של מדינת ישראל.

אל העמיתים הצטרפו שורה של בכירים אשר השתתפו בסדנת עבודה שהעריכה את רפורמת ועדת בכר ויישומה. אנו אסירי תודה להם על עצותיהם וביקורתם אשר סייעו בפרסום תקציר המדיניות.

---

---

**מכון מילקן**  
**דו"ח מעבדת מחקר לחידושים פיננסיים**

---

**חידושים פיננסיים עבור שיקום כלכלי ופיתוח  
בצפון ישראל**

מרץ 2007

כרך 3



MILKEN INSTITUTE



## הקדמה

דו"ח זה הוכן על ידי גלן יאגו ותרזה מגולה, עם חומרים משפטיים משלימים שסופקו על ידי משרד המשפטים Arnold & Porter.

מעבדת המחקר לחידושים פיננסיים מאגדת חוקרים, קובעי מדיניות, ואנשי מקצוע מתחום העסקים והכספים לסדרת פגישות, על מנת ליצור פתרונות מבוססי שוק לעסקים ולאתגרי מדיניות ציבורית. באמצעות תחקיר מקרים אמיתיים ומדומים, המשתתפים בקבוצה שוקלים ומתכננים מבני הון חלופיים, ואחר כך מיישמים עליהם טכנולוגיות כלכליות מתאימות.

## תודות

אנו מבקשים להודות לכל משתתפי הקבוצה על כך שהקדישו זמן רב לפגישות ולשיחות הועידה והאסיפות שאחריהן. אנו מבקשים גם להודות לקרנות קורת, לקרן משפחת מילקן, לקרן הקהילה היהודית של לוס אנג'לס, לקרן רוזלינד וארתור גליברט, ולקרן פורטלנד על העניין והתמיכה המתמשכים בעבודה למען החלמה ופיתוח בצפון ישראל, והחיפוש אחר מימון חלופי למטרה זו. תודות רבות לשכת Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP, אשר ממשיכה לספק תמיכה משפטית בחינם למכון מילקן עבור פרויקט זה. אנו מודים גם למשרד המשפטים Arnold & Porter עבור שיתוף הפעולה ביעוץ משפטי למדינת ישראל, והחומרים המצוינים בנספח II.

תודות מיוחדות לפרופסור האורח של מכון מילקן, פרופסור יאיר אורגלר מאוניברסיטת תל-אביב, בעבר יושב הראש של הבורסה לניירות ערך של תל-אביב, אשר תובנותיו בנוגע לשוקי ההון הישראליים והתפקיד אשר הם עשויים למלא, היו הכרחיות. דיוויד פולוק מחברת Bear Stearns, ויושב הראש של המרכז לישראל של מכון מילקן, היה בלתי נלאה בתמיכתו ובהבנת דחיפות הפרויקט. שיתוף הפעולה המתמשך מצד משרד האוצר, משרד פיתוח הגליל והנגב, ומשרד התעשייה, המסחר והתעסוקה היה חיוני בפרויקט זה, ואנו מעריכים את העידוד והתמיכה מצד משרדים אלה. אנו מודים במיוחד ליובל ברונסטיין, עמי לנדאו ושלי ברוש ממשרד האוצר; אריאל קרן, מנהל השותפויות הפרטיות הציבוריות בענבל (חברת הביטוח הממשלתית); ושמעון יפרח במשרד התעשייה, המסחר והתעסוקה; בנוסף למשה דווידוביץ' ברשות פיתוח הגליל ורון דרמר, הציר הכלכלי לצפון אמריקה בשגרירות ישראל.

ממלא מקום ראש הממשלה שמעון פרס היה תומך ומעורר השראה בפגישתנו שנערכה בעכו ב-22 באוקטובר, 2006. השר אלי ישי והמנכ"ל גבי מיימון מהמשרד לתעשייה, מסחר ותעסוקה היו נדיבים בזמנם ובתמיכתם במהלך ינואר. תודות מיוחדות לקארל קפלן וזאב גולן מקרנות קורת, ולתא"ל (מיל.) עיבל גלעדי ויעל אוקו מקרן פורטלנד, אשר היו שותפנו הישראליים במאמץ זה.

אנו מודים גם ליועצת הבכיר של מכון מילקן, קרן גיילס, ולעורכת דינה מקניקולס עבור התמיכה העצומה מצידן, וגם לעמיתנו במכון מילקן על המענה שנתנו לפרויקט מחקר חירום זה לאחר המלחמה.

לסיום, תודה על הארוחות שקיימנו והחזון שחלקנו עם מייק אילן ומשפחתו בגליל במהלך המלחמה, בתקווה לתקופות שקטות יותר.

מכון מילקן הינו מכון חשיבה כלכלי עצמאי שמטרתו היא לשפר את החיים והתנאים הכלכליים של קבוצות אוכלוסין שונות בארה"ב ומסביב לעולם, על ידי סיוע לעסקים ולמנהיגי מדיניות ציבורית בזיהוי ויישום רעיונות חדשניים עבור יצירת שגשוג רחב בסיס. אנו מיישמים מחקר במטרה לשקם אזורים ולמצוא דרכים חדשות לייצר הון עבור אנשים עם רעיונות מקוריים.

אנו עושים זאת דרך התמקדות על הון אנושי – הכישרון, הידע והניסיון של אנשים, וערכם לארגונים, לכלכלות ולחברה בכלל; חידושי הון כספיים אשר מקצים מקורות כספיים ביעילות, במיוחד לאלה אשר באופן רגיל נבצרת מהם הגישה למקורות כאלה, אך אשר מסוגלים לעשות בהם שימוש מיטבי על מנת להקים חברות, ליצור מקומות עבודה, ולפתור בעיות חברתיות וכלכליות ארוכות שנים; והון חברתי – הקשרים החברתיים, בכללם בתי ספר, מוסדות רפואיים, מוסדות תרבותיים ושירותים ממשלתיים אשר מונחים בייסוד ההתקדמות הכלכלית.

ביצירת דרכים להפצת יתרונות ההון האנושי, הכספי והחברתי למספר גדול ככל האפשר של אנשים – הדמוקרטיזציה של ההון – אנו מקווים לתרום לשגשוג ולחופש בכל פינות התבל.

אנו ארגון לא פוליטי, ללא מטרות רווח, הנתמך על ידי הציבור.

## תוכן עניינים

- הקדמה
- חלק 1: נושאים והתייחסויות
  - אתגר המימון
  - מעבדת מחקר לחידושים פיננסיים
- חידושים פיננסיים עבור שיקום כלכלי בצפון ישראל
  - פתרונות אפשריים**
  - פתרון 1: פיתוח רשות אגרות חוב לפיתוח מחודש ושיקום של צפון ישראל, עבור תשתיות ופרויקטים ציבוריים-פרטיים.
  - פתרון 2: הרחבת קרנות קורת לישראל, עמותה לפיתוח כלכלי, לפיתוח עסקים קטנים.
  - פתרון 3: פיתוח התחייבות CLO לעסקים קטנים בצפון ישראל.
  - המלצות: שימוש בתוכנית הפיצוי של הבורסה לשינוי האקלים בשיקו
- סיכום
- נספח 1 – משתתפי מעבדת המחקר לחידושים הפיננסיים
- נספח 2 – שימוש אפשרי במימון אגרות חוב פטור ממס בארה"ב
- הערות

על פי משרד האוצר, מלחמת לבנון השנייה תעלה לישראל עד ל-5 מיליארד דולרים, בסופו של דבר.

## הקדמה

בספטמבר 2006, חודש לאחר שבתיווך האו"ם הוכרזה הפסקת אש במלחמת לבנון השנייה, נאספו שתי מעבדות מחקר לחידושים פיננסיים במכון מילקן על מנת לדון בשיקום ופיתוח של צפון ישראל.

בין ה-12 ליולי, היום בו התחילה המלחמה, ועד הפסקת האש באוגוסט, יותר מ-4,223 רקטות ששוגרו על ידי החיזבאללה נפלו בתוך ישראל, כנגד מטרות אזרחיות. המטרה המפורשת, כפי שצוינה על ידי המזכיר הכללי של החיזבאללה בראיון באותה התקופה, הייתה לעצור את כל כלכלת צפון ישראל<sup>1</sup> – ביתם של קרוב ל-40% מאוכלוסיית המדינה - יהודים, ערבים ודרוזים.

על פי משרד האוצר, המלחמה תעלה בסופו של דבר עד ל-5 מיליארד דולרים לישראל. איגוד לשכות המסחר של ישראל מעריך כי עסקים בצפון ישראל הפסידו 1.4 מיליארד דולרים בקירוב בהכנסות.<sup>2</sup> מטחי רקטות החריבו כמעט 6,000 בתים בחיפה, נצרת וטבריה. עשרות קיבוצים, מושבים וכפרים דרוזים וערבים נעשו לבלתי ראויים למגורים באופן זמני.<sup>3</sup> שרפות השמידו קרוב ל-36,500 דונם של יערות.<sup>4</sup>

למרות שהתקפות אלה לא הצליחו לרסן את הצמיחה המאקרו-כלכלית מושתתת הטכנולוגיה של ישראל, אשר נמשכת בקצב בריא,<sup>5</sup> הן הצליחו להשיג את מטרת החיזבאללה להחליש עוד יותר את כלכלת אזור הצפון, אשר בתחילת המלחמה סבלה ממצב תעסוקתי ושוק דיור חלשים, ואשר פיגרה מאחורי הממוצע הלאומי בתחומי פעילות מסחרית ותעשייתית אחרים.<sup>6</sup>

במהלך המלחמה, מכון מילקן נאלץ לבטל ועידה בנושא מימון לפיתוח כלכלי של הגליל, אשר תוכננה להתקיים במכללה האקדמית גליל מערבי בעכו. בפגישות שנערכו אחר כך עם עמיתים בקרנות קורת ישראל, עמותה לפיתוח כלכלי וקרן פורטלנד, ועם חברי כנסת ובכירים בממשלת ישראל, הוכנו תוכניות להפגשת מומחים מארה"ב ומישראל עבור דו"ח מעבדת מחקר לחידושים פיננסיים כדי להגדיר אסטרטגיות חדשות לפתרון המבוי הסתום במימון פרויקטים עבור פיתוח צפון ישראל, ועל מנת להקל על שיקום האזור לאחר המלחמה.

נציגים ממגזרי הבנקאות, ההשקעות, המשפט, הנדבה והממשל היו נוכחים בשתי הפגישות בספטמבר, שנערכו במכון מילקן בסנטה מוניקה, ובמשרדי חברת Bloomberg בניו-יורק. באוקטובר נערכה פגישה, בו הוצגו ממצאים מהמחקר, בעכו, בנוכחותם של מנהיגים מקומיים מהמגזרים הציבורי, הפרטי ובמגזר העמותות. רוב הפגישות נערכו בינואר 2007 במשרד האוצר הישראלי ובמשרד התעשייה, המסחר והתעסוקה. רשימת כל המשתתפים ותפקידיהם מצורפת בנספח 1.



## אפשרויות חלופיות למימון שנבדקו במחקר:

- **פיתוח רשות אגרות חוב לפיתוח מחודש ושיקום של צפון ישראל, עבור תשתיות ופרויקטים ציבוריים-פרטיים.** המשתתפים סקרו את האפשרות לשימוש בדגמי קרנות הכנסה משותפת (pooled-revenue) המונפקים על ידי (א) רשויות ממשלתיות אמריקאיות, עבור גישה לשוק הקרנות המוניציפליות הפטרות ממס בארה"ב, או (ב) רשויות מקומיות ואזוריות ישראליות, על מנת למשוך השקעות מגופי נדבה, ממשלות, מגרזים פרטיים, ושותפויות ציבוריות-פרטיות. הקבוצה בחנה תמריצים בתקינה, במס ובאשראי, ואת היכולת למנף קרנות חירום ממשלתיות ושל גופי נדבה עבור שיפור אשראי. רשות קרנות אזורית תספק אמצעי הפקה תת-ריבוני, עבור הנפקת איגרות חוב וניירות ערך עבור מתקנים ותשתיות מפיקי הכנסות, עבור האצת הפיתוח הכלכלי של צפון ישראל.
- **הרחבת קרנות קורת לישראל, עמותה לפיתוח כלכלי, לפיתוח עסקים קטנים.** נציגים של קרנות קורת הציגו את מודל ההלוואות המתחדשות המוצלח של קורת, אשר מספק נזילות גבוהה יותר למלווים, ואשר מסייע ליזמי עסקים קטנים, אשר היו מתקשים בהשגת מימון בנקאי בתנאים סבירים, במיוחד באזורי ספר ובאזורים מוכי אבטלה.
- **פיתוח התחייבות הלוואות עירבון לעסקים קטנים בצפון ישראל.** המשתתפים חקרו את היתרונות והאתגרים האפשריים לפיתוח התחייבות הלוואות בעירבון (CLO), נייר ערך כספי שהנכסים ותזרימי המזומנים הקשורים למשקיעים, עליהם הוא מתבסס, כוללים מאגר מגוון של הלוואות עסקיות (התחייבויות CLO הן זהות להתחייבויות שעבוד בעירבון, CMO, או ניירות ערך אחרים של נכסים, מלבד מכך שהנכסים עליהם הן מתבססות הם הלוואות). על ידי איגוח מאגרי הלוואות עסקים קטנים עתירות סיכון, באמצעות מבנה עתודות שיפור אשראי/הפסד הלוואה, התחייבויות CLO עשויות להגביר נזילות עבור בנקים ישראלים, ולהגביר הלוואות ליזמים.
- **פיתוח תוכנית גישה להון עבור צפון ישראל: תוכנית מורחבת של עתודות הפסד הלוואות, עבור שיקום עסקים.** המשתתפים דנו ביישום מהיר של מנגנוני הלוואה לא בירוקרטיים בעלות נמוכה. מנגנונים אלה יהיו דומים לתוכניות בארה"ב, אשר מספקות אשראי מזורז לעסקים אשר נפגעו קשות. מקורות מימון אפשריים כוללים גופי נדבה מארה"ב ואת ממשלת ישראל.
- **פיתוח שטרות השקעה בקהילת צפון ישראל.** המשתתפים בדקו את אפשרות היישום של אימוץ מוצרי השקעה בקהילה – כלים לא מובטחים, בשיעור קבוע, עם תנאים, סוגים ושיעורי ריבית גמישים – עבור מימון הלוואות זולות לעסקים קטנים, למתקנים ולדיר. מקורות הון אפשריים כוללים משקיעים פילנתרופיים פרטיים ומוסדיים, עבור יצירת בסיס בר-קיימא של הון בעלות נמוכה עבור עסקים ועמותות באזור.

**סיוע מסוכנויות ממשלתיות וגופים זרים הוא על פי רוב מגושם  
מדי עבור פרויקטים ארוכי טווח של תשתיות ופיתוח.**

## I חלק

### נושאים והתייחסויות

המצב הכלכלי הכללי בצפון ישראל מוזנח כבר זמן רב, אך, לפני המלחמה נושא זה נעשה לעניין מרכזי במדיניות הציבורית המחודשת, לאחר ההתנתקות מעזה ולאור הצורך בטיפול בנושאי ביטחון כלכלי פנימי. האזור מאופיין בשיעור אבטלה גבוה יחסית (11.5 אחוזים, בהשוואה לאחוזים הלאומיים), שיעור עוני גבוה (36 אחוזים מתחת לקו העוני, בהשוואה ל-24 אחוזים במדינה), והכנסה ממוצעת נמוכה (77 אחוזים מהממוצע הלאומי). בנוסף, עברו על האזור חמש שנים של הגירה שלילית, מגמה אשר המשיכה ללא הפוגה לפני המלחמה.

הדיוור למגורים התחיל לדעוך בהדרגה לאחר שנת 1996, ונשאר יציב מאז שנת 2005. בזמן שסך כל מכירות הדירות החדשות גדל בהדרגה בישראל, לא היה זה המקרה בצפון. הירידות במחירי נדל"ן המשיכו בין השנים 2004 ו-2006. במהלך שלושת שנות השיקום המאקרו-כלכלי הלאומי (2003 – 2006), שיעור האבטלה באזור הצפון פיגר מאחורי הממוצע הארצי. שיעור האבטלה הכולל החל לרדת בשנת 2005, והמשיך לרדת ברמה הלאומית בשנת 2006, אך שיעור האבטלה בצפון עלה בשנת 2005, והתחילה ירידה מתונה רק בשנת 2006. שיעורי האבטלה בצפון עדיין גבוהים משיעורי המיתון שלפני האינתיפאדה.<sup>7</sup>

### אתגר המימון

אזור הצפון דורש זרימה מהירה של הון עבור שיקום לאחר המלחמה, בניית עסקים, פיתוח תשתיות ויצירת מקומות עבודה, על מנת למשוך ולשמור על אוכלוסיות, ועבור השתלבות בכלכלת הצמיחה הבסיסית של המדינה. האזור יישאר פגיע יותר ויותר מפני החמרה כלכלית ללא השלמת פרויקטים של תשתיות ופיתוח עסקי, הנדחים מזה זמן רב, בתחום החייאת הערים, הסביבה, האנרגיה, התקשורת, התחבורה והמים.

מטלת יצירת מקומות העבודה תהיה תלויה לחלוטין במהירות בה כלכלת הצפון תשוקם, ובמהירות בה קצת הפיתוח הכלכלי יתקדם מעבר לרמות שקדמו למלחמה. חוסר היכולת לשלב את הגליל ואת צפון ישראל כלכלית, פיזית ודמוגרפית עלול כעת, כפי שהיה המקרה בעבר, לערער את הביטחון הלאומי של ישראל.<sup>8</sup>

מאז מלחמת לבנון השנייה, זרמו לישראל הצעות לסיוע חירום, אבל סיוע מסוכנויות ממשלתיות ומגופים זרים הוא לרוב בלתי מספיק או שהגישה אליו מגושמת מדי עבור פרויקטים ארוכי טווח של תשתיות ופיתוח. מסיבה זאת, על האזור להתמקד באפשרויות מימון חלופיות – מינוף כספים ממשלתיים זמינים דרך שווקי ההון, על מנת לעמוד בעלויות פרויקטים בתנאים משופרי אשראי, בזמן קיצור זמן ההגעה לשוק ליישום פרויקטים. דבר זה יהיה כרוך ביוזמות במגזר הפרטי, ובשותפויות ציבוריות-פרטיות.

## מעבדת מחקר לחידושים פיננסיים

שני המפגשים כללו דיונים בני חצי יום, בהם קבוצות של משתתפים בחנו תרחישי פערים במימון ופתרונות עבור סוגים מסוימים של פרויקטים של כלכלה ותשתיות.

בשלהי אוקטובר, בעכו, הוצגו תוצאות הפגישות לנציגי פורום קו העימות, ארגון של מנהלים, ראשי עיריות, ונציגי תעשיות קיבוצים, עסקים ועסקים ציבוריים, פרטיים ועמותות הפעילים בצפון ישראל. ממלא מקום ראש הממשלה, מר שמעון פרס, השר לפיתוח הנגב והגליל, דיבר בוועידה בנוגע לפיתוח כלכלי בצפון ישראל. בינואר נערכו פגישות נוספות במשרד האוצר ובמשרד התעשייה, המסחר והתעסוקה, ובמשרד השותפות הפרטית-ציבורית של משרד האוצר (באירוח ענבל, חברת הביטוח הממשלתית). מפגשים אלה נקבעו על מנת לקדם זיהוי ואישור של פרויקטים, ועל מנת להקל על סיוע בין-משרדי.<sup>9</sup>

במהלך המפגשים, המשתתפים סיכמו שמתוך רעיונות המימון החלופי שהוצגו, שלושה היו הישימים והדחופים ביותר:

- פיתוח רשות אגרות חוב לפיתוח מחודש ושיקום של צפון ישראל, עבור תשתיות ופרויקטים ציבוריים-פרטיים.
- הרחבת קרנות קורת לישראל, עמותה לפיתוח כלכלי, לפיתוח עסקים קטנים.
- פיתוח התחייבות CLO לעסקים קטנים בצפון ישראל.

לבסוף, המליצו המשתתפים להשתמש בתוכנית הפיזיו של הבורסה לשינוי האקלים בשיקגו (CCX – Chicago Climate Exchange) כאמצעי מימון חדשני. על ידי שתילת עצים מחדש באזורי היערות שהושמדו בצפון ישראל והשתתפות בתוכנית CCX, האזור יכול להרוויח סכום משוער של 3.5 מיליון דולרים לאורך 20 שנים.<sup>10</sup>

בפרק הבא נפרט את שלושת אפשרויות המימון שנבחרו. עבור כל אחת מהן, נמליץ על טבלת משימות ולוח זמנים לשלבים לקראת יישום.

## חלק II:

# חידושים כלכליים עבור שיקום ופיתוח כלכלי בצפון ישראל

## פתרונות אפשריים

### פתרון 1:

**פיתוח רשות אגרות חוב לפיתוח מחודש ושיקום של צפון ישראל, עבור תשתיות  
ופרויקטים ציבוריים-פרטיים.**

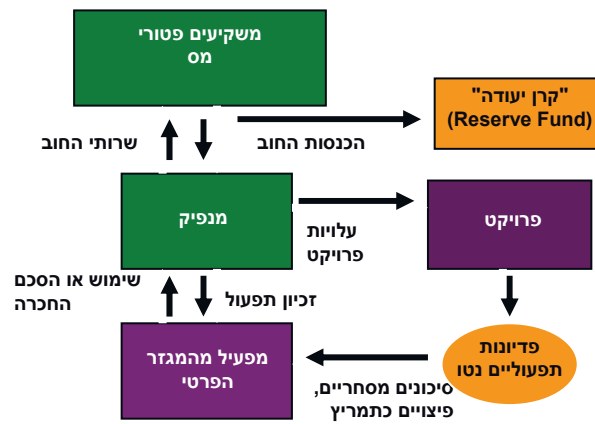
למרות שארה"ב מנפיקה כבר מזה זמן רב אגרות חוב עבור פיתוח תשתיות ופיתוח אזורי (הנקראות לרוב אגרות חוב מוניציפליות או אגרות חוב עבור הכנסה), מנהג זה הוא חדש למדי בישראל. בארה"ב ובמדינות רבות אחרות, ממשלות, רשויות מקומיות ואזוריות, ועמותות מנפיקות את אגרות החוב, אשר עשויות להיות חייבות או פטורות ממס, עבור גישה למימון שירותים חברתיים הכרחיים, כמו דיור ותשתיות פיזיות. אגרות חוב מוניציפליות עשויות להיות זמינות גם עבור שותפויות ציבוריות-פרטיות, או עבור פיתוח תעשייתי ומסחרי פרטי. השימוש באגרות חוב כאלה עשוי למשוך השקעות מארגונים פילנתרופיים, ממשלות אחרות, משקיעים פרטיים, ושותפויות ציבוריות-פרטיות. השימוש במפעיל מהמגזר הפרטי עבור ניהול פרויקטים ומשקיעים פרטיים כאלה מפחית את הסכנה להון הציבורי.

נעשה שימוש באגרות חוב לפעילות פרטית בשותפויות הציבוריות-פרטיות בהן הממשלה אינה בהכרח מתחייבת באשראי שלה, אלא מנפיקה בטחונות עבור פרויקטים מאושרים אשר המטרה הציבורית שלהם מועילה לישות פרטית. השימוש הפוטנציאלי באגרות חוב כאלה יגרום לזרימת הון עבור תיקון ופיתוח של תשתיות המים, התחבורה, התקשורת, החינוך, האנרגיה והסביבה הכושלות של ישראל, ויאזן פרויקטים נדרשים של פיתוח כלכלי. לדוגמה, ניתן להנפיק אגרות חוב עבור שדרוג ואספקת ציוד לבתי חולים, וכך להרחיב את שירותי החירום ושירותי בריאות אחרים. פרויקטים של טיפול בשפכים ושל אנרגיה חלופית עשויים גם הם להוות מטרה. באופן דומה, פרויקטים של פיתוח כלכלי הקשורים לתיירות (לדוגמה, הגנה על חופי הכינרת) יכולים להועיל, כמו שיועילו מתחמים וחממות טכנולוגיים הממוקדים על היתרונות התחרותיים של האזור (טכנולוגיה וביוטכנולוגיה נקיות). לבסוף, ניתן לקדם פרויקטים של תחבורה אשר יתמכו ברמת הפעילות

הכלכלית הכוללת, בתוך האזור ובין צפון הארץ ומרכזה, בעזרת כספים נוספים. תשתיות חדשות ידרבנו צמיחה כלכלית, וכך יניבו מקומות עבודה והון חדשים לאזור.

תרשים 1 מציג מודל אגרות חוב של פעילות פרטית המומלץ עבור רשות אגרות החוב המוצעת לפיתוח מחודש ושיקום של צפון ישראל. במודל זה, ערוץ ציבורי, כמו רשות אזורית, תפעל כמנפיקת אגרות החוב. ייחתם חוזה עם מפעיל מהמגזר הפרטי, הקיים כבר או אשר יוקם במיוחד עבור מטרה זו, על מנת להפעיל את פיתוח התשתיות ולקבל הכנסת הפעלה גולמית. המפעיל, כתמורה, יקבל על עצמו חלק נכבד מהסיכון של פיתוח הפרויקט.

## תרשים 1 אגרות חוב לפעילות פרטית ממוסות/פטורות ממס



על מנת להפחית את הסיכון עוד יותר, ניתן יהיה להקים מאגר שיפור אשראי (קרן עתודה) על ידי שילוב ישויות ממשלתיות ופילנתרופיות. שוב, השימוש במפעיל מהמגזר הפרטי ומשקעים פרטיים עשוי להפחית את הסיכון להון הציבורי.

המשך פרק זה מתייחס לרכיבי יישום ספציפיים של פתרון 1 ושל המודל, המבוססים על הדיונים במהלך הפגישות.

## שלב 1: זיהוי המנפיק

מספר גישות יוכלו לשפר את דירוג האשראי ואת זמן ההגעה לשוק של מימון פרויקטים המונפק על ידי ישראל דרך פעילות פרטית, או הנפקה ציבורית תת-ריבונית רגילה. רעיון נוסף הוא לפנות למימון אגרות חוב פטור ממס של ארה"ב, דרך צינורות ברמת המדינה או ברמה המוניציפלית, המונפקות במקביל להנפקת אגרות חוב ישראלית, וכך למשוך משקיעים שלרוב אינם זמינים לפרויקטים ישראלים. בתרחיש זה, ערוצים בארה"ב, במדינה או בעיר ינפיקו את אגרות החוב כדי לממן את עלות הפרויקטים של הפיתוח בצפון ישראל. דבר זה יאפשר גישה לשוק המבוסס היטב בארה"ב לאגרות חוב מוניציפליות. במבנה נכון, המימון יענה על דרישות חוקי המס האמריקאים כך שהריבית שתשולם על אגרות החוב תהא פטורה ממס הכנסה פדראלי ושל מדינות, וכך תקטן עלות ההלוואה עבור הפרויקט.

בהתאם לייעוץ ראשוני שסופק על ידי לשכות המשפטים Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP ו-Arnold & Porter LLP, ישויות מסוימות בארה"ב, במדינות או בערים מנפיקות אגרות חוב על מנת לממן פרויקטים חוצי גבולות, אם המנפיק יכול להוכיח כי לפרויקטים יש "קשר פנימי" או שהוא מסב "תועלת מקומית". תועלת מקומית יכולה להיות דבר פשוט כמו עלות המחויבת עבור הנפקת אגרת החוב, או יצירת מספר מוגבל של מקומות עבודה. מערכת יחסים בין המפעיל מהמגזר הפרטי של הפרויקטים, וישות פנים בארה"ב (לדוגמה, מלכ"ר, כמו הקהילות היהודיות המאוחדות, קק"ל, ידידי הרשות האזורית גליל, החברה להגנה הטבע בישראל, אגרות חוב לישראל, וכו') עשויה לספק את הקשר הפנימי ואת התועלת המקומית הנחוצים. בנוסף, מבנה המימון חייב להיות מאושר על ידי סוכנות מקומית במדינה בה מתבצעת ההנפקה.

ישנם תקדימים של הנפקה חוצת תחומי שיפוט. בינתיים, סוכנויות מדינה או סוכנויות מקומיות בארקנסו, קליפורניה, קולוראדו, מיסורי, אינדיאנה, אריזונה ודלוור הנפיקו אגרות חוב על מנת לממן פרויקטים הנמצאים במדינות אחרות. יש גם תקדים לאימוץ מבנה זה ברמה הבינלאומית; רשות בקליפורניה הנפיקה אגרות חוב עבור פרויקטים של הון באתרי מחקר מדעי בצילה, כאשר המתקנים שם היו בבעלות אוניברסיטת קליפורניה.

בשנת 2006, רשות המעונות של מדינת ניו-יורק (Dormitory Authority of the State – DASNY of New York), אשר מספקת שירותי מימון ובניין לאוניברסיטאות ציבוריות ופרטיות, מוסדות רפואיים שאינם למטרות רווח, ומוסדות אחרים, חקרה מבנה הנפקה בינלאומי דומה עבור אתר אשר היה מתוכנן להיות ממוקם בישראל. הרשות DASNY ביקשה חקיקה אשר תבהיר את

משתתפי מעבדת המחקר מלשכת Orrick, Herrington & Sutcliffe העירו שרשות מס ההכנסה האמריקאית (IRS) נעשתה ערנית יותר בביקורת אגרות חוב מוניציפליות, במיוחד במקרים גבוליים. כך כל הנפקה פטורה ממס בארה"ב עשויה לדרוש קבלת פסיקה פרטית ( private letter ruling) מה-IRS, אשר מאשרת את סטאטוס הפטור ממס של אגרות החוב. סקירה מפורטת של נושאים משפטיים, שהוכנה על ידי משרד Arnold & Porter, מצורפת בנספח 2.

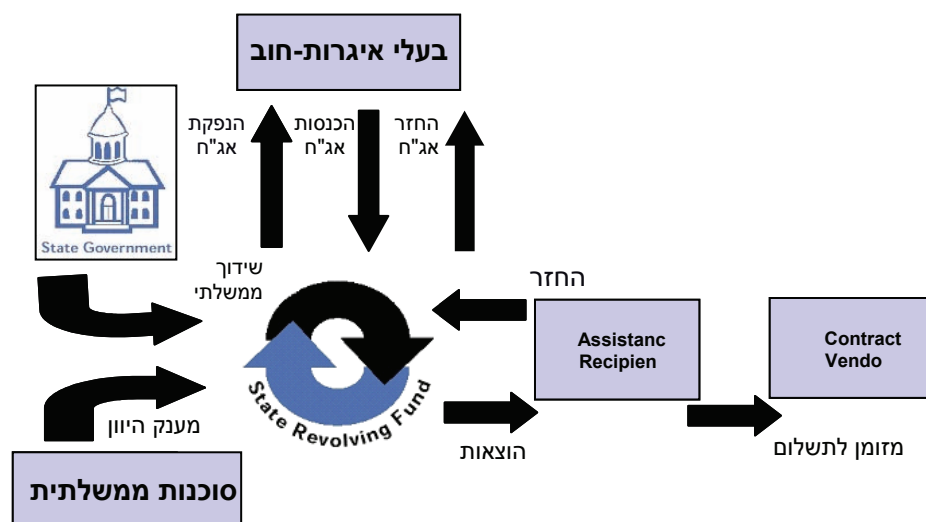
למרות זאת, המשתתפים עדיין משוכנעים ששימוש בערוץ אמריקאי מהווה אפשרות ישימה להנפקה של אגרות חוב של תשתיות בישראל. אם הערוץ לא יהיה רשות מקומית בארה"ב, הוא עשוי להיות מלכ"ר אשר ייווצר למטרת ההנפקה. באופן דומה, ארגון 501(c)94 קיים, כמו קק"ל, חברת הטכניון האמריקאית (ATS) או תומכי הרשות האזורית גליל, יכול לשרת מטרה זו. ארגון כזה עשוי לחבור לסוכנות מוניציפלית קיימת על מנת לקיים את דרישת "התועלת המקומית". המלכ"ר עשוי, לדוגמה, לחבור עם חברת איסוף האגרות האלקטרוני E-ZPass, המבוססת בחוף המזרחי, עבור סלילת כביש אגרה בישראל. חלק מההכנסות יוקצה לחברת E-ZPass, כך שיווצרו קשר ותועלת מקומיים. בדומה, מתקן טיהור מים עשוי לחבור לחברת טיהור מים (לדוגמה, U.S. Filter) לבניית מתקנים דומים בישראל.

כל אגרת חוב המונפקת בארה"ב תדרוש מממן המבוסס בישראל. חלק מהמשתתפים הציעו להשתמש בממשלת ישראל, אשר השתתפה בסלילה המוצלחת של כביש חוצה ישראל (כביש 6). הממשלה כבר השלימה מספר מחקרי ישימות עבור פרויקטים של תשתיות, והמומחיות שלה חיונית.

אפשרות שנייה היא גיוס בנק ישראלי מבוסס כמממן הפרויקט. לבנק יהיה אינטרס כלכלי בקידום הפרויקט, והוא עשוי לספק מקור גדול של חוב ישן עבור סל העסקות המוצע, אשר עשוי לכלול רכבות, כבישים, בתי חולים, מוסדות חינוך, אנרגיה, טיהור פסולת ופרויקטים אחרים.

הדיון התמקד בהנפקה ישראל-תת-ריבונית, חייבת במס, מבוססת שקל, עבור יצירת מוסד אזורי להשקעה בתשתיות. המשתתפים הדגישו את העבודה שפטור ממס אינו צריך להוות יעד מרכזי, ושקיימות שיטות רבות לשפר אשראי לפרויקטים קיימים בצפון ישראל.

### תרשים State Revolving Fund Model 2



על בסיס המודל האמריקאי של הלוואות מדינה מתחדשות (הלוואות SRF, המוצגות באיור 2), מענקי ממשלה יכולים להוות ניירות חוב במבני איגרות חוב אלה, עם פלחי חוב נוספים הכפופים דרך שילוב של התחייבויות ממשלתיות של ארה"ב ושל ישראל, בנוסף לשיפורי אשראי משלימים, או הנפקת אגרות חוב על ידי מוסדות פילנתרופיים.

כמה מהמוסדות הללו מציגים עניין מפורש בהשתתפות כמשפרי אשראי. עניין זה להשתתף בשיטות שיפור דירוג האשראי של הנפקות תת-ריבוניות ישראליות, על בסיס פארי פאסו (שווה) עם ממשלת ישראל, אושר כבר על ידי ארגונים פילנתרופיים אחרים.

### טבלת משימות – זיהוי המנפיק

- יש להבין את הנושאים החוקיים והכלכליים של שימוש בערוץ אמריקאי להנפקת אגרות החוב. יש לחקור הנפקות בין-מדיניות ובינלאומיות, ולנתח יישומים המתאימים להנפקה ישראלית.
- במידת הצורך, יש לעבוד כדי לשנות חוקים של מדינה אחת, לפחות, על מנת לאפשר להנפקה להטיב עם ישויות ישראליות. יש לקבל פסיקת IRS אפשרית.
- יש לזהות את האפשרות ליצירת מלכ"ר שישמש כערוץ, ואו לפנות למלכ"רים מתאימים. יש להגדיר צרכים חוקיים על מנת להשיג רשות תת-ריבונית נפרדת (לדוגמה, רשות פיתוח הגליל) או מוסד (לדוגמה, מוסד אשראי עבור רכבת ישראל, או חברת בת של חברת כביש חוצה ישראל, דרך ארץ, בצפון) עבור הנפקת ניירות ערך ואגרות חוב.
- זיהוי מממן ישראלי; אם הממשלה היא המממן, זיהוי אנשי קשר לפרויקטים ובארגונים מנפיקים.

### שלב 2: זיהוי פרויקטים של תשתיות

משרד האוצר הישראלי ורשות פיתוח הגליל העריכו מספר פרויקטים מבטיחים אך בלתי מממונים לתשתיות, אשר יאיצו את פיתוח צפון ישראל והגליל. בין פרויקטים אלה:

- הרחבת כביש 6 לצומת כברי ולצומת עמיעד
- מפעל טיהור מי שופכין מרכזי לגליל, עבור שיקום איכות הסביבה
- מפעלי מחזור ופסולת מוצקה בגליל
- שדרוג קווי רכבת (קו החוף) ובנייה של קווי רכבת חדשים (נהריה – כרמיאל וקווי עמק)
- פרויקטים להחייאת ערים בגליל (עכו, נהריה, צפת, טבריה, קריית שמונה)
- פיתוח חוף הכנרת
- פרויקטים לאנרגיה חלופית
- מתחמי תעשייה
- חממות טכנולוגיות
- פארק מחקר גליל

### טבלת משימות: זיהוי פרויקטים של תשתיות

- יש לאסוף רשימה של פרויקטים ומחקרי ישימות ממשרד האוצר הישראלי ומרשות פיתוח הגליל.
- יש להעריך את מידת הדיוק של המחקרים הממשלתיים. האם קיימים גורמים חיצוניים אשר המחקרים הממשלתיים אינם מזהים (שמועות, לדוגמה, גרמו לשימוש מוגבר בכביש 6, למרות שהמחקר המקורי לא התחשב בכך)?

### שלב 3: הערכת הפרויקטים

המשתתפים העירו כי אילוץ מרכזי בהנפקת אגרות חוב הוא בנייה ושיממות כלכלית. אם פרויקט (או סל פרויקטים) דורש זמן רב מדי, אינו ישים פוליטית, או מגושם מדי, העניין בהשקעה ידעך, וכשלונו של הפרויקטים בסבב הראשון עלול לפגוע בהשקעות בהנפקות אגרות חוב בעתיד. לכן חשוב לבצע הערכה של המצב החקיקתי (לדוגמה, עמידה בדרישות זכות חוקית), השיממות, העלות והתשואה להשקעה של כל פרויקט. יש לדרג פרויקטים על פי קלות היישום וההשפעה הכלכלית/ההשפעה על פיתוח.

הצעה אחת ביקשה לחלק את הפרויקטים על פי שימוש (תחבורה, החייאת ערים, פרויקטים סביבתיים ופרויקטים של מים, אנרגיה, תיירות) על מנת לעודד השקעות של קבוצות ו/או ארגונים הקשורים למטרה מסוימת. בנוסף, כוח משימה יכול לזהות שילובי פרויקטים, או לזהות את הפרויקטים המבטיחים ביותר מבחינת שיממות, עלות, זמן והכנסות.

למרבה המזל, כמה מחקרי שיממות כבר קיימים,<sup>11</sup> ובינם מספר פרויקטים ישימים, "מהמדף", שלהם תהיה השפעה רבה על פיתוח האזור – לדוגמה, שדרוג ובנייה של פסי רכבת וכבישים, ופרויקטים בתחומי האנרגיה, הסביבה והתיירות.

השגחה מוקפדת ורציפה תבטיח כי הפרויקטים ימשיכו במסלולם, ותספק מידע יקר ערך למשקיעים ולבעלי עניין מרכזיים. דיווח מפורט במהלך כל שלב בפרויקט יספק לקחים עבור הנפקות אגרות חוב עתידיות. בתחילת הפרויקט, יצטרך כוח משימה לקבל את האחריות להערכה ולאומדן. לקבוצה יוקצה תקציב עבור תהליך זה, והיא תתבקש להגיש דיווחים תקופתיים. המשתתפים המליצו על ארגון מיידי של כוח משימה זה, בהשתתפות ובאישור ממשלת ישראל, אך בהנחלת מוסדות ומשקיעים מהמגזר הפרטי.

#### טבלת משימות: הערכה ואומדן של הפרויקט

- הערכה של מצב חקיקתי, שיממות, עלות, ותשואה להשקעה של פרויקטים.
- יש לדרג פרויקטים על פי רמת הפיתוח, קלות היישום, ההשפעה הכלכלית, והתשואה הפיננסית.
- יצירת כוח משימה לאזור צפון ישראל, עבור זיהוי שילוב פרויקטים המיטבי. יצירת כוח משימה האחראי להערכת פרויקטים קיימים, על בסיס תשואות פיננסיות וקלות יישום.
- זיהוי מימון על מנת להבטיח פיקוח מתמשך, כולל בדיקות מצב ודיווחים סדירים המוגשים למשקיעים ולבעלי עניין מרכזיים.
- זיהוי מימון עבור מחקר ופיתוח נוספים, על פי הצורך.

### שלב 4: פיתוח אפשרויות מימון

נידונו מספר אפשרויות עבור מיטוב מבנה ההון עבור תיק הפרויקטים בתחום התשתיות. ברוב המקרים, ניתן לפתח אפשרויות בשילוב האחת עם השנייה, על מנת למקסם מימון, לשפר את דירוג האשראי, ולהאיץ השלמת פרויקטים. רשימת רעיונות מימון זו אינה ממצה כלל. מפגשים עתידיים עשויים להוביל לאפשרויות מימון נוספות, או מושכות יותר.

#### אפשרות א': שימוש באגרות חוב של מימון תוספות מס (TIF – Tax Increment Financing) או אגרות חוב של זיכוי מס על מנת לשלם הוצאות התחלת פרויקט

משום שיתכן שיידרשו עוד חמש שנים או יותר עד לקבלת הכנסות מפרויקט (אגרה מכביש אגרה, לדוגמה), מכירה של אגרות TIF או זיכוי מס עשויה לתמוך במימון חוב מראש עבור הפרויקט. התומכים טוענים שיחסית קל למצוא משקיעים עבור אגרות חוב TIF, ושהוצעו אגרות זיכוי מס עבור מימון פיתוח מחודש לאחר ההוריקן קתרינה.



אפשרות זו תספק זיכוי מס למשקיעים פרטיים. זיכויי מס יהיו מובנים ויאגרו כחלק ממבנה המימון, וימשכו משקיעים מקומיים וזרים. לא קיימת חקיקת TIF מפורשת בישראל, אך רשות המסים אלתרה אישור של הקצאת ארנונה והיטלי השבחה עבור מטרות מימון תוספות. הכנסות אלה עשויות לסייע בפירעון אגרות חוב. המבנה החוקי תחת החוק הישראלי חייב לאפשר התחייבות מוחלטת של תוספת המס או הכנסות אחרות על מנת להבטיח השתתפות של בעלי אגרות חוב.

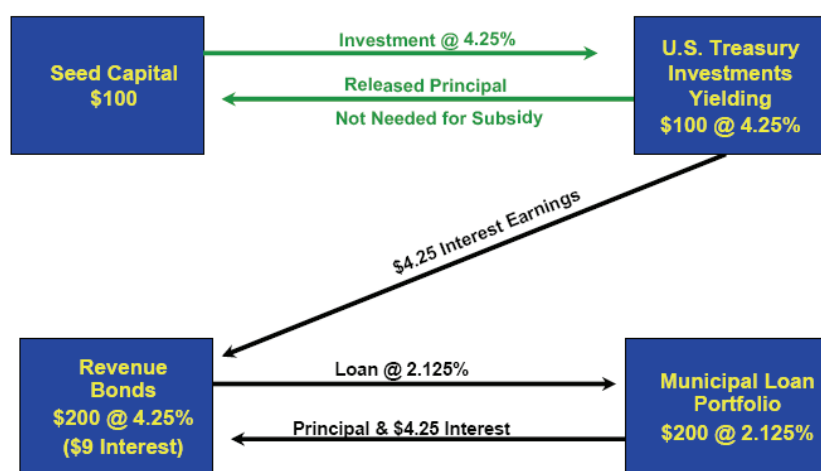
### אפשרות ב': בדיקת חלופות שיפור אשראי

המשתתפים הסכימו כי שיפור אשראי הוא הכרחי לתוכנית המימון. שיפור אשראי יכול להתקיים במספר צורות, בינן בטוחות, ביטוח, ועירבונות; בנוסף, מספר צורות של שיפור אשראי יכולות לתמוך בעסקה אחת.

הבטוחות נפוצות במימון פרויקטים, והן יכולות להתקבל ממקורות ממשלתיים או מקורות במגזר הפרטי. תוכניות בטוחות פדרליות, כמו אלה המנוהלות על ידי הבנק U.S.Export-Import Bank וחברת Overseas Private Investment Corporation (OPIC) עשויות להיות זמינות. ממשלת ישראל גם הנפיקה בטוחות כדי לתמוך בפרויקטים מסוימים. מוצרי ביטוח עשויים להיות זמינים ממקורות ממשלתיים (חברת OPIC מציעה מוצר ביטוח בנוסף לבטוחות) או מחברות מהמגזר הפרטי, כמו MBIA. כדוגמה מהתקופה האחרונה, פרויקט צינורות הגז הטבעי בישראל מומן דרך מוסד אשראי עם בטוחות ממשלת ישראל, כאשר ביטוח OPIC משמש לגיבוי הבטוחות הריבוניות.

עירבונות של אגרות חוב עשויות לכלול נכסים פיזיים או פיננסיים. דרך אחת להשתמש בעירבונות פיננסיים היא להפריש מזומנים או אגרות חוב ב"מאגר ביטול חוזים" (defeasance pool), על מנת לשרת את החוב, מנהג נפוץ למדי בכלכלה מוניציפלית. נעשה שימוש בגרסה של מאגר ביטול חוזים במימון החוזר של עסקאות צבאיות של ממשלת ישראל עם גורמים חיצוניים, בהן התחייבויות ישראל לתשלום הובטחו חלקית באמצעות מאגר של אגרות חוב ללא ריבית, שנרכשו בהנחה ניכרת ושתוכנן שיתבגרו בתאריכים המדויקים ובכמויות המדויקות הנחוצים על מנת לתמוך בכל התחייבות תשלום.

### תרשים 3 Credit Enhancement Alternative: Leveraged Reserve Fund Loan Program



משתתף אחד ציין כי עבור פרויקטים מסוימים ייתכן כי יהיה ניתן לקבל סדרה של אגרות חוב ללא ריבית "בהנפקה מותאמת" של אוצר ארה"ב, או "רצועות" אוצר המתוכננות לעמוד בדרישות של הפרויקט המסוים. כפי שמוצג בתרשים 3, ניתן יהיה להשתמש בהן גם עבור מינוף מודל הקרנות המתחדשות של המדינה, שהוצגו מוקדם יותר, בתרשים 2. פירעון עודף (בדוגמה זו, בסך של \$100) משמש כהון הגרעין של אגרות חוב של משרד האוצר של ארה"ב. רווחי הריביות מסבסדים הלוואות.

צורה נוספת של עירבון כספי, קרן עתודת אשראי, נידונה בפירוט רב יותר בפרק הבא.

### **אפשרות ג': לבקש מארה"ב לספק סיוע באשראי להשקעות, במקום סיוע ישיר**

נציג משגרירות ישראל בושינגטון הבירה הציע להשתמש בסיוע האמריקאי לישראל על מנת לעזור באשראי להשקעות עבור פרויקטים של תשתיות. הוא העיר כי ממשלת ארה"ב הבטיחה סיוע כספי לישראל; בעזרת סיוע זה, ממשלת ישראל תוכל לספק התחייבות, או שיפור אשראי, עבור פרויקטים נבחרים. ניתן יהיה להפעיל התחייבויות להלוואה מארה"ב, שטרם נעשה בהם שימוש, לטובת פרויקטים בצפון ישראל.

לחילופין, כספי הסיוע עשויים להיות מופנים ישירות לפרויקטים מסוימים. מימון זה יוכל גם לעזור לשכנע את ממשלת ישראל לפעול כמממן. המשתתפים הציעו את האפשרות להפנות חלק מהבטחות ההלוואה שטרם נעשה בהן שימוש עבור מטרה זו. פעולות אלה יוכלו לאפשר מעבר מסיוע חוץ לעבר מודל השקעות חוץ, וכך למנף התחייבויות אמריקאיות דרך פתרונות במגזר הפרטי, לפערי מימון תשתיות ציבוריות.

### **אפשרות ד': יצירת קרן למטרות חברתיות ללא קשר לפרויקט ספציפי**

מספר משתתפים הציעו להנפיק קרן למטרות חברתיות, במקום לחכות עד להערכת וקיבוץ הפרויקטים. דבר זה יספק מאגר הון, מבלי להגביל אותו לפרויקט מסוים, או לקבוצת פרויקטים. הקרן תוכל לפעול כעוגן למימון, משום שהכסף יתחיל לשלם תשואות, לפני בחירת הפרויקטים, כך שיווצר הון התחלתי נוסף. הסביבה הפוליטית הנוכחית עשויה להועיל לקרן למטרות חברתיות, והדבר עשוי לקדם השקעות ותרומות לישראל, ולמנף מאגר גדול יותר של מקורות בשוק ההון עבור פיתוח אזורי בגליל.

קרן כזו עשויה לכלול את האפשרויות שנידונה לעיל, של שילוב התחייבויות ממשלת ארה"ב לישראל. חברת OPIC תוכל להיות מעורבת, על מנת להפחית סיכון חוץ/סיכון בינלאומי, וכך תסופק משענת אשראי אמריקאית להתחייבויות של ממשלת ישראל או של מוסדות.

### **טבלת משימות: פיתוח אפשרויות מימון**

- הערכת הסבירות של כל אפשרות מימון (בנוסף לאפשרויות נוספות, בהתאם לדיוני בעלי העניין), והאופן בה היא עשויה להשפיע על השלמת הפרויקט.
- התמקדות באיסוף מימון התחלתי עבור פרויקטים אשר יניבו תשואה.
- בדיקת התחייבויות להלוואה מצד ארה"ב, או ביטוח OPIC, או גיבוי אשראי עבור מימון תשתיות בצפון ישראל.

### **שלב 5: שותפויות שיפור אשראי**

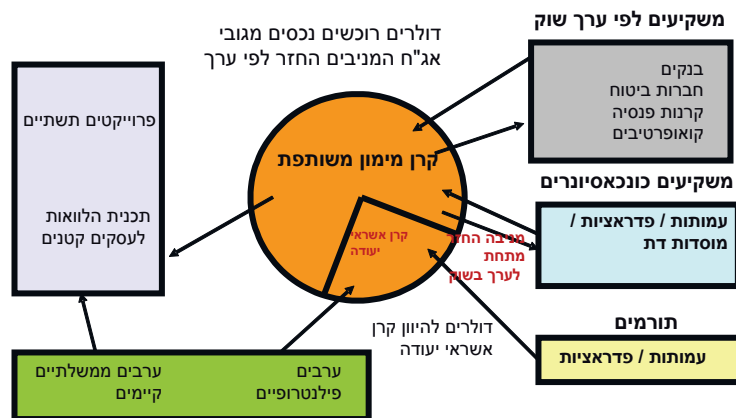
המשתתפים הסכימו כי פרק שיתוף האשראי במודל המימון הוא מרכזי עבור הקלת הסיכון ההתחלתי והסיכון המתמשך. משום שפרויקטים של תשתיות הם פרויקטים לטווח ארוך, הועלתה הצעה שמבנה שיפור האשראי יבוסס על מטרות (שחרור השקעות, לדוגמה, לאחר השלמת השלב הראשון). שיפור האשראי יתחדש אחר כך עבור סדרת הפרויקטים הבאה, על בסיס מטרות ביצועים, וכך יגביר את ערך הדולרים לשיפור האשראי.

כפי שמפורט תחת אפשרות ב', שיפורי אשראי קיימים במגוון צורות, בכללן בטוחות, ביטוח, עירבונות ומאגרי ביטול חוזה. בנוסף, כפי שמתואר תחת אפשרות ג', תרומות ממשלתיות עשויות למלא תפקיד בשיפור אשראי, אך ארגונים פילנתרופיים ומוסדות המעוניינים בשימוש בהשקעות הקשורות לתוכנית על מנת לקדם את מטרותם יכולים למלא תפקיד חשוב אפילו יותר. תחת כלל חלוקת חמשת האחוזים של ה-IRS, מוסדות יכולים לקבל החזר על השקעותיהם אם הן מתחת לערכי השוק, ובהתאם לקווים המנחים של התוכנית. ניתן להחשיב השקעה זו עבור דרישות התשלום השנתיות. דבר זה נכון במיוחד עבור המלצות ההלוואות לעסקים קטנים שבפתרונות 2 ו-3 (ששניהם הם הרחבות של הלוואות מתחדשות, ואיגוח שלהן), אך הוא עשוי להיות תקף גם

תרשים 4 מציג את המשתתפים במודל שיפור אשראי רגיל, הידוע גם כקרן עתודת אשראי.

גופים פילנתרופיים בקבוצה הודו בכך שהם אינם מעוניינים בהשקעה בתשתיות, באופן כללי; אין קשר ישיר בין דולרים שנתרמו ותוצאות, ותקופת הזמן ארוכה מכדי להבטיח השקעה. אך הם גם הכירו בכך שמממן פרויקט יכול לחנך ולמשוך עניין פילנתרופי בהשקעות כאלה, במיוחד אם הפרויקטים כבר נבחרו.

#### תרשים 4 צעדים ליישום: הבניית שיפור האשראי



מועצות פילנתרופיות יהיו צריכות להעריך לוחות זמנים, הכנסה, ויתרונות צפויים לפני התחייבות לשותפות שיפור אשראי. ההתחייבויות שלהן עלויות תלויות גם בסוג הפרויקט הנבחר; בית חולים, לדוגמה, עשוי להיות מושך יותר מכביש אגרה.

#### טבלת משימות: בניית שותפויות שיפור אשראי

- יש לקבוע את מבנה השיפור האשראי.
- יש לזהות שותפים אפשריים ולהקצות סכומים, במקרה הצורך. דבר זה חשוב במיוחד עבור תרומות ממשלה (מוקצות מראש בתקציבים).
- יש לחנך גופים פילנתרופיים אשר עשויים להיות שותפים פעילים; חברי מועצה ורשתות מוסדות עשויים להיות מעוניינים בקונספט השקעה "מכוונת מטרה".

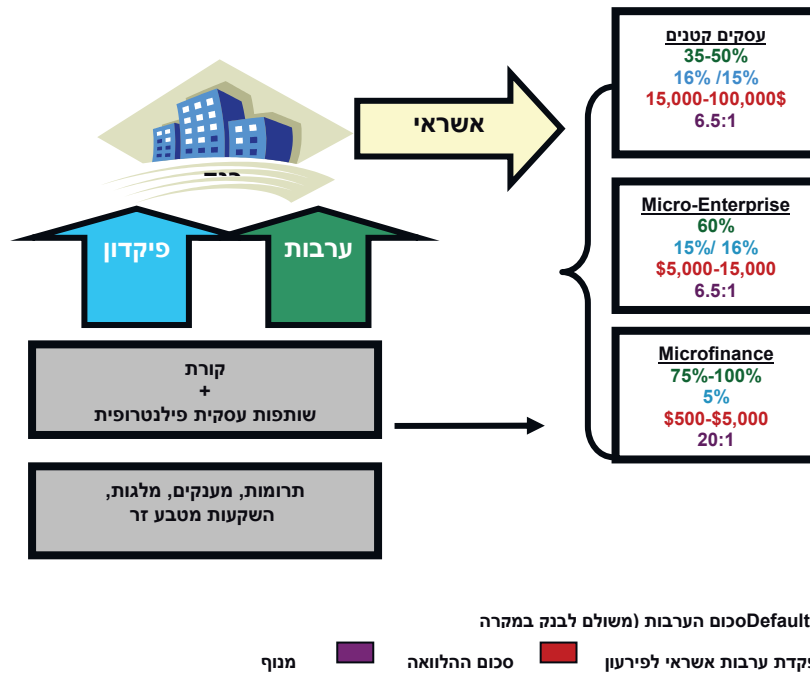
## פתרון 2

### הרחבת קרנות קורת לישראל, עמותה לפיתוח כלכלי, לפיתוח עסקים קטנים.

אחד מתוכניות פיתוח העסקים הקטנים במימון פרטי המצליחות ביותר היא קרנות קורת לישראל, עמותה לפיתוח כלכלי (KIEDF).<sup>12</sup> באמצעות קרן ההלוואות המתחדשות שלה, קרנות קורת מפעילה כספים פילנתרופיים במגזר הפרטי, ומספקת הלוואות לעסקים קטנים, יוזמות זעירות והלוואות מיקרו-כלכלה. מאז הקמתה בשנת 1994, קרן ההלוואות המתחדשות עזרה ליצור ולחזר עסקים קטנים בישראל, אשר נתקלו בקשיים בקבלת מימון בנקאי בתנאים סבירים, במיוחד באזורי ספר ובאזורים עם שיעור אבטלה גבוה. התוכנית של קרנות קורת מספקת גם סיוע טכני ליזמים. מאז התחלתה, קרנות קורת סייע בקבלת יותר מ-125 מיליון דולרים במימון חדשים עם בנקים שותפים, ל-4,000 עסקים קטנים חדשים ומתרחבים, ויצרה וקיימה כמעט 20,000 מקומות עבודה חדשים וקיימים במגזר הפרטי.

תרשים 5 מציג את מודל קרן ההלוואות המתחדשות.<sup>13</sup> ההצלחה הברורה של המודל ביטלה את הצורך בדיונים רבים בנוגע לשיפורים או אתגרים, ומשתתפים עודדו את קרנות קורת להרחיב את עבודתה. יש לשים דגש מיוחד, הם העירו, על עסקים קטנים אשר יש להם חשבונות בנק מוגבלים,<sup>14</sup> בשל המלחמה, ואשר זקוקים לתמיכה נוספת על מנת להמשיך לפעול. בחודשים האחרונים, הקהילות היהודיות המאוחדות, הסוכנות היהודית לישראל, ויוזמת צפונה למען הצפון בחרו בקרנות קורת ליישם עסקים קטנים ובינוניים ויוזמות זעירות באמצעות כספים שגויסו במסע החירום למען ישראל.

תרשים 5 קרן הלוואות לעסקים בצפון (על פי מודל קרן קורת)



### פתרון 3

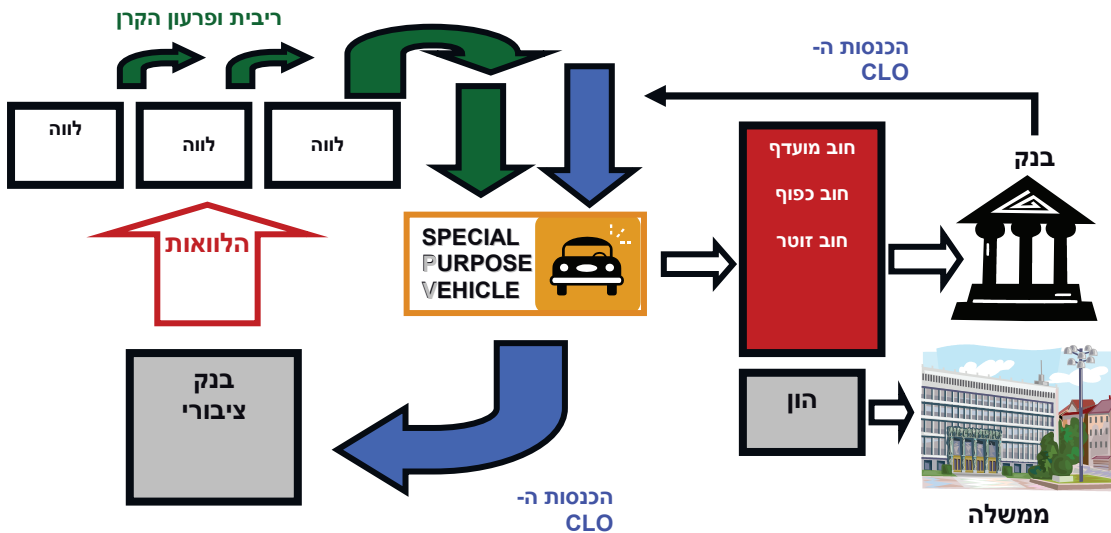
#### פיתוח התחייבות CLO לעסקים קטנים בצפון ישראל.

התחייבות CLO (התחייבות הלוואות עירבון) היא סוג של נייר ערך המתאים להלוואות לפיתוח הקהילתי ופיתוח עסקים קטנים. שיטה זו יוצרת ערבות-יתר במאגר, על מנת לספק ביטחון נוסף למשקיעים. אם משתמשים בהלוואות כעירבון, הבטוחה נחשבת להתחייבות CLO. משתתפי הקבוצה אכן המליצו שעבור הלוואות לעסקים קטנים שסופקו על ידי קרנות קורת, והלוואות לעסקים קטנים בכלל, ייווצרו התחייבויות CLO מכוונות (צפון ישראל). התחייבות CLO מכוונת תאפשר לקרנות קורת ולבנקים להתקדם צעד אחד לקראת הלוואות, כך שתיווצר נזילות במגזר האשראי המוגבל לעסקים קטנים. יצירת ניירות ערך היא מודל מוכח אשר הגביר זרימת אשראי במגזרים אחרים. עם השתתפות של מוסד או סוכנות ממשלתית עבור שיפור אשראי, המבנה יוכל לספק ביטחון למשקיעים, ולאפשר למלווים קטנים יותר, כמו קרנות קורת, לבנות מחדש את המאזנים שלהם, להנמיך את עלות ההון, ולהגביר ההלוואות.

המבנה הטיפוסי של התחייבות CLO מוצג בתרשים 6. כלי למטרה מיוחד (SPV) נוצר, ומרכיב מאגר הלוואות באמצעות רכישת הלוואות של בנקים נפרדים (או, במקרה של יצירת ניירות ערך עבור הלוואות עסקים קטנים של קרנות קורת, באמצעות רכישות של תיק הלוואות של קרנות קורת). חלק מתזרים המזומנים משמש להנפקת ניירות ערך, והיתר משמש כעתודה להפסדים. בהתאם למורכבות המבנה, משקיעים יכולים לנקוט בעמדות סיכונים שונות בתמורה לתשואה פוטנציאלית מגוונת. בתרשים 6 מוצגים פלחי חוב חדש וישן (לרוב, ברמת השקעה), ושכבת הון לאחר שמנפיק ההלוואה מוכר את הלוואותיו, הוא חופשי להנפיק הלוואות חדשות, וכך לספק הון למלווים חדשים.

יצירת עתודת הפסד הלוואות באמצעות שיפור אשראי יכולה להוות גורם משיכה נוסף עבור משקיעים באזור בסכנה גבוהה זה. מודל קרן עתודת אשראי כזה מוצג בתרשים 4.

### תרשים 6 Small Business CLO צפון הארץ



המשתתפים דנו בשני מאגרים פוטנציאליים של שיפור אשראי:

- **ממשלת ישראל.** על פי נציגי משרד האוצר, ממשלת ישראל עשויה לשקול השתתפות במתן בטוחה ממשלתית. אם הממשלה נעשית מעורבת, אמרו המשתתפים, יהיו הבנקים יותר מעוניינים להלוות למלווים בסיכון גבוה.
- **גופים פילנתרופיים ומוסדות.** נציגי גופים פילנתרופיים הביעו עניין בתפקידם כמשפרי אשראי. קרנות קורת הביעה נכונות להשתתף בשיפור אשראי עבור התחייבויות CLO מכוונות אזור באופן ישיר, ודרך קרנות קורת. מוסדות אחרות הביעו כתוצאה מכך עניין דומה במתן שיפור אשראי דרך התחייבויות CLO, ודרך הזדמנות לאגרות חוב של שיקום.

עבור איגוח מוצלח של הלוואות, שותף מקומי חייב לפעול כמממן הפיננסי. המשתתפים הציעו בנקים ישראלים עבור תפקיד זה, ונציג מבנק הפועלים ציין כי הבנק שלו עשוי להשתתף במודל זה. המשתתפים אמרו כי ייתכן שיהיה ניתן לערב את חברת Cohen & Company LLC, אשר מבוססת בניו-יורק ומתמחה בהתחייבויות CLO חריגות.

### טבלת משימות: הרחבת מודל קרנות קורת, ויצירת התחייבויות CLO עבור עסקים קטנים

- יש להמשיך לזהות מימון עבור מודל קרן הלוואות המתחדשות של קרנות קורת, על מנת להרחיב את התוכנית. יש להמשיך לספק סיוע טכני ומחקר עבור קרנות קורת.
- יש לזהות מממן מקומי על מנת ליצור כלי למטרות מיוחדות. יש לזהות מבנה CLO מתאים, ובעלי עניין מרכזיים. יש לבדוק את מצב התחייבות ה-CLO הסינתטית של תוכנית הלוואות לעסקים קטנים של הממשלה/קרנות קורת. יש ליצור קשר עם חברת Cohen & Company LLC עבור סיוע בפיתוח המודל.<sup>15</sup>
- יש ליצור קשרים עם אנשי קשר מתאים בבנקים. הנציג מבנק הפועלים ציין כי ייתכן שהבנק יסייע בכך.
- יש לזהות תפקידים של שותפים לשיפור אשראי, כמו ממשלת ישראל, גופים פילנתרופיים, וקרנות.

## המלצה

### מומלץ להשתמש בתוכנית הפיצוי של הבורסה לשינוי האקלים בשיקו

השוק המתעורר לאשראי הפחתת פליטת פחמן מציע אפשרויות חדשות וחדשניות לסיוע בשיקום כלכלי של צפון ישראל. לשיקום הפחתת ומסחר בפליטת פחמן מצורף אשראי מפרויקטים אשר גורמים לסילוק או השמדה של דו-תחמוצת הפחמן. שווקים סביבתיים אלה משנים את התפקיד המסורתי של פעילויות חקלאיות ופעילויות ייעור.

במהלך המלחמה, קרוב ל-36,500 דונם של יערות בצפון ישראל הושמדו. על ידי שתילה מחודשת של אזורים מיוערים אלה, יש לממשלת ישראל את האפשרות להרוויח הכנסות בזמן הפחתת נזקי פליטות גזי חממה, אשר תורמים לשינוי האקלים העולמי. מקור ההכנסה מהפחתת פליטת פחמן עשוי לעזור ליצרנים ויערנים ישראלים בהפחתת הסיכון, גיוון תזרימי ההכנסות, שיפור תפוקת העבודה, וקידום קיימות ובריאות הסביבה האזורית.

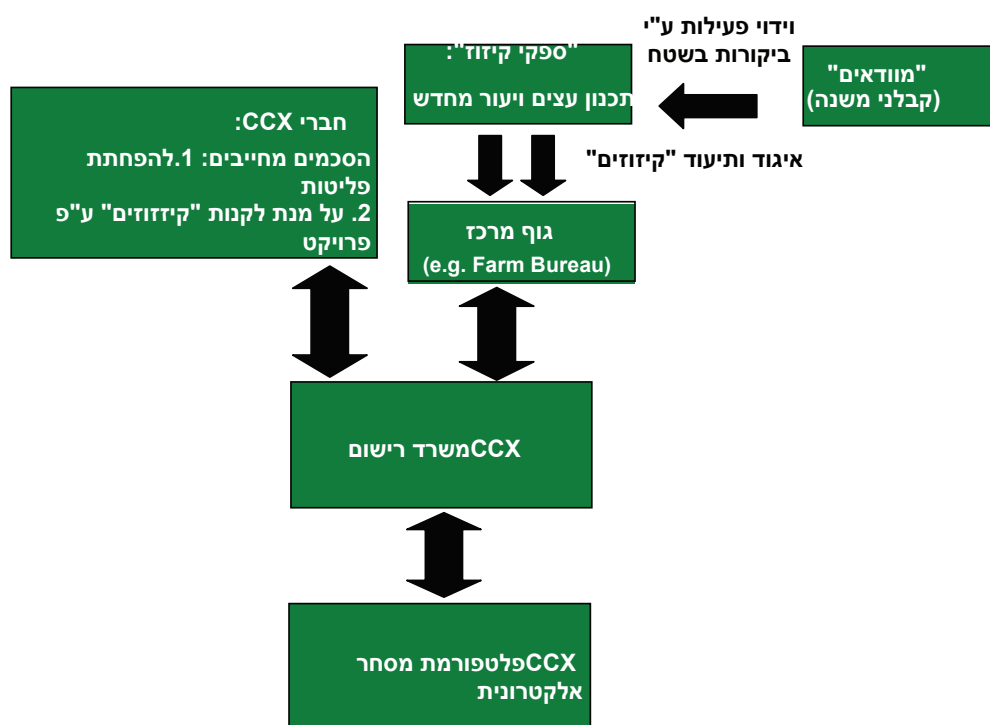
נתיב אחד מידי לשיקום אלה עובר דרך הבורסה לשינוי האקלים בשיקו (CCX). בורסת ה-CCX היא בורסה עם וויסות עצמי, אשר נוצרה על מנת לפתח ונהל מסחר בשווקים סביבתיים. תיק הפיצויים של בורסת ה-CCX כולל יערנות, טיפול בקרקע חקלאית, לכידת והשמדת גז מתאן, דלקים ממקורות מתחדשים, ויעילות בשימוש בדלק. באמצעות תוכנית טיפול בקרקע חקלאית, בורסת ה-CCX מספקת כלי יעיל לחקלאים, עבור העברת אשראי הפחתת פליטת גזי חממה מעיבוד אדמה לשימור ושתילת ערבות לשוק. עד כה, למעלה מ-4,000 קמ"ר של עיבוד אדמה לשימור ושתילת ערבות בארה"ב ובקנדה "נמכרו" בבורסה כפיצוי פליטת פחמן.

תוכנת הפיצוי ליערנות של בורסת ה-CCX כוללת פרוטוקולים מתוקנים לשתילת יערות מחדש. בנוסף למספר חברות ייעור מסחריות, נרשמו ב-CCX פיצויי יערות ממספר מדינות בארה"ב, מקוסטה-ריקה, ומברזיל. הקריטריונים הכלליים להשתתפות בתוכנית היערות של ה-CCX כוללים:

- פרויקטים של ייעור או של העשרת יערות שהתחילו בראשון בינואר, 1990, או מאוחר יותר, על אדמה לא מיוערת או אדמת יער שנפגעה
- הוכחה כי כל נכסי היער של הישות מנוהלים באופן בר-קיימא
- הוכחת התחייבות לטווח ארוך לשמירת מלאי הפחמן ביער
- שימוש בשיטות מאושרות לכימות מלאי פחמן
- אימות של צד שלישי עצמאי של מלאי הפחמן, במקרה הצורך

תרשים 7 מציג סקירה של תוכן שוק CCX. גוף צובר (לדוגמה, מועצת חוות) מצרף, מתעד וסוחר בפיצויים של ספקי הפיצויים השונים (חוות מקומיות, גופים תומכים ביעור מחדש). צירופי פיצויים אלה נרשמים ברשומת CCX, מאגר נתונים אלקטרוני אשר מאוחסנות בו רשומות ומידע העברה עבור כל בעל חשבון. באמצעות פלטפורמת המסחר האלקטרונית של ה-CCX, יכול הגוף הצובר לשתף פעולה עם חברי CCX אחרים, וכך לסחור באשראי.

## תרשים 7 CCX תכנית "קיזוז" – יעור וחקלאות



Source: Based on Chicago Climate " Overview of CCX Market " 200

נציגים מבורסת ה-CCX השתמשו בהערכות נזק על מנת לחשב את פוטנציאל ההכנסות מייעור מחדש, עבור מאמץ השיקום. בשימוש באומדן זהיר של ערכי הפחתת פחמן ביער, ייעור מחדש, ותחזוקת ייעור בר-קיימא עבור 36,500 הדונם שהושמדו, הערכות ראשוניות מצביעות על הכנסות בטווח של 3.5 מיליון דולר (ממוצע שנתי של \$176,985) דרך בורסת CCX, לאורך תקופה של 20 שנים.<sup>16</sup>

ענפי החקלאות ויערנות בישראל יכולים להרוויח כספים כמשתתפים פעילים בתוכנית פיצויי CCX, על ידי הטבעת כללי ניהול מיטבי בתחום הסביבה. באמצעות צבירה ושימוש במבניים קהילתיים ואזרחיים קיימים בישראל, ייתכן מאוד שניתן יהיה לממש ערך משמעותי מאספקת שירותי סביבה עולמיים.

## טבלת משימות: שימוש בתוכנית הפיצויים של בורסת CCX עבור מימון נוסף

- יש לזהות ספקי פיצויים וגוף צובר לפיצויים בצפון ישראל.
- יש לזהות מימון על מנת להתחיל את תהליך הייעור מחדש, עם פיקוח מתאים מגופים מאמתיים.
- יש להיכנס לבורסה לשינוי האקלים בשיקו. הגוף הצובר צריך להיות בעל ידע בנוגע לרישום CCX, ופלטפורמת המסחר האלקטרונית.

## סיכום

ביטחון כלכלי אזורי בצפון ישראל דורש שיקום כלכלי ומפנה מהתנאים שקדמו למלחמה, אשר הזניחו את הפריפריה של המדינה. במהלך הקונפליקט עם החיזבאללה בלבנון, בשנת 2006, הצפון נעשה לבלתי ראוי למגורים באופן זמני. המלחמה החמירה תנאים קיימים של מצוקה כלכלית. ברור כי חלק מהשפעת התקפות הרקטות היה להפחית גידול אוכלוסין ופעילות כלכלית באזור.

אך אפילו עוד לפני המלחמה, האזור עבר שנים של הגירת אוכלוסין שלילית. אזור צפון ישראל מאופיין כבר זמן רב בשיעורי אבטלה, עוני והכנסה נמוכה גבוהים מהממוצע הארצי.

ישראל אינה יכולה עוד, מבחינה צבאית וכלכלית, להחשיב את הגליל ל"פריפריה", בכל מובן של המילה. יש להשלים מהר את שילוב צפון ישראל בכלכלת הצמיחה הבסיסית של ישראל. כל המשתתפים, מלוס-אנג'לס ועד עכו, ציינו בבהילות רבה כי מימון פרויקטים לחיזוק צפון ישראל חייב לקבל עדיפות.

פרויקטים קיימים ומאושרים חקיקתית רבים בתחום התשתיות וכלכלת העסקים אינם מבוצעים, בשל הגבלות תקציב. הקבוצה זיהתה כלים "מן המדף" לחידוש כלכלי, אשר יכולים למנף כספי פילנתרופיה וממשלה מצומצמים דרך שווקי הון בישראל ובארה"ב, על מנת להאיץ את פיתוח אזור הצפון.

האמצעים למימון עתיד צפון ישראל זוהו, והם דורשים יישום של טכנולוגיות כלכליות קיימות ומוכחות, על מנת להאיץ פיתוח כלכלי, היווצרות הון, ויצירת מקומות עבודה. כל משתתפי התהליך הקבוצתי, ותהליך הדיון עם נציגי הממשל הישראליים, הפגינו את הצורך והמוטיבציה לטפל בנושאים אלה. השלב הבא הוא יצירת כוח משימה לצפון ישראל, עבור השלמת מחקרי ישימות ועבור התחלת המימון והבנייה, אשר יצרו את מקומות העבודה ואת התשתיות עבור שילוב של אזור צפון ישראל, ועבור יצירת תפנית בכלכלה האזורית ובביטחון הכלכלי של תושבי האזור.



## נספח 1

משתתפי מעבדת המחקר לחידושים פיננסיים

### מפגש 1

ה-7 בספטמבר, סנטה מוניקה

שי אייזן

הקונסול לענייני מסחר  
הנציגות הכלכלית של ממשלת ישראל

מארק צ'ס

מנכ"ל

*Infinity Venture Capital Fund*

גיימס קומינגס

סגן יו"ר

*The Nathan Cummings Foundations*

דברה אנגלנד

מנהלת תוכנית

קרנות קורת

בוב פייר

שותף

*Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP*

לורין פייר

יו"ר

שותפות תל-אביב/לוס אנג'לס

יעקב פישר

מנכ"ל

*I-BIZ*

ליאנה פוקשנאו

מנהלת, פיתוח עסקים

*The Merage Foundation for U.S.-Israel Trade*

מאט פונג

גזבר מדינה לשעבר

גזרות קליפורניה

סלווין גרבר

רואה חשבון מוסמך

*Gerber & Co.*

סקוט גלוק

סמנכ"ל, יועץ כללי

*Markstone Capital Group LLC*

צ'רלס גרוב

מנהל

*C&H Investment Company*

**מורגן הקימי**  
יעוץ פיתוח ארגוני

**ג'יל הולצמן הויט**  
מנהלת, תוכניות בינלאומיות  
הפדרציה היהודית של אזור לוס אנג'לס

**מיץ' ג'וליוס**  
מנכ"ל  
Canyon Partners

**ג'פרי קנדל**  
שותף  
Feld Winters

**תרזה מגולה**  
מנתחת מחקר  
מכון מילקן

**גייל מונדרי**  
מנהל תוכנית בכיר  
קרנות קורת

**יאיר אורגלר**  
שותף בכיר  
מכון מילקן

**דיוויד פולוק**  
מנכ"ל  
Bear Stearns

**אורלי רינת**  
מנהל תוכנית  
רשת הון סיכוי לישראל

**מרב שוטלנד**  
נשיא, מנכ"ל  
קרן הקהילה היהודית של אזור לוס אנג'לס

**יעקב סגל**  
מנהל  
Standard Management

**סקיפ ויקטור**  
מנכ"ל בכיר  
Chanin Capital Partners

**גלן יאגו**  
מנהל, מחקרי הון  
מכון מילקן

**הווארד זליקוב**  
מנכ"ל  
Kayne Anderson Capital Advisors LP

## מפגש 2

ה-15 לספטמבר, ניו-יורק

קרן אדלר

מנכ"ל

*Bromor Management*

רון אלון

סמנכ"ל כספים

משרד האוצר, ישראל

ליאון ביג'ו

סמנכ"ל, סגן יועץ כללי

*Goldman, Sachs & Co.*

סם ברונפלד

יו"ר

הבורסה לניירות ערך בתל-אביב

צבי חלמיש

חשכ"ל

משרד האוצר

ריצ'רד צ'ירלס

שותף מנהל

*Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP*

ג'יימס קומינגס

סגן יו"ר

*The Nathan Cummings Foundations*

רון דרמר

ציר כלכלי

שגרירות ישראל

תמר דרך

כלכלנית

משרד האוצר

ארון אטרה

מנכ"ל

*INDEVA*

צבי פורמן

סמנכ"ל בכיר

בנק הפועלים

דניאל היימוביץ

מנכ"ל

*Lehman Brothers Inc.*

הלנה הזל

מנהלת

*Standard & Poor's*

**פורסן חוסיין**

סטודנט לתואר שני, בית הספר לעסקים של אוניברסיטת הרווארד  
*The Abraham Fund Initiatives*

**שרה יצחקי-קפלן**

קרנות קורת ישראל, עמותה לפיתוח כלכלי

**קארל קפלן**

מנכ"ל

קרנות קורת ישראל, עמותה לפיתוח כלכלי

**קרן קורנר**

עו"ד

*Koerner, Silberberg & Wiener LLP*

**ג'ק לייבלר**

שותף

*Leibler & Associates LLC*

**תרזה מגולה**

מנתחת מחקר

מכון מילקן

**ברנט מאלר**

שותף

*Pillsbury Winthrop Shaw Pittman LLP*

**ג'ואל מסניק**

מנכ"ל

*MESCO Ltd.*

**בטסי פרי**

מנהלת, פרויקטים מיוחדים ופיתוח החוף המזרחי

מכון מילקן

**בת' פיליפס**

עיתונאית

*Bloomberg*

**נט סינגר**

מנכ"ל בכיר

*Bear, Stearns & Company Inc.*

**סטיוון טפר**

שותף

*Arnold & Porter LLP*

**גלן יאגו**

מנהל, מחקרי הון

מכון מילקן

**מייק ימפל**

מנהל

*Guggenheim Partners*

### מפגש 3

ה-22 לאוקטובר, עכו, ישראל  
הצגת הממצאים בפורום קו העימות

#### **אלן ברקט**

מנכ"ל לשעבר

APAX Israel

#### **איציק בכר**

מנהל

4D Vision

#### **ניסים בן-דוד**

הפקולטה לכלכלה

המכללה האקדמית גליל מערבי

#### **שלמה בוחבוט**

ראש העיר

מעלות-תרשיחא

#### **רונלד כהן**

יו"ר

קרן פורטלנד

#### **משה דווידוביץ**

מנכ"ל

הרשות לפיתוח הגליל

#### **טל דיליאן**

פיתוח כלכלי

צפונה

#### **עיבל גלעדי**

מנכ"ל

קרן פורטלנד, ישראל

#### **זאב גולן**

מנהל תוכנית

קרנות קורת ישראל, עמותה לפיתוח כלכלי/עמיתי קרנות קורת

#### **עמוס גורן**

שותף

APAX

#### **זאב חיות**

פיתוח כלכלי

צפונה

#### **קארל קפלן**

מנכ"ל

קרנות קורת ישראל, עמותה לפיתוח כלכלי

#### **שמעון לנקרי**

ראש העיר

עכו

**דניאל משה**

סמנכ"ל

בית החולים נהריה

**יובל אורן**

מנכ"ל

מילואות

**ארזה רון**

חברת מועצת המכללה האקדמית גליל מערבי

המכללה האקדמית גליל מערבי

**דורית סלינגר**

מנהלת

מעלות

**ג'רי שיינר**

פיתוח כלכלי

צפונה

**יהודה שביט**

יו"ר

מועצה מקומית מטה אשר

**מייקי שמלצר**

יו"ר

המכללה האקדמית גליל מערבי

**אריאל וייס**

מנהל

יד הנדיב

**גלן יאגו**

מנהל, מחקרי הון

מכון מילקן

## נספח 2

## שימוש אפשרי במימון אגרות חוב פטור ממס בארה"ב

קואליציה המונהגת על ידי מכון מילקן חוקרת אפשרויות מימון חלופיות עבור הקלה על השיקום והצמיחה בצפון ישראל שלאחר המלחמה. אחת מהאפשרויות הנשקלות היא הנפקת אגרות חוב פטורות ממס בשוק האמריקאי, על מנת לממן תשתיות ופרויקטים אחרים של הון. מסמך זה מזהה דרישות מס פדרליות מרכזיות עבור דרך פעולה זו, נושאי מס פדרלי פוטנציאלים, ואסטרטגיה אפשרית עבור טיפול בנושאים אלה.

דרישות מס פדרליות מרכזיות

1. תחת סעיף 103(a) של כללי שירות המסים הפנימי המתוקנים משנת 1986 (כללי "IRC" או "הכללים"), הכנסה הגולמית כוללת ריבית על כל "אגרת חוב מקומית או של מדינה". תחת סעיף 103(c)(1), אגרות החוב חייבת להיות התחייבות של מדינה או של תת-חלוקה של מדינה.

2. הפטור מהריבית אינו מתייחסת לכל "אגרת חוב של פעילות פרטית", אלא אם זוהי "אגרת חוב מאושרת".

א. בכלליות, אין להשתמש ביותר מ-10% מתשואת אגרת החוב עבור כל "שימוש עסקי פרטי"<sup>17</sup>. IRC § 141(b)(1). שימוש עסקי פרטי משמעותו שימוש (ישיר או עקיף) במסחר או עסקים המבוצעים על ידי "כל אדם שאינו יחידה ממשלתית". IRC § 141(b)(6). שימוש עסקי פרטי כולל שימוש תחת שכירות, חוזה ניהול שאינו עומד בהנחיות המפורסמות על ידי ה-IRS, או סידורים אחרים המעניקים זכויות או יתרונות חוקיים מיוחדים לצד פרטי. ראו את התקנות – Treas. Reg. § 1.141-3.

ב. בנוסף לכך, תחת סעיף 141(c), הסכום שהולווה ל"אנשים שאינם יחידות ממשלתיות" אינו יכול לחרוג מהערך הנמוך מבין 5% מתשואת אגרת החוב, או 5 מיליון דולר.

ג. "אגרת חוב מאושרת" כוללת, בין השאר, אגרת חוב פטורה למתקנים, אגרת חוב מאושרת לפיתוח מחדש, או אגרת חוב מאושרת (3) 501(c). IRC § 141(e).

3. תחת סעיף 142(a) בכללים, אגרות חוב פטורות למתקנים כוללות אגרות חוב המשמשות למימון שדות תעופה, נמלים ומזחים; מתקני תחבורה ציבורית; מתקני אספקת מים; מתקני ביוב; מתקני השלכת פסולת מוצקה; פרויקטים מאושרים למגורים בשכירות; מתקנים לאספקה מקומית של אנרגיה חשמלית או גז; מתקני חימום או צינון במחוז המקומי; מתקני פסולת מסוכנת מאושרים; מתקני פסי רכבת עירוניים במהירות גבוהה; שיפורים סביבתיים של מתקנים ליצור חשמל הידרואלקטרי; מוסדות חינוך ציבוריים מוסמכים; בניינים ידידותיים לסביבה ופרויקטים עם תכנון בר-קיימא מאושרים; ומתקנים מאושרים להובלה קרקעית או בכביש.

א. "יחידה ממשלתית" חייבת להיות בבעלות של כל הנסכים הממומנים על ידי אגרות חוב, במקרה של שדות תעופה, נמלים ומזחים; מתקני תחבורה ציבורית ושיפורים סביבתיים של מתקנים ליצור חשמל הידרואלקטרי. IRC § 142(b)(1)(A). היחידה הממשלתית יכולה להחכיר את המתקנים לצד פרטי, או לחתום על חוזה ניהול אם ההסכם עומד בדרישות מסוימות הנוגעות להגביל את זמינות הטבות המס הפדרלי למחכיר או למנהל. IRC § 142(b)(1)(B).

ב. במובנים אחרים, לכל סוג של אגרות חוב למתקנים הפטורה ממס יש הגדרות ודרישות ספציפיות, שרבות מהן אינן לוקחות בחשבון מימון אגרות חוב פטורות ממס עבור מתקנים הממוקמים מחוץ לארה"ב. לדוגמה:

- המתקן לאספקת מים חייב להיות מופעל על ידי יחידה ממשלתית, או שמחיריו יהיו מווסתים על ידי גוף ממשלה מקומית או ממשלת מדינה, או על ידי כלי או סוכנות פדרליים. IRC § 142(e).

- מתקנים עבור אספקה מקומית של אנרגיה חשמלית או גז חייבים לשרת אזור המוגבל לעיר, ולמחוז רציף אחד, או שני מחוזות רציפים. IRC § 142(f).
- באופן דומה, מתקן חימום או קירור במחוז מקומי יכול לשרת רק עיר אחת ורק מחוז רציף אחד. IRC § 142(g).
- מתקני פסולת מסוכנת מאושרים חייבים לעמוד בדרישות האישור הסופיות, תחת חוק השלכת הפסולת המוצקה הפדרלי. IRC § 142(h).
- שיפור סביבתי של מתקנים לייצור חשמל הידרואלקטרי חייב להיות קשום למתקן יצירת חשמל הידרואלקטרי עם רישיון פדרלי, אשר מופעל ושייך ליחידה ממשלתית. IRC § 142(j).
- מתקנים מאושרים להובלה קרקעית או בכביש חייבים לקבל סיוע בתוכניות פדרליות מסוימות. IRC § 142(m).

4. אם המשתמש בתשואות איגרות החוב הוא ארגון המתאים לסעיף 501(c)(3), אסור להשתמש ביותר מ-5 אחוזים מהתשואה עבור שימוש עסקי פרטי, המלווה לכל אדם שאינו יחידה ממשלתית, או שנעשה בו שימוש על ידי הארגון במסחר או פעילות עסקית לא קשורים. IRC § 145(a)(2). בנוסף לכך, כל הנכסים שימומו באמצעות ההכנסות הגולמיות של הנפקת אגרות החוב חייבים להיות בבעלות של ארגון המתאים לסעיף 501(c)(3), או ל"יחידה ממשלתית". IRC § 145(a)(1).

5. השימוש באיגרות חוב פטורות ממס על ידי ארגון המתאים לסעיף 501(c)(3) על מנת לממן פרויקטים של שיקום בצפון ישראל, חייב להתאים להגדרת המטרה "נדבה" תחת הסעיף 501(c)(3) בכללים, והתקנות שתחתיו. מטרת נדבה כוללת, בין השאר, סיוע לעניים, לאנשים במצוקה או למקופחים; בניית או תחזוקת בניינים, מונומנטים או עבודות ציבוריים; הפחתת עומס הממשלה; ומלחמה בהתדרדרות קהילתית.

### נושאי מס פדרלי פוטנציאליים

1. מנפיק אגרות החוב חייב להיות מדינה או תת-חלוקה פוליטית של מדינה, אך חוקי איגרות החוב ברוב המדינות אינם מאפשרים הנפקת איגרות חוב עבור פרויקטים שנמצאים מחוץ למדינה. למרות שישנם מספר מקרים יוצאי דופן, ייתכן כי אפילו מדינות אלה לא יהיו מסוגלות להנפיק איגרות חוב עבור פרויקטים מחוץ לארה"ב, בלי תיקונים בחוקים התקפים במדינות.

2. תחת סעיף 150(a)(2) בכללים, ההגדרה "יחידה ממשלתית" מחריגה את ארה"ב או כל סוכנות או כלי של ארה"ב. ההגדרה החקיקתית אינה מחריגה או כוללת יחידות ממשלתיות זרות במפורש, אך תקנות איגרות החוב לפעילות פרטית מגדירות "אדם ממשלתי" כיחידה של מדינה או של רשות מקומית, או כל סוכנות או כלי שלה, ומגדירות "אדם לא ממשלתי" כאדם שאינו אדם ממשלתי. Treas. Reg. § 1.141-1(b). משום כך, איגרות החוב משמשות למימון מתקנים אשר בבעלות או אשר מושכרים ליחידה ממשלתית יהוו איגרות חיוב לפעילות פרטית, החייבות במס, אלא אם הן איגרות חוב מאושרות המשמשות למתקנים פטורים ממס. באופן דומה איגרות חוב המשמשות ליצירת או למימון הלוואות לישויות ישראליות יהוו איגרות חוב לפעילות פרטית. ראו Treas. Reg. § 1.141-5(a).

3. למרות שביצוע הפרויקטים לשיקום יפחית את העומס על ישויות ממשלתיות ישראליות, לא ברור אם הפחתת העומס על ממשלה זרה היא פעילות נדבה תחת סעיף 501(c)(3) של הכללים, אך ברור כי ארגוני נדבה עשויים לנהל את פעילויות הנדבה שלהם מחוץ לארה"ב. לכן, במקרה הצורך, הפעילויות הנשקלות של מלכ"ר אמריקאי עשויות להיחשב לנדבה, על בסיס סיבה אחרת, ולא הפחתת העומס על הממשלה.



## אסטרטגיות אפשריות

ניתן לטפל בנושא הראשון הנידון לעיל על ידי השגת חקיקת מדינה בניו-יורק או בקליפורניה אשר תאשר הנפקת איגרות חוב על ידי ישות מדינה למימון פרויקטים לשיקום צפון ישראל ספציפית, או, בכלליות, מימון פרויקטים מחוץ לארה"ב.

ניתן לטפל בנושא השני הנידון לעיל על ידי כך שארגון נדבה בארה"ב ישמור על בעלות ושליטה תפעולית במתקנים, עם תפעול אפשרי של המתקנים על ידי צד פרטי, בהתאם להסכם ניהול אשר יענה על דרישות IRS, אך גישה זו עלולה להעלות בעיות משמעותיות אחרות, שאינן קשורות למסים, עבור הנדבה בארה"ב וישראל.

ניתן לטפל בנושאי המס הפדרלי גם על ידי השגת פתרון חקיקתי. החקיקה עשויה לכלול את האלמנטים הבאים:

- החקיקה תיצור תאגיד חדש מוסמך פדרלית (לדוגמה, "החברה למימון שיקום צפון ישראל") עבור המטרה הספציפית של סיוע במימון של פרויקטים לשיקום ופיתוח צפון ישראל.
- החקיקה תגדיר את מטרות התאגיד, כך שיכללו סיוע לעניים ולאנשים במצוקה בצפון ישראל (כולל אותם אנשים שנפגעו בשל המלחמה); הקמת או תחזוקת בניינים, מונומנטים או עבודות ציבוריים; הפחתת העומס על ישויות של ממשלת ישראל; ומלחמה בהידרדרות הקהילות בצפון ישראל. החקיקה תגדיר מטרות אלה כמטרות "נדבה" כמשמעות המושג בסעיף 501(c)(3) בכללים.
- החקיקה תאשר לתאגיד להשתמש בהכנסות מאגרות פטורות ממס המונפקות על ידי יחידת ממשלת מדינה או ממשלה מקומית בארה"ב, עבור מימון הפרויקטים בצפון ישראל. יאושר לתאגיד לבנות את הפרויקטים, לשמור על בעלות, ולהחכיר אותם לישויות ממשלתיות ישראליות; לבנות את הפרויקטים ולהעביר בעלות לישויות ממשלה ישראליות; ו/או להלוות את הכנסות איגרות החוב לישויות ממשלה ישראליות אשר יתחייבו לפרויקטים בעצמן.<sup>18</sup>
- החקיקה תבטיח כי, ללא קשר לחוקים הקיימים, ישויות הממשלה הישראליות יזכו ליחס של "יחידות ממשלתיות" למטרות סעיפים 141 ו-145 בכללים.
- החקיקה תקבע מבנה פיקוח עבור התאגיד, אשר עשוי להבטיח כי מינויים ראשוניים לדירקטוריון יעשו על ידי ארגון או ארגוני נדבה מסוימים בארה"ב, אשר תומכים בישראל כלכלית. לאחר המינויים הראשוניים, הדירקטוריון יוכל להיות "דירקטוריון מתמשך", בו את המקומות הפנויים ממלאים חברי הדירקטוריון הנותרים.

משום שהחקיקה המוצעת תרחיב את חוק המס הפדרלי הקיים על מימון איגרות חוב פטורות ממס, במיוחד בהקשר להגדרה "יחידה ממשלתית", היא עלולה להיחשב לחקיקה אשר פוגעת בהכנסות פדרליות. מסיבה זו, החקיקה תהיה חייבת להגביל את הסכום הכולל של מימון איגרות חוב פטורות ממס המאושרות עבור פרויקטים אשר לא היו עומדים בתנאים למימון כזה תחת החוק הקיים.

## הערות

1. בראיון מקיף עם ראש הדסק לענייני ביירות של אל-ג'זירה, ע'סן בן-ג'ידו, ב-20 ליוני, 2006, הסביר המזכיר הכללי חסן נסראללה את חזונו בנוגע למטרה הכלכלית של הפעולה הצבאית: "ככל שעובר הזמן – הצפון נעצר, צפון ישראל, סליחה, אני מתנצל, התכוונתי לצפון פלסטין הכבושה – ישנם שני מיליון ישראלים הנמצאים במקלטים או מחוץ לאזור, עקורים מחוץ לאזור. כלכלת הצפון כולה נעצרה. המפעלים, המסחר, התיירות והתנועה הכלכלית כולם נעצרו." ראו גם: פטריק דונוי, "Hezbollah's Strategic Threat to Israel", *Middle East Quarterly*, חורף 2006.
2. משרד החוץ הישראלי, "תקיפות חיזבאללה בצפון ישראל, ותגובת ישראל." ה-12 ליוני, 2006.
3. משרד החוץ הישראלי, "תקיפות חיזבאללה בצפון ישראל, ותגובת ישראל." ה-12 ליוני, 2007; *Interactive Tool*; "Major Attacks in Lebanon, Israel and the Gaza Strip", *New York Times*, ה-14 באוגוסט, 2006.
4. קרפט, דינה. "Dry Forests in Northern Israel Are Damaged as Hezbollah's Rocket Attacks Ignite Fires", *New York Times*, ה-8 באוגוסט, 2006.
5. הפרסום הסטטיסטי של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, מה-22 לפברואר, 2007, משקף תיקון רבעון רביעי של צמיחת GDP בחציון שני, בשיעור שנתי של 3.1 אחוזים, והשקעות קבועות בשיעור 8.9%.
6. עבור נתונים מפורטים המשווים את מחוז הצפון של ישראל בכל אחד מרכיבי הביצועים הכלכליים האזוריים וחוסר השוויון בהכנסת האזור, ראו את המצגת של ניסים בן-דוד בועידות עמיתים קרנות קורת – כנסת, ב-22 לאוקטובר, 2006, המכללה האקדמית גליל מערבי, עכו, ישראל, והמאמר "Economic Growth and its Effect on Income Distribution", *Journal of Economic Studies*, 2007 (פרסום עתידי).
7. "The Galilee Region: Before and After the War", Israel Business Information Services, אוגוסט 2006.
8. עבור סקירה היסטורית, ראו את ספרו של טסה רג'ק (Tessa Rajak): Josephus; The Historian and His Society, לונדון: Duckworth, 2002, ג'ונתן ג'יי פרייס, Jerusalem Under Siege: The Collapse of the Jewish State, 66 – 70 CE. לייזן: Brill, 1992. מאביב 68 לספירה, התחיל ווספסיאן את ההחלשה הצבאית השיטתית שלו את יהודה בגליל, ושם הוא נתקל בהתנגדות הרבה ביותר, לפני זו בה נתקל בירושלים. זקני ירושלים מינו את יוספוס פלאביוס למפקד הגליל על מנת שיפקד על ההגנה מול הלגיון העשירי של רומא. הובן כי החשיבות הצבאית והאסטרטגית של צפון ישראל היא זו שתקבע את עתיד ירושלים ואת עתיד הארץ כולה. יוספוס הסביר את המיקום האסטרטגי ואת אופי הגליל במלחמות היהודית, ג', 3.2: "כי היו הגלילים אנשי מלחמה מנעוריהם ועצומים במספרם כל הימים, ומעולם לא שלט מורד-לב באנשים ומעולם לא חסרה הארץ גברים [יוצאים לקראת נשק]; כי כלה ארץ דשנה ואדמת-מרעה, וגם עצים שונים צומחים בה ועושר תנובת הארץ מושך גם את לב האנשים הרחוקים מאהבת עבודת-האדמה ... ערי-הגליל הרבות והמון הכפרים מלאים אדם." (בתרגום י.נ. שמחוני).
9. פרויקט PFI/PPP בישראל, מחלקת שותפות פרטית-ציבורית, משרד האוצר, ענבל, ה-18 לינואר, 2007.
10. האומדן ניתן על ידי הכלכלן מוראלי קאנאקסאבי, מהבורסה לשינוי האקלים בשיקגו. האומדן מבוסס על שיעורי סילוק שנתיים מתונים, עבור רצועת התיירס בארה"ב, ומחיר פחמן של \$4.5 עבור טון ב-CCX. ההכנסה הממשית תהיה תלויה בשיעורי ספציפיים של טיפול ביער בישראל, ומחיר השוק ב-CCX בזמן המכירה.
11. משתתפי הקבוצה ציינו כי יש להיזהר מהערכות ממשלתיות ראשוניות, משום שהן עשויות להיות נמוכות או לא מדויקות. חישובים של הכנסות צפויות עבור כביש 6, לדוגמה, היו נמוכות בהרבה מההכנסות הממשיות.

12. גלן יאגו ובטסי זיידמן, Building Israel's Small Business and Microenterprise Sector: Israel Entrepreneurial Finance Initiative, מכון מילקן, ינואר 2005. בנוגע לנושאי התכווצות היקפי אשראי (credit-crunch), ראו: Tani Goldstein, "בעלי עסקים בצפון: הבנקים אינם מעניקים אשראי", ידיעות אחרונות, ה-21 ספטמבר, 2006. קרנות קורת סייעו במימון ביותר מ-100 מיליון דולר, לקרוב ל-3,500 עסקים קטנים ומזעריים בישראל. רק באוגוסט וספטמבר 2006, קרנות קורת סייעו בקרוב ל-25 מיליון ש"ח (יותר מ-4.4 מיליון דולרים) של הלוואות הון פעיל, בעיקר, בתנאים מושכים ללמעלה מ-300 עסקים קטנים – אשר מתוכם, 85% נמצאים בצפון ישראל – וממשיכה לטפל ביותר מ-1,000 בקשות לסיוע מאז תחילת הלחימה בלבנון.
13. מערכת הבנקים בישראל דורשת מרוב העסקים הקטנים המלווים להיות בטוחים לחלוטין, ולשלם שיעורי ריבית גבוהים. קרנות קורת משתמשת בנכסיה כערבות על מנת לספק חלק מהבטוחות הנדרשות על מנת להקל על הלוואה לעסקים קטנים, ומשתמשת בהכנסות ההשקעה על מנת לסבסד שיעורי ריבית, כדי לכסות הפסדי הלוואות. בשנת 2002, קרנות קורת הקימה את תוכנית הלוואה לעסקים זעירים הממונפת הראשונה, בשיתוף פעולה עם בנק הפועלים. מאז תחילתה, תוכנית זו סיפקה 650 הלוואות זעירות, בסכום של 2.5 מיליון דולר בקירוב. ביוני 2006, קרנות קורת השיקה את יוזמת העסקים הזעירים בישראל, על מנת לפתח תוכניות עסקים זעירים ברי-קיימא בכל ישראל, ועל מנת להגביר תעסוקה והזדמנויות התקדמות חברתית-כלכלית עבור יזמים עם הכנסה נמוכה. יותר מ-25 מודולים של התוכנית ייושמו בשנת 2007. קרן הלוואה הערבית ישראלית, בשיתוף עם המרכז היהודי-ערבי לפיתוח כלכלי ובנק מרכזית דיסקונט, הושקה בנובמבר 2004. ישנה דרישה רבה לאשראי בתנאים סבירים במגזר הערבי-ישראלי. ישנם יותר מ-70,000 עסקים קטנים בבעלות משפחתית במגזר זה, עם גישה מוגבלת למימון בנקאי. מאז הקמתה, הקרן אישרו יותר מ-100 הלוואות, בסכום כולל של 2.25 מיליון דולר.
14. הגדרת חשבון מוגבל מופיעה בחוק שיקים ללא כיסוי, 1981, ומתייחסת לחשבונות עם עשר המחאות לא מכוסות, או יותר, במהלך 12 חודשים, כאשר עברו יותר מ-15 ימים בין ההמחאה הראשונה והעשירית. חשבונות מוגבלים ביותר הם חשבונות אשר החשבון שנוצר כהמשך להם הוגבל גם הוא תוך שלוש שנים מתקופת ההגבלה הראשונה. מצב חשבון מוגבל נמשך שנה אחת, ומצב חשבון מוגבל ביותר נמשך שנתיים.
15. לאור החוסר הנוכחי בחקיקה בישראל בנוגע לאיגוח, ישנה אפשרות לקיים מבנה סינתטי. צורת נגזרת אשראי זו מאפשרת לבנק המקור לשמור על הלוואות במאזן, אך פשוט מאגחת את סיכון האשראי האינהרנטי. "אריזה מחודשת" זו של הלוואות הבסיס לתזרים מזומנים המתאים לצרכי המשקיעים אינה תלויה במבנה פירעון הלוואות הבסיס.
16. האומדן מבוסס על שיעורי סילוק שנתיים מתונים, עבור רצועת התיירס בארה"ב, ומחיר פחמן של \$4.5 עבור טון ב-CCX. ההכנסה הממשית תהיה תלויה בשיעורי ספציפיים של טיפול ביער בישראל, ומחיר השוק ב-CXX בזמן המכירה.
17. ניתן לחרוג מעבר לערך סף זה כל עוד לא יותר מ-10 אחוזים מההכנסות (א) מאובטחים על ידי כל אינטרס בקניין, המשמש או אשר ישמש עבור שימוש עסקי פרטי, או על ידי תשלומים עבור קניין שכזה, או (ב) נגזרות מתשלומים עבור קניין, או כספים נלווים, המשמשים עבור שימוש עסקי פרטי. IRC § 141(b)(2).
18. יאוושר לתאגיד גם לרכוש איגרות חוב שהונפקו על ידי ישויות ישראליות, על מנת לממן את מאמצי השיקום.