

דו"ח מחקר

חיזוק מחוזות בישראל:

# יצירת סקורות הון חדשים לפיתוח כלכלי בגליל ובנגב



MILKEN INSTITUTE

ספטמבר 2013

---

## תודות

דו"ח זה הוכן בשיתוף משרד הכלכלה ומכון מילקן. ברצוננו להודות להנהלה ולסגל המשרד, כולל אבי פלדמן, ינון אלרועי, רן קויתי ושרון קדמי על תרומותיהם. תודה גם לעידן רייכמן מתוכנית העמיתים של מכון מילקן ולסטיבן זכר וגלן יאגו מהמרכז לישראל של מכון מילקן. כמו כן אנו מודים לקרן קורת ולקרן גילברט על הסיוע במימון פעילויות מחקריות אחרות הנזכרות בדו"ח.

---

## על מכון מילקן

מכון מילקן - מכון מחקר כלכלי לא-מפלגתי ולא למטרות רווח - פועל לשיפור איכות החיים ברחבי העולם באמצעות קידום פתרונות חדשניים בתחום הכלכלה והמדיניות, במטרה ליצור מקומות עבודה, להרחיב גישה של יזמים להון ולקדם יוזמות בתחום הבריאות. אנו מפיקים מחקר כלכלי מדויק ועצמאי, ודואגים להשפעה מרבית שלו באמצעות כינוס דמויות מובילות בתחומי העסקים, הכלכלה, הממשל והפילנתרופיה מכל העולם. אנו מעודדים שיתוף פעולה בין המגזר הציבורי למגזר הפרטי, ומסייעים לרעיונות מצוינים להפוך למעשים בשטח.

3.....	על המרכז הישראלי של מכון סילקן.....
4.....	רקע.....
4.....	הקשר וצורך.....
4.....	צורך אזורי.....
6.....	הצורך באשראי עסקי.....
7.....	צרכי שוק ההון.....
7.....	צרכים פילנתרופיים.....
8.....	סיכום.....
9.....	השוואה לסדינות אחרות בעולם.....
11.....	חלופות.....
12.....	מבנה הון מוצע.....
14.....	סקירה כללית של הסוכנות למימון פיתוח אזורי (סמפ"א).....
15.....	קרן ערבות מוגבלת.....
19.....	שוקי הון.....
20.....	פרויקטים.....
20.....	מועמדים זכאים.....
20.....	מוטבים זכאים.....
21.....	שימוש ראוי בכספים.....
21.....	קריטריונים לסקירה ולבחירה.....
23.....	מודל פיננסי.....
23.....	ההנחות שעליהן מבוסס המודל.....
24.....	תוצאות המודל.....
25.....	השפעות תוכניות.....
27.....	מראי מקום.....
28.....	נספחים.....
28.....	נספח א': תחזיות פיננסיות.....
34.....	נספח ב': צרכי פרויקט.....
37.....	נספח ג': דוגמאות לתוכניות המבוססות על שוקי הון.....



## סכון סילקן - המרכז לישראל

מכון מילקן - המרכז לישראל מבקש לקדם את ישראל לקראת עצמאות כלכלית ובסיס רחב לשגשוג. אנו מתמקדים בפיתוח שוק ההון, בחידושים פיננסיים ויצירת מקומות עבודה שיתמכו בעתיד בר-קיימא עבור מדינת ישראל. המחקר היישומי שלנו והמעבדה לחידושים פיננסיים\* (Financial Innovations Labs) הם קרש קפיצה לשינוי טרנספורמטיבי, ועושים שימוש בחידושים בתחום מגנוני המימון, התוכניות והמדיניות על מנת לגשר על פערים חברתיים, אזוריים, כלכליים וטכנולוגיים ועל פערי פריון, הן במדינת ישראל הן בקשריה של ישראל עם שאר העולם. המטרה שלנו היא להאיץ את הפיתוח הכלכלי של מדינת ישראל, לבנות בה הון האנושי ולגבש את מעמדה של ישראל כחלוצה בהתמודדות עם אתגרים בתחום המים, המזון, החינוך, הבריאות והאנרגיה, וכיוצרת פתרונות שיכולים להיות מודל לחיקוי.

כל הזכויות שמורות למכון מילקן ©2013

עבודה זו עומדת לרשות הציבור על פי תנאי רישיון: Creative Commons Attribution-NonCommercial-NoDerivs 3.0 Unported License הנמצא בכתובת <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/>

### תקציר סנהלים

המאמר הנוכחי מציע יוזמה למימון פיתוח אזורי (RDFI - Regional Development Finance Initiative) במגמה להעמיד הון פרטי לרשות פרויקטים חשובים בגליל ובנגב.

תרומות פילנתרופיות וציבוריות לפיתוח אזורי זורמות לגליל ולנגב כבר עשרות שנים, אך למרות זאת התחזיות הכלכליות של אזורים אלה לא השתפרו בהרבה. עם זאת, ההעתקה הצפויה של עיר הבה"דים לאזור הנגב ופתיחת בית ספר חדש לרפואה בקמפוס צפת של אוניברסיטת בר-אילן בגליל יוצרות הזדמנויות חדשות להשקעות חדשות במסילות ברזל, מים ותשתיות אזוריות אחרות וליזומות בתחום שירותי הבריאות, האנרגיה, הטכנולוגיה החקלאית והתיירות. כדי לטפח יוזמות אלה ולסייע לנגב ולגליל לממש את הפוטנציאל שלהם יש צורך בהון.

היוזמה למימון פיתוח אזורי (ימפ"א) כוללת שיטות חדשות למינוף השקעות בשוק ההון על מנת להזין את הצמיחה והפיתוח האזוריים באמצעות כלים הוניים קבועים. במודל הפיננסי המוצע משמשים המימון הממשלתי וההשקעות הפילנתרופיות להענקת ערבויות מוגבלות למאגרים של פרויקטים אסטרטגיים. הערבויות מוזילות את העלויות הכרוכות בהנפקת אג"ח למשקיעים בשוקי ההון בישראל ובחו"ל, ומהוות תמריץ להשקעות מכיוון שהן מפחיתות את סיכוני המשקיעים. עם פירעון האג"ח חוזרים וממחזרים את הערבויות למאגרים חדשים של פרויקטים.

היוזמה מבוססת על עבודת מחקר ופיתוח שנערכה בשיתוף משרד הכלכלה (משרד התמ"ת לשעבר) במעבדה לחידושים פיננסיים\* שהקים מכון מילקן ב-2007, אחרי מלחמת לבנון השנייה. היא נועדה ליצור דיון בין רשויות ממשלתיות ופילנתרופיות לבין משקיעים פרטיים, במטרה למצוא פתרון כלכלי שיאפשר לצמצם את הפער בין אזורי הפריפריה למרכז.

## רקע

המאמר הנוכחי מציג יוזמה פיננסית שמתמקדת ביצירת גישה למקורות הון חדשים, כדי לתמוך בפרויקטים גדולים בגליל ובנגב.<sup>1</sup> הדו"ח מסתמך על עבודת מחקר ופיתוח שנערכה בשיתוף עם משרד הכלכלה (לשעבר, משרד התמ"ת) במעבדה לחידושים פיננסיים של מכון מילקן בשנת 2007. הדו"ח נועד ליצור דיון בין רשויות ממשלתיות ופילנתרופיות ומשקיעים פרטיים, המעוניינים ליצור שותפויות ציבוריות-פרטיות במגמה להאיץ את הפיתוח הכלכלי האזורי. היוזמה מבוססת על מודלים שכבר הוכיחו את עצמם במימון ציבורי ובשותפויות ציבוריות-פרטיות ברחבי העולם.

## ההקשר והצורך

פיתוח אזורי הוא תהליך חוזר של השקעות בפעילויות כלכליות שונות: השקעות ממשלתיות בתשתיות, פארקים תעשייתיים, חינוך וקהילות, והשקעות של עסקים ביוזמות סטארט-אפ, בהרחבות ובהעסקות מקום. ביצוע ראוי של השקעות כאלה יוצר קהילות חדשות ומחזק את הקיימות, תוך שיפור איכות החיים - וכך הוא מחזק ומושך השקעות נוספות בתשתיות ובמסחר.

### צורך אזורי

התנאים הדמוגרפיים והכלכליים בישראל ידועים לכול: שיעורים גבוהים יחסית של עוני, משכורות נמוכות יחסית ואבטלה מאלצים צעירים ועובדים מיומנים להעתיק את מקום מגוריהם בעקבות מקום העבודה, וגוררים ירידה במספר העסקים לנפש ושיעורים נמוכים יותר של השקעות בנכסים קבועים (ראו טבלה 1 המשווה נתונים בין כמה גורמי מפתח). צמיחה לא מספקת וחוסר שוויון היסטורי בחלוקת משאבים הביאו לפערים בהתפתחותם של אזורים שונים. עם זאת, הכול מסכימים שיש לטפל בדפוסים אלה היוצרים פערי הכנסה ומחסור בתעסוקה ופוגעים בשיעור ההקמה של עסקים. דו"ח זה דרכים לממן וליישם יוזמה זו.

משרד הכלכלה החל במאמץ תכנוני אסטרטגי נרחב לתיעוד המגמות האלה וליצירת בסיס להשוואה. גורמים אלה יוצרים ביחד תנאים יקרים וסיכונים גבוהים יותר לפיתוח ולצמיחה עסקית: עלויות גבוהות יותר, הכנסות נמוכות יותר ושולי רווח קטנים יותר. כפי שהראה מחקר שבחן את הגישה של עסקים לאשראי באזורים שונים בארץ,<sup>2</sup> הון השקעות מגיע בדרך כלל למקומות בעלי סיכון נמוך יותר ותנאים כלכליים איתנים יותר. מכאן משתמע שכדי ליצור שוויון בין הפריפריה למרכז הארץ יש ליצור גישה להון הדרוש לצמיחה ולפיתוח עסקי.

1 החלטות הממשלה מס' 3960, 3961 ו-3976 מ-24 באוגוסט 2008 נתנו עדיפות לאומית ליישובי הפריפריה. בהתאם לכך נקטה הממשלה אסטרטגיות לקידום פעילות כלכלית באזורי הפריפריה, כולל בחינוך, תעשייה, מימון ממשל מקומי, תשתיות ופיתוח כלכלי.

2 Daniel Felsenstein, A. F. "Small-Scale Entrepreneurship and Access to Capital in Peripheral Locations: An Empirical Analysis". *Growth and Change*, Vol. 33 (Spring 2002), pp. 196-215.

השוואת סוציו-אקונומיות נבחרות בין אזורים בישראל				טבלה 1
מרכז	נגב	גליל		
13%	86%	62%	עשירונים 4-5	מדד סוציו-כלכלי <sup>3</sup>
42%	2%	35%	עשירונים 6-7	
42%	100%	82%	בדווים וערבים בלבד, עשירונים 3-1	
50%	0%	15%	בדווים וערבים בלבד, עשירונים 5-4	
5.1%	6.8%	11.3%	שיעורי אבטלה (2012)	כוח העבודה והכנסות
12,204 ש"ח	8,635 ש"ח		הכנסה חודשית - גברים	
7,389 ש"ח	5,576 ש"ח		הכנסה חודשית - נשים	
1,503	6,105	2,980	שירותי בנקאות - מ' נפשות לסניף (2008)	בריאות ושירותים פיננסיים
2.6	1.4	1.5	מיטות בבתי חולים (ל-1,000 נפש)	
20	12	11	רופאים (ל-1,000 נפש)	
17%		22%	תעשייה מסורתית (2008)	תעסוקה על פי מגזר
5%		7%	תיירות	
18%		11%	שירותים עסקיים	
5.00	3.50	4.70	חברות ייצור (ל-1,000 נפש, מגיל 15 ומעלה)	צפיפות חברות <sup>4</sup>
2.42	1.27	1.15	חברות שירותים פיננסיים (ל-1,000 נפש, מגיל 15 ומעלה)	

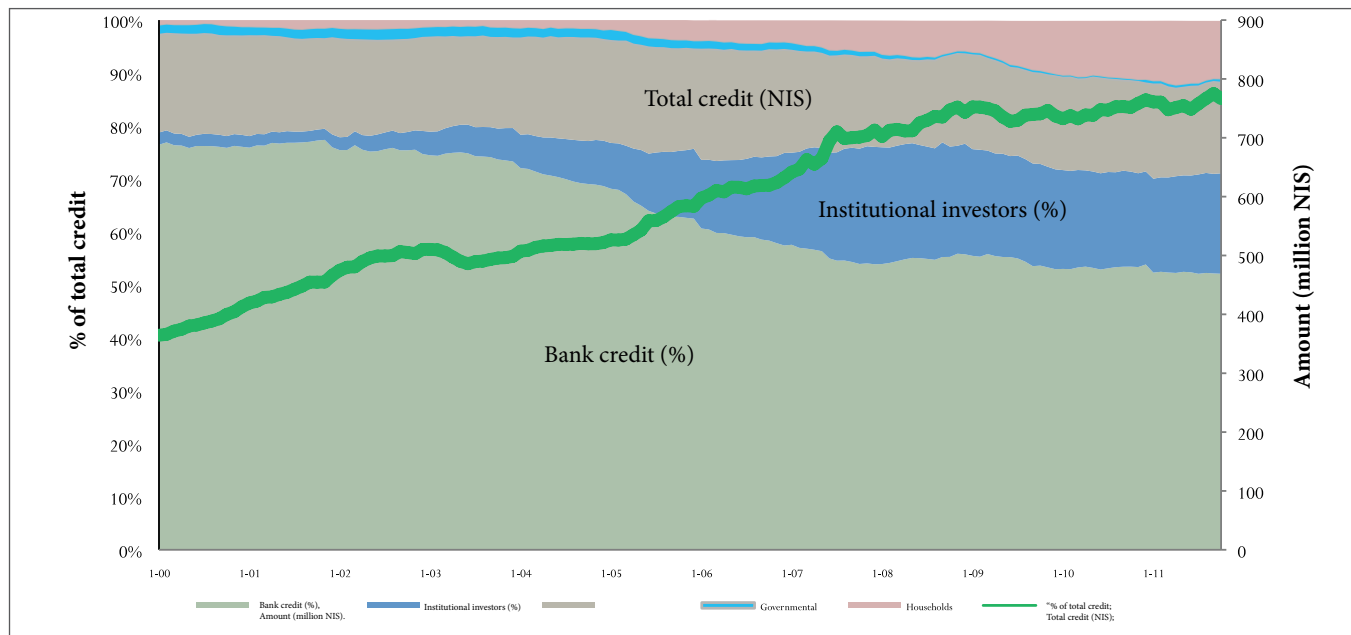
3 הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה מחלקת אזורים לעשירונים על פי מדד של משתנים סוציו-כלכליים שונים, ובהם תלות, הכנסה משפחתית, כוח עבודה, חינוך וכו' (מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, 2008). ככל שהעשירון נמוך יותר, כך נמוך יותר המעמד הסוציו-כלכלי של האוכלוסייה. כך למשל, הטבלה מראה שחלקים גדולים יותר של אוכלוסיות הגליל והנגב נמצאים ברמה סוציו-כלכלית נמוכה יותר (4-5) מאשר במרכז הארץ. מאידך גיסא, הטבלה מראה שאוכלוסיות בעלות רמה סוציו-כלכלית גבוהה יותר (6-7) נפוצות יותר במרכז הארץ מאשר בנגב ובגליל. לבסוף, הטבלה מראה שבדווים וערבים בנגב ובגליל לא רק נמצאים ברמות הסוציו-כלכליות הנמוכות ביותר (1-5), אלא גם ברמה סוציו-כלכלית נמוכה יותר מאשר אוכלוסיות דומות במרכז הארץ.

4 חישוב של מספר החברות בכל תעשייה ל-1,000 נפש (מגיל 15 ומעלה), כפי שדווח על ידי בנק ישראל בשנת 2008 (מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה).

### הצורך באשראי עסקי

האשראי הבנקאי לעסקים קטנים בישראל נמצא בירידה וזמין רק לתקופות של פחות מחמש שנים, ולכן אינו הולם את אורך החיים של הנכסים הממומנים או את יכולתו של הלווה לשלם את הריבית. חוסר התאמה זה בין אורך החיים של נכס עסקי בפועל (5-7 שנים לציוד ו-7-15 שנים לנכסים קבועים, כמו שיפורים במושכר ובבניינים) מוביל לחוסר איזון מסוכן במימונם של עסקים, ולאיום על תזרים המזומנים ועל היכולת למנף נכסים לשם צמיחה. כתוצאה מהפער הזה עסקים קטנים אינם מבקשים אשראי. כמו כן, בנקים וחברות אחרות המעניקות שירותים פיננסיים אינם מיוצגים כראוי בכלכלת אזורי הפריפריה, והדבר גורר הפסד הזדמנויות להשקעה ולצמיחה עסקית.<sup>5</sup>

מקורות אשראי בישראל	אִיּוֹר 1
---------------------	--------------



מקור:

Weinberger, M. H. G. (2012). "Evaluation of the Status of the Implementation of the Bachar Report." Milken Institute Fellows Report 69.

5 Daniel Felsenstein, A. F. "Capital Assistance for Small Firms: Some Implications for Regional Economic Welfare". Geographical Analysis, Vol. 32 (Issue 1) (January 2000), pp. 36-49.



## מקורות אשראי בישראל

במרבית השווקים המפותחים, הבנקים ממלאים תפקיד של תיווך במחיר סביר בהבאת שוקי ההון אל המגזר העסקי. בשווקים מפותחים רבים, עסקים ופרויקטים גדולים מסוגלים לגשת ישירות לשוק ההון באמצעות הצעת אג"ח קונצרניות או אג"ח של פרויקט. לעסקים קטנים או בינוניים אין יכולת כזו. הפרויקטים שלהם קטנים יחסית והעלות של רישום וביצוע הנפקות כאלה גבוהה. משקיעים מוסדיים כמו קרנות פנסיה או ביטוח מעוניינים בעסקאות גדולות (כדי להשיג כדאיות כלכלית) לתקופות ארוכות (שיתאימו ללוח הזמנים של נכסיהם).

## צורכי שוק ההון

שוקי ההון בישראל מחזיקים בהון גדול פי כמה וכמה מההון הנמצא בידי הבנקים, ופי כמה וכמה מההון שהבנקים בישראל מעמידים לרשותם של עסקים קטנים ובינוניים. יתרה מזו, שוקי ההון הבינלאומיים הם המקור הגדול ביותר לכספים המוקדשים לצמיחה ופיתוח בעולם. רוב ההון בשווקים אלו מוחזק בידי משקיעים מוסדיים, כגון חברות ביטוח וקרנות פנסיה, המסוגלים להשקיע לטווח ארוך במכשירי נכסים קבועים, כמו אג"ח ארוכות טווח, בשיעורי ריבית תחרותיים. בדרך כלל מדובר בעסקאות גדולות ומסובכות, הכרוכות בתשלומים גבוהים לאנשי המקצוע היוצרים את הקשר בין השחקנים המוסדיים ומגבשים את התנאים המשפטיים והפיננסיים של העסקה, בקנה מידה העולה על יכולתם של עסקים קטנים ובינוניים.

משקיעים מוסדיים מעוניינים בהשקעות יציבות לטווח ארוך, עם מינימום הפרעות או שינויים בבטוחות שעליהן מבוססות ההשקעות, דהיינו בעסקים הפורעים את החוב. בתמורה ליתרונות אלה הם מקבלים שיעורי תשואה (ריבית) נמוכים יותר על השקעותיהם.

## צרכים פילנתרופיים

גורמים פילנתרופיים משקיעים בפיתוח אזורי בישראל כבר שנים רבות, עם תמיכה במוסדות קהילתיים, פיתוח עסקי ופרויקטים מיוחדים. אלא שלעיתים קרובות קשה לצפות כיצד מענקים כאלה יתקבלו, ולעיתים הם אינם גדולים או ממונפים מספיק כדי להשלים את הפרויקט. משקיעים פילנתרופיים מעדיפים אפוא להשקיע ב"השפעה", כלומר, בפרויקטים המניבים החזר כספי וחברתי, בנוסף לתפקידם המסורתי או במקומו. באמצעות מאמצי פיתוח אזוריים, גורמים פילנתרופיים יכולים להשקיע במיזמים חשובים לפיתוח כלכלי, ליצור מקור חדש להון ממונף ולחזור ולהשקיע את תשואותיהם בפרויקטים חדשים. מוסדות פילנתרופיים זקוקים ליציבות שתאפשר להם לנצל תוכניות כלכליות למימון הפיתוח ולמנף את המאזנים שלהם באמצעות השקעה בפיתוח אזורי.

## סיכום

כדי להניע את הצמיחה והפיתוח האזוריים בנגב ובגליל יש צורך במקורות הון חדשים. אין די בהון פרטי או הון ציבורי בלבד.

במונחים של הון פרטי, האשראי הבנקאי לעסקים קטנים ולמימון פרויקטים של פיתוח נמצא בירידה מאז 2006, ובה בעת, הכניסה לשוקי ההון כדי לממן פרויקטים של פיתוח אזורי יקרה מדי. במונחים של מימון ציבורי, התקציבים הממשלתיים לא מסוגלים לעמוד בקצב הביקוש לתשתיות חדשות (פארקים תעשייתיים, חממות טכנולוגיות וכו'). המחסור הזה בהון פוגע ביכולת להסתמך על המחויבויות התקציביות הקיימות - כמו ההעתקה הצפויה של עיר הבה"דים לאזור הנגב או פתיחת בית ספר חדש לרפואה בקמפוס צפת של אוניברסיטת בר-אילן בגליל - ואינו מאפשר ליצור תוכנית צמיחה כלכלית לאזורים אלה, למרות חשיבותם לעתידה של ישראל. ללא מקורות מימון לא ניתן יהיה לממש את ההזדמנויות העסקיות הללו. הודות להתפתחויות אלה ובשל התוכניות להשקיע השקעות חדשות בדרכים, במסילות רכבת ובמים, והיוזמות החדשות בתחום שירותי הבריאות, האנרגיה, הטכנולוגיה החקלאית והתיירות, בגליל ובנגב נמצאים כעת בשלב המאפשר צמיחה.

הפיתוח הכלכלי בשני אזורים אלה הוא מרכיב משמעותי בתוכניות הממשלה ליצור בהם מקומות עבודה ולשפר את התנאים הכלכליים השוררים בהם. עם זאת, כדי להניע להתקדמות אין די במשאבים הקיימים (נספח ב' מתאר את התנאים והפתרונות הפיננסיים ברמת הפרויקט, תוך הסתמכות על המודל הפיננסי שיצר מכון מילקן לפרויקטים דומים) ויש להתמודד עם מגוון של בעיות פיתוח ומימון.

## אתגרים מרכזיים לפיתוח כלכלי בגליל ובנגב

<ul style="list-style-type: none"> <li>• היעדר תשתיות מספיקות</li> <li>• יכולת מוגבלת לקדם פרויקטים בעלי חשיבות אזורית</li> <li>• צמיחה איטית ושווקים מוגבלים</li> </ul>	<p><b>פרויקטים רבים אינם מגיעים לשלב היישום בגליל</b></p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• ממשל מקומי מפוצל שמתחרה על משאבים ואינו מעודד אינטרסים רחבים יותר</li> <li>• חוסר אפשרות להשתמש בגידול הערך הצפוי כתוצאה מפרויקטים אזוריים</li> <li>• גישה מוגבלת להון של משקיעים ופילנתרופים. הגישה הקיימת מוגבלת כתוצאה מלוחות זמנים דחוקים, הגבלות שונות וחוסר יכולת לצפות התפתחויות מראש</li> </ul>	<p><b>הבעיות שנגרמות בגלל ההגבלות הנוכחיות על מימון פרויקטים וחידושים:</b></p>

6 Maya Haran and Gila Weinberger, "Evaluation of the Status of the Implementation of the Bachar Report". Milken Institute Fellows Report, Publication No. 69 (November 2012).

## השוואה למדינות אחרות בעולם

בדקנו כמה דוגמאות של שיטות ותוכניות מימון אזוריות (לסקירה מלאה יותר ראו נספח ג'). טבלה 2 מפרטת מאפיינים רלבנטיים ולקחים תכנוניים.

דוגמאות לתוכניות מימון אזוריות			טבלה 2
דוגמה	תיאור	מאפיינים מרכזיים	לקחים תכנוניים
<b>חברת מימון עירוני צ'כית</b>	חברה כמו-ציבורית המעניקה לבנקים מסחריים ערבויות למימון ארוך טווח של פרויקטים לבניית תשתיות עירוניות	<ul style="list-style-type: none"> <li>• מנצלת שדרוג בינלאומי של אשראי (באמצעות ערבויות) כדי לתמוך במלווים קונבנציונליים חלשים</li> <li>• מפצה על סיכוני מטבע, מנצלת תמיכה בינלאומית באשראי</li> <li>• מפעילה רשויות מקומיות כגורמי ביניים התומכים בפרויקטים מקומיים</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• חיזוק בינלאומי של מעמד האשראי</li> <li>• הקטנת סיכוני מטבע</li> </ul>
<b>הרשות לפיתוח התעשייה של פנסילבניה</b>	רשות ציבורית אזורית (הפועלת בכל המדינה) שמעניקה הלוואות ישירות לעסקים בינוניים וקטנים, ומנצלת החזרי הלוואות כדי להשיג מקורות מימון כמו גיוסי הון בשוקי האג"ח	<ul style="list-style-type: none"> <li>• משתמשת בהלוואות ישירות מסובסדות כדי לחזק את מעמד האשראי של הלוואות בנקאיות</li> <li>• מבצעת איגוח הלוואות מסובסדות ויוצרת חבילות שהיא מנפיקה בשוק ההון כדי להבטיח הון זול ארוך-טווח</li> <li>• מנצלת גופי פיתוח מקומיים כדי לתכנן ולאשר חבילות פרויקטים</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• הלוואות ישירות לעסקים קטנים ובינוניים</li> <li>• איגוח הלוואות בשוקי ההון</li> <li>• מעקב מקומי, אישור אשראי מרכזי</li> </ul>
<b>איגום (pool) מדינתי של רשויות מימון באג"ח</b>	רשויות המדינה מספקות אפשרות לחבילות (או איגום) של גיוסי הון לעסקים קטנים ובינוניים ופרויקטים מוניציפליים, כדי להבטיח הלוואות משוקי ההון	<ul style="list-style-type: none"> <li>• יצירת ערוץ גישה לשוקי ההון לפרויקטים זכאים</li> <li>• איגום פרויקטים בכל הנפקת אג"ח כדי לפזר את עלויות ההנפקה וסיכוני האג"ח ולקבל אשראי ארוך טווח בעלות נמוכה</li> <li>• חיזוק מעמד האשראי (באמצעות מכתב אשראי בנקאי) של פרויקטים יחידים כדי להגביל סיכון למנפיקים</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• מימון פרויקטים באמצעות אג"ח</li> <li>• ערוץ גישה לשוקי הון</li> <li>• מאגרי פרויקטים לייעול הנפקת אג"ח ותמחורן</li> <li>• מעקב מקומי של פרויקטים, מעקב אשראי עצמאי</li> </ul>

דוגמה	תיאור	מאפיינים מרכזיים	לקחים תכנוניים
<b>בנק אג"ח מוניציפליות במדינת מיין</b>	מנפיק האג"ח של המדינה מספק יכולת לאגם פרויקטים מוניציפליים כדי לשפר גישה לאשראי בשוקי הון	<ul style="list-style-type: none"> <li>• יוצר מותגי אג"ח לתיק של פרויקטים כדי לשפר את קבלת האג"ח בשוק ההון</li> <li>• מציע ערבות מדינתית מוגבלת</li> <li>• יוצר עתודת מימון מבוססת-פרויקט כדי לתמוך באשראי</li> <li>• מנצל סוכנויות פיתוח מקומיות כדי לתכנן ולאשר חבילות פרויקטים</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• גישה של פרויקטים קטנים לשוק ההון</li> <li>• יצירת נוכחות בשוקי הון</li> <li>• איגום סיכוני אשראי</li> <li>• מעקב והון עצמי לפרויקטים מקומיים</li> </ul>
<b>בנק האג"ח לפיתוח ציבורי של אינדיאנפוליס</b>	רשות מקומית נעזרת בשדרוג אשראי פילנתרופי (באמצעות מתן ערבויות) כדי לשפר גישה לאשראי זול בשוקי הון עבור פרויקטים עירוניים	<ul style="list-style-type: none"> <li>• נעזר באשראי כדי להנגיש פרויקטים לשוקי הון</li> <li>• טווח רחב של פרויקטים זכאים כדי להפחית את עלויות הארגון וההנפקה</li> <li>• תרומות לפרויקטים של פיתוח משפרות את מעמד האשראי</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ניצול חיזוק פילנתרופי של האשראי כדי לתמוך בגישה לשוקי הון</li> <li>• מינוף ההשקעה הציבורית בפעילויות מסורתיות</li> </ul>
<b>שטרי ההשקעה הקהילתית של קרן קלברט</b>	תוכנית מימון פרטית ללא כוונות רווח, המתאמת בין שוקי הון לא שגרתיים לבין פרויקטים ייעודיים של פיתוח כלכלי וקהילתי	<ul style="list-style-type: none"> <li>• פותחת לפרויקטים זכאים גישה לשוק ההון באמצעות "מיקור המונים" וערוצי שוק קמעונאיים</li> <li>• מנצלת השקעות פילנתרופיות לשדרוג מעמד האשראי</li> <li>• מיועדת לפרויקטים זכאים באזורי פיתוח</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• מינוף השקעות פילנתרופיות</li> <li>• גישה של פרויקטים לא שגרתיים לשוקי הון</li> </ul>

## חלופות

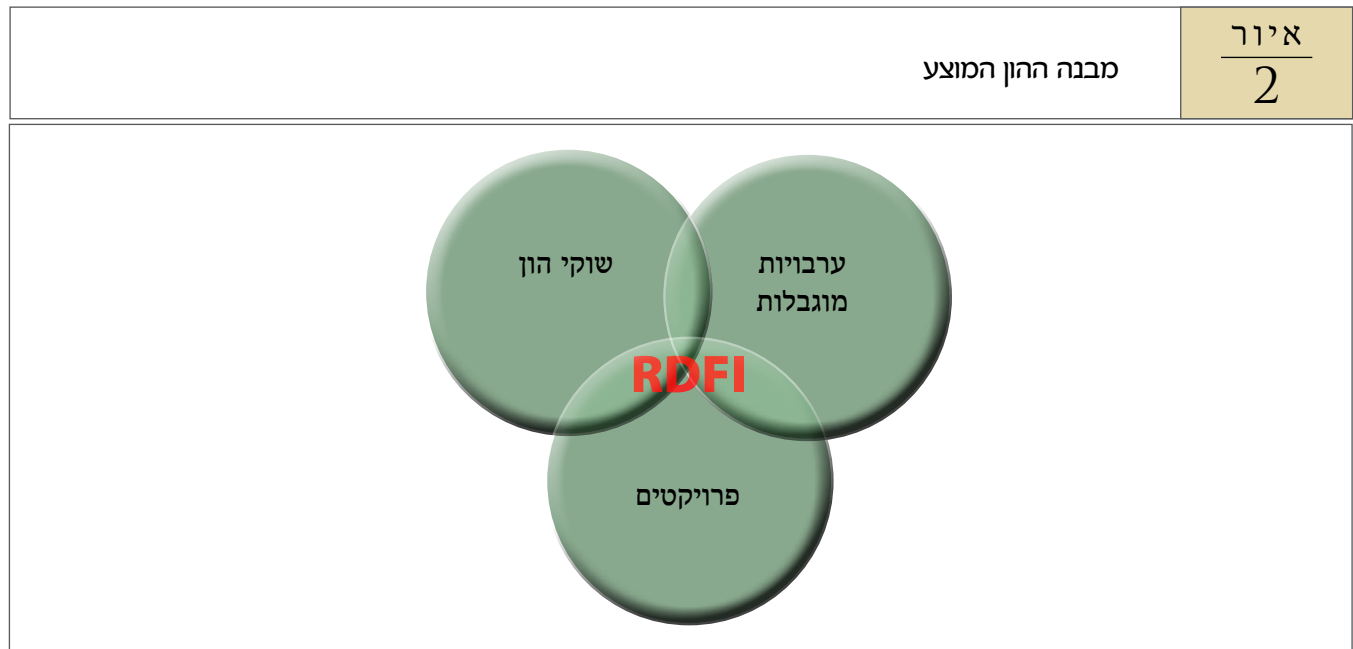
ניתן לשקול מגוון של חלופות הון. טבלה 3 מציגה כמה מהיתרונות והחסרונות של החלופות השונות. דוגמאות נוספות לתוכניות הון מוצגות בנספח ג'.

חלופות לדוגמאות השוואה			טבלה 3
מקור	מאפיינים חיוביים	מאפיינים שליליים	דוגמאות
<b>בנקים יחידים</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>קשר פשוט וישיר</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>עמלות גבוהות ולא תחרותיות</li> <li>סכומים מוגבלים</li> <li>מועד פירעון מוגבל</li> <li>דורשים ערבויות וביטחונות</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>מעורבות מוגבלת בפרויקטים אזוריים</li> <li>חסרי ערבויות</li> </ul>
<b>סינדיקט בנקים</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>פיזור הסיכון בין הבנקים המשתתפים</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>מורכב</li> <li>יקר</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>שיתוף פעולה בין המגזר הציבורי והפרטי</li> </ul>
<b>תמריצים אזוריים</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>מענקי הון</li> <li>שיעורי מס מופחתים לחברות</li> <li>פחת מואץ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>אין די ביוזמות אלה כדי להתגבר על הפערים הפיננסיים</li> <li>לא זמינים או לא ניתן להחיל אותם על סוגים מסוימים של פרויקטים</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>תמריצים לחוק השקעות ההון הישראלי</li> </ul>
<b>ערבויות ממוקדות</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>גמישות וממוקדות</li> <li>עלויות הלוואה נמוכות</li> <li>עלויות ניהול נמוכות</li> <li>גורם מינוף טוב</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>סכומים קטנים</li> <li>תקופות ותנאים מוגבלים</li> <li>מחייבות לתנאים ולעלויות של הלוואה בנקאית</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ערבות קרן OPIC/Koret</li> <li>ערבויות רשות לעסקים קטנים ובינוניים</li> </ul>
<b>פילנתרופיה</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>גמישות רבה</li> <li>ממוקדת מטרה</li> <li>מגוון צורות ושימושים</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>סכומים מוגבלים</li> <li>מימון לא סדיר</li> <li>לא בת-קיימא</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>קרנות משפחתיות</li> <li>המגבית</li> <li>קרן היסוד / הקרן הקיימת</li> </ul>
<b>קרן הלוואות מתחדשת</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>גמישה וממוקדת</li> <li>עלות נמוכה וטווח ארוך</li> <li>יכולת למחזר כספים</li> <li>פעולות בנות-קיימא</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>עלויות תפעול גבוהות יותר</li> <li>מחייבות הזרמת סכום ראשוני גדול במזומן</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>רשויות ממשלתיות לפיתוח תעשייה</li> <li>קרן מתחדשת (revolving) לשיקום נחלים</li> </ul>
<b>אג"ח הכנסה</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>עלות נמוכה</li> <li>תנאים לטווח ארוך יותר</li> <li>גמישות</li> <li>אפשרות לאיגום פרויקטים כדי לצמצם עלויות</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>עלויות עסקה גבוהות</li> <li>שוק מוגבל של משקיעים ישראלים</li> <li>יש צורך בחיזוק מעמד האשראי</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>אג"ח המונפקות על ידי גורמים ממשלתיים לפיתוח התעשייה</li> <li>בנקי אג"ח</li> </ul>

הגישה שאנו מציעים לבחור מבין החלופות הללו כוללת אג"ח הכנסה (revenue bonds) מובנות עם שיפור מיוחד של מעמד האשראי, כדי למנף השקעות ממשלתיות ופילנתרופיות באזורי הפיתוח. עם זאת, ההצעה אינה שוללת מקורות מימון חלופיים מעורבים, כולל בנקים, סינדיקט בנקים וקרנות הלוואות מתחדשות (revolving).

## מבנה ההון המוצע

היזומה למימון פיתוח אזורי (ימפ"א) מציעה מבנה הון שימנף את מקורות שוקי ההון למימון פרויקטים, תוך הסתמכות על השקעות ממשלתיות ופילנתרופיות שיספקו ערבויות מוגבלות. כפי שמוצג באיור 2, ימפ"א נמצאת בנקודת החיתוך בין הלוואות משוקי ההון, ערבויות מוגבלות והפרויקטים עצמם. ימפ"א מאפשרת יחסים משפטיים, פיננסיים ותוכניים חופפים בתוך מבנה הון זה.



מקור: Milken Institute Israel Center

המנגנון של מבנה ההון והשלבים הכרוכים בו מוצגים באיור 3.

שלב (1) - הממשלה מעבירה לסוכנות מימון הפיתוח האזורי (סמפ"א, RDFA) (המתוארת בהמשך) מימון לכיסוי עלויות ארגוניות, עלויות תפעול ראשוניות והון חוזר. סמפ"א משמשת כאפיק (ישות שמטרתה לקבץ יחד פרויקטים או נכסים כספיים של חברות כדי להזיל את עלויות המימון הכוללות) אל שוקי ההון.

שלב (2) - ממשלת ישראל וקרנות פילנתרופיות פרטיות בישראל ובארצות הברית מממנות את הארגון ומקימות קרן ערבויות מוגבלת (המתוארת בהמשך).

שלב (3) - סמפ"א משווקת ומתכננת חבילות פרויקטים, מספקת חיתום לאשראי לפרויקטים וממליצה על הקצאה ותמחור הערבויות שנועדו לחזק את מעמד האשראי.

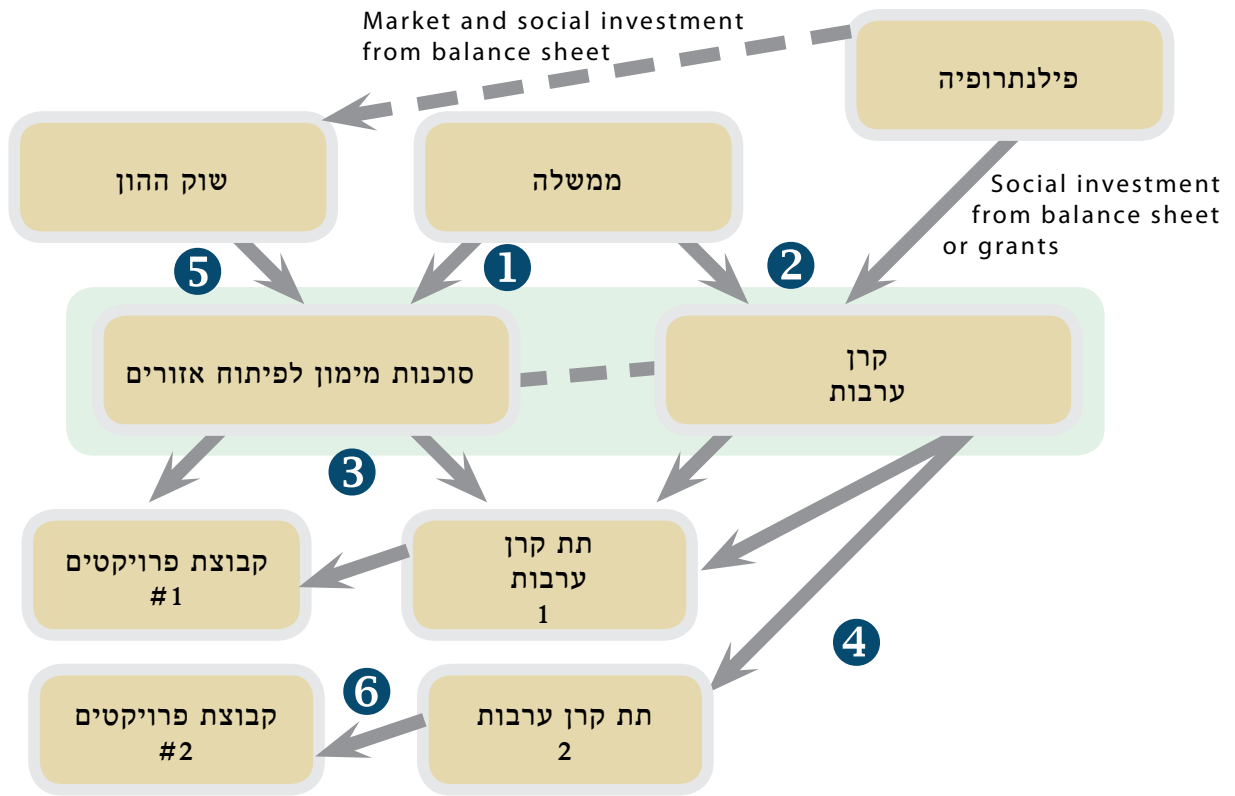
שלב (4) - קרן הערבויות המוגבלות מקצה חלק מנכסיה לתת-קרנות לכל מאגר פרויקטים.

שלב (5) - אג"ח נמכרות בשוקי ההון לקונים ישראלים ובינלאומיים, כולל קרנות פנסיה, קרנות ביטוח וקרנות פילנתרופיות - כהשקעות חברתיות והשקעות במחירי שוק. הלווים מחויבים לשלם את הקרן והריבית למחזיקי האג"ח בהתאם להסכם הלוואה שייחתם בין סמפ"א לבין כל לווה. יש אפשרות שהאג"ח שיונפקו לסוגים מסוימים של פרויקטים יהיו זכאיות להטבות מס על פי סעיף 501(3)(c). במקרים אלה אפשר שאג"ח שיונפקו בארצות הברית יהיו פטורות ממס לרוכשי אג"ח אמריקניים.

שלב (6) - התת-קרנות עם הערבויות המוגבלות מכסות את ההפסדים מהדולר הראשון ועד לרמה מסוימת, בהתאם לפרויקט. לערבות המוגבלות של כל מאגר אין זכות חזרה למימון הערבות הכללי (נון-ריקורס).

המבנה הכללי וכל אחד מהאלמנטים והמבנים הללו מתוארים בצורה מקיפה יותר בסעיפים שלהלן.

תיאור סכמטי של מבנה ההון



## סקירה כללית של הסוכנות למיסון פיתוח אזורי (סמפ"א)

להלן סקירה כללית של המבנה והתכנון המוצעים לסוכנות למיסון הפיתוח האזורי.

1. **מטרה:** סמפ"א תפעל כאפיק לגיוס הלוואות למיסון של פרויקטים זכאים באמצעות שוקי ההון.
2. **מימון הקמה:** הממשלה תממן השקעה ראשונית של 500,000 ₪ כדי לכסות את ההוצאות הכרוכות באיוש ובתמיכה משפטית, כספית וארגונית ואת השנים הראשונות של הפסדים תפעוליים (ראו להלן בפרק ה' במודל הפיננסי המתאר את השימוש בכספי ההקמה בתחזית התפעולית של RDFA).
3. **תקציב תפעולי:** התשלומים שיתקבלו מכל פרויקט יממנו את הפעולות השוטפות של סמפ"א.
4. **מקורות שוק ההון:** המיסון לפרויקטים יושג באמצעות הנפקות פרטיות של אג"ח ומכירות מוגבלות של אג"ח בשוק הקמעוני (כפי שמתואר בסעיף "שוקי ההון" שלהלן).
5. **ניהול:** הנהלת סמפ"א תכלול מנהל סוכנות, צוות מקצועי לפיתוח פרויקטים ולאריזת אג"ח ומנהל שירותים מקצועי, שידאגו להעסקת מנהלי חשבונות, לבדיקת נאותות, לתיעוד ולתמיכה משפטית. אפשר שהקרן תנוהל בידי רשות ממשלתית כמו הרשות לעסקים קטנים ובינוניים במשרד הכלכלה, או בידי ישות משפטית נפרדת.
6. **פעילויות:** סמפ"א תהיה מעורבת בתחומי הפעילות הבאים:
  - א. **פיתוח שווקים** - עבודה מול יזמים מקומיים ואזוריים כדי להבין את הסטנדרטים של הפרויקט ואת דרישות המיסון.
  - ב. **תכנון והצגת הפרויקטים** - עבודה מול יזמי פרויקטים כדי להכין תוכנית ומסמכי בקשה לסיוע פיננסי.
  - ג. **בדיקת נאותות** - סקירת מסמכי הבקשה של הפרויקט, הטלת האחריות לסקירה טכנית של הבקשה על אנשי מקצוע בתחומי המשפט והחשבונאות, איסוף המלצות לפרויקט.
  - ד. **בדיקות ואישורי פרויקט** - הכנה והמלצה על הכללת פרויקטים בתוכנית המיסון, כולל המלצות למבנה ערבות מוגבלת ומיסון.
  - ה. **תוכנית אג"ח** - איסוף ובנייה של אגמי אג"ח או פרויקטים נפרדים לשם הכללתם בהנפקה לשוק ההון, כולל ניהול הצוות המשפטי וצוות הנהלת החשבונות.
  - ו. ניטור פעילויות התוכנית, כולל רצף הפעולות, המיסון והביצועים; דיווח רבעוני על פעילויות התוכנית למשקיעים; הכנת דו"ח שנתי ותוכנית שנתית של פעולותיה ותוכניותיה של סמפ"א.
  - ז. **ניהול תקבולי הלוואות** - ניטור ביצועי הלוואות, כולל עמידה בהתחייבויות התוכנית ובהתחייבויות הפיננסיות, והמלצה על מקורות משפטיים ותוכניות שאפשר לפנות אליהם בעת הצורך.
7. **תקופת פעילות** - כל זמן שקיימות הלוואות שטרם נפרעו או התחייבויות לאג"ח, לא ניתן יהיה להפסיק את פעילותה של סמפ"א אלא אם משקיעי קרן הערבות המוגבלת יאשרו את העברתם של תחומי אחריות אלה לרשות אחרת.
8. **ביטחונות** - כל הסכם הלוואה שתחתום סמפ"א עם פרויקט ילווה בשטר ובהסכם ביטחונות. סמפ"א תצוין בהסכם הלוואה ובכלל התיעוד כצד המחזיק בביטחונות וכצד מבוטח נוסף, ויותר לה לנקוט פעולות של נושה מבוטח במקרה הצורך.
9. **פוזיציית בטוחות והמחאת שעבוד** - סמפ"א תנקוט פוזיציה של שעבוד עדיף ביחס להכנסות ולנכסים של הפרויקט המקבילים את המיסון וביחס לנכסים אחרים של הפרויקט, אם קיימים נכסים כאלה. ככל שהדבר נוגע לערבות המוגבלת, סמפ"א תעביר את חלקה בבטוחות לקרן הערבות המוגבלת. כאשר פרויקט מקבל מימון פרטי אחר, סמפ"א רשאית לנקוט פוזיציה של שעבוד ראשון (פרו-ראטה) ביחס להכנסות הפרויקט ולנכסיו.

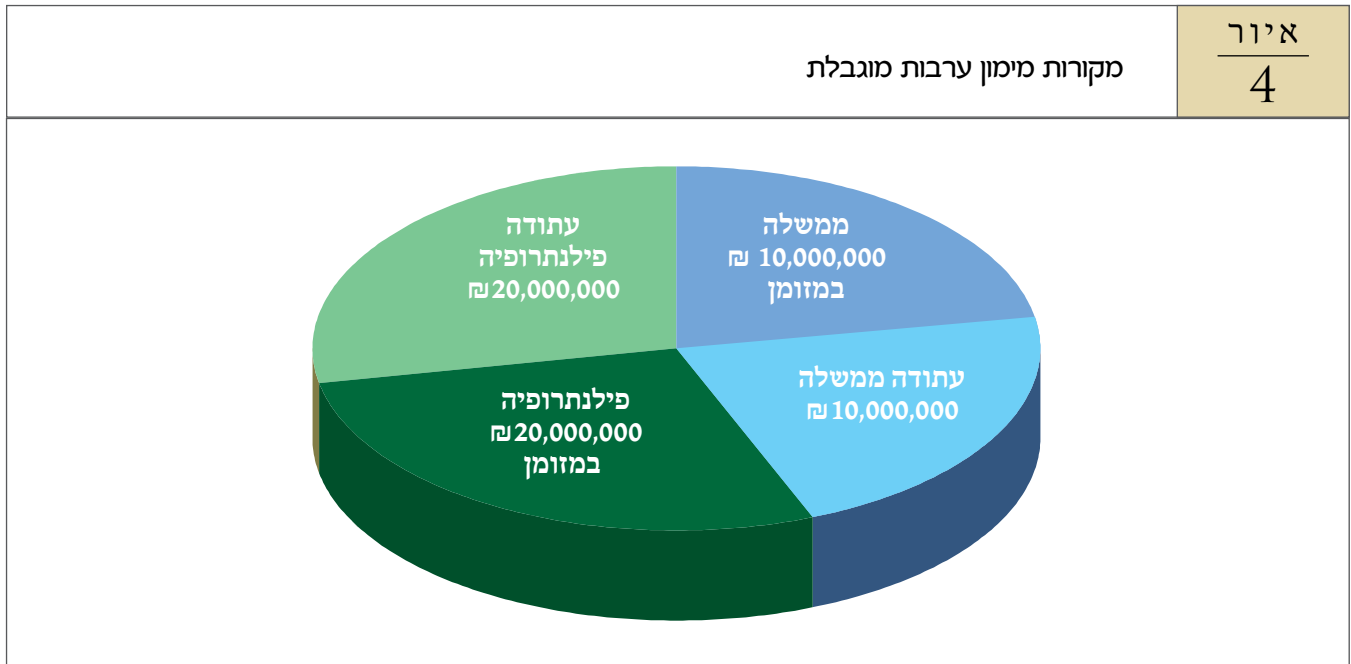


## קרן ערבות סוגבלת

להלן סיכום הבעיות התכנוניות, הפיננסיות והמשפטיות העיקריות הכרוכות בהקמתה של קרן ערבות מוגבלת.

1. **מטרה.** קרן הערבות המוגבלת תשדרג את מעמד האשראי של אג"ח שתנפיק סמפ"א, על מנת להפחית את ריבית הקופון והעלות של הלווה.
2. **מבנה.** קרן הערבות המוגבלת תכלול הפקדות ומכתבי אשראי משניים מאת קרנות אמריקניות וישראליות המשתתפות בתוכנית. ניתן להשתמש בקרן הערבות המוגבלת גם לשם מענקים משלימים או כדי למנף מכתב אשראי בנקאי, בהתאם לצורך. קרן הערבות המוגבלת יכולות להקים תת-קרנות למאגרי פרויקטים (קבוצות של פרויקטים המכונסים יחד בהנפקת אג"ח יחידה) או לפרויקטים נפרדים (אם הפרויקט גדול דיו, ניתן להנפיק לו אג"ח משל עצמו).
3. **מיקום.** קרן הערבות המוגבלת תוקם כשתי קרנות בעלות מועצת מנהלים משותפת ומשימה משותפת. אחת הקרנות האלה תוקם בארצות הברית והשנייה בישראל.
4. **ארגון ומעמד מס.**
  - א. קרן הערבות המוגבלת בארצות הברית תוקם כקרן הזכאית לקבל תרומות פטורות ממס והשקעות לפרויקטים על פי סעיף 501(3)(c). כך יוכלו לקרנות אמריקניות לקבל על עצמן "התחייבויות מאוזן", שאפשר למנף אותן כדי לגייס הון פרטי.<sup>7</sup>
  - ב. קרן הערבות המוגבלת בישראל תוקם כחל"צ (חברה לתועלת הציבור) ותהיה רשאית לקבל תרומות והשקעות פטורות ממס מהמגזר הפרטי ומהמשלה.

7 Daniel Felsenstein, A. F. "Capital Assistance for Small Firms: Some Implications for Regional Economic Welfare". Geographical Analysis, Vol. 32 (Issue 1) (January 2000), pp. 36-49.



מקור: Milken Institute Israel Center.

1. מקורות מימון.

- א. **ממשלה** - המימון הממשלתי של קרן הערבות המוגבלות יינתן במזומן כדי שאפשר יהיה לבצע במועד משיכות נגד הערבות המוגבלות.
- ב. פילנתרופיה - 10 מיליון ₪ מהמימון הפילנתרופי של קרן הערבות המוגבלות יינתנו במזומן. 15 מיליון ₪ הנותרים של המימון הפילנתרופי יכולים להינתן בצורה של ערבות עומדת מתוך קרנות פילנתרופיות.
- ג. מימון ארגון והקמה - על פי הערכה, יהיה צורך ב-750,000 ₪ ממקורות פילנתרופיים ובסכום מקביל ממקורות ממשלתיים כדי לממן סך של 1.5 מיליון ₪ לשם הקמה וארגון של קרן הערבות המוגבלות, כולל תיעוד משפטי ופיננסי, פרזנטציות והבטחת סבבי ההשקעה הראשונים. כספים אלה יוחזרו מתוך התשלומים הראשונים שיתקבלו מהפרויקטים ומתוך הריבית על הכספים המופקדים כעירבון.
2. **הזרמת מימון** (במקרה של פיגור בתשלומים). במקרה של משיכה נגד ערבות מוגבלת עבור תשלומי חובות על אג"ח, הכספים יימשכו מהחלק המזומן של כספי קרן הערבות המוגבלות על בסיס פרו-ראטה. כל קרן תבקש מהנהלת הפרויקט להשיב את הכספים ששולמו. אם הפרויקט לא יוכל להחזיר את הכסף, תיקח הקרן את ערבות העתודה כהחזר.
3. **עמלות**. נגד סכומים ששועבדו כחלק מהערבות המוגבלות ישולמו 1.25%-1.85% מסכומים אלה לקרן הערבות המוגבלות.
4. **כיסוי**. סכום הערבות המוגבלות ישתנה בהתאם לסוג הפרויקט (ראו טבלה 3). הסכום יהיה מבוסס על אחוז הקרן שטרם נפרע. האחוז יחושב על פי סכום הקרן הבלתי נפרע מחולק בסכום הקרן המקורי. כיסוי הערבות יפחת ככל שיתקבלו החוזים לקרן.

כיסוי ערבויות על פי סוג הפרויקט				טבלה 4
ציבורי	יוזמות חברתיות	עסקים קטנים ובינוניים	סכום בלתי נפרע העומד לתשלום*	
30%	40%	20%		<75%
15%	20%	10%		25% עד 75%
5%	10%	0%		>25%

\* הקרן הבלתי נפרעת שיש לערוב לה

מקור: Milken Institute Israel Center.

- 1. סכום ערבות מרבי.** ערבות מוגבלת בודדת לפרויקט אחד יכולה להגיע ל-20% מסכום הערבות הכולל שניתן למאגר פרויקטים, ואסור שתעלה על 10% מהסכום הכולל בקרן הערבות המוגבלת בשלמותה.
- 2. הגבלות.** הערבות המוגבלת תשמש לכיסוי התחייבויות הפרויקט להחזר הלוואות עד לסכום הכיסוי. קרן הערבות המוגבלת רשאית להקים תת-קרנות לכל מאגר אג"ח או סוג פרויקט. כל תת-קרן תפעל על פי אותן מגבלות, תזרים כספים ותנאי החזר של כספי הערבות הכלליים.
- 3. חדלות פירעון.** במקרה של אי-פירעון פרויקט או אג"ח, כל תשלום שייגבה ישמש תחילה להחזיר את חלקה של הממשלה בקרנות הערבות המוגבלת או בתת-קרנות, ורק לאחר מכן את חלקה של הפילנתרופיה. סמפ"א תממש שעבודים ופסקי דין, ככל שיעמדו לרשותה, כדי לנסות לגבות את הקרן והריבית מתוך נכסי הפרויקט. הנכסים הקצובים ישמשו לשלם לכל קרן ערבות מוגבלת על בסיס פרו-ראטה.
- 4. ריקורס.** לפרויקט או לבעלי האג"ח לא תהיה כל זכות חזרה לקרנות, לממשלה, לגופים פילנתרופיים או לחברות כלשהן מעבר לקרן הערבות המוגבלת או התת-קרן הרלבנטית לפרויקט.
- 5. ניהול.** קרנות הערבות המוגבלת יעסיקו מומחה פיננסי מקצועי. כל הכספים יוחזקו במוסדות הפקדה מבוטחים ויהיו כפופים לתנאי הסכם נאמנות שיכסה את כל ההיבטים הכרוכים בהפקדות, בהשקעות, בתשלומים ובדיווח.
- 6. תקופת פעולה.** קרנות הערבות המוגבלת ימשיכו לפעול כל זמן שקיים חוב שטרם נפרע ודרישות כיסוי (על פי המתואר לעיל). לאחר ששולמה ערבות לפרויקט במלואה, יוחזרו הערבויות של התת-קרן אל קרן הערבות המוגבלת ויועמדו לרשותם של פרויקטים חדשים.
- 7. השקעה מחדש.** אחרי התקופה הראשונית תאפשר קרן הערבות המוגבלת למשקיעים להשקיע מחדש את ההתחייבויות שלהם, או להסיר את חלקם בהשקעה כאשר התחייבויות הערבות שלהם לכל פרויקט יגיעו לסיומן.
- 8. השקעה.** אותו חלק של כספי הערבות המוגבלת שיועבר לקרן יושקע בתיק השקעות מאוזן ובעל סיכון נמוך על פי הנחיית ועדת השקעות (שבה יישבו נציגים של המשקיעים ושל RDFA). התמורה שתקבל מההשקעות תשמש לכיסוי עלויות הערבות ולקיזוז סכומים שלא נפרעו, בהתאם לצורך.

9. **מימון מחדש.** פרויקטים רשאים להשיג מימון חדש ממקורות כספיים אחרים. עם המימון החדש תוסר הערבות, והכספים ששועבדו לפרויקט יוחזרו לקרן הערבות המוגבלת ויועמדו לרשות פרויקטים חדשים.
10. **סיכונים.** קרן הערבות המוגבלת תספוג את ההפסדים הראשונים במקרה של פיגור בתשלום או אי-פירעון. הכספים נמצאים בסיכון ויכולים ללכת לאיבוד בחלקם או לחלוטין.
11. **דיווח.** מנהלי קרן האחריות המוגבלת ידווחו לכל הקרנות והמשקיעים על הלוואות, על ערבויות, על כיסוי ועל מצב הפרויקט בכל רבעון. בכל שנה ידווח מנהל הקרן על הפעילות השנתית ויצג תחזיות לכיסוי, הכנסות והשקעה מחדש.

## שוקי הון

יוזמת מימון הפיתוח האזורי תאפשר לפרויקטים גישה לשוקי ההון. בסעיפים שלהלן מתוארים התנאים העיקריים של ההנפקות לשוק ההון.

1. **מבנה אג"ח.** האג"ח יונפקו בשוקי ההון כדי לממן באמצעות חוב את הפרויקטים הזכאים למימון (ראו סעיף פרויקטים להלן).
2. **מחיר שוק.** תמחור האג"ח יתבצע על פי תנאי השוק והרגישות לערבויות מוגבלות שתיתן קרן הערבות המוגבלת. אנו צופים שריביות הקופון של האג"ח ישתוו לאלו של אג"ח בנות-השוואה בעלות מועדי פירעון דומים שהונפקו בארצות הברית ללא ערבויות ממשלתיות.
- א. לפרויקטים זכאים יונפקו אג"ח פטורות ממס על ידי מנפיקי אג"ח אמריקניים, כגון רשויות הנפקת אג"ח ברמה הממשלתית או המקומית במדינות ניו יורק, פנסילבניה, פלורידה או קליפורניה.<sup>8</sup>
3. **מנות.** אפשר יהיה להנפיק כל סדרה של אג"ח במנות רבות, באופן שיאפשר ריביות קופון ברמת השוק ומתחת לרמת השוק עבור יוזמות חברתיות, בהתאם לצורך.
4. **תיעוד.** אג"ח יימכרו באמצעות שטר נאמנות שבו יוצגו כל התנאים, ההתחייבויות והדרישות של כל הצדדים. האג"ח יכללו כנדרש על פי חוק הסכם הלוואה ושטר שייחתם עם הלווה, הסכם ביטחונות ומסמכים אחרים, כדי להבטיח גילוי של כל הדרישות להחזר האג"ח ובמקרה של אי-פירעון.
5. **מקורות שוק.** אפשר יהיה להנפיק אג"ח באפיקים מוסדיים וקמעוניים גם יחד, אם אלו יהיו זמינים:
  - א. האג"ח יונפקו בהנפקות פרטיות לרוכשים מתוחכמים, כולל יחידים וקונים מוסדיים בעלי שווי נטו גבוה כגון קרנות פנסיה, קרנות פילנתרופיות וקרנות ביטוח.
  - ב. בתנאים מסוימים יהיה אפשר להנפיק אג"ח לרוכשים פרטיים באמצעות אפיקי שיווק קמעוניים כמו הבונדס או תוכנית ישראלית-אמריקנית דומה. אג"ח קמעוניות אלו יימכרו בערכים נמוכים יחסית, ולא יעלו על 25% מכל הנפקת אג"ח בודדת.
6. **מטבע.** האג"ח שיונפקו על ידי מנפיק אמריקני יהיו מבוססות על הדולר האמריקני. מאחר שמקורות התשלום יהיו בש"ח, כל האג"ח יחויבו בפרמיית סיכון מטבע צנועה בהתאם למחירי השוק, שלא תעלה על 10 נקודות בסיס (0.1%) מהתשלומים המגיעים.
7. **תקופה.** האג"ח יובנו להתאים להכנסות הפרויקט. אפשר שתארכי הפירעון יהיו מבוססים על 120% מחיי הפחת של הנכסים הממומנים על ידי האג"ח. תקופת האג"ח לא תעלה על 20 שנה, אך תקופת הפחת יכולה להגיע ל-25 שנים.
8. **דחייה.** אפשר יהיה לקבל דחייה של תשלומי הקרן עד לתקופה של שנתיים, בהתאם לפרויקט.
9. **ציות לרגולציה.** כל האג"ח שיונפקו בארצות הברית חייבות לעבור ביקורת של יועץ אג"ח מתאים, ובמידת הצורך לקבל את האישור של SEC (הרשות הפדרלית לני"ע) ושל ה-IRS (מס הכנסה). המבנה של סמפ"א והאג"ח שלה שיונפקו בישראל חייבים לעבור סקירה של יועץ מתאים ולקבל את אישורן של רשויות המס, הרשות הישראלית לניירות ערך ובנק ישראל, לפי הצורך.

8 ראו: "Financial Innovations for Economic Recovery and Development in Northern Israel," (Appendix II: Potential Use of U. S. Tax-Exempt Financing) Milken Institute, March 2007, pp. 26-27.

## פרויקטים

יוזמת מימון הפיתוח האזורי מיועדת לכמה סוגי פרויקטים. רק מועמדים זכאים יכולים להגיש בקשה לפרויקטים, ומועמדים אלה יפעלו מטעם הפרויקטים לאורך כל תהליך הגשת הבקשה, הסקירה והאישור.

### מועמדים זכאים

מועמדים זכאים יגישו את הבקשות מטעם המוטבים הזכאים שלהם. מגישי הבקשה חייבים להיות מאורגנים כגוף ממשלתי או ציבורי, כמוסד צדקה או כחברה לתועלת הציבור. בין המועמדים הזכאים ניתן למנות:

1. רשויות מקומיות ואזוריות
2. רשויות לפיתוח ולניהול אזורי (למשל, רשויות מים)
3. ארגונים ממשלתיים או כמו-ממשלתיים
4. מלכ"רים ויוזמות חברתיות בתחום בתי הספר, המכללות, האוניברסיטאות והמחקר

### מוטבים זכאים

למוטבים חייבת להיות מטרה ותועלת ציבורית באזור. בין המוטבים הזכאים ניתן למנות:

1. מרכזי מחקר יישומי וחממות תעשייתיות
  2. פארקי עסקים ותעשייה
  3. חברות טכנולוגיה, שירותים ולוגיסטיקה
  4. יצרנים וחברות הפצה (העוסקים בייצוא)
  5. קבלני נדל"ן (בעלי חוזי חכירה/מכירה ל-75% מהמוטבים הזכאים לפחות)
  6. תשתיות (כולל אנרגיה, מים ופסולת מוצקה)
  7. פרויקטים סביבתיים (כולל ניקוי שטחים מזוהמים באמצעות תוכנית מאושרת לניצול חוזר עבור מוטבים זכאים)
  8. שירותים קהילתיים ומסחריים
  9. אתרים לשירות התושבים (כולל מקומות אזוריים לבילוי, לחינוך ולתיירות)
- לא תותר הגשת בקשות לפרויקטים העוסקים בספקולציות נדל"ן.

## שימוש ראוי בכספים

בין הפעילויות הראויות ניתן למנות:

1. רכישה של קרקע ובניינים
2. פיתוח אתר (כולל הכנת האתר, בניית תשתיות, פילוס ואדריכלות נוף)
3. ציוד ומכונות
4. בניית מבנים
5. בניית תשתיות הדרושות ישירות למוטבים זכאים
6. תכנון והנדסה
7. הוצאות משפטיות (כולל ארגון, תיעוד וסגירה, אך לא כולל הוצאות תביעה ובתי משפט)
8. עלויות פיננסיות (כולל דמי הנפקה, תשלומים לנאמנים, עלויות רישום ותיעוד ודמי ניהול)
9. עלויות ריבית (כולל ריבית מהוונת בשלב ההקמה)
10. עתודות מימון (חייבות לממן עד שנה אחת של תשלומי החזר קרן וריבית מימון מחדש יותר בכל מקרה לגופו).

## קריטריונים לבדיקה ולבחירה

1. זכאות - כל פרויקט מחייב הגשת בקשה מתאימה מצד מבקש זכאי, לכלול מוטב זכאי ולשמש לפעילויות זכאיות.
2. עדיפות מקומית ואזורית - הפרויקט חייב לעבור ביקורת של רשות מקומית או אזורית ולקבל את אישורה והמלצתה.
3. פרויקט - הפרויקט יוערך על פי זכאותו של המוטב והשימוש המיועד לכספים.
4. הנהלה - ההנהלה תוערך על סמך הניסיון והמומחיות של צוות הפרויקט.
5. המצב הפיננסי - הנתונים הפיננסיים יוערכו על סמך חוזק מודל ההכנסות, החוזים, התחזיות הפיננסיות וערך נכסי הפרויקט כביטחונות.
6. השלכות - הפרויקט יוערך על פי יכולתו ליצור מקומות עבודה, על פי השקעות אסטרטגיות הקשורות לאסטרטגיה האזורית ועל פי פעילות המכוונת למקומות ולאוכלוסיות במצוקה.

תנאים וקריטריונים על פי סוג הפרויקט			טבלה 5
ציבורי	יוזמה חברתית	עסק קטן ובינוני	
הרשאה תקציבית	חוזים ומכירות	תחרותי	מודל הכנסות
100%	90%	75%	יחס הלוואה לשווי
אין	תאגידיות	תאגידיות ואישיות	ערבויות
20 שנה	20 שנה	120% אורך חיי פחת	תקופה

מקור: Milken Institute Israel Center.



## מודל פיננסי

### ההנחות שעליהן מבוסס המודל

תחזית ימפ"א מבוססת על הנחה של הקמת מאגרי אג"ח עבור תמהילים של 3-7 פרויקטים, בהתאם לגודל המאגר. לכל פרויקט במאגר תונפק סדרה נפרדת של אג"ח. הסכום השנתי יהיה בסביבות 33 מיליון ש"ח בשנה הראשונה, והוא יגדל בהמשך בהתאמה לאינפלציה בלבד. ריבית הקופון הממוצעת של כל סדרה תהיה 4%-5% ומועד פירעונה 20 שנה. כמו כן, החישובים מבוססים על ההנחה שכל פרויקט יקבל דחייה של שנה אחת בהחזרי הקרן ויחויב לשלם רק את הריבית בשנה הראשונה לקיומו. למטרת המחשה הנחנו בלאי מלא של האג"ח וביצוע רבעוני של תשלומי הקרן והריבית. ריבית הקופון בפועל ומועד פדיון האג"ח תלויים יהיו, כמובן, תלויים בתנאי שוק ההון במועד הנפקת כל אג"ח.

עמלת האג"ח תהיה כ-3.5% מסכום הקרן של הנפקת האג"ח. ניהול התוכנית יכלול כ-2.1% מתמורת האג"ח החדשות. כמו כן, יוזמת מימון הפיתוח האזורי תגבה בכל שנה 0.11% מסכום האג"ח שטרם נפרעו כדי לתמוך בעלויות התפעול. לבסוף, דמי הייעוץ לפרויקט, כולל תשלומים לייעוץ משפטי, הבניית פרויקט והנהלת חשבונות, יעלו 1.5% מסכום האג"ח (ראו טבלה 5). תשלומים חד-פעמיים אלה יסתכמו בכ-7% מסכום הנפקת האג"ח וימומנו בהנפקת האג"ח. אפשר שיהיה צורך להשקיע מאמץ רב יותר לשווק את האג"ח ולנהל את התוכנית נוכח העובדה שמנקודת מבטו של הרוכש האמריקני מדובר במחיר גבוה ממחירי השוק ובמקור החזר זר, בעוד שמנקודת מבטם של הרוכשים הישראלים מדובר במבנה הון והנפקת אג"ח לא שגרתיים.

הנחות ביחס לאג"ח	טבלה 6
------------------	-----------

התנאים להקמת מאגרי אג"ח	
סכום	33,600,000
ריבית	4.5%
תקופה	20
תקופת סילוק	20
דחיית תשלומי קרן	1
דחיית תשלומי קרן וריבית	-
אסקלציה	2.5%
מספר מאגרי האג"ח	5

דמי אג"ח		סכום	
הנפקת אג"ח	3.5000%	על אג"ח חדשות	6,300,000
ניהול תוכנית	ניהול אג"ח	של אג"ח חדשות	489,842
פעולות	0.1100%	של אג"ח בלתי נפרעות	2,548,535
דמי ייעוץ לפרויקט	1.5000%	על אג"ח חדשות	2,700,000

## תוצאות הסודל

למטרות התחזית הכלולה בניתוח זה (המתוארת ומסוכמת בדו"ח זה), תנפיק סמפ"א 180 מיליון ₪ באג"ח על פני תקופה של חמש שנים, ו-95% מסכום זה ישמשו למימון פרויקטים. הערבות המוגבלת תמנף סכום זה בשיעור של יותר מ-5:1 (הסכום המרבי של הערבות בהשוואה לסכום האג"ח שהונפקו). בהסתמך על הסכום הבלתי נפרע הממוצע של הערבות, יחס המינוף מגיע לכמעט 1:13.

הערבות תשלם למשקיעי קרן הערבות המוגבלת סכום משוער של פי 1.1 מסכום הערבות - או החזר של 12% על ההשקעה בתשלומים על פני חיי הערבות. חישובים אלה מבוססים על דמי הטיפול בערבות המוגבלת ועל רווחי הריבית מהון הערבות המושקע, ומתוך הנחה ששיעור האי-פירעון יעמוד על 1.5% (אי-פירעון של הקרן והריבית ללא סיכוי לחזור מכינוס נכסים, בתרחיש הגרוע ביותר). שוב, הנחה זו מבוססת על 10 שנים בלבד של פעילות אג"ח ותקופת החזר של 30 שנה (20 שנה אחרי הנפקות אג"ח על פני 10 שנים).

תוצאות אג"ח (אומדן)		טבלה 7
סכום	אג"ח וערבויות	
180,000,000	נפח אג"ח	
95%	תמורה נטו	170,510,158
5.2	סכום ערבון מירבי	34,637,701
12.7	סכום ערבון ממוצע	14,173,496
0	ריבית על עתודת ערבון	
1.875%	דמי ערבון וריבית	7,723,896
11%	סה"כ הפסדים/משיכות כנגד הערבון	3,675,140
12%	הכנסה נטו על ערבונות	4,048,756
1.1	מכפיל החזר על הערבון	

מקור: Milken Institute Israel Center

ככל שייפרעו האג"ח בהדרגה, וסכום העירבון המוגבל הנדרש כדי לכסות את הקרן שטרם נפרעה יילך ויפחת עבור הנפקות האג"ח השוטפות, כך יהיה ניתן "למחזר" את העירבון המוגבל ולהשתמש בו כדי לערוב לאג"ח חדשות. הודות לכך יהיה אפשר להגדיל את יחס המינוף של העירבון המוגבל ככל שיונפקו אג"ח נוספות.

## השלכות התוכנית

כבר בסבב הראשון תגייס ימפ"א בשוקי ההון 180 מיליון ₪ לעסקים קטנים. סכום זה משקף שיעור מינוף של 6:1 לערבות כולה, כולל ההשקעות הממשלתיות והפילנתרופיות גם יחד, ויחס מינוף של 18:1 לחלק הממשלתי לבדו. ההשקעה בערבות המוגבלת תמוחזר ככל שפרויקטים יחזירו את חובם ויתאפשר מימון חדש, תוך הגדלת סכומי המימון המתקבלים משוקי ההון.

### הנחות יסוד

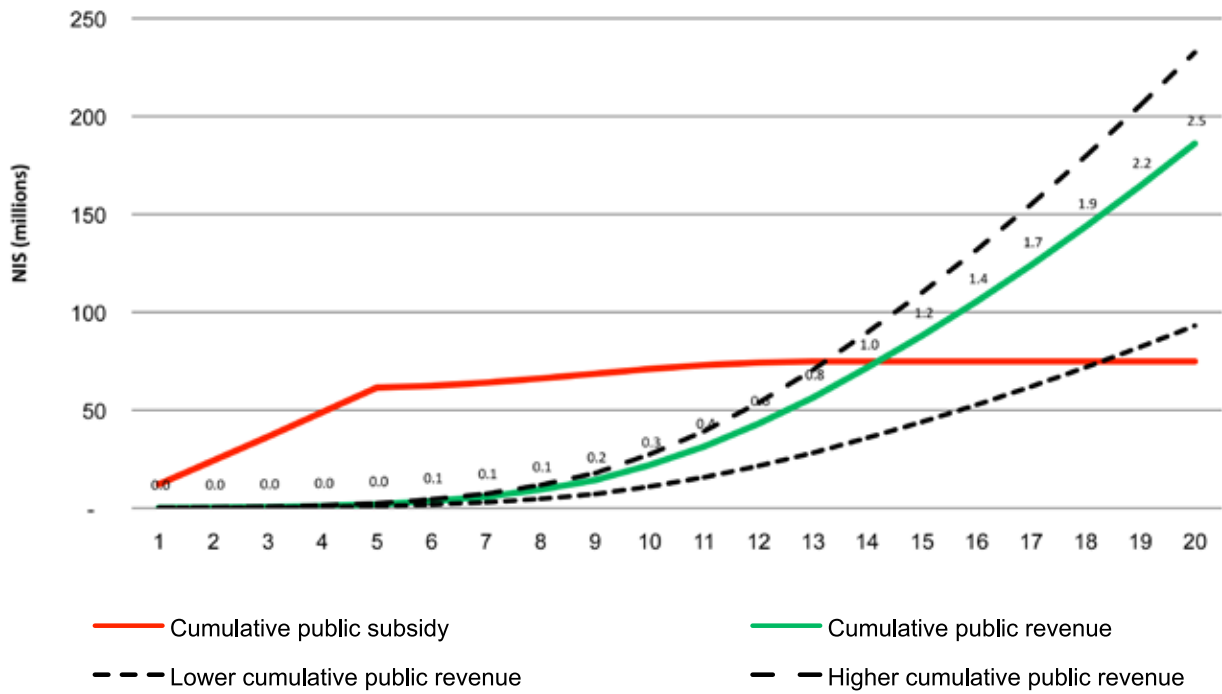
1. כל ההשקעות יהיו באזורי פיתוח א.
2. בין כל הפרויקטים שיקבלו מימון יהיו עסקים המתמחים בטכנולוגיה ו/או ייצור, שיהיו זכאים למענקי הון כתמריץ, לשיעורים מופחתים של מס חברות, ולהפחתה מואצת של מס על השקעות הון.
3. מבין הפרויקטים הללו, 25% מהפעילות העסקית הטכנולוגית תהיה "חדשה נטו" בישראל, כלומר פעילות שמעולם לא נעשתה בשום מקום אחר בישראל; 50% מהפעילות העסקית היצרנית תהיה "חדשה נטו".<sup>9</sup>

### תוצאות

1. התוכנית המקורית תניב חמש שנות מימון מבוסס על שוקי ההון.
2. התוכנית תממן כ-17 עסקים (העתקת מקום והרחבות), שיניבו 574 מיליון ש"ח בהכנסות תאגידיות.
3. על פי ההערכה, התוכנית תיצור 723 מקומות עבודה חדשים נטו, עם שכר חדש של 155 מיליון ש"ח בשנה.
4. בהסתמך על מכפילים מעסקי הטכנולוגיה והייצור המקבילים את המימון, יתווספו לכלכלה המקומית כ-98 מיליון ₪ בשכר עקיף חדש נטו, וכמעט 175 מיליון ₪ בהכנסות תאגידיות חדשות נטו.
5. בהסתמך על עלות ההשקעות הציבוריות הישירות בעסקים אלה, כולל השימוש בערבות ובתמריצים האזוריים ובהכנסות הציבוריות המופחתות (מסים), נקודת האיזון הציבורית (1.0x) תושג על פי התחזיות בין השנה ה-13 לשנה ה-18.
6. בהסתמך על תחזית זו, אנו מצפים שכפולת ההטבה הציבורית המופחתת של ההשקעה הציבורית תהיה בסביבות 2.5x עד לשנה ה-20. השקעה זו בערבות המוגבלת תמוחזר בעת שהפרויקטים ישלמו את חובם ויתאפשר מימון חדש, שיגדיל את סכום המימון המתקבל משוקי ההון.

9 מדובר בהנחות יסוד שמרניות שנועדו רק להדגים את הנקודה שאזורי הפריפריה מתחרים עם מרכז הארץ על השקעות עסקיות - כך שאפקט ההחלפה מתעלם מההשפעה החדשה נטו שמקורה בהשקעות באזורים אלה.

יצירת מקורות הון חדשים לפיתוח כלכלי תחזית היוון ל-20 שנה (זמן פעילות: 5 שנים)



## סראי סקום

Pennsylvania Development Authority, Chapter 73, Sec. 73.1-73.101, Session of 1991, H. B. 804, Legislative Reference Bureau, Commonwealth of Pennsylvania.

“Financial Statements and Independent Auditor’s Report.” Indianapolis Local Public Improvement Bond Bank, 2009 and 2010.

“The Indianapolis Local Public Improvement Bond Bank.” City of Indianapolis, <http://www.indy.gov/eGov/City/BondBank/Official/Documents/2011%20A%20and%20B%20North%20of%20South%20OS.pdf>

“Maine Municipal Bond Bank.” <http://www.mmbb.com/Index.aspx>.

“Measures of Performance.” Maine Municipal Bond Bank, September 2011.

“Pennsylvania Industrial Development Authority Act.” Pennsylvania General Assembly, 1955.

“Pennsylvania Industrial Development Authority, Program Guidelines.” Pennsylvania Department of Community & Economic Development, October 2009.

“Proposed Rules: Examples of Program-Related Investments.” In *Federal Register* 77, 2012.

“Prospectus Information.” Calvert Foundation, April 2011.

Assli, Abed. “Northern Israel Tourism Improvement District.” Milken Institute Fellows Report. Jerusalem, Israel: Milken Institute, July 2009.

Bachar, Yitzhak. “Financial Tools for the Development of Northern Israel: Project Survey, Milken Institute, 2008 (Hebrew).

Maine Municipal Bond Bank. “General Bond Resolution Rating Agency Presentation.” April 2012.

The World Bank. “International Development Association, Regional Integration.” <http://www.worldbank.org/ida/theme-integration.html>.

Cowan, Michelle, and Matthew Levin. “An Analysis of State Bond Banks.” Edited by Government Finance Group (GFG): Council of Infrastructure Financing Authorities, February 1997.

European Investment Bank. “Project Loans.” <http://www.eib.org/products/loans/index.htm>.

Haran, Maya, and Gila Weinberger. “Evaluation of the Status of the Implementation of the Bachar Report.” Milken Institute Fellows Report. Jerusalem, Israel: Milken Institute, November 2012.

McDonald, Michael. “Maine Quashes Wall Street Negotiated Debt Deals Declaring No Free Lunches.” Bloomberg, August 8, 2011.

Baker Newman Noyes. “Basic Financial Statements and Management’s Discussion and Analysis.” Edited by Maine Municipal Bond Bank, 2011.

OPIC. “Structured Financial Products.” <http://www.opic.gov/what-we-offer/financial-products>.

Richman, Idan. “Financial Model for Leveraging Philanthropy toward Regional Development in the Negev and Galilee.” Milken Institute Fellows Report: Milken Institute, November 2012.

Yago, Glenn, and Teresa Magula. “Financial Innovations for Economic Recovery and Development in Northern Israel.” Financial Innovations Lab® Report. Jerusalem, Israel: Milken Institute, March 2007.

## נספחים

## נספח א': תחזיות פיננסיות

## פעילויות בשוקי הון

שנה	תמורה אג"ח ברוטו	דמי הנפקה	הלוואות שטרם נפרעו	תשלום	תשלומי ריבית
1	33,600,000	1,176,000	33,600,000	1,512,000	1,512,000
2	35,275,353	1,234,637	68,875,353	4,170,429	3,099,391
3	36,144,100	1,265,043	103,948,414	6,921,356	4,677,679
4	37,034,242	1,296,198	138,738,978	9,740,031	6,243,254
5	37,946,306	1,328,121	173,188,507	12,628,124	7,793,483
6	-	-	168,353,865	13,837,706	7,575,924
7	-	-	162,092,083	13,837,706	7,294,144
8	-	-	155,548,521	13,837,706	6,999,683
9	-	-	148,710,499	13,837,706	6,691,972
10	-	-	141,564,765	13,837,706	6,370,414
11	-	-	134,097,474	13,837,706	6,034,386
12	-	-	126,294,154	13,837,706	5,683,237
13	-	-	118,139,685	13,837,706	5,316,286
14	-	-	109,618,265	13,837,706	4,932,822
15	-	-	100,713,381	13,837,706	4,532,102
16	-	-	91,407,777	13,837,706	4,113,350
17	-	-	81,683,421	13,837,706	3,675,754
18	-	-	71,521,469	13,837,706	3,218,466
19	-	-	60,902,229	13,837,706	2,740,600
20	-	-	49,805,123	16,309,513	2,241,231
21	-	-	35,736,841	13,849,723	1,608,158
22	-	-	23,495,275	11,201,800	1,057,287
23	-	-	13,350,763	8,488,665	600,784
24	-	-	5,462,882	5,708,712	245,830
25	-	-	-	-	-
26	-	-	-	-	-
27	-	-	-	-	-
28	-	-	-	-	-
29	-	-	-	-	-
30	-	-	-	-	-



## פעילות קרן אג"ח בערבון מוגבל

שנה	ערבון על הקרן שטרם נפרעה	הפסדי קרן	דמי ערבון	ריבית על עתודת ערבון	ריבית ותשלומים מצטברים
1	6,720,000	22,680	126,000	33,487	159,487
2	13,775,071	62,556	258,283	68,563	486,332
3	20,789,683	103,820	389,807	103,429	979,568
4	27,747,796	146,100	520,271	138,008	1,637,847
5	34,637,701	189,422	649,457	172,241	2,459,546
6	33,670,773	207,566	631,327	167,316	3,258,189
7	32,418,417	207,566	607,845	161,054	4,027,088
8	31,109,704	207,566	583,307	154,511	4,764,906
9	29,742,100	207,566	557,664	147,673	5,470,243
10	14,156,477	207,566	265,434	69,745	5,805,421
11	13,409,747	207,566	251,433	66,011	6,122,865
12	12,629,415	207,566	236,802	62,109	6,421,776
13	11,813,968	207,566	221,512	58,032	6,701,320
14	10,961,826	207,566	205,534	53,771	6,960,625
15	10,071,338	207,566	188,838	49,319	7,198,782
16	9,140,778	207,566	171,390	44,666	7,414,837
17	4,084,171	207,566	76,578	19,383	7,510,799
18	3,576,073	207,566	67,051	16,843	7,594,693
19	3,045,111	207,566	57,096	14,188	7,665,976
20	2,490,256	244,643	46,692	11,228	7,723,896
21	-	-	-	-	7,723,896
22	-	-	-	-	7,723,896
23	-	-	-	-	7,723,896
24	-	-	-	-	7,723,896
25	-	-	-	-	7,723,896
26	-	-	-	-	7,723,896
27	-	-	-	-	7,723,896
28	-	-	-	-	7,723,896
29	-	-	-	-	7,723,896
30	-	-	-	-	7,723,896





## תחזית תפעולית לסוכנות מימון פיתוח אזורי

עלויות			הכנסות					שנה
פרמיית חליפי מטבע	הנפקת אג"ח	תיעוד אג"ח	סה"כ הכסות	כספי הפעלת סטרט-אפ	דמי עיבוד אג"ח	דמי ניהול תוכנית	דמי תיעוד והנפקת אג"ח	
1,512	504,000	336,000	3,248,712	1,500,000	504,000	68,712	1,176,000	1
4,170	529,130	352,754	1,904,618		529,130	140,850	1,234,637	2
6,921	542,161	361,441	2,019,779		542,161	212,575	1,265,043	3
9,740	555,514	370,342	2,135,433		555,514	283,721	1,296,198	4
12,628	569,195	379,463	2,251,486		569,195	354,170	1,328,121	5
13,838	-	-	185,189		-	185,189	-	6
13,838	-	-	178,301		-	178,301	-	7
13,838	-	-	171,103		-	171,103	-	8
13,838	-	-	163,582		-	163,582	-	9
13,838	-	-	155,721		-	155,721	-	10
13,838	-	-	147,507		-	147,507	-	11
13,838	-	-	138,924		-	138,924	-	12
13,838	-	-	129,954		-	129,954	-	13
13,838	-	-	120,580		-	120,580	-	14
13,838	-	-	110,785		-	110,785	-	15
13,838	-	-	100,549		-	100,549	-	16
13,838	-	-	89,852		-	89,852	-	17
13,838	-	-	78,674		-	78,674	-	18
13,838	-	-	66,992		-	66,992	-	19
16,310	-	-	54,786		-	54,786	-	20
13,850	-	-	39,311		-	39,311	-	21
11,202	-	-	25,845		-	25,845	-	22
8,489	-	-	14,686		-	14,686	-	23
5,709	-	-	6,009		-	6,009	-	24
-	-	-	-		-	-	-	25
-	-	-	-		-	-	-	26
-	-	-	-		-	-	-	27
-	-	-	-		-	-	-	28
-	-	-	-		-	-	-	29
-	-	-	-		-	-	-	30

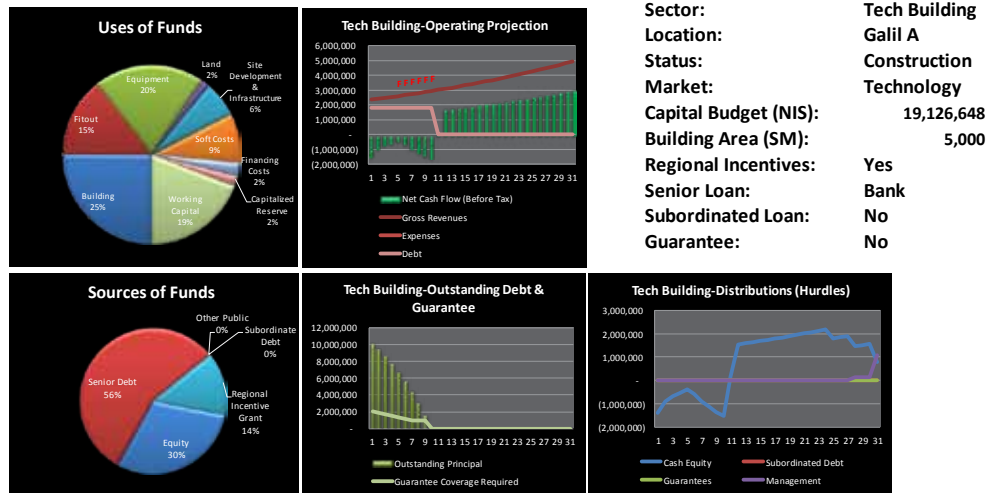
הכנסה תפעולית נטו								
נטו מצטבר	רווחי ריבית על הכנסה נטו מצטברת	הכנסות בניכוי הוצאות	סה"כ הוצאות	עיבוד - פרויקט	עיבוד - פיננסי	עיבוד - משפטי	איוש הנהלת התוכנית ועלויות ישירות	עלויות אחרות של הנפקת אג"ח
1,459,144		1,459,144	1,789,568	168,000	168,000	84,000	612,056	84,000
1,339,226	7,296	(127,213)	2,031,831	176,377	176,377	88,188	616,647	88,188
1,291,745	6,696	(54,177)	2,073,957	180,720	180,720	90,360	621,272	90,360
1,316,596	6,459	18,393	2,117,041	185,171	185,171	92,586	625,931	92,586
1,413,559	6,583	90,380	2,161,106	189,732	189,732	94,866	630,626	94,866
1,464,907	7,068	44,280	140,909	-	-	-	127,071	-
1,508,671	7,325	36,440	141,862	-	-	-	128,024	-
1,544,496	7,543	28,281	142,822	-	-	-	128,984	-
1,572,011	7,722	19,792	143,789	-	-	-	129,952	-
1,590,828	7,860	10,957	144,764	-	-	-	130,926	-
1,600,543	7,954	1,761	145,746	-	-	-	131,908	-
1,600,734	8,003	(7,812)	146,735	-	-	-	132,898	-
1,590,960	8,004	(17,778)	147,732	-	-	-	133,894	-
1,570,758	7,955	(28,156)	148,736	-	-	-	134,898	-
1,539,649	7,854	(38,963)	149,748	-	-	-	135,910	-
1,497,129	7,698	(50,219)	150,767	-	-	-	136,930	-
1,442,672	7,486	(61,942)	151,794	-	-	-	137,957	-
1,375,730	7,213	(74,155)	152,829	-	-	-	138,991	-
1,295,730	6,879	(86,879)	153,871	-	-	-	140,034	-
1,199,601	6,479	(102,608)	157,393	-	-	-	141,084	-
1,088,917	5,998	(116,681)	155,992	-	-	-	142,142	-
965,797	5,445	(128,565)	154,410	-	-	-	143,208	-
832,541	4,829	(138,085)	152,771	-	-	-	144,282	-
691,640	4,163	(145,064)	151,073	-	-	-	145,364	-
695,098	3,458	-	-	-	-	-	-	-
698,574	3,475	-	-	-	-	-	-	-
702,066	3,493	-	-	-	-	-	-	-
705,577	3,510	-	-	-	-	-	-	-
709,105	3,528	-	-	-	-	-	-	-
712,650	3,546	-	-	-	-	-	-	-

## נספח ב': צורכי פרויקט<sup>10</sup>

### בניית טכנולוגיות

#### מחסומי מימון

- המימון הראשוני אינו מספיק; הפסדים התחלתיים מדלדלים את תזרים המזומנים.
- הכסף של הפרויקט נגמר והפרויקט נכשל לפני שניתן היה להחזיר את ההשקעה.



<b>Sector:</b>	Tech Building
<b>Location:</b>	Galil A
<b>Status:</b>	Construction
<b>Market:</b>	Technology
<b>Capital Budget (NIS):</b>	19,126,648
<b>Building Area (SM):</b>	5,000
<b>Regional Incentives:</b>	Yes
<b>Senior Loan:</b>	Bank
<b>Subordinated Loan:</b>	No
<b>Guarantee:</b>	No

#### פתרון מימון

- המימון הראשוני מספיק כדי לכסות את ההפסדים הראשוניים.
- חוב לטווח ארוך יותר בשיעורי ריבית נמוכים מפחית את הנטל על תזרים המזומנים.
- הפרויקט מסוגל להחזיר את ההשקעה למשקיעים ולמשתתפים.



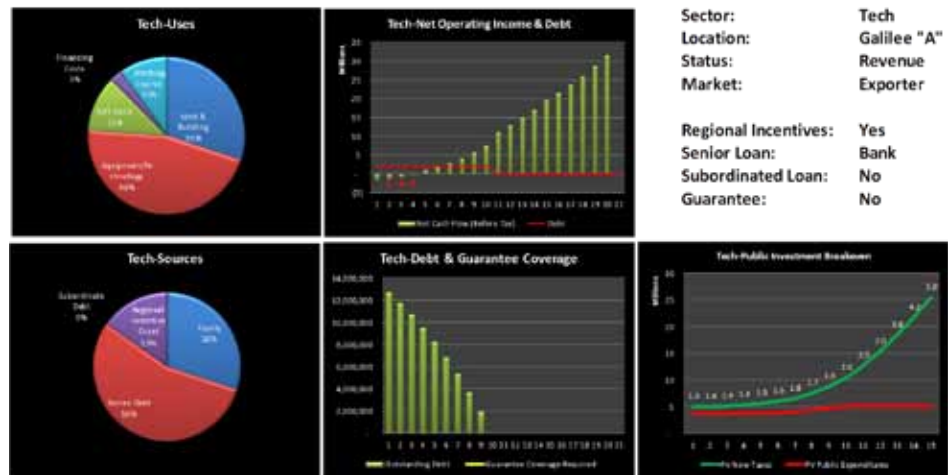
<b>Sector:</b>	Tech Building
<b>Location:</b>	Galil A
<b>Status:</b>	Construction
<b>Market:</b>	Technology
<b>Capital Budget (NIS):</b>	19,126,648
<b>Building Area (SM):</b>	5,000
<b>Regional Incentives:</b>	Yes
<b>Senior Loan:</b>	Bond
<b>Subordinated Loan:</b>	no
<b>Guarantee:</b>	Yes

10 מדובר בהנחות יסוד שמרניות שנועדו רק להדגים את הנקודה שאזורי הפריפריה מתחרים עם מרכז הארץ על השקעות עסקיות - כך שאפקט ההחלפה מתעלם מההשפעה החדשה נטו שמקורה בהשקעות באזורים אלה.

## חברה טכנולוגית

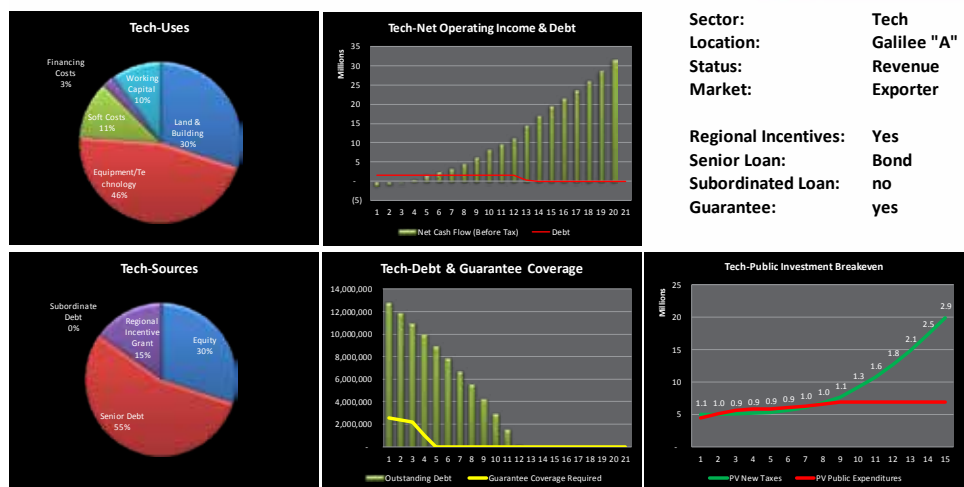
### מחסומי מימון

- המימון הראשוני אינו מספיק; הפסדים התחלתיים מדלדלים את תזרים המזומנים.
- הכסף נגמר והפרויקט נכשל לפני שהשקעה הוחזרה.



### פתרון מימון

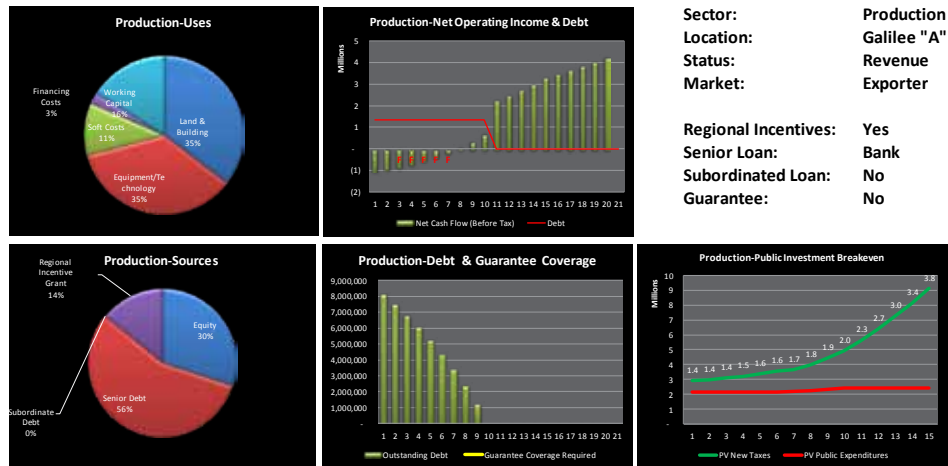
- המימון הראשוני מספיק לכסות את ההפסדים ההתחלתיים.
- חוב לטווח ארוך יותר בשיעורי ריבית נמוכים יותר מפחית את הנטל על תזרים המזומנים.
- הפרויקט מסוגל להחזיר את השקעה למשקיעים ולמשתתפים.



## חברת ייצור

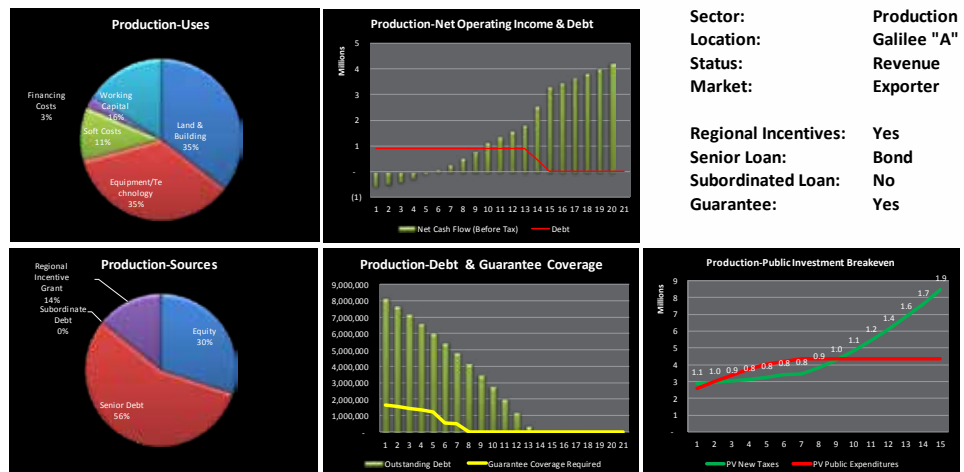
### מחסומי מימון

- המימון הראשוני אינו מספיק; הפסדים התחלתיים מדלדלים את תזרים המזומנים.
- הכסף נגמר והפרויקט נכשל לפני שהחזרה ההשקעה.



### פתרון מימון

- המימון הראשוני מספיק לכסות את ההפסדים ההתחלתיים.
- חוב לטווח ארוך יותר ושיעורי ריבית נמוכים יותר מפחיתים את הנטל על תזרים המזומנים.
- הפרויקט מסוגל להחזיר את ההשקעה למשקיעים ולמשתתפים.



## נספח ג': דוגמאות לתוכניות הסבוסות על שוקי הון

### חברת המימון העירוני של פראג (MUFIS)

#### התוכנית

- תוכנית שותפות בחסות USAID שבה משתתפות צ'כיה וחברת המימון העירוני ("MUFIS") - רשות פיננסית אזורית.
- 100 מיליון דולר זמינים למימון ארוך טווח של תשתיות סביבתיות עירוניות.
- MUFIS מקבלת את הכספים ומספקת לבנקים מסחריים הון לטווח ארוך. הבנקים מלווים כספים לפרויקטים בתשתית שמבצעות עיריות.

#### מבנה פיננסי

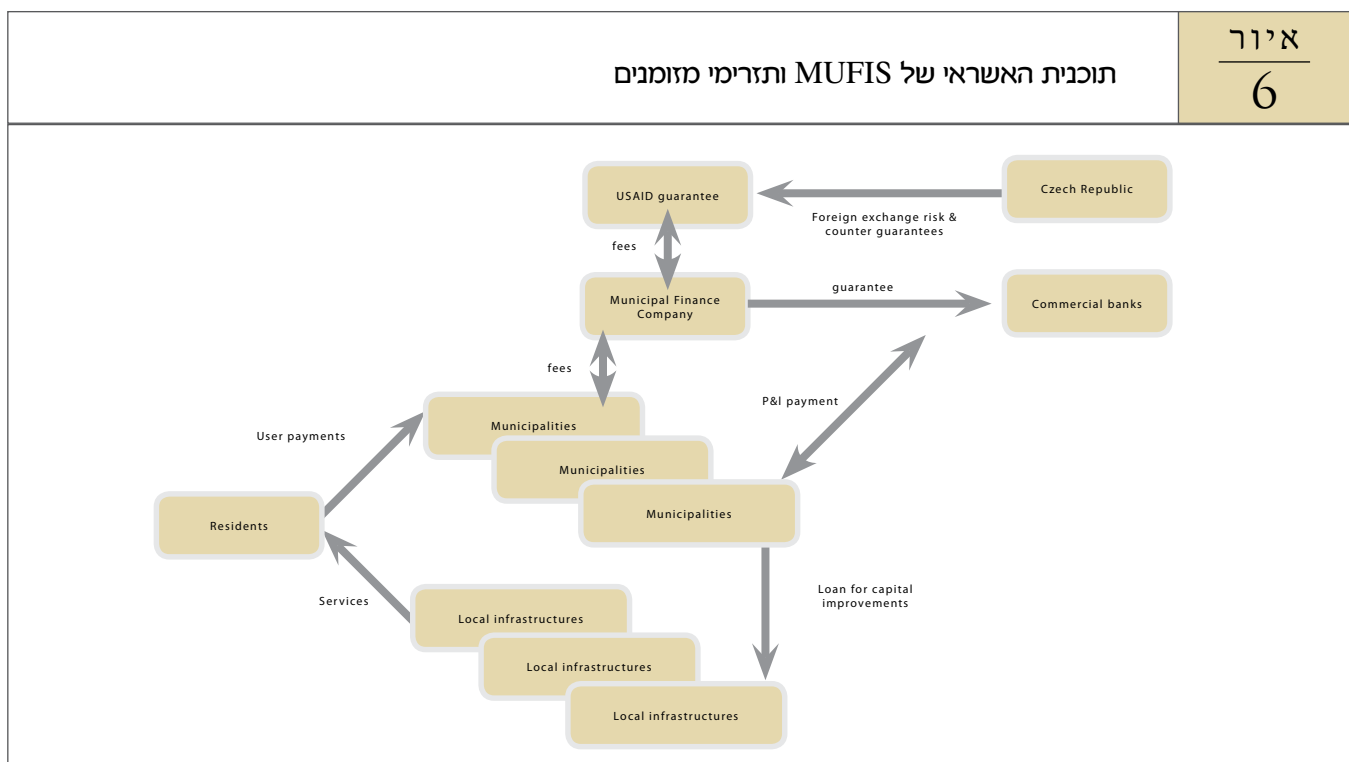
- USAID ערבה לחוב בנקאי ומאפשרת תנאים טובים (הלוואות לטווח של עד 30 שנה עם תקופת אורכה של 10 שנים). דמי הניהול כוללים 1% מהקרן המקורית ו-0.5% מהיתרה שטרם נפרעה בכל שנה.
- התוכנית מאריכה את התנאים הזמינים לפרויקטים מתקופה של שלוש שנים בשוק ההון הצ'כי לתקופה של 15 שנים, וזאת במחירים תחרותיים קבועים מראש.

#### מאפיינים משמעותיים

- התוכנית ממנפת את השתתפות הבנקים באמצעות כיסוי סיכוני אשראי ובטוחות.
- הממשלה אחראית לחיתום של סיכוני מטבע-חוץ.

#### לקחים

- ניצול של שדרוג בינלאומי של מעמד האשראי (באמצעות ערבויות) כדי לתמוך בלוויים קונבנציונליים חלשים.
- ניצול תמיכת אשראי בינלאומית כדי לפצות על סיכוני מטבע.
- הפעלת עיריות כגורמי ביניים התומכים בפרויקטים מקומיים.



	<b>MUFIS - חברת המימון העירוני של צ'כיה (פרטים)<sup>11</sup></b>	<b>קטגוריה</b>
	<p>לחברה יש מועצת מפקחים הקובעת את המדיניות, ומועצת מנהלים המפקחת על הניהול. שתי המועצות כוללות נציגי משקיעים, נציגי שלטון ומומחים עצמאיים בתחום המימון העירוני. נוסף לכך, אספה כללית של בעלי המניות היא הגוף העליון של החברה. מועצת הפיקוח כוללת שבעה חברים שנבחרו על ידי האספה הכללית לתקופה כהונה בת שלוש שנים. מועצת הפיקוח ממנה ומאשרת את חברי מועצת המנהלים. מועצת המנהלים מפקחת על הקבלנים השונים ומבטיחה את איכות השירותים.</p>	<b>ארגון</b>
<p>1. משרד הפיתוח האזורי של USAID בפולין והשגרירות האמריקנית בפראג שיתפו פעולה בניהול ובניטור תוכנית המימון העירונית הממומנת באמצעות ערבויות, ש-MUFIS כלולה בה.</p> <p>2. בנק הערביות והפיתוח של צ'כיה ומורביה (CMZRB) הוא המייסד של MUFIS ומחזיק 49% ממניותיה. ממשלת צ'כיה מחזיקה ב-49% נוספים באמצעות משרד האוצר הצ'כי. בעל המניות השלישי הוא איחוד הערים והקהילות (UTC) המחזיק ב-2% הנותרים.</p>	<p>1. MUFIS לא מעסיקה עובדים בשכר בגין העלויות הכרוכות במשרות אדמיניסטרטיביות מלאות. בנק CMZRB נושא באחריות האדמיניסטרטיבית ל-MUFIS.</p> <p>2. MUFIS לא מעסיקה עובדים שיערכו ניתוחים פיננסיים וניתוחי אשראי, ובמקום זאת, הבנקים עובדים לפי השיטה שך MUFIS להערכת אשראי להלוואות עירוניות.</p>	<b>ניהול וסמכות</b>
	<p>1. משנת 1998 יכולה MUFIS ללוות עד 60 מיליון דולר ממשקיעים אמריקנים פרטיים.</p> <p>2. המימון מגיע גם ממשקיעים פרטיים בשווקים זרים, המעוניינים להעביר מימון לשוק המקומי.</p>	<b>תקציב</b>
	<p>1. MUFIS מלווה לעיריות באמצעות בנקים מסחריים פרטיים הנושאים במלוא סיכוני האשראי להלוואות שהם מעניקים.</p> <p>2. הסכמי ביטחונות חדשניים כוללים שעבוד עקיף של תזרימי הכנסות עתידיות של עיריות במקום לדרוש נכסים בפועל כבטוחה.</p>	<b>מקורות</b>
	<p>1. אין תקרה לגובה תשלומי החוב - כמה עיריות הגיעו לשיעור תשלומים של 34% מהכנסותיהן התפעוליות (ממיסים ותשלומים).</p> <p>2. החלק הראשון (הלוואה של 20 מיליון דולר מבנק HG) התקבל במרס 1995. ל-MUFIS תפקיד משולש: (א) לגייס ולקבל כספים ממשקיעים אמריקנים המקבלים ערבויות מ-USAID על פי תוכנית הערבויות של הארגון; (ב) לתת הלוואות למוסדות הפיננסיים המשתתפים, שמלווים רק לעיריות ולפרויקטים זכאים בתחום התשתיות; (ג) לרכוש חלק מהנפקות האג"ח של העיריות. MUFIS תסיים את תפקידה בתום 10 שנים ממימון החלק הראשון. כל התשלומים יממנו את הפעולות ויחזירו את ההלוואה המבטחת.</p>	<b>מבנה עסקאות</b>
	<p>1. פיתוח שוק אשראי עירוני הפועל תוך הסתמכות על כוחות השוק</p> <p>2. שיעורי אי-פירעון של פחות מ-3%</p>	<b>בעיות אשראי</b>
	<p>3. בין 1995 ל-1998 הלווה הארגון סך כולל של 44 מיליון דולר למימון כ-260 פרויקטים עירוניים, שהביאו תועלת לכ-70,000 בתי אב</p> <p>1. מסתמכת על סבסוד ציבורי כדי לכסות את הפסדי שער החליפין (מאחר שהיא לווה במטבע זר ומשלמת במטבע מקומי)</p> <p>2. MUFIS אינה בודקת את מעמד האשראי של הבנקים המשתתפים בתוכנית.</p>	<b>היסטוריה</b>
	<p>1. מסתמכת על סבסוד ציבורי כדי לכסות את הפסדי שער החליפין (מאחר שהיא לווה במטבע זר ומשלמת במטבע מקומי)</p> <p>2. MUFIS אינה בודקת את מעמד האשראי של הבנקים המשתתפים בתוכנית.</p>	<b>תוצאות</b>
	<p>1. מסתמכת על סבסוד ציבורי כדי לכסות את הפסדי שער החליפין (מאחר שהיא לווה במטבע זר ומשלמת במטבע מקומי)</p> <p>2. MUFIS אינה בודקת את מעמד האשראי של הבנקים המשתתפים בתוכנית.</p>	<b>בעיות נוספות</b>

11 "Monitoring Report Municipal Infrastructure Financing Program Czech Republic". USAID (June 1997), [http://pdf.usaid.gov/pdf\\_docs/PNACD925.pdf](http://pdf.usaid.gov/pdf_docs/PNACD925.pdf).



## הרשות לפיתוח תעשייה של פנסילבניה

### התוכנית

- מבנה מימון המבוסס על קרן מחזורית עם מועצת מנהלים ברמה ממשלתית, ניתוח אשראי והלוואות וניהול חשבונות חייבים.
- רשת של רשויות מקומיות לפיתוח התעשייה.
- מכוונת אל מגזרי התעשייה, המו"פ ושירותי המטה.

### מבנה פיננסי

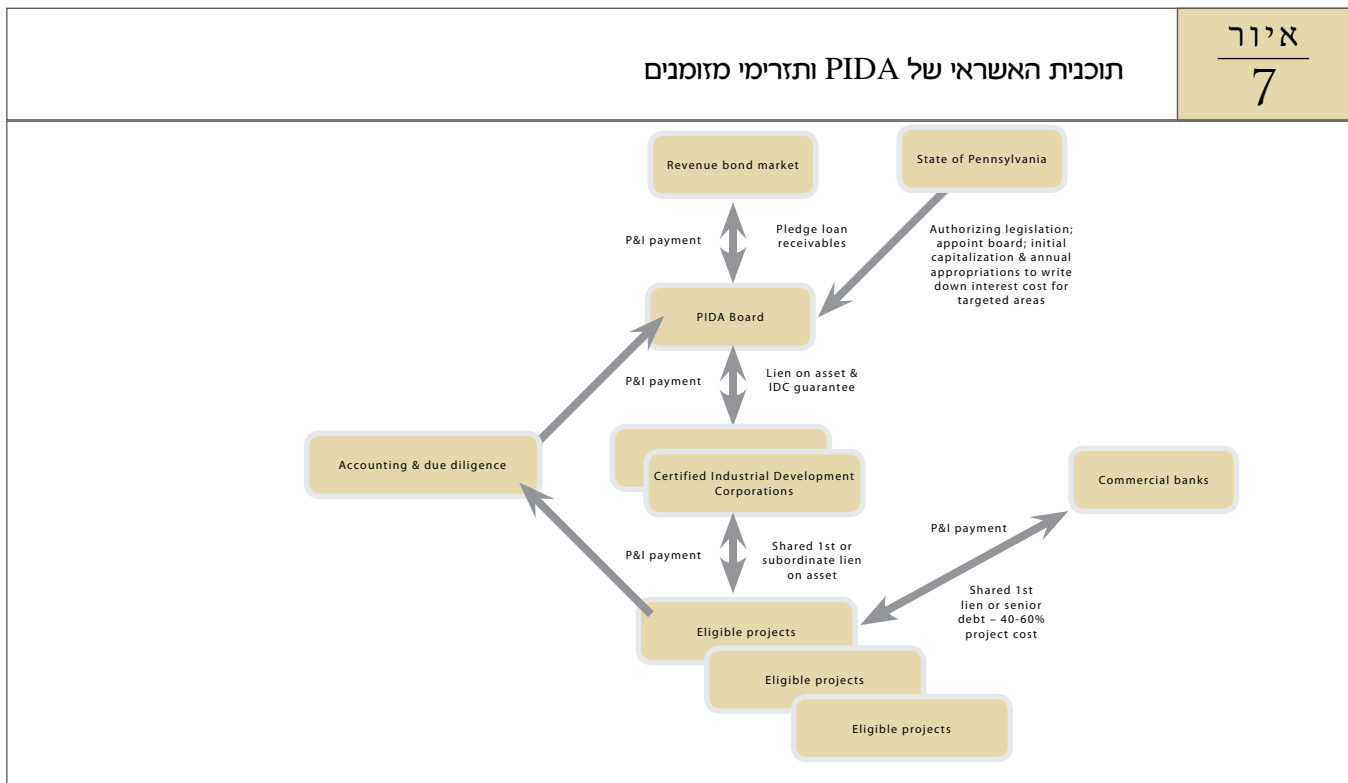
- הלוואות בעלות שיעורי הלוואה-ערך של 40%-60%, הניתנות לרשויות מקומיות ובאמצעות רשויות מקומיות לפרויקטים תעשייתיים; האשראי מוגבל ל"מוטב בלבד" ולא לרשות המקומית.
- המדינה מסבסדת את הריבית כדי לאפשר שיעורי ריבית מתחת לרמת השוק לאזורים ופרויקטים שהתוכנית מכוונת אליהם (אזורי מצוקה ואזורים שנערך בהם מחקר טכנולוגי מתקדם).

### מאפיינים משמעותיים

- ההון הראשוני הושג באמצעות הקצבה ממשלתית.
- המרת חייבים לבטוחות באמצעות אג"ח פטורות ממס וחייבות במס על מנת לגייס מימון נוסף.
- תפקיד מקומי - בתכנון הפרויקט וב"שרשרת העברת הבעלויות".
- שיעורי אי-פירעון של 1.5%; תוכנית בת-קיימא ל-56 שנה.

### לקחים

- שימוש בהלוואות ישירות מסובסדות במטרה לחזק את מעמד האשראי של הלוואות בנקאיות
- איגוח הלוואות מסובסדות ויצירת חבילות משולבות באמצעות הנפקת אג"ח בשוק ההון, כדי להבטיח הון זול וארוך-טווח
- ניצול רשויות מקומיות כדי לתכנן ולאשר חבילות פרויקטים



	<b>PIDA - הרשות לפיתוח תעשייה של פנסילבניה (פרטים) <sup>12</sup></b>	<b>קטגוריה</b>
	<p>1. מועצת המנהלים של PIDA מונה 12 חברים, מתוכם 5 חברים הקבינט של המושל ו-7 נציגים של הציבור שמונו על ידי המושל ואושרו על ידי הסנאט. מזכיר המסחר מכהן כיו"ר. בעלי תפקידים אחרים בקבינט הם מזכיר התעסוקה והתעשייה, מזכיר לענייני קהילה, מזכיר לענייני חקלאות ומזכיר לענייני בנקאות.</p> <p>2. מועצת המנהלים רשאית להעסיק עובדים ויועצים.</p>	<b>ארגון</b>
	<p>PIDA אמורה לשתף פעולה עם רשויות פיתוח תעשייתי למען קידום הצמיחה של יוזמות מאושרות בתחומים קריטיים; לבחון ולאשר בקשות להלוואות בהתאם להנחיות המובאות בחוק; לתת הלוואות מקרן מחזורית לפיתוח תעשייתי (חשבון מיוחד כבעלות מדינת פנסילבניה) ולדאוג להחזר ההלוואה ולהפקדה חוזרת בקרן; להבטיח החזר הלוואה באמצעות הפיכת חלק מנכסי הפרויקט לבטוחות; להלוות כספים ולהנפיק אג"ח (ניתן לשלם את הקרן והריבית אך ורק מתוך הכנסות המשכנתא של PIDA).</p>	<b>ניהול ופעילות</b>
	<p>צוות PIDA, הכולל שני מנהלים מקצועיים ושני פקידים, שוכר שירותים מקצועיים על בסיס חוזי, כולל חברת עו"ד, חברת הנדסה ושני משרדים של רואי חשבון, שאחד מהם סוקר בקשות להלוואות והשני מבקר את התוכנית של PIDA.</p>	<b>תקציב</b>
	<p>1. הקצבות שנתיות כדי להפחית את שיעורי הריבית באזורים שהתוכנית מיועדת להם.</p> <p>2. מימון באמצעות אג"ח מוניציפליות ומימון חוזר באמצעות הנפקות אג"ח בשוק ההון.</p>	<b>מקורות</b>
	<p>1. PIDA יכולה להלוות 70%-30% מעלויות הקרקע והבנייה ועד 2 מיליון דולר לכל פרויקט.</p> <p>2. לכל 35,000 דולר שהיא מלווה, PIDA מחויבת להעסיק לפחות עובד אחד במשרה מלאה ו/או ליצור מקום עבודה לעובד אחד כזה באתר הפרויקט בתוך שלוש שנים מסגירת ההלוואה של PIDA.</p>	<b>מבנה עסקאות</b>
	<p>1. כאשר מדובר בפרויקט שמשותף בו גורם תעשייתי זכאי, PIDA תשעבד את נכסי הפרויקט בשעבוד ראשון או שני משותף.</p> <p>2. הבטוחות לכל ההלוואות לפארקים תעשייתיים יהיו לא פחות מאשר משכנתה ראשונה על הנכס הממומן.</p>	<b>בעיות אשראי</b>
	<p>כדי לטפח צמיחה של יוזמות פרטיות וליצור מקומות עבודה חדשים הקימה האספה הכללית את PIDA בשנת 1956, כארגון שיעניק הלוואות בשיעורי ריבית מתחת לשיעורי השוק לשם רכישה ובנייה של מתקני תעשייה. הלוואות PIDA ממוצעת מכסה 37 אחוזים מהעלות הכוללת של פרויקט ההלוואה.</p>	<b>היסטוריה</b>
	<p>תוכנית PIDA הלווה יותר מ-1.5 מיליארד דולר לפרויקטים תעשייתיים. סכום זה מונף ליותר מ-5 מיליארד דולר באמצעות מימון נוסף של מפעלים וציוד.</p>	<b>תוצאות</b>

12 "Pennsylvania Industrial Development Authority, Program Guidelines". Pennsylvania Department of Community & Economic Development. October 2009 - <http://www.newpa.com/sites/default/files/uploads/PIDA-Guidelines---October-2009.pdf>

"Pennsylvania Industrial Development Authority Act". Pennsylvania General Assembly - <http://www.legis.state.pa.us/WU01/LI/LI/US/PDF/1955/0/0537..PDF>

## רשויות ממשלתיות למימון אג"ח

### התוכנית

- רשויות אלה מנפיקות אג"ח פטורות ממס וחייבות במס לטובת פרויקטים זכאיים, כולל פרויקטים בתחומי התעשייה, המלכ"רים, האנרגיה והסביבה.
- ניתן להשתמש בתמורה של האג"ח כדי לממן את רכישתם של נכסים קבועים כמו קרקע, מבנים וציוד, ואף לבנות מבנים חדשים או לשפץ מבנים קיימים.
- הנפקות אג"ח בהיקף המתחיל ב-1.5 מיליון דולר (אך יכול להגיע לסכומים גדולים בהרבה).

### יתרונות

- מימון בשיעורי ריבית נמוכים מהמקובל
- מימון בתעריפים קבועים או משתנים; ניתן לממן עד 100% מעלות הפרויקט

### שימוש פוטנציאלי בתמורת האג"ח

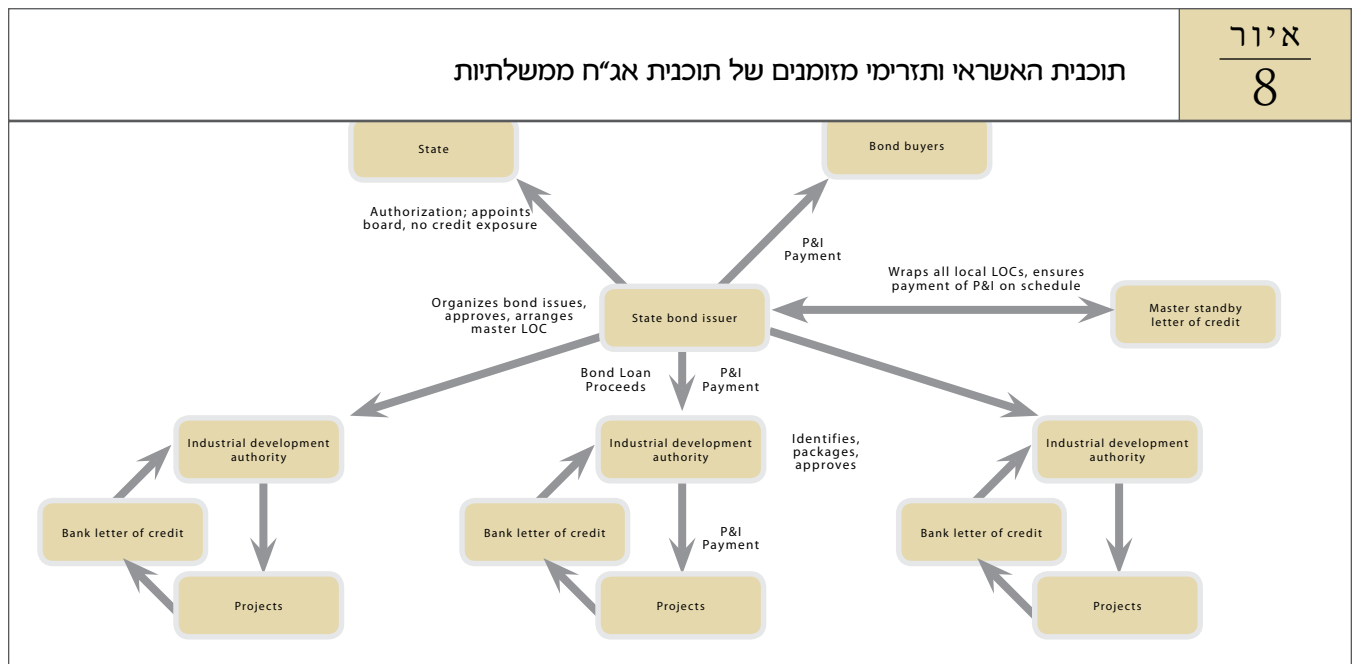
- עלויות קשיחות: מבנים וציוד, מכונות וריהוט
- עלויות רכות: עלות אדריכלים, מהנדסים, עורכי דין ורישיונות
- קרקע
- מימון: עלויות הנפקת אג"ח

### מאפיינים משמעותיים

- אשראי המבוסס על חוסנם של המוטב והפרויקט ו/או שיפור מעמד האשראי באמצעות ערבות
- התוכנית משלבת בדרך כלל סוכנויות מקומיות כדי להציג ולאשר את הפרויקט, אם כי לא על מנת לתת אשראי
- התוכנית מחייבת בדרך כלל לחזק את מעמד האשראי באמצעות מכתב אשראי מבנק או באמצעות ביטוח

### לקחים

- יצירת ערוץ לפרויקטים שזכאים לגשת לשוקי הון
- איגום פרויקטים בכל הנפקת אג"ח כדי לפזר את עלויות ההנפקה וסיכוני האג"ח ולקבל אשראי ארוך טווח בעלות נמוכה
- שימוש בשעבוד לחיזוק מעמד האשראי (באמצעות מכתב אשראי בנקאי) לפרויקטים אינדיבידואליים על מנת להגביל פנייה חזרה למנפיק
- תרשים תוכנית האשראי של PIDA ותזרימי מזומנים



## בנק האג"ח העירוני של מיין

### התוכנית

- רשות מימון בחסות ממשלתית
- מנפיקה אג"ח מטעם העיריות בשוקי ההון
- מממנת פרויקטים תעשייתיים, כולל תעבורה, פסולת מוצקה, מים, ביוב וכו'
- הנפיקה יותר מ-4 מיליארד דולר מאז שנת 1972; מיליארד דולר עדיין לא נפרעו

### מבנה פיננסי

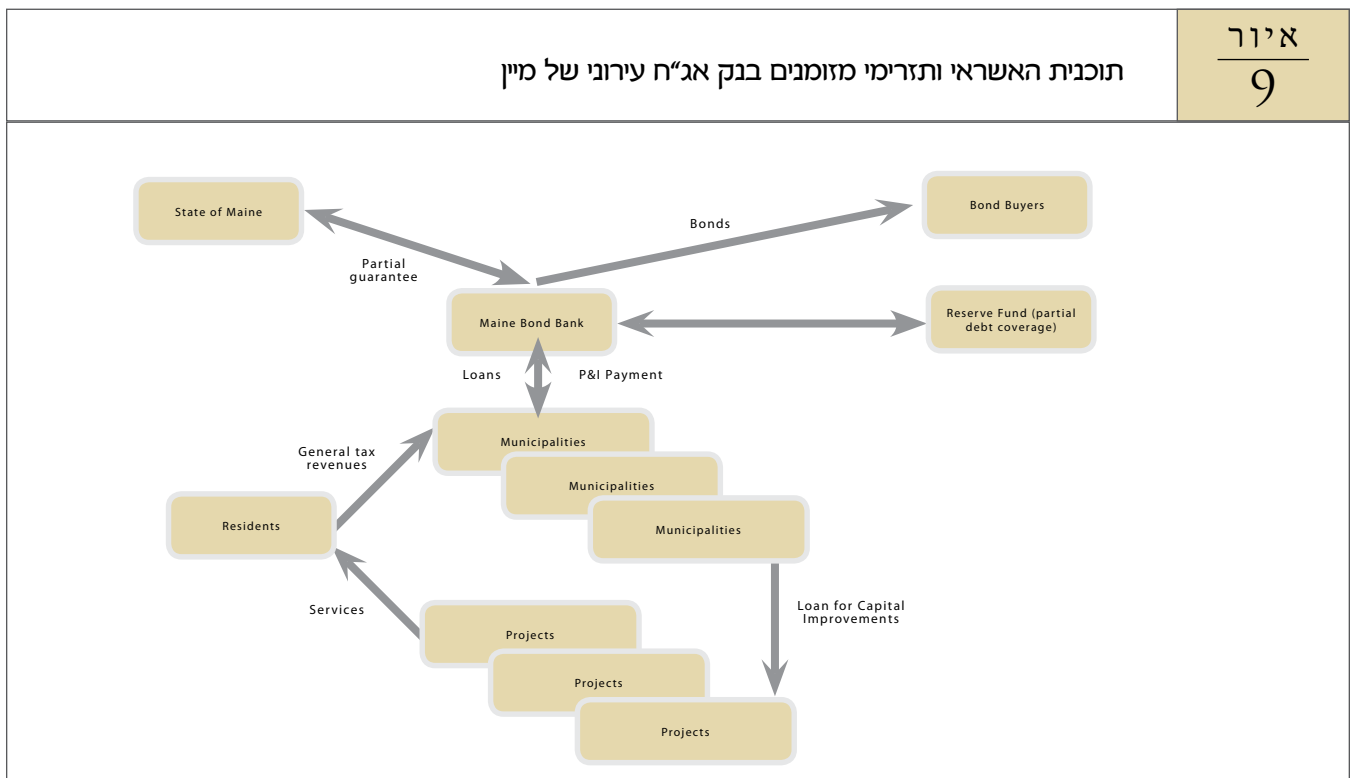
- שעבוד כספי מדינה לכיסוי התחייבויות אג"ח
- שימוש במודל של קרן עתודה לכיסוי התחייבויות להחזר חובות
- מסוגלת להציע תעריפים חייבים במס ופטורים ממס

### מאפיינים משמעותיים

- איגום סיכוני אג"ח בין עיריות, שילוב סוגי נכסים
- התוכנית מציעה לרוכשי אג"ח תיק אג"ח עירוני מגוון

### לקחים

- יצירת ערוץ שבאמצעותו מאגרי פרויקטים זכאיים יכולים לגשת לשוקי הון
- יצירת מותגי אג"ח לתיק פרויקטים, במגמה לעודד את קבלת האג"ח בשוק ההון
- הגבלת הערבות הממשלתית
- יצירה של מימון עתודה מבוסס פרויקט כדי לתמוך באשראי
- ניצול סוכנויות פיתוח מקומיות על מנת להציג ולאשר פרויקטים
- תרשים תוכנית האשראי ותזרימי מזומנים של תוכנית אג"ח ממשלתית



קטגוריה	MMBB - בנק האג"ח העירוני של מיין (פרטים) <sup>13</sup>
ארגון	בנק האג"ח העירוני של מיין נוסד על ידי בית המחוקקים של מדינת מיין כדי להנפיק אג"ח, במטרה להלוות כסף למחוזות, לערים, לעיירות, למחוזות חינוך ולתאגידים כמו-עירוניים אחרים במדינת מיין.
ניהול וסמכות	מנוהל על ידי מועצת מפקחים שמונתה על ידי המושל.
תקציב	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. בנק האג"ח העירוני של מיין אינו מקבל הקצבות ממשלתיות כלשהן לפעולותיו.</li> <li>2. ההוצאות התפעוליות הישירות והמשותפות ב-2012 הגיעו ל-6.3 מיליון דולר. עם זאת, הבנק מנהל גם תוכניות אחרות של הלוואות ומענקים בשיתוף עם ממשלת המדינה.</li> <li>3. מתוך הכנסות פעולותיו מעביר בנק האג"ח העירוני של מיין הקצבות לתשלום משכורות ולהוצאות תקורה כלליות לרשות מתקני הבריאות וההשכלה הגבוהה של מיין ולרשות המתקנים הממשלתיים של מיין.</li> </ol>
מקורות	החזרי האג"ח משולמים מתוך מסי רכוש.
מבנה עסקאות	האג"ח נמכרות באופן פרטי לרוכשי אג"ח מוסדיים.
בעיות אשראי	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. כל פרויקט משעבד את הכנסותיו ומהווה קרן עתודה להחזר חובות.</li> <li>2. מאגרי פרויקטים מספקים תמיכה לתיקים, ובכך מפזרים את הסיכון בין הפרויקטים בתוך המאגר.</li> </ol>
תוצאות	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. בנק האג"ח העירוני של מיין נתן 1,656 הלוואות ל-457 יחידות ממשלתיות שונות.</li> <li>2. יותר מ-60% מהתיק מורכבים מאג"ח מחוזות חינוך. הבנק מחזיק היום באג"ח בלתי נפרעות בהיקף של מיליארד דולר. נכון לפברואר 2012 הבנק מכר אג"ח בהיקף של יותר מ-4.2 מיליארד דולר.</li> </ol>
בעיות נוספות	הבנק מודאג מבעיות של תמחור מתחרה מצד הנפקות מוסדיות, ושוקל מכירת אג"ח פומבית במקום מכירות חוב פרטיות.

13 "Maine Municipal Bond Bank". Maine Municipal Bond Bank Company Website - <http://www.mmbb.com/Index.aspx>

"Maine Municipal Bond Bank, Basic Financial Statements and Management's Discussion and Analysis and Additional Information, Year Ended June 30, 2011" Baker Newman Noyes - <http://www.mmbb.com/documents/AuditedFinancialStatements/6-30-11AuditedFinancials.pdf>

McDonald, Michael. "Maine Quashes Wall Street Negotiated Debt Deals Declaring No Free Lunch". Bloomberg. August 2011 - <http://www.bloomberg.com/news/2011-08-09/maine-quashes-wall-street-negotiated-deals.html>

"Maine Municipal Bond Bank, General Bond Resolution Rating Agency Presentation". Maine Municipal Bond Bank. April 2012 - <http://www.mmbb.com/documents/RatingAgencyPresentations/GeneralResolution.pdf>

"Measure of Performance". Maine Municipal Bond Bank. September 2011 [http://www.mmbb.com/documents/MMBB\\_MOP\\_2011.pdf](http://www.mmbb.com/documents/MMBB_MOP_2011.pdf)

"An ACT - Session of 1991". Commonwealth of Pennsylvania, Legislative Reference Bureau. 1991 - <http://www.palrb.us/pamphletlaws/19001999/1991/0/act/0035.pdf>

## בנק האג"ח של אינדיאנפוליס

### התוכנית

- רשות אג"ח הפועלת בערים במטרה להעניק גישה לאג"ח פטורות ממס לעבודות ציבוריות ופרויקטים גדולים לפיתוח כלכלי.
- בשנת 2002 תמכו הקרנות במחקרי כדאיות ובתוכניות לפיתוח בתי ספר הפועלים על פי צ'רטר (בתי ספר בזיכיון); אינדיאנפוליס הרחיבה את בנק האג"ח כך שיכלול גם פיתוח של בתי ספר הפועלים על פי צ'רטר.

### מבנה פיננסי

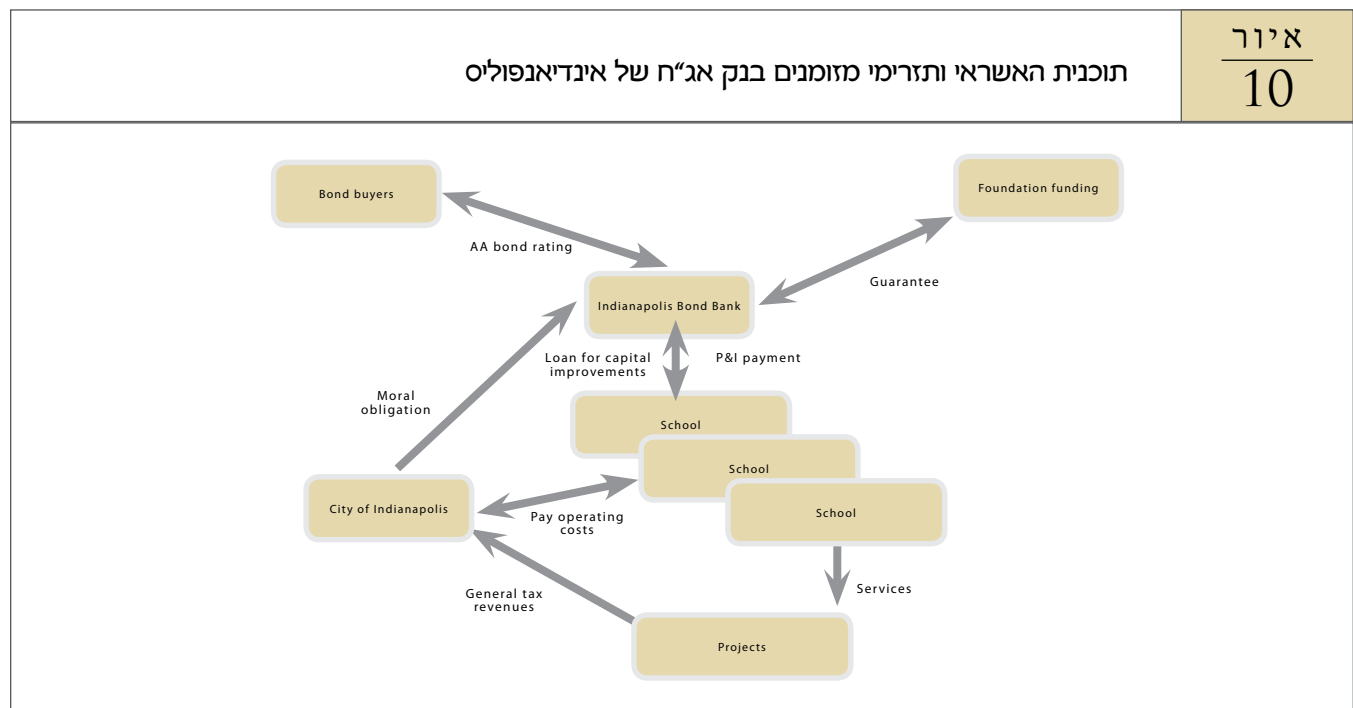
- העיר תומכת בהוצאות התפעוליות של בתי ספר חדשים הפועלים על פי צ'רטר, אך לא בעלויות ההון שלהם. התשלומים התפעוליים יכולים לכלול גם עלויות החזר חובות.
- בנק האג"ח מנצל התחייבות "מוסרית" מצד העיר כדי להוריד את עלות חוב האג"ח.
- יחד עם קרן אני א. קייסי העבירה קרן פורד מענק השלמה של מיליון דולר לערבות של 2 מיליון דולר שנועדה לכסות את עלויות ההשתתפות העצמית.
- משרד החינוך של ארצות הברית מימן עתודה לשנה שלמה של תשלומי חוב.
- הקרן תומכת בתכנון ופיתוח של פרויקטים ובהכנתם למימון.

### מאפיינים משמעותיים

- הבנק ערב למינוף של 20 מיליון דולר בחובות ל-15 בתי ספר הפועלים על פי צ'רטר, על פני 5 שנים.
- הערבות מוחזרת לקרנות עם תשלום האג"ח וההכנסות מועברות לקרנות במהלך תקופת חי האג"ח.

### לקחים

- יצירת ערוץ שבאמצעותו יוכלו פרויקטים לגשת לשוקי הון
- הכללת טווח רחב של פרויקטים זכאיים על מנת להפחית את עלויות הארגון וההנפקה
- שימוש בהשקעותיהן של קרנות בקשר לתוכנית כדי לחזק את מעמד האשראי
- תרשים תוכנית האשראי ותזרימי מזומנים בנק אג"ח עירוני של מיין



	ILPIBB - בנק האג"ח של אינדיאנפוליס (פרטים) <sup>14</sup>	קטגוריה
	בנק האג"ח של אינדיאנפוליס מנוהל על ידי מועצת מנהלים בת חמישה חברים. כל מנהל ממונה על ידי ראש העיר של אינדיאנפוליס. המנהלים ממנים מנכ"ל שמתפקד כמזכיר-גזבר. המנהלים מכהנים שלוש שנים וניתן לחזור ולמנותם מחדש. למנהלים אסור לשאת בתפקיד כלשהו בעיר, במחוז או בגוף דומה אחר.	ארגון
	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. צוות בנק האג"ח כולל מנכ"ל, סמנכ"ל/יועץ כללי, מנהלי פרויקטים, מנהל נאמנות, מנהל פיננסים, מנהל משרד ועוזר למנהל/מנהל משאבי אנוש.</li> <li>2. בנק האג"ח גם תומך ו/או מנהל את פעולותיהם של מגוון פרויקטים עירוניים, כולל תחנת הרכבת המרכזית, תעלת העיר אינדיאנפוליס, אזור העסקים של אינדיאנפוליס ומתקני חניה שונים בבעלות העיר.</li> </ol>	ניהול ופעילות
	בשנת 2010 עמדו העלויות האדמיניסטרטיביות על 1.1 מיליון דולר.	תקציב
	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. בנק האג"ח של אינדיאנפוליס מנפיק אג"ח או שטרות.</li> <li>2. אג"ח של בנק האג"ח אינן חבות של גוף מאושר, אלא התחייבות מוגבלת של בנק האג"ח, העומדת לפירעון אך ורק מתוך ההכנסות והכספים של בנק האג"ח.</li> <li>3. הכנסות וכספים אלה מתקבלים בצורה של החזרי חובות של גופים מאושרים. בין מקורות הכספים לכיסוי החובות ניתן למנות מסים, הכנסות, שומות או כספים אחרים העומדים לרשות הגוף המאושר.</li> </ol>	מקורות
	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. אג"ח ייעודיות (מוניציפליות) עם מקורות המוקדשים באופן ספציפי להחזר.</li> <li>2. כל עסקה יכולה לקבל בנפרד חיזוק של מעמד האשראי כולל חיזוק אשראי מיוחד וחיזוק אשראי מוגבל באמצעות השקעות פילנתרופיות תוכניתיות בפרויקטים ספציפיים.</li> <li>3. הרשות העירונית המקומית מספקת התחייבות "מוסרית", לא התחייבות "כללית".</li> </ol>	מבנה עסקאות
	עבור אג"ח ייעודיות מיוחדות ארגן בנק האג"ח ערבות פילנתרופית המחזקת את מעמד האשראי להחזרי אג"ח.	בעיות אשראי
	בנק האג"ח של אינדיאנפוליס אינו סוכנות עירונית ואין לו סמכות מיסוי. בנק האג"ח הוקם כדי לקנות ולמכור את ניירות הערך של גופים מאושרים מסוימים, כולל העיר, המחוז וכל אזורי המיסוי המיוחדים של העיר - כולם גופים שהכנסות המס שלהם נתונות לסקירה ושינוי של מועצת העיר-המחוז, ורשויות או גופים מסוימים, המחכירים אדמה או מתקנים לגופים מאושרים אחרים.	היסטוריה
	עד מרס 2011 הנפיק הבנק אג"ח בהיקף של קרוב ל-5 מיליארד דולר, וזהו הסכום הבלתי נפרע של קרן החוב.	תוצאות

14 "The Indianapolis Local Public Improvement Bond Bank". The Official Website of the City of Indianapolis. March 2011 - <http://www.indy.gov/eGov/City/BondBank/Official/Documents/2011%20A%20and%20B%20North%20of%20South%20OS.pdf>

"Indianapolis Local Public Improvement Bond Bank Website". The Official Website of the City of Indianapolis - <http://www.indy.gov/eGov/City/BondBank/Pages/home.aspx>

"Indianapolis Local Public Improvement Bond Bank Financial Statements and Independent Auditors' Report". Indianapolis Local Public Improvement Bond Bank. December, 31st 2010 and 2009 - <http://www.indy.gov/eGov/City/BondBank/Documents/Dec.%2031,%202010%20and%202009%20Audit%20Report.pdf>

## תוכנית השטרות הקהילתית של קלברט

קטגוריה	CSIF - הקרן הקהילתית של קלברט (פרטים) <sup>15</sup>
ארגון	מועצת המנהלים של הקרן, המונה תריסר חברים, אחראית למדיניות הכללית. מועצת המנהלים מינתה ועדת השקעות העורכת בדיקות נאותות וממליצה למועצת המנהלים לגבי השקעות. חברי מועצת המנהלים מקבלים החזר על הוצאות קטנות הקשורות לפעילויות המועצה.
ניהול ופעילות	צוות הקרן כולל נשיא ומנכ"ל, מנכ"ל כספים, מנכ"ל הלוואות, נשיא, שותפי ההשקעה של הקהילה וחברי סגל נוספים האחראים על הפעילות השוטפת, על יחסים עם משקיעים, מלווים ותורמים ועל המשימות האדמיניסטרטיביות.
תקציב	בשנת 2010 עמדו הוצאות הניהול וההוצאות הכלליות על 1.3 מיליון דולר.
מקורות	<p>1. תוכנית ההשקעות הקהילתית של הקרן ממומנת על ידי משקיעים פרטיים ומוסדיים ועל ידי השקעות בתוכניות, מענקים והלוואות הקשורים לתוכנית ונתונים לניהול הקרן, ומחזקים את מעמד האשראי שלה. כדי לחזק את מעמד האשראי קיבלה קרן קלברט מענקים בלתי מוגבלים ממוסדות שונים, כולל מוסדות כמו קרן רוקפלה, קרן פורד, קרן קייס, קרן פ.ב. הרון, ציילד רליף אינטרנשיונל, קרן ויליאם ופלורה יולט וקרן מיכאל וסחן דל.</p> <p>2. שטר ההשקעה הקהילתית זמין במחירים שונים, מ-20 דולר בלבד לשטר, לתקופות זמן שונות ובשיעורי ריבית שונים עד ל-2%. באמצעות יצירת מוצרים ושירותים פיננסיים חדשניים, גם רוכשים קמעונאיים - ולא רק מוסדות - יכולים להיות שותפים לכלים פיננסיים המשרתים ישירות את הקהילה. השטרות נמכרים לתקופות שונות, משלושה חודשים עד עשר שנים, ושיעורי הריבית נעים בין 0% ל-3%.</p>
בעיות אשראי	חוב עדיף בלתי מבוטח - השטרות הם התחייבויות כלליות בלתי מבוטחות של הקרן ולא הפקדות או התחייבויות של בנק כלשהו. אין שום בנק שערב להן או מאשר אותן, והן גם לא מבוטחות על ידי רשות פדרלית או מקומית כלשהי.
היסטוריה	קרן קלברט נוסדה בספטמבר 1988 כמלכ"ר עצמאי על פי סעיף 501(c)(3) לתקנת המס האמריקנית, אם כי התוכניות הנוכחיות של הנפקת שטרות לציבור הכללי הושקו רק ב-1995 בעקבות שיתוף פעולה בין קלברט השקעות בע"מ (לשעבר קבוצת קלברט - קרן נאמנות בעלת אחריות חברתית), לבין קרנות פורד, מקארטור ומוט. השטרות מתמקדים בראש וראשונה בהשקעות ישירות בארגונים התורמים לקהילה.

15

15 "Calvert Social Investment Foundation - Prospectus Information". Calvert Foundation. April 2011 – [http://www.calvertfoundation.org/images/literature/cin\\_prospectus\\_2011\\_updated.pdf](http://www.calvertfoundation.org/images/literature/cin_prospectus_2011_updated.pdf)



## קטגוריה CSIF - הקרן הקהילתית של קלברט (פרטים)

- |   |               |
|---|---------------|
| <p>1. שטרות קלברט שימשו כדי לבנות או לשקם יותר מ-17,000 בתים, ליצור 430,000 מקומות עבודה בארצות הברית ובמדינות מתפתחות ולממן יותר מ-25,000 יוזמות קואופרטיביות, פרויקטים חברתיים ומבנים קהילתיים.</p> <p>2. קרן קלברט השקיעה כמעט 200 מיליון דולר בארגונים קהילתיים בכל המישים המדינות בארצות הברית וביותר ממאה מדינות מחוצה לה. תיק ההשקעות של הקרן כולל השקעה ישירה בתמהיל מגוון של ארגונים בעלי השפעה ששליחותם מכסה מגוון של מטרות חברתיות וחידושים, כולל דיור זול, מיקרו-מימון, קפה בסחר הוגן, פיתוח עסקים קטנים ומבנים לטובת הקהילה כמו בתי ספר הפועלים על פי צ'רטר, מעונות יום ומרפאות שיקום.</p> | <b>תוצאות</b> |
|---|---------------|

- |  |              |
|--|--------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• גישה של פרויקטים זכאיים לשוקי הון פתוחים באמצעות "מיקור המונים" וערוצי שיווק קמעונאיים.</li> <li>• שימוש בהשקעות פילנתרופיות כדי לחזק את מעמד האשראי.</li> <li>• הפניית פרויקטים זכאיים לשוקי פנים מתעוררים (כגון אזורים ואוכלוסיות במצוקה).</li> </ul> | <b>לקחים</b> |
|--|--------------|



## MILKEN INSTITUTE

1250 Fourth Street  
Santa Monica, CA 90401  
Phone: 310-570-4600

*Washington office:*  
1101 New York Avenue NW, Suite 620  
Washington, DC 20005  
Phone: 202-336-8930

*Israel Office:*  
4 Washington Street  
Jerusalem 9418704, Israel  
Phone: 972-2-566-5653

E-mail: [info@milkeninstitute.org](mailto:info@milkeninstitute.org) • [www.milkeninstitute.org](http://www.milkeninstitute.org) • [www.mifellows.org](http://www.mifellows.org)