

מכון פלורסהיימר למחקרי מדיניות

**לקראת הנפקת איגרות חוב מוניציפליות למטרות
ייעודיות בישראל**

אבי חפץ ושות' ייעוץ כלכלי, השקעות וגיוס הון בע"מ

אבי חפץ, דורון שמר, יעל רוזנשיין

ירושלים, יוני 1996

על המחברים :

אבי חפץ - הנו מנהל חברת א. חפץ ושות'. שימש כמשנה למנכ"ל לאומי ושות' בנק להשקעות בע"מ.

דורון שמר - בוגר כלכלה ומינהל עסקים ומוסמך במינהל עסקים בתחום המימון והשיווק, נמנה על צוות א'. חפץ ושות'.

יעל רוזנשיין - משלימה לימודיה לתואר שני במינהל עסקים, נמנית על צוות א. חפץ ושות'.

על מכון פלורסהיימר למחקרי מדיניות

המודעות בדבר חשיבותו של מחקר מכוון למדיניות גוברת והולכת, לא רק בקרב חוקרים וקובעי מדיניות אלא גם בקרב קרנות ציבוריות ופרטיות. **קרן פלורסהיימר**, שבראשה עומד ד"ר **סטיבן ה' פלורסהיימר**, יזמה את ייסודו של מכון מחקר שיתכזו במחקרים העוסקים בסוגיות-מדיניות ארוכות טווח. מטרתו הבסיסית של המכון היא לחקור תהליכים יסודיים שיעסיקו את קובעי המדיניות בעתיד, לנתח את המגמות וההשלכות ארוכות הטווח של תהליכים אלה ולהציע לקובעי המדיניות חלופות של מדיניות ואסטרטגיה.

חברי הוועד המנהל של המכון הם: ד"ר **סטיבן ה' פלורסהיימר** (יו"ר), עו"ד **י' עמיהוד בן-פורת** (סגן יו"ר), **מר דוד ברודט**, מנכ"ל משרד האוצר, ומר **הירש גודמן**, העורך הראשי של ה"גירוסלם ריפורט". מנהל המכון הוא פרופ' **עמירם גונן**, מן המחלקה לגאוגרפיה באוניברסיטה העברית בירושלים.

עריכה לשונית : מירב כהן
עורכת אחראית : שונמית קרין-לוי
התקנה לדפוס : זהבה דדון וסילבינה פיטסני
הדפסה : דפוס אחוה בע"מ

הדברים המובאים בפרסום זה הם על דעת המחברים בלבד

©1996, מכון פלורסהיימר למחקרי מדיניות בע"מ
רח' דיסקין 9א', ירושלים 90440. טל' 02-666243-02 פקס : 02-666252

ISSN 0792-6251

תוכן העניינים

6	הקדמה
8	המדיניות המוצעת: קווים עיקריים
8	הצעדים הממשלתיים הנדרשים
10	קווים לבחירת רשות מקומית להנפקה
12	קווים לבחירת הגורם המבצע
13	קווים לבחירת הפרויקט
14	1 תכנית ליישום ההנפקה
14	הנפקת איגרות חוב מוניציפליות בישראל
15	היתרונות בהנפקת איגרות חוב מוניציפליות
16	החסרונות בהנפקת איגרות חוב מוניציפליות
16	החלטות אופרטיביות נדרשות
16	המלצות לקידום הנפקת איגרות חוב מוניציפליות
19	ישימות הנפקת איגרות חוב מוניציפליות בישראל
20	היבטים חברתיים
21	הבעייתיות במערכת הדיווח הכספי
23	דרישות הבורסה להנפקת איגרות חוב רגילות ורישומן למסחר
23	חובת פרסום תשקיף
24	תוכנו של תשקיף שמוצעות בו איגרות חוב מוניציפליות
27	חובת הגילוי הנאות
28	חובת הנאמנות של דירקטורים בחברות עירוניות
28	ביטחונות
30	דירוג איגרות חוב מוניציפליות
30	היבט המיסוי
31	גיוס הון באמצעות גוף מרכזי
31	הגופים הרלוונטיים להנפקה
32	תהליך עבודת ההנפקה
34	2 פרופיל רשות מקומית להנפקה
34	דירוג רשויות מקומיות - סקירה בינלאומית
34	דירוג רשויות מקומיות בארצות הברית
35	מרכיבי הניתוח
35	ניתוח החוב
37	הבסיס החברתי-כלכלי של הלווה
38	ניתוח פיננסי
40	כושר הניהול של הלווה
40	מדדים להערכת פוטנציאל הפיתוח
41	מדדים כספיים מוצעים לדירוג רשות מקומית
41	הרכב התקבולים
41	תפעול שוטף
42	עומס המלוות
42	גירעון/עודף שוטף בתקציב הרגיל
42	המלצות לקביעת פרמטרים להערכת הרשות המקומית הרלוונטית
42	תנאי סף
43	תנאים נוספים

45	3 פרופיל פרויקט עירוני להנפקה
45	דירוג פרויקטים עירוניים - סקירה בינלאומית
45	איגרות חוב ייעודיות (RB)
46	ניתוח איגרות החוב הייעודיות
47	הביקוש לפרויקט והפעילות הכלכלית המקומית
48	ניתוח פיננסי וחיזוי תזרים המזומנים
48	מדדי רווחיות
49	החוב ומבנה ההון
51	בדיקת כדאיות
51	כושר הניהול
51	הגנות במסגרת אמנת איגרת החוב הייעודית
52	אפיון פרויקט להנפקת איגרות חוב ייעודיות בישראל
52	הגורם המבצע
52	תאגוד הפרויקט
53	מאפייני התאגיד המוניציפלי
54	תחומי פעילות ורווחיות
54	יחסי הגומלין בין התאגיד המוניציפלי לרשות המוניציפלית
55	קשרי גומלין כספיים בין הרשות המקומית לתאגיד המוניציפלי
56	צורת ההתאגדות
56	מיסוי
56	רישום חשבונאי וחובת דיווח
56	מכרזים והתקשרויות
57	מימון
58	פיקוח ובקרה
59	רמת הניהול
59	בחירת הפרויקט
60	מדדים כמותיים
60	רווחיות ותשואה
61	מדדים תפעוליים
61	איתנות פיננסית לזמן קצר
61	איתנות פיננסית לזמן ארוך
61	כושר החזר
62	קביעת קריטריוני סף
62	פרויקט אפשרי להנפקה
62	תאגידי מים וביוב
63	חניונים
63	מכללות פרטיות
65	רשימת מקורות

הקדמה

פרסום זה מרחיב את החוברת הקודמת שנקראת "איגרות חוב מוניציפליות", שיצאה לאור מטעם מכון פלורסהיימר למחקרי מדיניות ביוני 1995 במסגרת פרויקט הליבה. הפרסום הראשון בחן את נושא הנפקת איגרות חוב בישראל על ידי רשויות מקומיות או על ידי תאגידים שבשליטתן (להלן: "איגרות חוב מוניציפליות") ואת ההשלכות השונות, היתרונות והחסרונות של אמצעי זה מהיבטים שונים.

פרסום זה עוסק בהצעת תכנית עבודה לממשלה, בהגדרה של פרופיל פיננסי של רשות מקומית המתכוונת לצאת בהנפקה ושל פרופיל פרויקט המתאים להנפקת איגרות חוב ייעודיות.

הנפקת איגרות חוב מוניציפליות בישראל תהיה בגדר התפתחות טבעית לתהליך המתרחב והולך במדינות המפותחות. גיוון מקורות המימון העומדים בפני רשויות אלה יאפשר להן לקדם פרויקטים שיש להם הצדקה חברתית וכלכלית ישירה, וכן תועלות חיצוניות עקיפות. כדי לאפשר הנפקת איגרות חוב מוניציפליות בישראל יש ליצור תנאים סביבתיים מתאימים. מטרתה של חוברת זו היא להגדיר את תכנית העבודה לביצוע השינויים ההכרחיים להנפקת איגרות חוב מסוג זה, ולגבש מצע לדיון אשר ישמש תכנית עבודה ישימה להנפקת איגרות החוב המוניציפליות.

יישום הנפקת איגרות חוב מוניציפליות כלליות בישראל לא יכול להיות מידי בשל הצורך בהסרת מגבלות רבות, כגון: שינויי חקיקה ותקינה, בניית מערכות דיווח ברשויות המקומיות, הקמת מערכת פיקוח ובקרה חיצונית, פתרון בעיות אדמיניסטרטיביות וארגוניות. הדרישות השונות, שרשות מקומית צריכה לעמוד בהן בבואה להנפיק איגרות חוב לציבור, מעוררות בעיות מספר שמקורן בפקודת העיריות, בחוק ניירות ערך ובמגבלות שמטילים משרד הפנים ומשרד האוצר.

הכלים המוצעים לדירוג הרשויות המקומיות בישראל נגזרים בעיקר מניתוח הדוחות הכספיים המאושרים במתכונתם הנוכחית. שינוי מתכונת הדוחות כמתבקש בהערכות להנפקת איגרות חוב מוניציפליות, יחייב עדכון המדדים. המדדים הכספיים מתרכזים בארבעה תחומים: הרכב התקבולים, התפעול השוטף, עומס האובליגו והעודף או הגירעון התפעולי. חלק בלתי-נפרד מבדיקת הרשות

המקומית הוא בדיקת הפעילות הכלכלית המקומית ובחינת כושר הניהול של ראשי הרשות.

אחת ההמלצות העיקריות בחוברת הקודמת הייתה התמקדות בהנפקת איגרות חוב ייעודיות (Revenue Bonds) של חברה עירונית המאוגדת סביב פרויקט ושייכת לרשות מקומית מבוססת או לאגד ערים, כשלב ראשון במיסוד פעילות זו בארץ. בחוברת זו מוצעים כלים ומדדים פיננסיים לדירוג כדאיותם הכלכלית של פרויקטים עירוניים ולהערכת חוסנה הכלכלי והפיננסי של הרשות המקומית, המשמשת גב לפרויקט. הצורך בכלים ובמדדים להערכת רשויות מקומיות ופרויקטים עירוניים נובע מהשוני בניתוח של רשות מקומית הפועלת כמלכ"ר לעומת ניתוחם של גופים עסקיים.

יש לבצע בדיקת כדאיות כלכלית של הפרויקט המיועד להנפקה ושל הגורם המבצע לפי מדדים שונים: רווחיות, תפעול, איתנות פיננסית לזמן ארוך ולזמן קצר וכושר החזר. פרויקט עירוני להנפקה יהיה בעל כושר החזר מלא, יתנהל כמשק סגור ויאוגד כחברה עסקית בבעלות הרשות המקומית. יש לאפשר מעקב פיננסי אחר ייעודי ההנפקה והתשלומים המועדפים לבעלי איגרות החוב, ולוודא כי הרשות המקומית לא תנצל את התמורה המתקבלת מגיוס ההון לשימושים עירוניים.

נראה כי פרויקטים של מפעלי תשתית בסיסיים (מפעלי מים וביוב, מפעלים תחבורתיים ומגרשי חניה) ושל מכללות פרטיות עשויים להתאים בשלב הראשון לקידום הנפקת איגרות החוב המוניציפליות.

המחקר מבוסס על מידע שקיבלנו ממוסדות ומארגונים בחו"ל העוסקים במימון, מהמערכת הבנקאית בישראל, ממשרד האוצר (אגף התקציבים והחשב הכללי), ממשרד הפנים, מאוצר השלטון המקומי ומהרשויות המקומיות.

המדיניות המוצעת: קווים עיקריים

הצעדים הממשלתיים הנדרשים

הדרישות השונות שהרשות המקומית צריכה לעמוד בהן בבואה להנפיק איגרות חוב לציבור מעוררות כמה בעיות שמקורן בפקודת העיריות, בחוק ניירות ערך ובמגבלות של משרד הפנים ושל משרד האוצר. הצעדים הנדרשים לצורך האצת תהליך הנפקת איגרות החוב המוניציפליות הם:

1) על ועדת השרים לענייני כלכלה לקבל החלטה, המאפשרת לרשויות המקומיות לבצע הנפקה ציבורית של איגרות חוב, בכפוף לאישור ספציפי של שרי הפנים והאוצר. יש לציין כי שר האוצר העניק אישור כללי לממונה על שוק ההון באוצר לאשר הנפקת ניירות ערך לציבור (כולל איגרות חוב רגילות, למעט איגרות חוב בנקאיות או בערבות בנקאית).

2) יש להקים צוות בינמשרדי שיכלול נציגים ממשרד הפנים, ממשרד האוצר, ממרכז השלטון המקומי, מאיגוד הגזברים ברשויות המקומיות ומהרשות לניירות ערך. הצוות יגבש תכנית עבודה ויפעיל הליך לתיקוני החקיקה, הנדרשים לצורך התאמת מערכת הדיווח הכספי והחשבונאי של הרשויות המקומיות לכללי החשבונאות המקובלים לצורך הוצאת תשקיף, בשים לב לצורכי המשקיעים ולדרכי הבקרה השוטפת.

3) יש לקבוע גוף ממשלתי אשר יהיה אחראי על קידום נושא הנפקת איגרות חוב ברשויות המקומיות, מבלי שסמכויות המשרדים הנוגעים בדבר (משרדי הפנים והאוצר) יפגעו. מטרת הגוף תהיה לקבוע סטנדרטים לפרויקטים ואת רמת הדיווחים, ולא יהיו לו סמכויות באשר לאישור התקציבים.

הגופים הרלוונטיים שיכולים לעסוק בנושא הם: הממונה על שוק ההון, רשות ניירות ערך ורשות החברות הממשלתיות. מומלץ שהממונה על שוק ההון הוא שיקדם את הפעילות. אין בהמלצה זו כדי ליטול מפעולותיה ומאחריותה של הרשות לניירות ערך להגדיר את התנאים הנדרשים מתשקיף בכל הקשור לגילוי נאות, ליצור

אחריות תשקיפית ולבדוק את התשקיף עצמו לפני מתן ההיתר להנפקה, בדומה להיתרי הנפקה הניתנים לתאגידים עסקיים.

4) בשלב הראשון מומלצת הנפקת איגרות חוב ייעודיות של חברה עירונית המאוגדת סביב פרויקט ושייכת לרשות מקומית מבוססת, ולא הנפקת איגרות חוב של הרשות עצמה.

5) התנאי ההכרחי להנפקת איגרות חוב ייעודיות הוא הפרדה עסקית, משפטית ופיננסית בין התאגיד שמנפיק לבין הרשות המקומית שהקימה אותו. על מנת להשיג את ההפרדה יש לבטל בחקיקה את חובת הנאמנות הבלעדית של דירקטורים בחברות עירוניות לרשות המקומית שמינתה אותם (סעיף 249 א' לפקודת העיריות), וליצור מצב בו תהיה חובת הדירקטור בראש ובראשונה לבעלי המניות של החברה בה הוא מכהן כדירקטור. כמו כן מומלץ לשנות את הסעיף בפקודת העיריות המחייב את אישור שר הפנים לפעולות מיזוג או הגדלת הון של חברות עירוניות.

6) יש להגדיר את איגרות החוב המוניציפליות ואת ההכנסה הנובעת מהן למשקיע לצורכי מס, בדומה למעמד איגרות החוב הממשלתיות.

7) על משרדי הפנים והאוצר לקבוע קריטריונים לאישור הנפקתן של איגרות החוב המוניציפליות. התנאי הבסיסי לאישור ההנפקה הוא בחירת פרויקט בעל כושר החזר מלא, שיתנהל כמשק סגור, ובכך יוכל לענות על בעיית הדיווח החשבונאי ובעיית דירוג איגרות החוב, וכן יאפשר מעקב תקציבי ופיננסי אחר ייעודי ההנפקה והתשלומים המועדפים לבעלי איגרות החוב. נוסף על כך, יש לוודא כי הרשות המקומית לא תנצל את התמורה המתקבלת מגיוס ההון לשימושים עירוניים אחרים, באופן שהניהול הכספי של הפרויקט יהיה במסגרת של "פרויקט סגור", בדומה למקובל כיום בליווי פרויקטים בענף הבנייה. נראה כי תהליך התיאגוד של מפעלי תשתית בסיסיים (מים, ביוב, תחבורה וכד') עשוי לעודד קידום של הנפקת איגרות חוב מוניציפליות.

8) במקביל להאצת תהליכי ההנפקה באמצעות חברות עירוניות יינקטו צעדים שיאפשרו בעתיד גם הנפקה על ידי רשויות מקומיות.

9) יש להטיל על הגופים המקצועיים הרלוונטיים (לשכת רואי החשבון והרשות לניירות ערך), לקבוע מתכונת רצויה לדיווח כספי של הרשויות השונות.

10) יש ליצור מסגרת משפטית לאחריות תשקיפית של בעלי התפקידים הבכירים ברשות המקומית, בדומה לאחריות התשקיפית של מנהלים בחברה ציבורית.

11) יש לתקן את פקודת העיריות, כך שיתאפשר שיעבוד נכסים מניבים של הרשות המקומית (מבנים המשמשים את משרדי הרשות המקומית, חניונים, אולמות תרבות וספורט) כביטחונות לטובת מחזיקי איגרות החוב.

12) על שר האוצר לפטור, באישור ועדת הכספים של הכנסת, את הרשויות המקומיות מחובת פרסום תשקיף מלא. הפטור החלקי מחובת התשקיף יחייב פרסום תשקיף מקוצר, בהתאם לאופי ולהיקף הפעילות של הרשות המקומית.

13) יש להטיל על הרשות לניירות ערך לקבוע את אופיו של התשקיף שיפרסמו הרשויות המקומיות. על התשקיף לכלול תיאור מפורט של הרשות המקומית ומאפייני ההנפקה בהתאמות הנדרשות לאופי פעילותה של רשות מקומית. כמו כן, יש להטיל על הרשות לניירות ערך לקבוע את חובות הדיווח ונושאי הדיווח הרלוונטים השוטפים של הרשויות המקומיות.

14) משרד הפנים צריך לפרסם לרשויות הנחיות ונוהל מחייב אודות דרך הנפקתן של איגרות החוב המוניציפליות.

15) יש לפעול לקביעת גוף אובייקטיבי לדירוג איגרות החוב המוניציפליות.

16) יש להקים גוף מרכזי שיתמחה בגיוס הון לרשויות מקומיות, ירכז את הנפקות איגרות החוב וישמש כגוף מנתח ומנחה לרשויות מקומיות בכל הקשור לגיוס הון.

קווים לבחירת רשות מקומית להנפקה

על מנת לאפשר הנפקת איגרות חוב מוניציפליות בישראל יש ליצור כלים ומדדים פיננסיים לדירוג חוסן הכלכלי והפיננסי של הרשויות המקומיות עבור הגופים שאמורים לספק להן מימון.

מצבה הפיסקלי של הרשות המקומית נגזר מהבסיס החברתי-הכלכלי שלה. מצבה החברתי-הכלכלי של הרשות לא רק קובע את כמות ואת איכות השירותים שהיא מספקת המשפיעים על הוצאותיה, אלא גם את היקף המסים - הבסיס העיקרי להכנסותיה. לגזירת פוטנציאל הפיתוח של מרכזים עירוניים קיימות טכניקות שונות דוגמת מודל הגרביטציה.

המדדים הכספיים המוצעים לדירוג הרשויות המקומיות בישראל נגזרים בעיקר מהדוחות הכספיים המאושרים שלהן, כפי שהם מוגשים כיום. שינוי מתכונת הדוחות הכספיים של הרשויות המקומיות כפי שמתבקש מההערכות להנפקת איגרות חוב מוניציפליות, יחייב עדכון מדדים אלה.

המדדים להלן נשענים על הנתונים הכספיים של התקציב הרגיל, העוסק בפעילות השוטפת של הרשויות ואינו כולל את תקציבי הפיתוח המיוחדים. המדדים צריכים להתבסס על נתונים על בסיס מאוחד, כולל חברות בת עירוניות וגופים הנתמכים על ידי הרשות, תוך קיזוז של העברות פנימיות. המדדים הם:

(א) הרכב התקבולים

- יחס התקבולים ממקורות עצמיים וממקורות ממשלתיים לסך כל התקבולים.
- גביה / חיוב שנתיים לאחר הנחות.

(ב) תפעול שוטף

- קיום גירעון תפעולי .
- היחס בין הוצאות השכר, הפעולות וכלל ההוצאה התפעולית לסך כל התקבולים.

(ג) עומס המלוות

- עומס המלוות ביחס להיקף התקציב הרגיל.
- עומס ההלוואות לזמן קצר (עד 4 שנים) ביחס להיקף התקציב הרגיל.
- עומס המלוות ביחס להיקף התקבולים השנתיים.
- פירעון מלוות (קרן וריבית) ביחס להיקף התקבולים השנתיים.
- הוצאות ריבית ביחס להיקף התקבולים השנתיים.
- פירעון מלוות ביחס לעומס המלוות.
- גיול החובות.
- מח"מ (משך חיים ממוצע) של ההתחייבויות.
- סך כל התחייבויות הרשות (כולל ספקים, מס הכנסה עומס המלוות וכו') ביחס לתקציב השנתי.

(ד) גירעון/עודף שוטף בתקציב הרגיל

- קיום גירעון שוטף בתקציב הרגיל.
- גירעון/עודף תפעולי שוטף ביחס לתקבולים, לא כולל הכנסות ממלוות והוצאות מימון (קרן וריבית).
- גירעון/עודף תפעולי שוטף ביחס לתקציב מאושר, לא כולל הכנסות ממלוות והוצאות מימון (קרן וריבית).

בבואנו לקבוע פרמטרים כמותיים למדדים השונים שהוזכרו לעיל, יש להגדיר תחילה את המדדים העיקריים שהם בבחינת תנאי סף להמשך בחינת יציבותה הכלכלית והפיננסית של הרשות המקומית הנבחנת. בדיקת תנאי הסף מחייבת את התאמתם לארגון מחדש של הדוחות ולעריכת דוחות אלה בהתאם לכללי חשבונאות מקובלים, כדי למנוע מניפולציות.

תנאי הסף המוצעים הם אלה:

1) אי קיום גירעון תפעולי. גירעון תפעולי אינו כולל הוצאות מימון (החזר קרן וריבית) והכנסות ממלוות.

2) מבנה פיננסי הולם כמפורט להלן:

- היקף האובליגו לטווח ארוך (מעל שנה) אינו עולה על 60 אחוזים מההכנסות השנתיות.

- האשראי הבנקאי לטווח קצר (עד שנה) אינו עולה על 15 אחוזים מההכנסות השנתיות.
 - האשראי לספקים (עד שנה) אינו עולה על 25 אחוזים מהאשראי לטווח ארוך.
 - סך כל החובות של הרשות המקומית אינם עולים על 85 אחוזים מההכנסות השנתיות.
 - עודף התחייבויות על נכסים (גירעון נצבר) הנמוך מ-30 אחוזים מההכנסות השנתיות.
- העדר קיומם של תנאים אלה מחייב את שר הפנים למנות חשב מלווה לרשות המקומית, בהתאם לחוק ההסדרים ברשויות המקומיות התשנ"ה, 1994.

קווים לבחירת הגורם המבצע

הנפקת איגרות חוב ייעודיות יכולה להיעשות גם ללא הקמת מסגרת משפטית מוגדרת של הגוף המנפיק, כאשר ההתחייבות לפירעון איגרות החוב תעשה על ידי הרשות המקומית או על ידי אגד ערים. להערכתנו, הדרך הטובה ביותר היא לתאגד כל פרויקט רלוונטי, המתאים להנפקת איגרות חוב, במסגרת ישות משפטית עצמאית, ולה יוענקו הנכסים, הזכויות וההתחייבויות בפרויקט, והיא אשר תבצע בפועל את הנפקת איגרות החוב לציבור.

מבחינה זו עשויים להתאים להנפקת איגרות חוב ייעודיות הגופים האלה:

- חברה עירונית ו/או חברה עירונית-ממשלתית. מעורבות ממשלתית אינה בהכרח ערבות מדינה להחזר החוב, והפרויקט צריך לעמוד בזכות עצמו.
 - חברה של אגד ערים, העוסקת בתשתית (מים/ביוב/תחבורה) בתחום מוניציפלי משותף.
 - חברה כלכלית עירונית המשמשת כחברת השקעות או חברה עירונית לאחזקות בנכסים.
 - מועצה מקומית תעשייתית (תפן או רמת חובב).
 - רשות לפיתוח עירוני המאוגדת על פי החוק (רשות סטטוטורית בדומה לרשות לפיתוח ירושלים). אם מדובר ברשות עירונית, צריכה פעילותה לכלול אחזקת נכסים ריאליים ולא רק יזמות (כמו הרשות לפיתוח ירושלים).
- היות וההמלצה היא לאפשר מרכיב הטבה במס בדומה לזה הניתן על איגרות חוב ממשלתיות, אין לאפשר הנפקת איגרות חוב מוניציפליות באמצעות חברות בת עירוניות בבעלות משותפת עם הסקטור הפרטי.

קווים לבחירת הפרויקט

- הפרויקט צריך להיות מאוגד כתאגיד עסקי. קיימים גם תאגידים עירוניים המאוגדים כמוסדות ללא כוונת רווח.
- על הפרויקט להיות פרויקט מניב. פרויקט התורם לרווחת הקהילה, שאינו מניב הכנסות, לא יוכל לשאת את עצמו מבחינה כלכלית ולהחזיר את הוצאות התפעול והמימון. לדוגמה, מערך שירותים סוציאליים מגדיל את התועלת החברתית, אך אינו נושא את עצמו. לעומתו, פרויקט מים יכול לפעול כמשק סגור עם הכנסות מדמי שימוש המכסות את הוצאות רכישת המים והעברתם לבתים ואת הוצאות המימון.
- על הפרויקט לפעול כמשק סגור. יש למנוע מהרשות המקומית להשתמש בפרויקט כווסת פיננסי לתקציבה. החל משנת 1996 הוציא משרד הפנים פרויקטים מוניציפליים המנוהלים כמשק סגור ומלווים ליווי הנדסי ופיננסי על ידי גורמים מקצועיים חיצוניים.
- יש לבצע בדיקת כדאיות כלכלית של הפרויקט, ולחזות את תזרים המזומנים העתידי ואת מועדי ההכנסות.
- עיתוי התקבולים צריך להקביל למועדי החזרי הקרן והריבית.
- יש לבצע בדיקה של הפרויקט המיועד להנפקה ושל הגורם המבצע לפי המדדים הכמותיים שפורטו. המדדים נכללים בחמש קבוצות עיקריות לפי מטרת בדיקתם:
 - (1) רווחיות ותשואה.
 - (2) תפעול.
 - (3) איתנות לזמן קצר.
 - (4) איתנות לזמן ארוך.
 - (5) כושר החזר.במידה והפרויקט ו/או הישות העומדת מאחוריו (חברה עירונית) חדשים, תבוצע הבדיקה על סמך הביצועים החזויים בלבד. אולם אם מדובר בפרויקט ובישות קיימים, יש לבדוק גם את נתוני העבר ואת המגמות הנגזרות מהם.
- יש להסדיר מערך בקרה שוטף על הפרויקט. בשל המרכיב הפוליטי, צורכי הבקרה כוללים גם ביקורת על תעריפי הגבייה, על מנת שלא יינתנו שירותים חינם במטרה לחזר אחרי ציבור הבוחרים.
- דמי השימוש במתקנים עירוניים מעוגנים לא פעם במסגרת איגרות הנקבעות בחקיקה של הרשות המרכזית (מחירים מפוקחים). יש להציג בתשקיף למשקיע את מדיניות התמחור של הממשלה לטווח הארוך ולקבל את מחויבותה למדיניות זו.
- יש לקדם את הפרויקט למצב של בשלות שבו יש צורך בישות ארגונית לביצוע ולא לפני כן. בדומה ליזמה עסקית, ייסוד חברה יעשה רק לאחר שיש רעיון,

נמצאו משקיעים והפרויקט תוכנן. הקמת חברה בשלב מוקדם מדי, טרם גיבושה של תכנית עבודה מעשית או טרם הבשלת הפרויקט, עלולה ליצור מנגנון ניהולי מיותר ולא מתאים למטרה או למשוך את החברה לפעילות בלתי רצויה. יצוין שבשלות אינה מדד מוחלט, וייתכן מצב שבו יש צורך לקדם פרויקט למצב בשלות דווקא באמצעות חברה.

- פרויקט בהיקף רחב - השקעה של מעל 25-30 מיליון דולר.
- על הפרויקט לספק ביטחונות הולמים לציבור המלווים, במיוחד עבור פרק הזמן לפני הנבטו. הפרויקט יממן פיתוח נכסים ברי קיימא שישמשו כביטחונות.
- תנאי מוקדם להצלחת חברה עירונית הוא יצירה או העברה של משאבים ושל זכויות על נכסים לטובת החברה. בלא נכסים (אין הכוונה לנכסים פיננסיים) אין חברה יכולה לפעול ואין בסיס או פוטנציאל שניתן לפתח.
- לצורך הנפקה ראשונית רצוי לתת עדיפות לפרויקט חיוני, כמו מפעלי מים וביוב, ולא פרויקט התלוי בביקוש או נתון לתחרות, כמו מרכזי ספורט ונופש או אולם מופעים. פרויקטים אלו יכולים להיות כדאיים כלכלית, אך הם מסוכנים בשל רגישותם למצב השוק.
- רצוי שהפרויקטים הראשוניים שימומנו בהנפקה יהיו בעלי מבנה תזרימי פשוט, שבו ההשקעה מקדימה את ההכנסות כך שלא ייווצר צורך בגיוסי הון נוספים. פרויקטים אלו פשוטים יותר להנפקה.

1 תכנית ליישום ההנפקה

הנפקת איגרות חוב מוניציפליות בישראל

משקל השלטון המקומי בתוצר ובפעילות הכלכלית במרבית המדינות המפותחות נמצא בשנים האחרונות במגמת עלייה. התפתחות זו נובעת מתהליכי הצמיחה האורבניים וכן מהגדלת העצמאות התפעולית והפיננסית של הרשויות המקומיות על חשבון השלטון המרכזי. מבין המדינות שבהן השלטון המקומי תופס מקום נכבד בפעילות הכלכלית והפיננסית ניתן לציין את שבדיה, דנמרק, צרפת וארצות הברית. הפעילות הכלכלית והפיננסית מתאפשרת תודות ליכולתו של השלטון המקומי

ליזום, לגייס הון ולבצע פרויקטים בעלי בסיס כלכלי תוך כדי גיוון אמצעי המימון שלו.

בישראל על אף הצמיחה בפעילות הרשויות המקומיות הן עדיין מממנות את תקציבן הרגיל מהכנסות עצמיות (בעיקר ארנונות), מהשתתפויות הממשלה וכן באמצעות אשראי מהבנקים. תקציב הפיתוח ממומן באמצעות מענקים והעברות מהממשלה, מקורות עצמיים של הרשות, השתתפויות אחרות (כמו: מפעל הפיס, הטוטו וכד') ואשראי מהבנקים.

בעולם רווחות שיטות נוספות למימון רשויות מקומיות. בין השאר מקובלת הנפקה של איגרות חוב כלליות למימון כלל פעילות הרשות (General Obligation) והנפקה של איגרות חוב ייעודיות למימון פרויקט מוגדר (Revenue Bonds).

היתרונות בהנפקת איגרות חוב מוניציפליות

- הפחתת התלות של הרשויות המקומיות בשלטון המרכזי בשל הקטנת חלקו של המימון הממשלתי מסך התקציב של הרשויות המקומיות ובשל יכולת הגיוון של מקורות המימון.
- גיוון מקורות המימון מאפשר פיתוח וקידום פרויקטים כלכליים ברשויות מקומיות.
- גיוס הון לתקופות ארוכות בהתאם לתזרים המזומנים של פרויקט ולא לפי זמינות ההלוואות הבנקאיות, ובייחוד אפשרות למימון פרויקטים ארוכי טווח באשראי לזמן ארוך ולא באשראי לזמן קצר.
- הגדלת זמינות המקורות הכספיים לטווח ארוך כמנוף לכניסה לפרויקטים שהרשויות לא עסקו בפיתוחם עד כה.
- תמריץ לרשויות ליתר עצמאות, אחריות והתייעלות ולניהול חסכוני יותר.
- יצירת קשר הדוק יותר בין ההשקעות של הרשות ובין התשואה המצופה מהן.
- הגברת הפיקוח הציבורי על המערכת הכספית ברשויות המקומיות וזאת באמצעות המעורבים ברכישת איגרות החוב או הרוכשים אותן (משקיעים, מנתחים פיננסיים, הרשות לניירות ערך, חתמים, הבורסה לניירות ערך וכד').
- הקלה בתכנון הפיננסי לטווח הארוך בשל האפשרות לגייס הון בריבית קבועה.
- במקרים מסוימים קיימת אפשרות לעלות הון נמוכה יחסית ולמימון זול יותר של השקעות בתשתית ובפרויקטים ייחודיים. אפשרות זו מתבססת על ההנחה שחלק מהרשויות המקומיות בישראל יוכלו להנפיק איגרות חוב בתשואה גבוהה אמנם מזו של איגרות חוב ממשלתיות אך נמוכה מהריבית על הלוואות בנקאיות לזמן ארוך, זאת בהתחשב גם בהוצאות החיתום וההנפקה. עם זאת יש לציין שנושא מחיר ההון אינו חדמשמעי.

החסרונות בהנפקת איגרות חוב מוניציפליות

- המגמה הרווחת כיום בעולם היא של ליברליזציה וביזור סמכויות לרמת השלטון המקומי. הנפקת איגרות חוב מוניציפליות מחייבת קיומו של אקלים שלטוני מתאים להענקת עצמאות פיננסית מוניציפלית, נוסף למגמת הליברליזציה הקיימת בשוק ההון.
- כניסה לשוק ההון בדרך של הנפקת איגרות חוב מחייבת את אמן הציבור. מרבית הרשויות סובלות כיום מבעיית תדמית, שעלולה להיות מתורגמת לעלות יקרה יותר של גיוס הון.
- הנפקת איגרות חוב על ידי רשויות עשויה להיחשב מובטחת על ידי המדינה ולגרום להטעייתם של הרוכשים. משום כך ראוי לחייב ציון בולט על התשקיף לגבי העובדה שאין ערבות ממשלתית להנפקה.
- בהעדר תקרה חוקית להיקף ההנפקות ייתכן מצב שנפח ההתחייבויות של הרשות יגדל לממדים העלולים לאיים על יכולתה לעמוד בפירעון בעתיד. הנפקת איגרות חוב לשם מימון גירעונות של הרשויות עלולה לגרום לקשיי פירעון. (במדינות שנסקרו, למעט ארצות הברית, לא ניתן לייעד את תמורת ההנפקה למימון גירעונות שוטפים).
- בעיות חברתיות הנעוצות בפערים בין הרשויות - גיוס הון באמצעות איגרות חוב עשוי להתאים לרשויות חזקות באזור המרכז, אך אינו מכשיר פיננסי לכלל הרשויות.
- בהעדר תקנות שיחייבו החזר של מלוא הקרן והריבית באמצעות הפרויקט, קיימת סכנה להפניית הכספים לפרויקטים ראוותניים שאינם בהכרח כדאיים כלכלית או נושאים תשואה חיובית למשק, וזאת באמצעות מימון החזר ההון גם ממקורות עירוניים אחרים.

החלטות אופרטיביות נדרשות

המלצות לקידום הנפקת איגרות חוב מוניציפליות

הצעדים הנדרשים לצורך האצת תהליך ההנפקה של איגרות החוב המוניציפליות הם:

- (1) על ועדת השרים לענייני כלכלה לקבל החלטה, המאפשרת לרשויות המקומיות לבצע הנפקה ציבורית של איגרות חוב בכפוף לאישור ספציפי של שרי הפנים והאוצר. יש לציין כי שר האוצר העניק אישור כללי לממונה על שוק ההון באוצר לאשר הנפקת ניירות ערך לציבור (כולל איגרות חוב רגילות, למעט איגרות חוב בנקאיות או בערבות בנקאית).

(2) יש להקים צוות בין-משרדי שיכלול נציגים ממשרד הפנים, ממשרד האוצר, ממרכז השלטון המקומי, מאיגוד הגזברים ברשויות המקומיות ומהרשות לניירות ערך, שיגבש תכנית עבודה ויפעיל הליך לתיקוני החקיקה, הנדרשים לצורך התאמת מערכת הדיווח הכספי והחשבונאי של הרשויות המקומיות לכללי החשבונאות המקובלים לצורך הוצאת תשקיף, בשים לב לצורכי המשקיעים ולדרכי הבקרה השוטפת.

(3) יש לקבוע גוף ממשלתי אשר יהיה מופקד על קידום נושא הנפקת איגרות חוב ברשויות המקומיות, מבלי שסמכויות המשרדים הנוגעים בדבר (משרד הפנים ומשרד האוצר) ייפגעו. מטרת הגוף תהיה לקבוע סטנדרטים לפרויקטים ולקבוע את רמת הדיווחים, ולא יהיו לו סמכויות באשר לאישור התקציבים.

הגופים הרלוונטיים שיכולים לעסוק בנושא הם: הממונה על שוק ההון, רשות ניירות ערך ורשות החברות הממשלתיות. מומלץ שהממונה על שוק ההון הוא שיקדם את הפעילות. אין המלצה זו נוטלת מפעולותיה ומאחריותה של הרשות לניירות ערך להגדיר את התנאים הנדרשים מתשקיף בכל הקשור לגילוי נאות, ליצור אחריות תשקיפית ולבדוק את התשקיף עצמו לפני מתן ההיתר להנפקה, בדומה להיתרי הנפקה הניתנים לתאגידים עסקיים.

(4) בשלב הראשון מומלצת הנפקת איגרות חוב ייעודיות של חברה עירונית המאוגדת סביב פרויקט ושייכת לרשות מקומית מבוססת, ולא הנפקת איגרות חוב של הרשות עצמה.

(5) התנאי ההכרחי להנפקת איגרות חוב ייעודיות הוא הפרדה עסקית, משפטית ופיננסית בין התאגיד שמנפיק לבין הרשות המקומית שהקימה אותו. על מנת להשיג את ההפרדה יש לבטל בחקיקה את חובת הנאמנות הבלעדית של דירקטורים בחברות עירוניות לרשות המקומית שמינתה אותם (סעיף 249 א' לפקודת העיריות), וליצור מצב שבו תהיה חובת הדירקטור בראש ובראשונה לבעלי המניות של החברה שהוא מכהן בה כדירקטור. כמו כן מומלץ לשנות את הסעיף בפקודת העיריות המחייב את אישור שר הפנים לפעולות מיזוג או הגדלת הון של חברות עירוניות.

(6) יש להגדיר את איגרות החוב המוניציפליות ואת ההכנסה הנובעת מהן למשקיע לצורכי מס, בדומה למעמד איגרות החוב הממשלתיות.

(7) על משרדי הפנים והאוצר לקבוע קריטריונים לאישור הנפקתן של איגרות החוב המוניציפליות. התנאי הבסיסי לאישור ההנפקה הוא בחירת פרויקט בעל כושר החזר מלא, שיתנהל כמשק סגור, ובכך יוכל לענות על בעיית הדיווח החשבונאי ועל בעיית דירוג איגרות החוב, וכן יאפשר מעקב תקציבי ופיננסי אחר ייעודי ההנפקה והתשלומים המועדפים לבעלי איגרות החוב. נוסף על כך,

יש לוודא כי הרשות המקומית לא תנצל את התמורה המתקבלת מגיוס ההון לשימושים עירוניים אחרים, באופן שהניהול הכספי של הפרויקט יהיה במסגרת של "פרויקט סגור", בדומה למקובל כיום בליווי פרויקטים בענף הבנייה. נראה כי תהליך התאגוד של מפעלי תשתית בסיסיים (מים, ביוב, תחבורה וכד') עשוי לעודד קידום של הנפקת איגרות חוב מוניציפליות.

(8) במקביל להאצת תהליכי ההנפקה באמצעות חברות עירוניות יינקטו צעדים שיאפשרו בעתיד הנפקה גם על ידי רשויות מקומיות.

(9) יש להטיל על הגופים המקצועיים הרלבנטיים (לשכת רוה"ח והרשות לניירות ערך) לקבוע מתכונת רצויה לדיווח כספי של הרשויות השונות.

(10) יש ליצור מסגרת משפטית לאחריות תשקיפית של בעלי התפקידים הבכירים ברשות המקומית, בדומה לאחריות התשקיפית של מנהלים בחברה ציבורית.

(11) יש לתקן את פקודת העיריות, כך שיתאפשר שעבוד נכסים מניבים של הרשות המקומית (מבנים המשמשים את משרדי הרשות המקומית, חניונים, אולמות תרבות וספורט) כביטחונות לטובת מחזיקי איגרות החוב.

(12) על שר האוצר לפטור, באישור ועדת הכספים של הכנסת, את הרשויות המקומיות מחובת פרסום תשקיף מלא. הפטור החלקי מחובת התשקיף יחייב פרסום תשקיף מקוצר בהתאם לאופי ולהיקף הפעילות של הרשות המקומית.

(13) יש להטיל על הרשות לניירות ערך לקבוע את אופיו של התשקיף שיפרסמו הרשויות המקומיות. על התשקיף לכלול תיאור מפורט של הרשות המקומית ומאפייני ההנפקה בהתאמות הנדרשות לאופי פעילותה של רשות מקומית. כמו כן, יש להטיל על הרשות לניירות ערך לקבוע את חובות הדיווח ואת נושאי הדיווח הרלוונטיים השוטפים של הרשויות המקומיות.

(14) משרד הפנים צריך לפרסם לרשויות הנחיות ונוהל מחייבים אודות דרך הנפקתן של איגרות החוב המוניציפליות (בהתאם למפורט להלן בתהליך עבודת ההנפקה).

(15) יש לפעול לקביעת גוף אובייקטיבי לדירוג איגרות החוב המוניציפליות.

(16) יש להקים גוף מרכזי שיתמחה בגיוס הון לרשויות מקומיות, ירכז את הנפקות איגרות החוב וישמש גוף מנתח ומנחה בכל הקשור לגיוס הון.

ישימות הנפקת איגרות חוב מוניציפליות בישראל

הנפקת איגרות חוב מוניציפליות בישראל תהיה בגדר התפתחות טבעית לתהליך ההולך ומתרחב במדינות המפותחות. גיוון מקורות המימון העומדים בפני רשויות אלה יאפשר להן לקדם פרויקטים שיש להם הצדקה חברתית וכלכלית ישירה וכן תועלות חיצוניות עקיפות.

הדרישות השונות שהרשות המקומית צריכה לעמוד בהן בבואה להנפיק איגרות חוב לציבור מעוררות כמה בעיות שמקורן בפקודת העיריות, בחוק ניירות ערך ובמגבלות של משרד הפנים ושל משרד האוצר. לדוגמה: הדוחות הכספיים של הרשויות המקומיות ערוכים על פי הנחיות משרד הפנים ואלו אינם ערוכים על פי העקרונות החשבונאיים המקובלים בחברה עסקית נסחרת בבורסה. לשם המחשה, אין בדוחות הכספיים של הרשות המקומית מאזן הכולל נכסים קבועים והתחייבויות לזמן ארוך. בהקשר זה יש לציין, כי קיימים קשיים אובייקטיביים בהגדרת נכסים קבועים, הנובעים מן העובדה שברוב המקרים לא ניתן לייחס ערך כלכלי למבנה ציבורי כמו: בית-ספר. קושי נוסף נוגע לקרקעות מינהל, אשר על פי חוק 40 אחוזים מהן מופקעות לטובת הרשות המקומית, קרי בעת מימושו. דוגמה אחרת: לפי סעיף 201 לפקודת העיריות, רשות מקומית רשאית ללוות כספים ולמשכן את הכנסותיה למלווה. אולם כל בקשה להלוואה כרוכה באישור משרד הפנים ומשרד האוצר. משרד הפנים אינו מתיר בשום מקרה למשכן כל נכס שהוא אלא הכנסות עתידיות של הרשות המקומית. ודוגמה אחרונה: הרשות המקומית שונה מחברה עסקית, ולפיכך בהצעת איגרות חוב לציבור עולה השאלה האם חלה עליה חובת פרסום תשקיף, ומה צריך להיות תוכנו.

יישום הנפקת איגרות חוב מוניציפליות כלליות בישראל לא יכול להיות מידי בשל הצורך בהסרת מגבלות רבות, כגון: שינויי חקיקה ותקינה, בניית מערכות דיווח ברשויות המקומיות, הקמת מערכת פיקוח ובקרה חיצונית, פתרון בעיות אדמיניסטרטיביות וארגוניות. חלק גדול מן הרשויות בישראל מתאפיין בגירעונות תקציביים ובחובות גדולים למערכת הבנקאות. תנאי הכרחי להנפקה הוא צמצום הגירעונות השוטפים. לדעתנו, בשלב ראשון הישימות של הנפקת איגרות חוב ייעודיות גבוהה מהישימות של הנפקת איגרות חוב כלליות.

ביום 29 במרס 1990 אישרה הכנסת תיקון לחוק יסודות התקציב, התשמ"ח 1985, התומך לראשונה בעיקרון של הנפקה מקומית של איגרות חוב מוניציפליות בישראל. במתכונת זו של חוק יסודות התקציב נקבע, כי רשות מקומית ותאגיד הנשלט בידי רשות מקומית לא ינפיקו איגרות חוב, אלא על פי היתר של שר הפנים ושל שר האוצר. במהלך הדיונים המוקדמים אשר הובילו לאישור תיקון זה, החליט הקבינט הכלכלי על הקמת ועדה המורכבת מנציגי שני משרדים אלו וכן מנציגים מטעם מרכז השלטון המקומי. מטרת הוועדה הייתה בדיקת היישומיות של הנפקת איגרות חוב מוניציפליות על ידי רשויות מקומיות. ניסיונות, שנעשו בעבר לפנות לשוק ההון ביזמתן של הרשויות, נבלמו. עיריית תל אביב, למשל, השקיעה משאבים בהכנת פרויקט להנפקה, אולם נתקלה בהתנגדותו של שר האוצר.

היבטים חברתיים

הנגישות לשוק ההון לרשויות המקומיות שיעמדו בקריטריונים להנפקות בשוק, עשויה להגדיל את הזרמת המקורות, להאיץ את הפיתוח בהן ולשפר את מצבן, אך היא לא תועיל לחלק מהרשויות בישראל, אשר לא יעמדו בקריטריונים המינימליים לשם הנפקת איגרות חוב לציבור.

רשויות מקומיות שונות עומדות בפני הזדמנויות כלכליות שונות. שונות זו עשויה לנבוע מכמהסיבות: גודל הרשות, מיקומה (מרכז לעומת פריפריה), רמת הפיתוח הכלכלי הקיים בה ורמת המשאבים הכספיים ו/או האנושיים שבתחומה. כך, למשל, יותר משלושים רשויות מקומיות המייצגות למעלה ממחצית אוכלוסיית ישראל אינן מקבלות כיום תקציבי איזון ממשרד הפנים.

קיים פער גדל והולך בין אותן ערים המצליחות להשתחרר מתלות תקציבית לבין אלה שבהן התלות הופכת להיות מרכיב מבני בכלכלתן. לפער זה יש, ככל הנראה, ביטוי גם במרחב הגאוגרפי - הקו המפריד הוא בין ערים הנמצאות בליבת ישראל לבין אלה הנמצאות מחוצה לה. קבוצת הרשויות הראשונה נהנית מבסיס מס מקומי הולך וגדל, וכך נוצרת יכולת כלכלית דיפרנציאלית בין הרשויות, המשפיעה גם על ההזדמנויות הכלכליות העומדות בפניהן.

מרבית האוכלוסייה בישראל מרוכזת ברשויות אשר יכולות לעמוד בקריטריונים של נגישות לשוק ההון, אולם מבחינת מספר הרשויות מדובר במיעוט. סביר להניח שעירות הפיתוח והרוב הגדול של הרשויות במגזר הערבי יהיו הגרעין הקשה של הרשויות שלא יוכלו ליהנות מהנגישות לשוק ההון.

הנפקתו של פרויקט בעל פוטנציאל כלכלי, השייך לרשות חלשה מבחינה כלכלית, אינה בלתי-אפשרית. הנפקת איגרות חוב ייעודיות (RB) שמה את הדגש באופי הפרויקט ולא בגוף העומד מאחוריו. אולם פרויקט חזק ברשות פריפריאלית חלשה קשה למסחור, ובמקרים רבים המלווה יבדוק גם את בעלי המניות של חברת הפרויקט, קרי הרשות המקומית, ביחוד אם הם נדרשים למימון ביניים או שחלק מהביטחונות של הפרויקט נשען על התחייבות הרשות. עם זאת, הרשות המקומית לא תבחן רק על סמך מצבה הפיננסי הנוכחי אלא גם בהתאם לפוטנציאל בעתיד, הנגזר מפרמטרים דמוגרפים וכלכליים.

הפרויקטים המתאימים לצורך הנפקה הם פרויקטים מניבים ויציבים כלכלית. בהקשר זה קיים חשש, שהרשות המקומית תשים את הדגש בפרויקטים רווחיים על חשבון תחומי אחריות מוניציפליים אחרים, שאינם מניבים רווח. עם זאת, יש לזכור כי לראשי הרשות אחריות פוליטית כלפי ציבור הבוחרים, שתמנע הזנחת נושאים חברתיים. כמו כן, לפרויקטים כלכליים ערך חברתי המתבטא בשיפור איכות החיים וביצירת מקורות תעסוקה לכל המרחב המטרופוליני.

הפרויקטים הכלכליים יוצרים ברשות גם מקורות הכנסה כדלקמן:

(א) יצירת נכס שלא היה קיים בלי התאגוד. (לדוגמה: הרשות לפיתוח ירושלים המחזיקה ב-26 אחוזים מהגן הטכנולוגי, שהוקם ביזמתה לאחר שצורפו משקיעים פרטיים).

(ב) התאגיד, בלי קשר לבעלותו, משלם מסים לרשות המקומית.

(ג) לאחר פירעון ההלוואות, בהנחה שהפרויקט מוצלח, יוכלו מקורות הכנסה פנויים לעבור לרשות בשלוש צורות עיקריות: המשך תכניות פיתוח, תשלום דיבידנד, שווי נכסים בפירוק.

מקורות הכנסה נוספים אלו יכולים לממן שימושים אחרים הקשורים בתחום החברתי.

גיוס מקורות מימון לרשויות מקומיות חזקות או לפרויקטים טובים ברשויות מקומיות חלשות באמצעות הנפקת איגרות חוב מוניציפליות יאפשר הפניית מקורות מימון אחרים, שיתפנו בעקבות זאת, לשימושים חלופיים הקשורים בתחומים חברתיים שונים או בסיוע לרשויות מקומיות חלשות.

הבעייתיות במערכת הדיווח הכספי

המכשול העיקרי בדרך להנפקת איגרות חוב מוניציפליות הוא הצורך בשינוי מערכת הדיווח החשבונאית המקובלת ברשויות המקומיות. הדוחות הכספיים של הרשויות המקומיות במתכונתם הנוכחית אינם מאפשרים למשקיע הפוטנציאלי להעריך את מצבה הכספי של הרשות המקומית.

הדוחות הכספיים של הרשויות אינם בנויים במתכונת של דוחות עסקיים, מעצם היותן מלכ"ר, ולכן הסקת מסקנות בדבר כושר ההחזר של הרשות שונה לחלוטין מהסקת מסקנות באשר לכושר ההחזר של חברות עסקיות. הדוחות כוללים מצד אחד עודף פרטים לא רלבנטיים ומצד שני הם מאופיינים בהעדר פרטים מהותיים.

כיום אין כללים חשבונאיים מקובלים לדיווח כספי של רשויות מקומיות, והדיווח נעשה על פי הנחיות משרד הפנים בלבד. יישום הוראות משרד הפנים אינו אחיד, והדוחות אינם כוללים את כל הפרטים הנדרשים בדוחות כספיים בני זמננו. השינויים הנדרשים הם בהיקף נרחב, ודורשים מאמץ אדיר מגוף התקינה החשבונאי (לשכת רואי החשבון). למעשה, יש לבנות מחדש את מערכת הדיווח הכספי. להלן נבחן את עיקרי ההתאמות הנדרשות בדיווח הכספי.

הדיווח הכספי ברשויות המקומיות נעשה בשיטת הקרנות, השונה מהותית מדיווח בגישה הכוללנית של חברות עסקיות. בשיטת הקרנות יש דיווח נפרד לכל סוג פעילות, לעומת הגישה הכוללנית שמדווחת על כל הפעולות כיחידה אחת אינטגרלית. בתקציב רגיל הרשות מדווחת על הפעילות השוטפת (משכורות, אחזקה, ארנונה וכד'), ובתקציב פיתוח (תקב"ר - תקציב בלתי-רגיל) - על פרויקטים של בינוי ושל השקעות. בפועל אין אבחנה מהותית בין הפעולות השייכות לתקציב הרגיל לבין

אלה השייכות לתקציב הבלתי-רגיל, ובשל כך אין אבחנה בין פעילות רגילה הצפויה לחזור על עצמה (שוטפת) לפעילות חד-פעמית.

בסיס הדיווח ברשויות המקומיות הוא בסיס מזומן מתוקן. בשיטה זו ההכנסות, פרט למקרים חריגים, נרשמות על בסיס מזומן, ואילו ההוצאות - לרוב על בסיס מצטבר. משמעות בסיס הדיווח היא שמרבית העקרונות של החשבונאות העסקית למעשה אינם מתקיימים.

עיקרון הקבלת הוצאות והכנסות (matching) אינו מתקיים, משום שמלכ"ר אינו מייצר הכנסות. כך למשל, חיובים בגין מסי עירייה שטרם נגבו במזומן אינם משתקפים בדוחות, אף-על-פי שהרשות זכאית להם והוציאה את ההוצאות המיוחסות להכנסות אלו. כמו כן, ההפחתה של נכס אינה נעשית לפי אורך חייו הכלכלי אלא מיד בשנה הראשונה לרכישתו, כאשר נעשית ההוצאה במזומן. ואילו הלוואות שמתקבלות לזמן ארוך נרשמות כהכנסות, בעוד שפירעון נרשם כהוצאה שוטפת. צורת דיווח זו יוצרת עיוות בהשוואה לנדרש על פי התפיסה הכלכלית.

נכסי הרשויות והתחייבויות תלויות אינם מופיעים בדוחות ולא מתבצעת התאמה בגינם. פריטים אלו עלולים להצטבר לסכומים מהותיים ולהטעות את ציבור המשקיעים. יצוין כי קיימים קשיים אובייקטיביים במיון נכסי הרשות ובהגדרתם כנכסים קבועים, ובמקרים רבים לא ניתן לייחס ערך כלכלי למבני ציבור. נוסף על כך, יש להסדיר את הדיווח ואת מערכת היחסים בין הרשות לחברות כלולות ומוחזקות, שאינן מופיעות בדוחות הרשות.

הדיווח הכספי הוא על בסיס נומינלי ולא מבוצעת התאמה לשינויים בכוח הקנייה של השקל, כנדרש בדוחות המוגשים לרשות לניירות ערך. הדבר פוגם באפשרות ההשוואה לאורך זמן.

הדוחות הכספיים אינם מתייחסים לפעולות מהותיות, כגון: הפרשות להפסדים צפויים ולחובות מסופקים והוצאות מראש. כמו כן לא נעשות הפרשות בגין הלוואות שניתנו, תביעות תלויות וכד'. מכאן שהדוחות הכספיים במתכונתם הנוכחית אינם משקפים את מצבה הפיננסי של הרשות.

האחריות להגשת הדוחות הכספיים ולתוכנם אינה ברורה די הצורך ומועדי הגשתם אינם קבועים ואינם תואמים את המועדים הקבועים בתקנות של ניירות הערך. החובה לביקורת בידי רואה חשבון חיצוני הוכרה רק בשנת 1993, ורואה החשבון ממונה על ידי שר הפנים באמצעות הממונה על הרשויות המקומיות, אולם הדוחות מוגשים באיחור ניכר.

שינוי כללי הדיווח של הרשויות המקומיות בהתאם לדרישות הרשות לניירות ערך יפתור את הבעיה מנקודת ראות המשקיע אך לא מבחינת מטרותיה של הרשות המקומית. הרשות אינה גוף עסקי אלא מלכ"ר, וייתכן כי מדידה עסקית של פעולותיה תשנה את דרך המחשבה של מכתיבי המדיניות ותסב נזק לציבור שהיא

משרתת. מכאן שיש לשנות את צורת הדיווח הכספי של הרשות לדיווח משקף יותר מבחינה כלכלית, אך לא בהכרח להתאימו לכללי דיווח של גוף עסקי.

לאחרונה הכין רואה החשבון יצחק עזר טיוטה לקביעת מתכונת חדשה לעריכת הדוחות הכספיים של הרשויות המקומיות, אשר תאפשר להעמיד את כל המידע הנדרש לרשותם של גורמים בעלי עניין ברשות. כמו כן הומלץ על הקמת צוות בין-משרדי של משרדי הפנים והאוצר שיגבש מתכונת חדשה לעריכת הדוחות הכספיים של הרשויות המקומיות ויקבע את הצעדים הנדרשים לעיגונה בחקיקה ולוח זמנים ליישומה. ייתכן כי דיווח כספי זה יוכל לשמש גם בסיס להנפקת איגרות חוב מוניציפליות.

היקף ההתאמות הנדרשות בדיווח הפיננסי של חברות עירוניות נמוך במידה ניכרת מהיקף ההתאמות הנדרש בדוחות הרשות המקומית, ולכן מומלץ מבחינה חשבונאית להתחיל בהנפקות של גופים אלו, שהם ישות עסקית נפרדת מהרשות המקומית.

דרישות הבורסה להנפקת איגרות חוב רגילות ורישומן למסחר

חובת פרסום תשקיף

סעיף 15 לחוק ניירות ערך קובע כי חל איסור על תאגיד להציע לציבור ניירות ערך אלא באמצעות תשקיף, שהרשות לניירות ערך התירה את פרסומו. התשקיף הוא המסמך העיקרי שלפיו מונפקים ניירות ערך. פרטי התשקיף מיועדים לתת למשקיע את כל המידע לצורך קבלת החלטה בנוגע להשקעה. התשקיף צריך להיות מאושר על ידי הרשות לניירות ערך ואסור שיהיה בו "פרט מטעה", משמע, כל פרט החשוב למשקיע סביר השוקל את רכישת ניירות הערך או העדרו של פרט זה. לצורך חוק זה הרשות המקומית הנה תאגיד בהתאם לסעיף 7 לפקודת העיריות.

רשות מקומית אינה מסוגלת כיום לפרסם תשקיף בהתאם לדרישות חוק ניירות ערך בשל היקף פעילותה הנרחב ומשום שמבנה העירייה אינו מותאם לפרטי החוק ולתקנותיו (חוק ניירות ערך מכוון לחברה עסקית ולא למלכ"ר).

ההתאמות הנדרשות בתשקיף הן בהיקף רחב, וקיים ספק אם אפשר לבצען. ההתאמות העיקריות הן בסעיפי תיאור החברה, בדוחות הכספיים הכלולים בתשקיף, בהגדרת בעלי עניין ובאחריות הפלילית לנושאי משרה פוליטית המשתמעת מהחתימה על התשקיף.

קיימים תקדימים של פטור מתשקיף לצורך הנפקת איגרות חוב:

1) המדינה הוציאה מכלל הגדרת ניירות ערך לצורך חוק ניירות ערך את איגרות החוב הממשלתיות, ולכן הוראות חוק זה אינן חלות במקרה של גיוס חוב על ידי המדינה.

2) בהתאם להוראה מפורשת בסעיף 54 י"ב לחוק ניירות ערך, רשאי שר האוצר באישור ועדת הכספים של הכנסת להורות כי הוראות חוק זה והתקנות שהותקנו על פיו (כולן ומקצתן) לא יחולו על ניירות ערך של הסוכנות היהודית. להבדיל מאיגרות חוב ממשלתית אין בהוראה זו פטור מכל תכולתו שלהחוק. פטור שר האוצר בהנפקת ניירות הערך של הסוכנות היהודית חל בתנאים מסוימים, והחוק עדיין מחייב בחלק מחובת הגילוי הנאות ובעקרונות של תרמית, מניפולציה, פרט מטעה והגבלת השימוש במידע פנים.

דרך זו של פטור חלקי מתכולת החוק מתקבלת על הדעת גם עבור הרשויות המקומיות, בעיקר לאור התדמית הציבורית הנוכחית של מגזר זה בציבור ומאחר שהאחריות השלטונית של פרנסי העיר היא קצרת טווח (5 שנים).

בארצות הברית קיים מצב דומה. בהתאם לסעיף 3 (a) (2) לחוק ניירות ערך בארצות הברית (S.E.C), משוחררות מרבית איגרות החוב הפטורות ממס מחובת התשקיף. על מנת לזכות בפטור צריכה הערבות של איגרת החוב של העירייה להיות אבסולוטית ובלתי-מותנית. כמו כן ניתן פטור לאיגרות חוב המונפקות יחדיו או מובטחות ביחד על ידי שתי רשויות מקומיות או יותר או על ידי סוכנויות שלהן, וזאת בשל מיעוט המקרים של חדלות פירעון בהנפקות מעין אלו.

חברה עירונית המנפיקה איגרות חוב תידרש על ידי הרשות לניירות ערך לכלול בתשקיף גם את העירייה או את הרשות המקומית בשל חובת הנאמנות של דירקטורים בחברה עירונית כלפי העירייה, העולה על חובתם לחברה העירונית (סעיף 249 א' לפקודת העיריות). הדרישה להכנת תשקיף כולל תתקיים גם במקרים האלה:

- כאשר קיימת תלות עסקית של החברה העירונית ברשות המקומית.
- כאשר מושקע סכום מהותי מתמורת הגיוס (מעל 50%) ברשות המקומית.
- כאשר הרשות המקומית מעורבות פיננסית בפעילות החברה העירונית (לדוגמה: ערבות לאיגרות חוב).

תוכנו של תשקיף שמוצעות בו איגרות חוב מוניציפליות

הנושאים שראוי לתת עליהם את הדעת בתשקיף שמוצעות בו איגרות חוב של רשויות מקומיות הם אלה:

(א) תיאור נייר הערך

- תיאור הגופים שאישרו את ההנפקה ואת שטר הנאמנות.
- יצוין כי העירייה קיבלה את כל האישורים הנדרשים על פי דין להצעת ניירות ערך ולהנפקתם, ובהם אישור המוסדות המוסמכים בעירייה, צו שר הפנים המאפשר הנפקה בתנאים שנקבעו בו ואישור שר האוצר.

- יצוין קיומו של שיעור מס מופחת על הריבית על תעודות ההתחייבות, אם קיים שיעור מס כזה, כנדרש בתקנה 31 לתקנות פרטי התשקיף.
- יצוין אם קיים שעבוד לטובת בעלי איגרות החוב ומהו.

(ב) חוות דעת של עורך הדין הנכללת בתשקיף

על פי תקנה 16 הכירצ הקפנהה ויד דרוע לש תעדה תווח, ויקשתה יטרפ תונקתל לעסוק, בין היתר, בסמכות המנפיק להנפיק את ניירות הערך המוצעים בצורה המוצעת. לאור הספקות הקיימים באשר לסמכות לשעבד נכסים מסוימים, יהיה על עורך הדין לבדוק עניין זה לעומקו.

לאור סעיף 61 ויעס חוכמ תושרה לש תוכמסה יפ לע וא דרע תוריין קוחל 'א 02 לחוק או מכוח תקנה שתותקן, מן הראוי שעורך הדין יתייחס בחוות דעתו לנכונות תיאור המסגרת החוקית ובמגבלות החלות על פעולות העירייה, ויצוין כי ההחלטה על ההנפקה התקבלה במוסדות המוסמכים לכך ואושרה על ידי הגורמים המתאימים.

(ג) תיאור העירייה ופעילותה

בתיאור העירייה ופעילותה יש לתת ביטוי, בין השאר, לפרטים האלה:

פרטיים כלליים: פרטים על השנה שבה הפכה לעירייה, מספר תושביה, נתונים כלכליים לגבי אוכלוסיית העיר, תחום שיפוט (גבולותיה) ושטח הרשות, מספר יחידות חיוב לארנונה ולמים, מבנה ארגוני של העירייה, כוח אדם, האורגנים של העירייה וחלוקת הסמכויות ותחומי האחריות בה, שמותיהם של ראש העיר ושל בעלי תפקידים בכירים בעירייה, פרטים על מועצת העירייה ועל הרכב ועדותיה, אופי השירותים הניתנים על ידי העירייה וכדומה.

גורמי סיכון ותלות בגורמים אחרים: תיאור התחומים שבהם קיימת תלות של העירייה בשלטון המרכזי ובגורמים אחרים, מהותה של תלות זו והסיכון הכרוך בה. לדוגמה: העדר עצמאות מלאה בעניין קביעת גובה הארנונה וצורך באישורים לביצוע חלק ניכר מפעולותיה. ההכנסות מפרויקטים עירוניים רבים תלויות בחקיקה של השלטון המרכזי. במקרה זה יש צורך להבהיר מראש את מדיניות המחירים של הממשלה לטווח הארוך ולקבל את מחויבותה למדיניות זו.

המסגרת החוקית שבתוכה פועלת העירייה והמגבלות החוקיות על פעולתה: תיאור ההסדרים העיקריים בפקודת העיריות, בחוק יסודות התקציב ובחוקים נוספים, המשפיעים על פעולתה של העירייה ומגבילים אותה.

נתונים כלכליים: הצגת תמצית הדוחות הכספיים: מאזן, דוח תקבולים ותשלומים ודוח ביצוע תקציב (לרבות פירוט נתונים על תקציב רגיל ועל תקציבים בלתי-רגילים), הסברים לשינויים מהותיים במבנה המאזן ובסעיפי דוח תקבולים ותשלומים בשנת הדיווח בהשוואה לשנים קודמות (לרבות הסברים על גירעונות

תקציביים, אם היו, ונתונים לגבי גביית מסי עירייה), ניתוח סטיות מהתקציב שתוכנן לשנה החולפת מול נתוני ביצוע בפועל, ציון מקורות המימון (לרבות פירוט העברות תקציביות והשתתפויות משרדי ממשלה), וניתוח הוצאות המימון, תיאור מגבלות, אם קיימות, בהעברות בין סעיפי התקציב, תיאור פרויקטים עיקריים שעודם בביצוע ופרויקטים עיקריים שנסתיימו בתקופה המדווחת.

השקעות בתאגידים: יינתנו פרטים בנוגע להשקעות בתאגידים, לרבות תאגידים עירוניים, מלכ"רים, עמותות וכיוצא בזה. לצורך זה מוצע לתקן את תקנות פרטי התשקיף ואת תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים) התש"ל - 1970 (להלן - תקנות דוחות תקופתיים ומידיים), באופן שיחולו גם על תאגיד עירוני ועל חברה הקשורה לעירייה.

חוזים עיקריים: תיאור חוזים עיקריים עם ספקים ועם נותני שירותים לתקופה ממושכת, תיאור הסכמים עם רשויות אחרות על פעולות משותפות וכל חוזה או הסכם מהותי אחר.

ממצאי מוסדות הביקורת: יתוארו ממצאים בדוחות המבקרים האלה: מבקר המדינה, רואה חשבון בלתי תלוי המבקר את הדוחות הכספיים, ועדת הביקורת של מועצת העיר ומבקר העירייה. כמו כן יצוינו הפרטים שלהלן: הוצאות בלתי-חוקיות שהוציאה העירייה וכל חריגה אחרת מהוראות החוק, צווים והוראות של שר הפנים בכל ענייני הכספים וענייני החשבונות, פריטים שנפסלו בחשבונות משום שהיו בניגוד לחוק, וההפסד הכספי שנגרם עקב פסילתם אם נגרם הפסד, החלטות מועצה שהוצאו לפועל שלא כדין, חריגות בנושאי החזקת הכספים ושמירת הרכוש של העירייה, ליקויים בהנהלת ענייני המועצה שהצביעו עליהם בעבר וטרם תוקנו, ממצאים אודות מבדק פנימי ואודות נהלים הקיימים במערכת החשבונות, תיקונים ושיפורים שהוצעו והטיפול שנקט. כמו כן יש לתאר את המקרים שבהם לא עמדה העירייה בהתחייבויותיה.

(ד) הנפקת איגרות חוב על ידי תאגידים עירוניים

נושאים שיש לשים בהם דגש בתשקיף של חברה עירונית:

- לאור העובדה שעירייה רשאית לייסד תאגיד עירוני רק למטרות שהן במסגרת סמכויותיה ותפקידיה ושיאושרו מראש על ידי שר הפנים, המטרות של חברה עירונית הן מוגבלות וטעונות גילוי מפורט.
- הנפקת איגרות חוב על ידי חברה עירונית טעונה אישור של שר הפנים ושל שר האוצר.
- קיומן של החלטות הדורשות את אישור שר הפנים, כגון: הקמת חברת בת, שינוי בתזכיר ובתקנון, קביעת שכר נציגי העירייה והספקת שירותים שהם בסמכות העירייה על ידי החברה (ראה סעיפים 1 ו-6 בצו העיריות).

- הכללים החלים מכוח החוק ומכוח צו העירויות בנוגע למינוי נציגי העירייה בחברה.
- בתיאור החברה העירונית יש להתחשב גם בממצאי מבקר העירייה ומבקר המדינה ביחס לחברה, אם החברה עמדה תחת ביקורת של מי מהם בשנים שקדמו לפרסום התשקיף.
- תיאור הקשרים וההתקשרויות בין העירייה לחברה העירונית בעניין מימון פעולות החברה, העברות כספים הדדיות ביניהן, מכירת שירותים או הספקתם לעירייה וממנה וכיוצא בזה וקיום תלות בעירייה כתוצאה מכך.
- במקרה שנכללו בתשקיף פרטים הנוגעים לעירייה, על עורך דין ההנפקה לכלול בחוות דעתו התייחסות לא רק לחברה המנפיקה אלא גם לעירייה.
- יש מקום לבחון דרישת פרטים על חזקות, שכר וטובות הנאה שמשלמים העירייה ותאגידיה בשליטתה לנושאי משרה בכירה בעירייה, שהם גם נציגי העירייה בחברה העירונית, וזאת מהטעם שהם מרכזים בידם כוח ויכולת השפעה על פעולות העירייה בכלל ועל החברה העירונית המנפיקה בפרט.

(ה) אחריות המוטלת בגין התשקיף

- החותמים על התשקיף אחראים כלפי מי שרכש ניירות ערך לנזק שנגרם לו בגלל פרט מטעה בתשקיף. לעניינינו החותמים על התשקיף הם הרשות המקומית, ראש הרשות המקומית ורוב חברי מועצת הרשות המקומית.
- אחריות פלילית מוטלת על מי שכלל פרט מטעה בתשקיף או מי שלא כלל פרט חשוב למשקיע סביר או כל פרט לפי תקנות פרטי התשקיף (סעיף 53 (ב) (2) לחוק ניירות ערך). במידה ונעברה עבירה כאמור לעיל על ידי הרשות המקומית, אחראים בגינה ראש הרשות המקומית וחברי מועצת הרשות המקומית ומנכ"ל הרשות.

חובת הגילוי הנאות

חברה ציבורית שהנפיקה ניירות ערך נדרשת לעמוד בחובות שונים:

- **דיווח שוטף:** דוח תקופתי ודוח שנתי: מוגשים אחת לשנה, תוך ארבעה חודשים מתום שנת החשבון של החברה, וכוללים את הדוחות הכספיים השנתיים כשהם מבוקרים על ידי רואה חשבון ומתואמים לאינפלציה, וכן שורה של פירוטים הנקבעים בתקנות. דוחות רבעוניים: דוחות כספיים המתואמים לאינפלציה ומסוקרים בידי רואה חשבון. הם מוגשים אחת לשלושה חודשיים, תוך חודשים מיום כל דוח.
- **הגשת דוחות מידיים:** החברה חייבת בפרסום דוח מידי בגין שורה של אירועים מהותיים המתרחשים בה. נושאי הדיווח נקבעים על פי תקנות ניירות ערך.

• **עסקאות עם בעלי עניין:** יש להביא את פרטי העסקה עם בעל העניין טרם ביצועה לעיונה של הבורסה לניירות ערך. בעל עניין מוגדר לצורך זה כמי שמחזיק מעל לאחוז מסוים במניות החברה, מנכ"ל וחבר דירקטוריון.

• **מינוי דירקטורים מקרב הציבור:** כל חברה שפנתה לבורסה לגיוס הון חייבת במינוי שני דירקטורים מקרב הציבור. המינוי הוא לתקופה של 5 שנים ומאושר על ידי ועדה ציבורית בראשותו של שופט.

מטרת החובות היא להגן על הנושים ועל בעלי זכויות המיעוט בחברה. חובות הדיווח מספקות למשקיעים מידע על מצבה השוטף של החברה ועל דרך ניהולה, ואילו מינוי דמ"צים מיועד לתת ייצוג למשקיעים בעלי זכויות מיעוט ולמנוע פגיעה מהותית בהם.

הגדרת חובות הדיווח לפי חוק ניירות ערך מותאמת לחברות עסקיות. על מנת לאפשר הנפקת איגרות חוב של רשויות מקומיות, נדרשות התאמות לפעילותן של מלכ"ר. ההתאמות בנוגע לדיווח הכספי הובאו בתחילת הדברים. באשר להגשתם של הדוחות המידיים יש להגדיר נושאי דיווח מהותיים ברשויות מקומיות. מבחינת בעלי העניין, תפקיד ראש העיר דומה לתפקיד המנכ"ל, ותפקיד חברי מועצת העיר-לדירקטוריון. יש לכלול בהגדרת בעלי העניין נושאי תפקידים בכירים נוספים, כגון: גובר העירייה, מהנדס העיר ומזכיר העירייה, שבידיהם מרוכזות סמכויות חשובות.

חובת הנאמנות של דירקטורים בחברות עירוניות

חובת הנאמנות של דירקטורים בחברות עירוניות, לפי סעיף 249 א' לפקודת העיריות, מופנית בראש ובראשונה כלפי העירייה ותהיה עדיפה לעולם על פני חובתם לחברה העירונית. בהוראה זו קיימת פגיעה מהותית בנושים ובבעלי זכויות המיעוט.

לצורך הנפקת חברה עירונית יש ליישם עקרונות עסקיים מקובלים של חובת נאמנות לחברה. זאת באמצעות ביטולו של סעיף 249 א' או הוצאתה של הוראה מיוחדת הפוטרת חברה עירונית ציבורית מתכולתו של סעיף זה.

ביטחונות

בעל איגרת החוב הוא נושה מובטח של המנפיק במסגרת הקבועה באיגרת החוב (סכום, ריבית ומועד פירעון). הוא זכאי לריבית בין אם למנפיק היו רווחים ובין אם לאו. כביטחון להלוואה משעבד המנפיק את רכושו בהתאם לתנאים שנקבעו מראש.

כיום אין דרישות מקדימות באשר לגובה השעבוד או לטיבו, והכללים נקבעים בדרך כלל במו"מ בין החברה לחתם. על פי סעיפים 165 ו-166 לפקודת החברות, השעבוד להבטחת התחייבות על פי איגרת חוב יכול להיות סמלי בלבד. הסכמתם של משקיעים לרכוש איגרות חוב מובטחות בשעבוד סמלי קשורה בשגשוגו של שוק ההון. בדרך כלל איגרות חוב אלה הן איגרות חוב להמרה. ניתן להנפיק איגרות חוב בהבטחת שעבוד ספציפי על נכס מסוים או בהבטחת שעבוד צף על כלל נכסי המנפיק.

אפשרות הענקת הביטחונות על ידי הרשויות המקומיות בעייתית. לפי פקודת העיריות חל איסור לשעבד נכסים פיזיים לגורם חיצוני. גם אם ינתן אישור מיוחד שיאפשר שעבוד ספציפי, לא יהיה ערך רב לשעבוד זה, שהרי מתוקף היותה של הרשות מוסד סטטוטורי, סביר כי תמנע הפקעת נכס חיוני מנכסיה. לדוגמה, סביר שלא יפונה בית-ספר. יתר על כן, לחלק ניכר מנכסי הציבור אין ערך ללא השירות שנותנת העירייה. (למשל: האם ניתן למכור מערכת ביוב?)

ניתן, בכפוף לאישורים המתאימים, למשכן למלווה ארנונה או הכנסה אחרת להבטחת תשלום הקרן והריבית, אולם התזרים מההכנסות של מרבית הרשויות המקומיות משועבד כבר לבנקים. בעיית הביטחונות קיימת גם באיגרות חוב כלליות וגם באיגרות חוב ייעודיות, בעיקר במקרים של פרויקטים גדולים שנדרשים עבורם ביטחונות נוספים מעבר להבטחת ההכנסות מהפרויקט. יש לתקן את פקודת העיריות, כך שיתאפשר שעבוד נכסים מניבים של הרשות המקומית (מבנים המשמשים את משרדי הרשות המקומית, חניונים, אולמות תרבות וספורט) כביטחונות לטובת מחזיקי איגרות החוב.

במדינות שסקרנו בפרסום הקודם, למעט ארצות הברית, לא אותרו מקרים של פשיטות רגל של רשויות. רוב הרשויות אינן נותנות ביטחונות לאשראים שהן לוקחות, וגם אילו ביקשו לתת, לרוב לא ניתן לשעבד את נכסי הרשות לטובת המחזיקים באיגרות חוב. שיטת האשראי בלא ביטחונות מתפקדת לשביעות רצון המערכת הפיננסית תודות לאמצעי בקרה ופיקוח מתאימים. בארץ יש ליצור מערכת חסמים ותקנים למניעת מצב שבו נפח ההתחייבויות של העירייה יגדל לממדים כאלה שהיא תתקשה לעמוד בהחזר ההתחייבויות או שהתמורה מההנפקה תשמש לפרויקטים לא כדאיים מבחינה כלכלית.

בשוקי הון מפותחים נהוג לדרוש מהחברה המנפיקה לקיים יחסים פיננסיים מוסכמים לכל אורך חיי האיגרת. זאת לצד התחייבות שלא לעשות פעולות אשר ירעו את מצבם של מחזיקי איגרות החוב, דוגמת שעבוד נכסים מהותיים של החברה או מכירתם. אם החברה המנפיקה אינה עומדת בהתחייבויות אלה, מורשה הנאמן למחזיקי איגרות החוב לנקוט פעולות להגנת הנושים. הדרישה לשמור על חוסנה הפיננסי של החברה המנפיקה חשוב במיוחד בהתחייבויות עם ביטחונות סמליים. האחריות במקרה זה מוטלת על החתמים להנפקות של איגרות החוב ועל הנאמנים.

במסגרת חוק ההסדרים לרשויות המקומיות נידונה הצעה לארגן מחדש את מערך הביטחונות לנושי הרשות, במקרה של מינוי ועדה קרואה לרשות שהיא חדלת פירעון, בדומה לפרק 9¹ בתקנות הפדרליות לפשיטת הרגל בארצות הברית. בעל איגרת חוב מוניציפלית הוא נושה מובטח של הרשות. בשל הסיכון של פגיעה בביטחונותיו, המשתמע מהצעת החוק, יקבע השוק פרמיית סיכון על הריבית,

¹ 9, Federal Bankruptcy Act 1987 Chapter, מספק הגנה מפני נושים לרשויות מקומיות במסגרת תכנית

הבראה, בדומה לפרק 11 (Chapter 11) המוכר עבור חברות עסקיות.

שתייקר את עלות ההון לרשות המנפיקה. (התייקרות מחיר החוב כבר באה לידי ביטוי באשראי הבנקאי לרשויות). הרשויות המקומיות בישראל אינן מקשה אחת, ומרביתן מתפקדות ברמה סבירה. על כן, לצורך קידום תהליך ההנפקה של איגרות החוב המוניציפליות יש מקום לשקול לסייג את החוק.

גיוס באמצעות אגד ערים מקטין את החשש מחדלות פירעון, משום שאיגרות החוב עשויות להיות מובטחות על ידי שתי רשויות מקומיות או יותר.

דירוג איגרות חוב מוניציפליות

דירוג איגרות חוב כולל ניתוח פיננסי של המנפיקה ושל הביטחונות שהיא מעמידה לבעלי החוב. בניתוח האיגרת והרשות המקומית המנפיקה נבחנת אינפורמציה רבה, הכוללת נתונים כלכליים ופיננסיים, מידע בנוגע לחובותיה של הרשות, גורמים ניהוליים רלוונטיים ובסיסה הפיסקלי. כאשר מדובר באיגרות חוב ייעודיות, הניתוח משתנה בהתאם למטרת המימון ומתבסס על הסיכויים להצלחת הפרויקט ועל ההכנסות הצפויות מההשקעה. הדירוג נותן ביטוי למידת הסיכון של המנפיק להיות חדל פירעון, סיכון שקובע את תנאי ההנפקה. ככל שסיכון המשקיע נמוך יותר, יהיה

שער הריבית נמוך יותר, עלויות החיתום יהיו נמוכות יותר (עבור היקף גיוס נתון), ויכולת ההפצה של איגרות החוב תהיה גבוהה יותר (משום שחלק מהעמלות שמשלמות חברות בתהליך ההנפקה נובע מאי-הוודאות של החתמים באשר לדירוג שהשוק יקבע לאיגרות החוב).

דירוג איגרות חוב מוניציפליות קיבל תאוצה רבה בארצות הברית בעשור האחרון בגלל העדר ידע בציבור על דרך הניתוח של רשויות מקומיות.

כיום אין בישראל חברות רייטינג המסוגלות לנתח את מצבן הכספי של הרשויות המקומיות ולחזות את יכולת הפירעון של איגרות החוב. למעשה, קיימת בארץ סוכנות דירוג אחת - "מעלות" - אולם עד כה היא טרם עסקה בדירוג הרשויות המקומיות. יש לקדם את דירוג איגרות החוב המוניציפליות ולהגדיר ולפרסם מדדים ושיטות להערכת יכולת החזר של רשויות ושל פרויקטים מוניציפליים כדי להגביר את חדירתן של איגרות החוב המוניציפליות לשוק. הדירוג צפוי לזרז את תהליך ההנפקה בישראל ולסייע בהקטנת החשיפה לסיכונים, ומכאן חשיבותו.

היבט המיסוי

הגורם לצמיחתן המרשימה של איגרות החוב המוניציפליות בארצות הברית בעשור האחרון הוא הפטור ממס פדרלי. במרבית המדינות ההכנסה מריבית פטורה גם ממס מקומי. הריבית הפטורה ממס משמשת כוח משיכה גדול למשקיעים. התשוואה האפקטיבית של ציבור המלווים באיגרות חוב מוניציפליות גבוהה בהשוואה לתשוואות מרוב סוגי ההשקעה באותה רמת סיכון שאינה פטורה ממס.

מבחינת הרשויות המגייסות מוזיל הפטור ממס את מחיר ההון. גיוס הכספים בשוק ההון הוא בשערי ריבית נמוכים יותר, והרשות נהנית מחיסכון גדול בהוצאות

הריבית. ארגון המתמחה במסחר בשוק איגרות החוב המוניציפליות מעריך, כי הפטור ממס אפשר לרשויות מקומיות בארצות הברית להנפיק איגרות חוב נושאות ריבית בשיעורים הנמוכים בכ- 20-25 אחוזים בהשוואה לשיעורי הריבית המקובלים על איגרות חוב לטווח ארוך החייבות במס, ובשיעורי ריבית הנמוכים בכ- 30-40 אחוזים משיעורי הריבית המקובלים בשטרות לטווח קצר.

שיעור המיסוי המקובל בישראל על הריבית המשולמת מאיגרות חוב הוא 35 אחוזים. כלל זה אינו חל על איגרות חוב ממשלתיות. על מנת לקדם את הצלחת הנפקתן של איגרות החוב המוניציפליות נדרש מרכיב הטבה במס בדומה לזה הניתן על איגרות חוב ממשלתיות.

גיוס הון באמצעות גוף מרכזי

לאור המיומנות המיוחדת הנדרשת בהנפקות של רשויות ולאור החשיבות לצרף פעילויות של כמה רשויות מקומיות כדי ליצור ביטחון לרוכשים, ראוי לשקול לגייס הון לרשויות באמצעות גורם מרכזי אשר יתמחה ב:

(א) שיטות ההנפקה.

(ב) ריכוז של מספר רשויות ליחידה כלכלית או משפטית אחת.

(ג) ריכוז חתמים.

(ד) ריכוז אנשי מקצוע.

(ה) השתתפות בקונסורציום חתמים.

הגוף המרכזי יוכל לסייע לרשויות החלשות בבדיקת יכולת ההנפקה ובייעוץ להשגת התנאים הטובים ביותר מבחינתן לגיוס הון. רשויות מקומיות חלשות, שאינן בקיאות בשוק ההון, תתקשנה להקים בעצמן צוות מומחים לצורך הנפקה.

כ-40 אחוזים מכלל איגרות החוב המוניציפליות המונפקות בארצות הברית מבוטחות בחברות ביטוח. בדרך זו מצליחות הרשויות להשיג מימון זול יותר בזכות הקטנת מרכיב הסיכון. הרשות המנפיקה אינה צריכה להציג את הדירוג שלה אלא את דירוג חברת הביטוח. יש לשקול את הפונקציה של ביטוח איגרות החוב עבור הגוף המרכזי בישראל.

הגוף המרכזי שיוקם, מן הראוי שיהיה תאגיד ציבורי - חברה ממשלתית, אשר התמחתה בגיוס הון עבור הרשויות המקומיות, והיא אמינה ומקובלת על הממשלה (בדומה לאוצר השלטון המקומי, חברת ענבל והחברה לסיכוני סחר חוץ).

הגופים הרלוונטיים להנפקה

לאחר בחינת מכלול הנושאים הכרוכים בהנפקת איגרות חוב מוניציפליות, אנו סבורים כי מיסוד הנושא בארץ עשוי להיות פשוט, אם יכלול בשלב הראשון הנפקת איגרות חוב ייעודיות.

הנפקת איגרות חוב ייעודית יכולה להיעשות גם ללא הקמת מסגרת משפטית מוגדרת של הגוף המנפיק, כאשר ההתחייבות לפירעון איגרות החוב תיעשה על ידי

הרשות המקומית או על ידי אגד ערים. להערכתנו, הדרך הטובה ביותר היא לתאגד כל פרויקט רלוונטי, המתאים להנפקת איגרות חוב, במסגרת ישות משפטית עצמאית, ולה יוענקו הנכסים, הזכויות וההתחייבויות בפרויקט, והיא אשר תבצע בפועל את הנפקת איגרות החוב לציבור.

מבחינה זו עשויים להתאים להנפקת איגרות חוב ייעודיות הגופים שלהן:

- חברה עירונית ו/או חברה עירונית-ממשלתית. מעורבות ממשלתית אינה בהכרח ערבות מדינה להחזר החוב, והפרויקט צריך לעמוד בזכות עצמו.
- חברה של אגד ערים העוסקת בתשתית (מים/ביוב/תחבורה) בתחום מוניציפלי משותף.
- חברה כלכלית עירונית המשמשת חברת השקעות או חברה עירונית לאחזקות נכסים.
- מועצה מקומית תעשייתית (תפן או רמת חובב).
- רשות לפיתוח עירוני המאוגדת על פי החוק (רשות סטטוטורית בדומה לרשות לפיתוח ירושלים). אם מדובר ברשות עירונית, פעילותה צריכה לכלול אחזקת נכסים ראליים ולא רק יזמות (כמו הרשות לפיתוח ירושלים).

היות וההמלצה היא לאפשר מרכיב הטבה במס בדומה לזה הניתן על איגרות חוב ממשלתיות, אין לאפשר הנפקת איגרות חוב מוניציפליות באמצעות חברות בת עירוניות בבעלות משותפת עם הסקטור הפרטי.

תהליך עבודת ההנפקה

- (1) אישור הרשות המקומית להנפקה.
- (2) היתר שר הפנים ושר האוצר (באמצעות אגף רשויות מקומיות והממונה על שוק ההון) להנפקה.
- (3) התקשרות עם יועץ מלווה, המתמחה בהנפקת איגרות חוב.
- (4) התקשרות עם חתמים.
- (5) קביעת עורך דין ורואה חשבון להנפקה.
- (6) עמידה בקריטריונים הנדרשים לרישום למסחר בבורסה לניירות ערך (משך פעילות והון עצמי מינימליים, חובת דיווח על הרעה בתוצאות העסקיות, היקף הנפקה מינימלי ופיזור הולם להבטחת מסחר סדיר).
- (7) מינוי נאמן לאיגרות החוב וחתימה על שטר נאמנות.

(8) הכנת תשקיף.

(9) אישור התשקיף על ידי דירקטוריון החברה המנפיקה.

(10) אישור התשקיף וקבלת היתר לפרסומו מהרשות לניירות ערך. טיוטת התשקיף נבדקת על ידי צוות הכולל משפטן ורואה חשבון ומאושרת על ידי ועדת התשקיפים.

(11) חתימת המנפיק, מרבית חברי הדירקטוריון של המנפיק והחתמים. משמעותה של חתימה זו היא מחויבות ואחריות אישית של החותמים. לגבי חברי דירקטוריון שלא חתמו, קיימת חזקת חתימה.

(12) פרסום התשקיף לציבור לא יאוחר משבעה ימים לאחר מתן ההיתר לפרסומו. בתשקיף נקבעת התקופה לקבלת הזמנות לאיגרות החוב המוצעות במסגרתו, ובלבד שתקופה זו תתחיל לא לפני שעברו שבעה ימים מיום פרסומו של התשקיף ותסתיים לא יאוחר מחודש מיום פרסומו.

(13) תוך שבעה ימים לאחר תום התקופה להגשת ההזמנות יש להעביר לרשות לניירות ערך הודעה על תוצאות ההצעה שבתשקיף.

2 פרופיל רשות מקומית להנפקה

על מנת לאפשר הנפקת איגרות חוב מוניציפליות בישראל יש ליצור כלים ומדדים פיננסיים לדירוג חוסן הכלכלי והפיננסי של הרשויות המקומיות עבור הגופים שאמורים לספק להן מימון. מטרת פרק זה היא להציע מדדים אלה כדי שתתאפשר קביעת סרגל אחיד למגזר זה. ההצעה נשענת על מידע שקיבלנו בין השאר מגופים בחו"ל, מהבנקים בישראל, ממשרד האוצר (אגף תקציבים והחשב הכללי), מאוצר השלטון המקומי, מרשויות מקומיות וממשרד הפנים.

דירוג רשויות מקומיות - סקירה בינלאומית

דירוג רשויות מקומיות בארצות הברית

הנפקת איגרות חוב מוניציפליות בארצות המפותחות משמשת מנוף מרכזי לגיוס כספים לשם פיתוח ואחזקה של תשתיות וכן למימון צרכים תפעוליים.

שוק איגרות החוב המוניציפליות האמריקני הוא הגדול והמפותח בעולם בתחום זה. שוק זה כולל איגרות חוב המונפקות על ידי מדינות, על ידי רשויות מקומיות ועל ידי מפעלים שבבעלותן, ונאמד בכ-2.5 טריליון דולרים. למעלה מ-50 אלף מנפיקים - מדינות, ערים, עיירות, רשויות חינוך ורשויות ממשלתיות ייחודיות אחרות - משתמשים בשוק המקומי של איגרות החוב המוניציפליות לצורך גיוס כספים למטרות מגוונות, כמו: מימון לטווח ארוך של מערכות מים וביוב, כבישים, מתקני תחבורה, בתי חולים, דיור, בתי-ספר וכן לצורכי נזילות ופירעון חובות שוטפים. שוק זה הוא שוק איגרות החוב השני בגודלו בארצות הברית (לאחר ה-Treasury Bonds - איגרות של האוצר האמריקאי), וסביר להניח שהוא השני בגודלו בעולם כשוק הון לאיגרות חוב.

חברות Standard & Poor's ו-Fitch Investors, Moody's Investors Service הן הסוכנויות הגדולות לדירוג איגרות חוב מוניציפליות בארצות הברית. הסוכנויות בודקות את הסבירות למחדל פירעון של איגרת החוב בשל אי-יכולתה של הרשות המקומית לעמוד בהתחייבויותיה, את היקף ואת אופי התחייבויות הרשות וכן את מצב הביטחונות ואת מעמד החוב במקרה של מחדל פירעון.

יכולת ההחזר של הרשות המקומית נבדקת בארבעה היבטים:

- 1) היקף החוב של הלווה.
- 2) הבסיס החברתי-כלכלי של הלווה.
- 3) ביצועים פיננסיים של הלווה.
- 4) כושר הניהול של הלווה.

הסוכנויות חלוקות ביניהן בנוגע לחשיבותו של כל קריטריון, כאשר Moody's רואה את היקף החוב כראשון במעלה, בעוד ש-S&P מייחסת חשיבות רבה יותר לבסיס הכלכלי של הלווה.

סוכנויות הדירוג האמריקניות מתנגדות לניסיון ליצור מדד יחיד המשקלל את כל הגורמים, וטוענות כי יש לבדוק כל מקרה לגופו בייחוד לאור העובדה כי קיימת חפיפה בין התחומים. כך, למשל, ביצועים פיננסיים משקפים בין השאר את כושר הניהול.

מרכיבי הניתוח

ניתוח החוב

היקף החוב והרכבו משפיעים על יכולתה של הרשות המנפיקה לעמוד בהתחייבויותיה. ניתוח החוב בודק את ההיסטוריה הפיננסית של הרשות המנפיקה, את נטל החוב הכולל ומגמות עתידיות.

ההיסטוריה הפיננסית של פירעון החובות ברשות המקומית, החזר הלוואות ומימון גירעונות בעבר יכולים לשמש אינדיקטורים לחוסנה של הרשות.

נטל החוב נוגע לסך ההתחייבויות של הרשות. זהו מדד קריטי בהערכת יכולת ההחזר של הרשות, והוא נמדד ביחס למשאביה באמצעות מדדים שונים:

- עומס המלוות - נטל החוב ביחס לבסיס ההכנסות ממסים. מדד זה דומה ליחס חוב לזמן ארוך / סך הנכסים בחברה עסקית. הוא מוגדר כך:

חוב נטו

EFV

חוב נטו - סך החוב לזמן ארוך המגובה במסים שבאחריות הרשות ובשליטתה בניכוי איגרות חוב ייעודיות וחוב תפעולי לזמן קצר. ההתייחסות היא לחוב הכולל/ישייר (בחוב הכולל נטו יש גם התחייבויות לא ישירות, שמשלמי המסים נושאים בנטל שלהן, למשל, במסגרת של אגד ערים או של חברות בת).

EFV (Estimated Full Value) - אומדן ערך הרכוש הניתן למיסוי בתחום שיפוטה של הרשות המקומית. זהו למעשה בסיס המס ומדד לעושר הרשות המקומית. האומדן הוא בערך שוק, כאשר מביאים בחשבון את השונות הרבה שקיימת בהערכות שווי הרכוש.

את עומס המלוות משוויים לממוצעים לאומיים של רשויות מקומיות בגדלים דומים, כמפורט בלוח מס' 2.1, ונבדקת גם התפתחותו לאורך השנים.

לוח מס' 2.1: יחס חוב ל- EFV בארצות הברית בשנת 1995

חוב נטו ישיר חציון	חוב נטו כולל			טווח האוכלוסייה *
	חציון	נמוך	גבוה	
2.0%	3.8%	1.4%	14.2%	500,000 ויותר
2.7%	4.2%	1.9%	10.5%	300,000-499,999
1.8%	3.8%	1.8%	7.3%	200,000-299,999
1.9%	3.5%	0.9%	7.5%	100,000-199,999
1.7%	3.2%	0.6%	11.7%	50,000-99,999
1.5%	2.9%	0.3%	10.0%	25,000-49,999
1.5%	2.9%	0.3%	16.6%	10,000-24,000
2.1%	3.8%	0.2%	26.4%	מתחת ל-10,000

* נתוני האוכלוסייה לשנת 1990 באחוזים

• חוב לנפש - היקף החוב לתושב:

$$\frac{\text{חוב נטו}}{\text{גודל האוכלוסייה}}$$

החוב לנפש מאפשר השוואה בין הרשויות, כך שככל שהחוב לנפש נמוך יותר, הרי נטל החוב על הרשות קטן יותר ולכן מצבה עדיף. לוח מס' 2.2 מציג נתוני השוואה בארצות הברית. יש לבדוק נתון זה גם באמצעות סדרות עתיות.

לוח מס' 2.2 חוב נטו לנפש (בדולרים) בארצות הברית בשנת 1995

חוב נטו ישיר חציון	חוב נטו כולל			טווח האוכלוסייה*
	חציון	נמוך	גבוה	
882	1,476	955	5,538	500,000 ויותר
957	1,391	514	3,087	300,000-499,999
698	1,581	894	2,576	200,000-299,999
675	1,367	327	3,750	100,000-199,999
677	1,270	226	6,949	50,000-99,999
597	1,187	177	6,537	25,000-49,999
639	1,190	77	7,649	10,000-24,999
956	1,729	73	65,383	מתחת ל-10,000

*נתוני האוכלוסייה הם לשנת 1990

- החוב נטו לנפש מתוך הכנסה אישית ממוצעת - מדד נוסף ליכולתו של משלם המיסים לתמוך בחוב.
- שיעור החזרי הקרן (debt payout) - מודד את שיעור החזרי הקרן בתקופת זמן מסוימת. כלל אצבע מקובל הוא החזר של לפחות 50 אחוזים מהחוב תוך 10 שנים. כלל זה מקורו בתקופה שבה רוב מימון החוב גויס ל-20 שנים. ה- debt payout משקף את מבנה החוב. חשיבותו של מבנה החוב היא למנוע מצבים של לחץ זמני כתוצאה מפדיונות מרוכזים (balloon maturities) או מהסתמכות על איגרות חוב לזמן קצר. debt payout נמוך, כלומר תקופת החזר ארוכה, נחשב כביטוי של חוסר רצון לשלם, אולם הוא עשוי לשקף גם ציפיות להכנסות בעתיד.

הבסיס החברתי-הכלכלי של הלווה

מצבה הפיסקלי של הרשות המקומית נגזר מהבסיס הכלכלי שלה. מצבה החברתי-הכלכלי קובע לא רק את כמות ואת איכות השירותים שהיא מספקת המשפיעים על הוצאותיה, אלא גם את היקף המסים - הבסיס העיקרי להכנסותיה. רשויות מקומיות בעלות בסיס כלכלי חזק ומגוון הן בעלות יכולת החזר חוב גבוהה יותר ויציבות יותר בתקופות של משברים ושל מחזורים כלכליים.

הגישה האמריקנית בודקת את יציבות תזרים ההכנסות העתידי של הרשות המקומית בהתבסס על ההנחה שהוא אמור לשקף בצורה מלאה את הפעילות הכלכלית המקומית ואת רמת החיים של התושבים. אינדיקציות לפעילות המנפיק

המוניציפלי ולרווחתו הכלכלית מספקים גורמים שונים: מאפייני האוכלוסייה בתחום השיפוט, שיעורי התעסוקה וממדי האבטלה, מגמות במחירי הנדל"ן והתעסוקה.

מגמות בנדל"ן - מרכיב מרכזי באינדיקציה לצמיחה משמשים השינויים השנתיים במחירי הנדל"ן. בדרך כלל האנליסטים אינם מתעניינים בערכם של הנכסים לצורכי מס, אלא במחירי השוק הראליים של הנדל"ן. סדרות עתיות של נתונים אלה משמשות סמן באשר למיתון או לצמיחה כלכלית של העיר (למעט בתקופות אינפלציה, שבהן עלייה במחירי הנדל"ן אינה אינדיקציה מספקת להתפתחות היישוב). סמן נוסף להתפתחות כלכלית הוא התחלות בנייה לפי ייעוד הבנייה (תעשייה, מגורים, מסחר), המתורגמות להכנסות עתידיות ממס רכוש מקומי.

מאפיינים דמוגרפיים - גידול באוכלוסייה משמעותו לרוב כלכלה צומחת, ולהפך. מלבד נתונים על גודל האוכלוסייה ניתן ללמוד מנתונים דמוגרפיים (כמו התפלגות גילים, יחס תלות והשכלה) על רמת ההכנסה וההוצאה של הרשות. לדוגמה: בעיר עם אוכלוסייה מבוגרת יחסית תהיה דרישה פוליטית לשירותים מוניציפליים המיועדים לשרת אוכלוסייה זו; בערים שיש בהן שיעור אבטלה גבוה או שתושבים רבים הם בעלי הכנסה נמוכה מתעורר בדרך כלל צורך בשירותים חברתיים יקרים, אשר מגדילים את התקציב לבתי-הספר, לבתי המשפט, למערכת התמיכות החברתיות ולמשטרה. כמו כן נבדקות רמות ההכנסה למשק בית ולנפש בהשוואה לנתונים ארציים - בעזרת נתון זה אומדים את יכולתם של משלמי המסים.

מגמות בתעסוקה - אינדיקציה נוספת לגבי המגמה הכלכלית הכללית של אזור מסוים תהיה בנתונים עתיים של מספר המועסקים ושיעורם מכלל האוכלוסייה ושל התפלגות המועסקים לפי תחומים: תעשייה וייצור, מסחר, שירותים, בנייה, מועסקים בשירות המדינה, בעירייה וכו'. התפלגות זו יכולה להראות את מידת הסיוע הממשלתי לכלכלה המקומית על ידי יצירת מקומות עבודה, ולהצביע על רגישות לחולשות בטווח הארוך והקצר.

ממדי האבטלה - אינדיקציה לפעילות הכלכלית גלומה בנתונים עתיים (בדרך כלל לשלוש השנים האחרונות) של שיעורי אבטלה ושל מספר ממוצע של עובדים מובטלים במהלך התקופה בתוך אזור השיפוט. כאשר מדובר במטרופולין יש חשיבות לנתונים על כלל אזור המטרופולין.

אינדיקטורים נוספים שנהוג להתחשב בהם טרם הנפקת איגרות חוב מוניציפליות הם סדרות עתיות של המסחר הקמעונאי, היקף הפיקדונות בבנקים, מספר מקבלי התמיכה הסוציאלית ומספר משלמי המסים הגדולים.

ניתוח פיננסי

הניתוח הפיננסי של הרשות המקומית משקף את יעילותה התפעולית. הניתוח נעשה על סמך בדיקה תקופתית של דוחותיה הכספיים. ההנחה היא כי משימתה המרכזית

של הרשות המקומית היא לספק את מרב השירותים המוניציפליים תוך כדי שמירה על איזון בין עלותם ורמתם לבין מקורות ההכנסה העומדים לרשותה.

לאור זאת נבחנו ביצועיה של הרשות המקומית לפי כמה מדדים:

- על הרשות המקומית לצבור קרנות עתודה שימשו מקורות למימון צורכי נזילות שוטפים או בלתי-צפויים, לפחות בהיקף של 5 אחוז מתקציבה השנתי.
 - גירעון תקציבי רגיל, אשר נמצא במגמת גידול במשך 18 חודשים רצופים מעיד על משבר פיננסי. בצרפת נחשבת רשות מקומית בעלת גירעון שהיקפו גבוה מ-5 אחוזים מהתקציב השנתי לבעייתית (לגבי רשויות מקומיות בעלות פחות מ-20,000 תושבים מקובל מדד קריטי הגבוה מ-10 אחוזים).
 - גירעון/עודף בתקציב הרגיל ביחס להיקף ההכנסות - מדד ליעילות התפעולית.
 - שיעור גידול שנתי בהכנסות ביחס לשיעור גידול שנתי בהוצאות - מדד למגמה עתידית בתוצאות הכספיות של הרשות המקומית.
 - התפלגות רכיבי ההכנסות בתקציב הרגיל - חלקן של ההכנסות העצמיות לעומת המענקים החיצוניים.
 - התפלגות רכיבי ההוצאות בתקציב הרגיל - חלקן של הוצאות תפעוליות והוצאות המימון ביחס לסך כל ההוצאות.
 - יחס הכיסוי - שיעור המימון העצמי של ההוצאות התפעוליות.
 - שיעור ההשקעות בפיתוח מכלל ההוצאות השנתיות.
 - השוואת ביצועי הרשות המקומית בפועל לעומת התקציב - סטיות גבוהות חוזרות ונשנות עשויות להעיד על בעיות ביכולת הניהול או בנכונות לבצע התאמות במהלך השנה, על בקרה לקויה או על יכולת חיזוי כושלת.
 - יחס חוב להכנסות תפעוליות.
 - יחס פירעון חוב שוטף (קרן וריבית) להיקף ההכנסות התפעוליות ולעודף/גירעון התפעולי.
 - יחס חוב לזמן קצר לסך כל החובות של הרשות המקומית.
- במדינות אירופה מקובלים שני מדדים נוספים:
- פוטנציאל המס (Tax Wealth) - היקף ההכנסות התאורטיות ממסים מקומיים, כפי שהוא מחושב לפי שיעור המס הנורמטיבי. זהו למעשה פוטנציאל ההכנסות של הרשות המקומית ולכן הוא אמור להיות תואם בטווח הארוך את חווקה הכלכלי של הרשות. בטווח הקצר Tax Wealth גבוה אינו אינדיקציה לשגשוג כלכלי אלא אם יש קשר בינו לבין היקף הגבייה בפועל.

• מידת ניצול פוטנציאל ההכנסות (Tax Effort) - היקף הכנסות הרשות המקומית ממסים מתוך פוטנציאל ההכנסות. כאשר Tax Effort נמוך מ-100 אחוזים (כלומר הגבייה נמוכה מהנורמה), זהו סימן לפוטנציאל הכנסות עצמיות שאינו ממומש. מצב של Tax Effort הגבוה מ-100 אחוזים לא יכול להתקיים לאורך זמן, מאחר שהתושבים לא יהיו מוכנים לשאת בו מבחינה כלכלית ופוליטית.

כושר הניהול של הלווה

מקצועיותה של הנהלת הרשות המקומית היא גורם חשוב בהערכת חוסנה. ברשויות מקומיות, להבדיל מחברות עסקיות, הרי שהנבחרים מכתיבי המדיניות (ראש העיר וחברי המועצה) נוטים לקבל החלטות על בסיס פוליטי ולא על סמך כישוריהם הניהוליים.

אינדיקטורים ליכולת הניהול של הצוות המנהל הם בראש ובראשונה ביצועי הרשות וכן תרבות הניהול, יחסי עבודה, קיומם של דוחות מסודרים וסדירים על כספים, שימושי קרקע, קיום תכניות פיתוח ותכניות פעולה והימצאות מערכות לבקרת עלויות.

כמו כן יש להתחשב בגורמים פוליטיים ארציים ובחוקי מדינה המשפיעים על התלות בגורמים חיצוניים ועל מידת הנכונות והיכולת הפוליטית לשמור על תקציב מאוזן.

מדדים להערכת פוטנציאל הפיתוח

קיימות טכניקות להערכת פוטנציאל פיתוח של מרכזים עירוניים, וביניהן:

- מודל הגרביטציה
- ניתוח זרימה
- לוחות תשומה-תפוקה
- לוחות השוואה לגורמי פיתוח
- שימוש משולב בשיטות מספר

מתודולוגיה אפשרית להערכת פוטנציאל הפיתוח של רשויות מקומיות בישראל היא זו שנבחרה בת'מ"א 2/6. במסגרתה נבנה לוח להערכה ולהשוואה של עשרה גורמים פיזיים, חברתיים וכלכליים-מרחביים בכל מרכז עירוני. המעריכים קבעו ציון לכל גורם בכל מרכז במדרג 0-5. סיכום הנקודות העניק ליישוב ציון כמותי שמשקף את פוטנציאל הפיתוח היחסי שלו בהשוואה לערים אחרות במרחב. לדוגמה, ציון נמוך מטה את היעד לחלק הנמוך של הטווח, וציון גבוה מטה אותו לחלק העליון.

המדדים המקומיים אשר נלקחו בחשבון בלוח זה היו: גורמים פיזיים - מרחק ממרכז הארץ, ונגישות למרכז, טופוגרפיה, אקלים וקרקע זמינה לפיתוח; גורמים

חברתיים - גודל אוכלוסייה קיימת, קצב גידול האוכלוסייה ותדמית היישוב; וגורמים כלכליים-מרחביים שכללו את רמת הפיתוח של אזורי תעשייה, את התשתית ואת מידת הגיבוש העירוני.

מדדים כספיים מוצעים לדירוג רשות מקומית

המדדים המוצעים לדירוג הרשויות המקומיות בישראל נגזרים בעיקר מהדוחות הכספיים המאושרים שלהן, כפי שהם מוגשים כיום. שינוי מתכונת הדוחות הכספיים של הרשויות המקומיות, כפי שמתבקש מההערכות להנפקת איגרות חוב מוניציפליות, יחייב עדכון מדדים אלה.

המדדים שלהלן נשענים על הנתונים הכספיים של התקציב הרגיל, העוסק בפעילות השוטפת של הרשויות ואינו כולל את תקציבי הפיתוח המיוחדים. המדדים צריכים להתבסס על נתונים על בסיס מאוחד, כולל חברות בת עירוניות וגופים הנתמכים על ידי הרשות, תוך קיזוז של העברות פנימיות.

הרכב התקבולים

- היחס בין התקבולים ממקורות עצמיים וממקורות ממשלתיים לסך כל התקבולים - תקבולי הרשויות המקומיות מגיעים ממקורות עצמיים (ארנונה, מים וביוב, אגרות, שילוט, קנסות), ממקורות ממשלתיים (מענקי איזון ממשלתיים, תקציבים ממשלתיים לחינוך ולרווחה ומענקים ממשלתיים מיוחדים) וממקורות חיצוניים (אשראי בנקאי). מידת היכולת ליצירת תקבולים ממקורות עצמיים משמשת מדד לכושר החזר עתידי.
- גבייה/חיוב שנתיים לאחר הנחות בוחנים את כושר הגבייה של הארנונה כמדד לאיכות הניהול והעורף הכלכלי המוניציפלי.

תפעול שוטף

- קיום גירעון תפעולי - אם ההוצאות השוטפות (ללא פירעון מלוות) של הרשות המקומית עולות על התקבולים השוטפים (ללא מלוות מבנקים), אז ניתן להצביע על מצוקה פיננסית שיכולה להיות כרוכה בבעיות תפקודיות וניהוליות מהותיות. קיום מתמשך של גירעון תפעולי מעבר לשנת פעילות שוטפת מצריך בחינה מעמיקה לגבי עצם יכולתה של הרשות המקומית לעמוד בהחזר התחייבויותיה בעתיד הנראה לעין.
- היחס בין הוצאות השכר, הפעולות וכלל ההוצאה התפעולית לסך כל התקבולים שירותי הרשות המקומית יכולים להינתן באמצעים עצמיים (מתבטא בהוצאות שכר) או באמצעות קבלני משנה חיצוניים (סעיף הפעולות). ריבוי השימוש בקבלני משנה כתחליף לשימוש בעובדי הרשות המקומית יוצר התחייבות כספית קשיחה הכרוכה בהתקשרויות חוזיות ארוכות טווח, אולם הוא מועדף

בזכות יעילותם ובהשוואה להיקף ההוצאה המקבילה עבור שכר עובדי העירייה. בהינתן גודל הרשות המקומית והיקף תקציבה ניתן להשוות את המשקל היחסי של כלל ההוצאה ושל הוצאות השכר והוצאות הפעולות לנעשה ברשויות מקומיות דומות.

עומס המלוות

הפרמטרים שלהלן מיועדים למדוד את עומס המלוות (היקף ההתחייבויות הבנקאיות) של הרשות המקומית ביחס להכנסותיה ולתקציבה וכן את מידת יכולתה לעמוד בפירעון הריבית והקרן של התחייבויות אלה.

- עומס המלוות ביחס להיקף התקציב הרגיל.
- עומס ההלוואות לזמן קצר (עד 4 שנים) ביחס להיקף התקציב הרגיל.
- עומס המלוות ביחס להיקף התקבולים השנתיים.
- פירעון מלוות (קרן וריבית) ביחס להיקף התקבולים השנתיים.
- הוצאות ריבית ביחס להיקף התקבולים השנתיים.
- פירעון מלוות ביחס לעומס המלוות.
- גיול החובות.
- מח"מ (משך חיים ממוצע) של ההתחייבויות.
- סך כל התחייבויות הרשות (כולל ספקים, מס הכנסה, עומס המלוות וכו') ביחס לתקציב השנתי.

גירעון/עודף שוטף בתקציב הרגיל

- קיום גירעון שוטף בתקציב הרגיל - הוא מדד ליכולת הניהול הפיננסי של הרשות המקומית. הגירעון התקציבי יכול לנבוע מגירעון תפעולי או מפירעון מלוות בהיקף מוגדל.
- גירעון/עודף תפעולי שוטף ביחס לתקבולים, לא כולל הכנסות ממלוות והוצאות מימון (קרן וריבית).
- גירעון/עודף תפעולי שוטף ביחס לתקציב מאושר, לא כולל הכנסות ממלוות והוצאות מימון (קרן וריבית).

המלצות לקביעת פרמטרים להערכת הרשות המקומית הרלוונטית

תנאי סף

בבואנו לקבוע פרמטרים כמותיים למדדים השונים שהוזכרו לעיל, יש להגדיר תחילה את המדדים העיקריים שהם בבחינת תנאי סף להמשך בחינת יציבותה

הכלכלית והפיננסית של הרשות המקומית הנבחרת. בדיקת תנאי הסף מחייבת את התאמתם לארגון מחדש של הדוחות ולעריכת דוחות אלה בהתאם לכללי חשבונאות מקובלים כדי למנוע מניפולציות.

תנאי הסף המוצעים הם אלה:

1) אי קיום גירעון תפעולי. גירעון תפעולי אינו כולל הוצאות מימון (החזר קרן וריבית) והכנסות ממלוות.

2) מבנה פיננסי הולם כמפורט להלן:

• היקף האובליגו לטווח ארוך (מעל שנה) אינו עולה על 60 אחוזים מההכנסות השנתיות.

• האשראי הבנקאי לטווח קצר (עד שנה) אינו עולה על 15 אחוזים מההכנסות השנתיות.

• האשראי לספקים (עד שנה) אינו עולה על 25 אחוזים מהאשראי לטווח ארוך.

• סך כל החובות של הרשות המקומית אינם עולים על 85 אחוזים מההכנסות השנתיות.

• עודף ההתחייבויות על נכסים (גירעון נצבר) נמוך מ-30 אחוזים מההכנסות השנתיות.

העדר קיומם של תנאים אלה מחייב את שר הפנים למנות חשב מלווה לרשות המקומית, בהתאם לחוק ההסדרים ברשויות המקומיות התשנ"ה, 1994.

תנאים נוספים

1) חלקן של ההכנסות העצמיות מסך כל התקבולים השנתיים של הרשויות לא יפחת מ-65 אחוזים (במועצות המקומיות - 35 אחוזים)

2) פירעון מלוות שנתי של ההתחייבויות לזמן ארוך לא יעלה על 20 אחוזים מסך כל ההכנסות ולא יעלה על 20 אחוזים מהמלוות.

3) הוצאות המימון לא יעלו על 2.5 אחוזים מההכנסות.

4) הגירעון התקציבי השוטף לא יעלה על 5 אחוזים מהתקציב השנתי.

5) הוצאות השכר לא יעלו על 50 אחוזים מסך התקבולים השנתי ולא יפחתו מ-35 אחוזים מסך זה.

6) שיעור הגבייה לא יפחת מ-80 אחוזים מהחיוב השנתי לאחר הנחות. לוח מס' 2.3 מציג נתוני השוואה לרשויות הגדולות בישראל.

3 פרופיל פרויקט עירוני להנפקה

אחת ההמלצות העיקריות של הפרסום הקודם הייתה התמקדות בהנפקת איגרות חוב ייעודיות (Revenue Bonds) של חברה עירונית, המאוגדת סביב פרויקט ושייכת לרשות מקומית מבוססת אל לאגד ערים כשלב ראשון במיסוד פעילות זו בארץ.

מטרת פרק זה היא להציע כלים ומדדים פיננסיים לדירוג כדאיותם הכלכלית של פרויקטים עירוניים.

דירוג פרויקטים עירוניים - סקירה בינלאומית

איגרות חוב ייעודיות (RB)

איגרות חוב ייעודיות מונפקות למימון פרויקט או שירות מסוים, אשר ההכנסות הנובעות ממנו ניתנות לזיהוי ברור. ההכנסות מהפרויקט משמשות ביטחון לאיגרות החוב המונפקות. הנפקת RB נעשית במקרים שבהם הרשויות מעדיפות, מטעמים של יעילות כלכלית, לספק שירותים בעצמן באמצעות פרויקט מוגדר במקום להמתין ליזמת הסקטור הפרטי, או כאשר אין יזמה פרטית לביצוע הפרויקט. הפרויקטים יכולים לכלול: שירותי תחבורה, כבישים מהירים, שדות תעופה, חניונים ובנייה ציבורית, כאשר הרשות המקומית היא היזם אשר מבצע את הפרויקטים באמצעות חברות עירוניות המשקיעות בהם.

משקיעים מייחסים לאיגרות חוב מסוג RB סיכון אשראי גבוה מהסיכון הקיים בהנפקה ישירה של הרשות (קרי: איגרות חוב כלליות GO). זאת משום שקיים סיכוי גבוה יחסית לכישלון עסקי של החברות המנפיקות או לכישלון עסקי של הפרויקט להניב הכנסות, בהשוואה לסיכון הכרוך בפעילות השלטון המקומי, אשר לו מעמד ריבוני המאפשר גביית מסים לשם תשלום חובות (קרן וריבית) למחזיקי איגרות החוב. (לדוגמה, חוסר היכולת של אחת החברות לפיתוח בניו יורק לשלם ריבית לבעלי איגרות החוב בשנת 1975).

אף-על-פי-כן, במהלך 30 השנים האחרונות ירד בארצות הברית היקף ההנפקות של איגרות חוב כלליות לעומת היקף ההנפקות של איגרות חוב ייעודיות מכ-70 אחוזים

לכ-30 אחוזים מסך איגרות החוב החדשות. איגרות חוב כלליות ממשיכות להיות כלי חשוב במימון שיפורים בנכסי העירייה, ואילו איגרות חוב ייעודיות הן מקור למימון שירותים ופרויקטים ציבוריים נרחבים.

הסיבות למעבר לאיגרות חוב ייעודיות:

- הסיבה המרכזית למעבר לאיגרות חוב ייעודיות הייתה המשבר הפיסקלי של עיריית ניו יורק בשנת 1975. בעקבות המשבר נוצרה העדפה להנפקת איגרות חוב שאינן מבוססות על כושר החזר הכללי של הרשות המקומית, אלא על מקור הכנסה ספציפי.

- רצונן של עיריות להביא לכך שרק המשתמשים במתקן או בשירות ישלמו עבור המימון (ולא כל התושבים).

- חוסר היכולת של העיריות להשיג את הסכמת הבוחרים להנפקת איגרות חוב כלליות.

- מימון פרויקטים משותפים לכמה עיריות.

איגרות חוב ייעודיות מתאפיינות בסוג הכנסה המשועבדת לאיגרת או במטרת ההנפקה.

סוגי הכנסה המשמשים כביטחון לאיגרות חוב ייעודיות:

- דמי שימוש - כגון תשלומי מים וביוב.
 - אגרות מעבר - בכבישים ובגשרים.
 - הסכמי שכירות - כגון פארקים תעשייתיים וכיוצא בזה.
- ישנם מאות סוגים של פרויקטים המשמשים מטרת להנפקת איגרות חוב ייעודיות, לדוגמה:
- מפעלי מים וביוב.
 - בתי חולים.
 - פארקים תעשייתיים.
 - הקמה או הרחבה של מוסדות חינוך עירוניים ושל מוסדות להשכלה גבוהה.
 - תחבורה.

ניתוח איגרות החוב הייעודיות

סוכנויות הדירוג בארצות הברית מתמחות בדירוג איגרות החוב הייעודיות השונות, בהתאם להיבטים הייחודיים לכל סוג של פרויקט, כגון: דיור, חשמל, תחבורה, ביוב, מים.

כל הכנסותיו של פרויקט המנוהל כמשק כלכלי סגור קשורות ישירות לשירות שהוא מספק ואין לו יכולת גביית מסים נוספת. לכן החזר החוב מותנה ביכולתו של הפרויקט להתקיים לאורך זמן וליצור הכנסות עתידיות. לאור זאת, הניתוח של ההכנסות נטו מהפרויקט (הכנסות בניכוי הוצאות תפעוליות והוצאות אחזקה) אינו מספיק, ויש להרחיב את הניתוח גם באשר לאיכות הניהול, ליציבותו, לצורכי הון וכד'.

חלק ניכר מהמשתנים המשפיעים על כושר החזר של הפרויקט אינם ניתנים לכימות בצורה ישירה. חברות הדירוג בודקות פרויקט המיועד להנפקה באיגרות חוב ייעודיות מארבעה היבטים עיקריים:

- 1) הביקוש לפרויקט והפעילות הכלכלית המקומית.
- 2) ניתוח פיננסי וחיזוי תזרים המזומנים.
- 3) כושר הניהול.
- 4) טיב הביטחונות.

הביקוש לפרויקט והפעילות הכלכלית המקומית

יכולתו של פרויקט ליצור הכנסות תלויה בביקוש לשירותיו הנובע ממהות השירות. סוג השירות משפיע גם על הקשר שבין הפרויקט לפעילות הכלכלית המקומית.

איגרות חוב המובטחות על ידי תזרים של פרויקט חיוני ורחב היקף (של הרשות כולה), כמו אספקת מים, יהיו בעלות חוסן כלכלי דומה לפעילות הכלכלית המקומית. הצורך האבסולוטי במים מבטיח ביקוש קשיח לשירותי המערכת, ולכן ההכנסות נטו מפרויקט אספקת מים ישקפו את הפעילות הכלכלית המקומית. אם הפעילות הכלכלית המקומית משגשגת, יכולת הפירעון של איגרות חוב ייעודיות לאספקת מים תהיה גבוהה בכפוף למגבלות כמו: מצבה הפיזי של מערכת המים, עומס החוב, ניהול וכדומה.

בניגוד לחיוניותו של פרויקט אספקת מים, לאיגרות חוב המובטחות על ידי הכנסותיו של מרכז קונגרסים, למשל, קשר קלוש בלבד לפעילות הכלכלית המקומית. ייתכן שכל התושבים ישתמשו בשירותיו של מרכז הקונגרסים, אולם ההחלטה על השימוש נתונה לשיקולם ותלויה במשתנים כמו אטרקטיביות המופעים והתצוגות ועלות ההשתתפות. כלומר, הביקוש למרכז הקונגרסים קשה יותר לניבוי וגמיש יותר מהביקוש לשירות חיוני כמו מערכת מים.

באופן דומה, איגרות חוב ייעודיות המובטחות על ידי הכנסות מחינוכים נתונות לשימוש הכפוף לשיקול דעת ורגיש למחיר. להבדיל ממרכז הקונגרסים, במערכת חניה הכוללת מעט מגרשי חניה, כמעט ואין קשר לפעילות הכלכלית המקומית. ניתוח האשראי במקרה זה הוא ספציפי כמו בעסקת נדל"ן. משתנה המשפיע על הביקוש לשטחי חניה מצומצמים הוא התחרות. התחרות היא במגרשי חניה אחרים ובחניית רחוב. פרויקטים אחרים הנתונים לתחרות הם שדות תעופה, נמלים, אוניברסיטאות, כבישי אגרה וגשרי אגרה ומרכזים רפואיים. מקרים של מחדל

פירעון באיגרות חוב ייעודיות בארצות הברית נבעו מפרויקטים שסבלו מביקוש נמוך מהתחזיות בגלל תחרות.

לוח מס' 3.1 מציג את התלות בביקוש לפרויקטים של איגרות חוב ייעודיות.

לוח מס' 3.1: סיווג פרויקטים הממומנים על ידי איגרות חוב ייעודיות

חיוני	חשובים, רגישים לביקוש	נתון לשיקול דעת, לא חיוני
מים	פארקים תעשייתיים	מרכז קונגרסים
ביוב	אוניברסיטה	מגרש חניה
אשפה	אספקת מים שאינם לשתיה	איצטדיון
ניקוז מים	גשר/כביש אגרה	מארינה
חשמל	שדה תעופה מסחרי	מגרשי טניס, גולף וכד'
	בית חולים	מנחתים
	נמל	
	תחבורה ציבורית	

בפרויקטים הקשורים קשר הדוק לפעילות הכלכלית המקומית יש לבחון את אזור הביקוש לפרויקט מבחינת גודל האוכלוסייה ומצבה החברתי-כלכלי (מדדי הכנסה לנפש, אבטלה וכד'). אזור הביקוש אינו בהכרח מוגבל לתחום השיפוט הגאוגרפי של הרשות המקומית למשל, לאוניברסיטה ביקוש ברמה ארצית. בפרויקטים עם קשר חלש לפעילות הכלכלית המקומית יש לשים את הדגש בניתוח על תחזית הביקוש והתחרות. תחזיות הביקוש פשוטות יותר להערכה עבור פרויקטים קיימים.

ניתוח פיננסי וחיזוי תזרים המזומנים

חיזוי תזרים המזומנים העתידי וניתוח מצבו הפיננסי של הפרויקט הם אלמנטים חשובים לצורך הערכת כושר הפירעון של איגרות החוב המבוססות עליו. הניתוח הפיננסי נחלק לבדיקת מבנה החוב, היקפו ורווחיות הפרויקט, ואילו חיזוי תזרים המזומנים מבוצע בדרך של בדיקת כדאיות.

מדדי רווחיות

- היחס התפעולי - מודד את המרווח בין ההוצאות השנתיות השוטפות ולהכנסות השוטפות:

הוצאות תפעוליות והוצאות תחזוקה שוטפות

הכנסות תפעוליות שוטפות

פרויקט המבוסס על הכנסות בעלות אופי חד-פעמי, כמו אגרות עבור חיבור מערכת המים והביוב למבנים חדשים, נחשב כבעל יציבות נמוכה.

- שולי הרווח (THE NET TAKEDOWN) - מודד את רווחיות הפרויקט:

$$\frac{\text{הכנסות נטו}}{\text{הכנסות}}$$

הכנסות נטו - סך כל ההכנסות בניכוי הוצאות תפעול ותחזוקה, ללא פחת וריבית.

- שולי הביטחון (DEBT SERVICE SAFETY MARGIN) - מדד נוסף לביטחון ההכנסות:

$$\frac{\text{רווח נקי}}{\text{הכנסות}}$$

החוב ומבנה ההון

- הניתוח המסורתי של RB התרכז ביחס כיסוי החוב כמדד ראשוני לכושר ההחזר. כיסוי החוב הוא היחס בין ההכנסות השנתיות נטו להחזרי הקרן והריבית השנתיים.

$$\frac{\text{הכנסות שנתיות נטו}}{\text{תשלומי קרן וריבית שנתיים}}$$

הכנסות נטו - סך כל ההכנסות בניכוי הוצאות תפעול ותחזוקה, ללא פחת וריבית.

בפרויקטים בלתי-חיוניים או בפרויקטים רגישים לביקוש רמת כיסוי גבוהה יכולה לשמש רשת הגנה לאירועים חיצוניים קשים לחיזוי, המפחיתים את הביקוש (לדוגמה, בניית מרכז קונגרסים מתחרה על ידי יזם פרטי).

לעתים בשל מבנה ההכנסות והצד החקיקתי אין כל משמעות ליחס הכיסוי. למשל, תזרים ההכנסות בשדות תעופה בארצות הברית מבוסס על הסכמי תעופה למימון כל ההוצאות התפעוליות ותשלומי החובות עד לרמה מסוימת. כתוצאה מכך, יחס כיסוי של 125 אחוזים בשדות תעופה גדולים אינו משקף בהכרח את יכולתו היחסית של שדה התעופה להחזר החוב.

- יחס כיסוי הריבית דומה ליחס כיסוי החוב, אך הוא מחושב לגבי הוצאות הריבית בלבד כדלקמן:

$$\frac{\text{הכנסות שנתיות נטו}}{\text{הכנסות שנתיות נטו}}$$

הוצאות ריבית שנתיות

- יחס החוב מודד את עומס החוב על הפרויקט ומחושב כך :

סך החוב

נכסים קבועים+נטו הון חוזר

יחס החוב משקף את הישענותו של הפרויקט על חוב ביחס לנכסיו ואת מידת יכולתו לתמוך בחוב נוסף. דרישות ההון של פרויקטים שונים הן שונות. למשל, לפרויקטים של שדות תעופה דרישות הון נרחבות ביחס לנכסיהם בהשוואה לפרויקטים של מים וביוב, ולכן יחס חוב טיפוסי לשדות תעופה הוא כפול מיחס החוב של פרויקט מים וביוב (כ-50 אחוזים לעומת כ-24 אחוזים בהתאמה). לפרויקטים מסוימים יש יחס חוב של כ-100 אחוזים, רמה שאינה בהכרח שלילית אם הפרויקט מנוהל היטב ותכניות תקצוב ההון שלו הגיוניות.

בחינת המדדים היא יחסית, בהשוואה לפרויקטים דומים ולתוצאות הכספיות של הפרויקט בעבר. לוח מס' 3.2 מציג מדדים חציוניים עבור סוגי פרויקטים עירוניים שכיחים בארצות הברית. החציונים משמשים בסיס להשוואה כללית אולם סטייה ניכרת מהם אינה מעידה בהכרח על בעייתיות, ועשויה לנבוע מאירוע משמעותי או יוצא דופן (לדוגמה, פעולת אתחול (start up), פעולת הרחבה או מזג אוויר חריג).

לוח מס' 3.2: מדדים חציוניים של פרויקטים עירוניים בארצות הברית בשנת 1994

מס' וביוב	ביוב	מים	מערכת יצירת חשמל והעברתו*	מערכת הפצת חשמל*	
66.1%	63.7%	63.4%	74.7%	87.9%	יחס התפעולי
37.8%	38.9%	40.5%	27.8%	12.7%	שולי הרווח
4.8	3.2	3.1	2.79	7.08	כיסוי הריבית
2.3	2.3	1.9	1.8	3.8	כיסוי החוב
20.5%	22.4%	19.6%	13.2%	8.5%	שולי הביטחון
24.1%	21.8%	32.2%	59.7%	28.7%	יחס החוב

* עבור אגד ערים

למבנה החוב חשיבות שאינה נופלת מחשיבותו של היקף החוב. באופן כללי, עדיף חוב בריבית קבועה לטווח ארוך, שאורך חייו אינו עולה על אורך חייו הפרויקט שעבורו הוא גויס. החזר החוב ייעשה בהתאם למועדי ההנבה של הפרויקט. מבנה חוב שכרוך בהישענות כבדה על חוב לזמן קצר, חושף את המנפיק לתנודות בתנאי השוק ועלול להקשות על קביעת תעריפי השימוש והתכנון. היכולת לעמוד בהלוואות

לזמן קצר ובריבית משתנה תלויה בעתודות (רזרבות) של הפרויקט, בתחכום של ההנהלה וביכולתה להעלות תעריפים על פי הצורך.

בדיקת כדאיות

בדיקת כדאיות היא הערכה של פרויקט על ידי חיזוי תזרים המזומנים העתידי הנגזר ממנו על סמך בסיס נתונים נתון. בסיס הנתונים לבדיקת הכדאיות כולל נתונים פיזיים, כספיים ותפעוליים על הפרויקט ותחזיות של ביקוש, של תחרות, של עלויות ומחירים ושל התנאים הכלכליים שישררו בשוק.

בדיקת הכדאיות משמשת להערכתם של פרויקטים המיועדים להנפקת איגרות החוב הייעודיות, אולם המסקנה כי פרויקט הינו כדאי מבחינה כלכלית אינה מבטיחה את החזר החוב. בדיקות כדאיות רבות צופות ביצועים לא ראליים בשל כשל בניתוח משתני המפתח המשפיעים על הפרויקט או כתוצאה מהנחות אופטימיות מדי.

כושר הניהול

כושר הניהול הוא היבט חשוב בניתוח פרויקט. קיים קושי לפתח שיטות הערכה של כושר הניהול של פרויקט, משום שבפני כל יזם ניצבים אתגרים שונים. אינדיקטורים חשובים להערכת ההנהלה הם הפרקטיקה של הארגון (למשל בטכניקות התקציב ובבניית תכניות הנהלה), תרבות הניהול, ההיררכיה הארגונית, הבקרה החיצונית וכן כישוריה של הנהלת הפרויקט במגעים עם גורמים פוליטיים, עם גופים ירוקים ועם גורמי בקרה.

הגנות במסגרת אמנת איגרת החוב הייעודית

הביטחונות המיוחסים לאיגרות חוב ייעודיות מוגבלים (בדרך כלל מדובר בתזרים התפעולי של הפרויקט). בשל כך נוצרה בשוק דרישה להגנות פורמליות נוספות שיעוגנו באמנת איגרת החוב. אם הרשות המנפיקה אינה עומדת בהבטחות אלה (Bond Covenants) מורשה הנאמן למחזיקי איגרות החוב לנקוט פעולות להגנת הנושים. ההגנות אינן מבטיחות את החזר החוב, אולם הן משום נדבך נוסף בחומת ההגנות למלווה.

ההגנות שהתפתחו בארצות הברית הן :

1) קרן עתודה לתשלומי החוב: ממומנת ממכירת איגרות החוב עד למקסימום היקף התשלום השנתי. היקף קרן הרזרבה הוגבל ברפורמת המס של 1986 עד כדי 10 אחוזים מההנפקה.

2) התחייבות לתעריפים: המפעיל מתחייב לתעריפי גבייה שיכסו את תשלומי החוב ואת ההוצאות התפעוליות. המינימום הנדרש על פי החוק הוא רמת כיסוי של 1.0.

3) מבנה זרם התשלומים: דרישה שההכנסות ישמשו על פי הסדר הזה:

(א) לתשלום הוצאות שוטפות.

(ב) לתשלום החוב.

(ג) לשמירת עתודה (אם הידלדלה).

(ד) לקרן פחת.

(ה) ליצירת קרן ביטחון.

בבדיקת יציבות ההכנסות מאיגרות החוב נבדק ייעוד תזרים המזומנים הנובע מהפרויקט, למשל, למטרת מימון חובות או הוצאות שוטפות של הרשות המקומית.

4) התניה לגיוסים נוספים: על המנפיק להוכיח כי ביכולתו ליצור תזרים הכנסות עתידי שיכסה את תשלומי החוב החדש נוסף לחוב הישן במטרה למנוע עומס חוב כבד מדי. דרישה זו נחלשה עם הזמן כתוצאה מהגברת שכיחותן של איגרות החוב הייעודיות ועם יציאתם של מכשירים פיננסיים חדשים שהקשו על המבחן כמו איגרות חוב בריבית משתנה.

5) מגבלות ההשקעה: כגון, השקעות עם מועדי פדיון התואמים את צורכי ההון של הפרויקט, הגבלת ההשקעה הפיננסית בניירות ערך בדירוג גבוה בלבד (איגרות חוב ממשלתיות ואיגרות חוב של רשויות וחברות מבוססות). פשיטת הרגל של מחוז אוראנג' בקליפורניה נבעה מהשקעות מסוכנות בשוק הנגזרות, שהפכו להפסדים בשל עליית שיעורי הריבית. ייתכן שפיקוח קפדני יותר על השימוש בכספי הציבור היה מונע את הכניסה למצבים המסוכנים ואת התמוטטות המחוז.

6) משכון: דרישה למשכון הרכוש של הפרויקט לטובת המלווים. המשכון אינו נחשב כביטחון חשוב, משום שסביר להניח שימנע מימוש נכסים ציבוריים חיוניים.

7) שינויים שהוכנסו בחוקי פשיטת הרגל בשנת 1988 והטיבו עם המלווים באיגרות החוב המונציפליות.

פרויקט עם ביטחונות טובים ועם מערך בקרה מובנה הוא פרויקט מועדף.

אפיון פרויקט להנפקת איגרות חוב ייעודיות בישראל

הגורם המבצע

תאגוד הפרויקט

הנפקת איגרות חוב ייעודיות יכולה להיעשות גם ללא הקמת מסגרת משפטית מוגדרת של הגוף המנפיק, כאשר ההתחייבות לפירעון איגרות החוב תעשה על ידי הרשות המקומית או על ידי אגד ערים. להערכתנו, הדרך הטובה ביותר היא לתאגד כל פרויקט רלוונטי, המתאים להנפקת איגרות חוב, במסגרת ישות משפטית עצמאית, ולהיענות הנכסים, הזכויות וההתחייבויות בפרויקט, והיא אשר תבצע בפועל את הנפקת איגרות החוב לציבור.

מבחינה זו עשויים להתאים להנפקת איגרות חוב ייעודיות הגופים האלה :

- חברה עירונית ו/או חברה עירונית-ממשלתית.
- חברה של אגד ערים העוסקת בתשתית (מים/ביוב/תחבורה) בתחום מוניציפלי משותף.
- חברה כלכלית עירונית המשמשת חברת השקעות או חברה עירונית לאחזקות נכסים.
- מועצה מקומית תעשייתית (תפן או רמת חובב).
- רשות לפיתוח עירוני המאוגדת על פי חוק (רשות סטטוטורית, בדומה לרשות לפיתוח ירושלים). אם מדובר ברשות עירונית, פעילותה צריכה לכלול אחזקת נכסים ראליים ולא רק יזמות (כמו הרשות לפיתוח ירושלים).

היות שההמלצה היא לאפשר מרכיב הטבה במס בדומה לזה הניתן על איגרות חוב ממשלתיות, אין לאפשר הנפקת איגרות חוב מוניציפליות באמצעות חברות בת עירוניות הנמצאות בבעלות משותפת עם הסקטור הפרטי.

מאפייני התאגיד המוניציפלי

תאגיד מוניציפלי מיועד בדרך כלל לביצוע פעילות כלכלית על בסיס עסקי, החורגת מעיסוקיה הרגילים של הרשות המקומית, אם כי חלק מן החברות מקדישות את עיקר פעילותן לעיסוקים רגילים של הרשות. איגודי ערים מוקמים על פי חוק איגודי הערים משנת 1955 לצורך מתן שירותים שונים לרשויות מקומיות שונות במסגרת שיתוף בין-מוניציפלי.

מימון הפעילות העסקית נעשה בדרכים שונות: הנפקת הון לרשות המקומית, הלוואות לזמן קצר ולזמן ארוך ובמקרים רבים תקציב ישיר מהרשות המקומית. אפשרות נוספת היא מימון ישיר באמצעות הנפקת איגרות חוב לציבור. במקרה כזה, בטווח הארוך יהיו החזר הקרן, הריבית והפרשי ההצמדה על הקרן והריבית ממקורותיו הכספיים של התאגיד אשר כוללים: הכנסות שוטפות מתפעול הפרויקט, תמורה ממכירת הפרויקט והכנסות מהעברות של הרשות המקומית (הרשות המקומית מקצה חלק מתקבוליה ממסי עירייה למימון הוצאות החברה).

יש להניח כי רוב התאגידים העירוניים שיבקשו להנפיק איגרות חוב יהיו חברות (להלן - חברות עירוניות), לכן עיקר הדיון יתייחס לחברות העירוניות.

רבים המקרים שבהם הוקמו חברות שלא היה צורך בהן - לא היה צורך בניהול עסקי, לא הייתה להן מטרה מוגדרת, ותחום הפעילות לא הצריך מסגרת של פרויקט ומשק סגור. כמו כן נמצאו חברות שהוקמו בשלב מוקדם מדי והיו חסרות משאבים וזכויות על נכסים שניתן לפתח או חסרות פרויקטים בשלים שניתן לפתחם.

במקרים רבים תפקוד החברות העירוניות לקוי ומאופיין באי-סדרים. עיון בדוחות מבקר המדינה מצביע על חריגות, כגון: חברות שממשיכות להתקיים על אף שסיימו למעשה את פעילותן, אי-ניצול יעיל ותקין של נכסי החברות, פעילות בניגוד לפקודת החברות ועוד. חלק מהחברות משמשות אמצעי לעיריות לעקוף את הוראות משרד הפנים (למשל, להגדיל את מצבת כוח האדם). בחברות אחדות נמצאו תשלומי שכר מופרזים בלא התחשבות במצבה הפיננסי של החברה.

תחומי פעילות ורווחיות

סקר שנערך בשנת 1989 וכלל 21 חברות עירוניות (סקר חברות עירוניות - מגמה, יועצים לניהול ותכנון, מאי 1989) מצא כי תחומי הפעילות בעלי הסיכויים הטובים ביותר לרווחיות וליציבות כלכלית הם פיתוח כלכלי של נכסים מניבים והחיסכון להשכלה גבוהה. לעומתם חברות המספקות שירותים חברתיים, עוסקות בפיתוח עירוני או בשיקום אזורי מגורים הראו תוצאות כלכליות פחות טובות ואף הפסדים.

יחסי הגומלין בין התאגיד המוניציפלי לרשות המוניציפלית

התאגיד המוניציפלי הוא ישות בעלת שתי פנים: מצד אחד, לתאגיד המוניציפלי זיקה חזקה לרשות המקומית, דהיינו למסגרת ארגונית בעלת מעמד סטטוטורי וסממנים בירוקרטיים. מצד שני, התאגיד העירוני הוא תאגיד עסקי. תאגידי עסקיים מאופיינים ביזמה, ביעילות וברווחיות. הזיקה נקבעת על פי אופי ניהול החברה ודרך קבלת ההחלטות. בסקר החברות העירוניות (מגמה, 1989) נמצא כי חברות עירוניות מייחסות חשיבות רבה יותר לאיזון תקציבי מאשר להשגת רווחים.

לעתים קיים ניגוד אינטרסים בין הרצון לנהל עסק בצורה כלכלית לבין הרצון והצורך למלא פונקציות ויעדים מוניציפליים ציבוריים. התאגיד המוניציפלי סובל מניגוד אינטרסים זה, וככל שהוא בעל גוון כלכלי יותר, מחריף הניגוד בינו לבין הרשות המקומית. מועמד פוטנציאלי לתפקיד של גוף מבצע בהנפקת איגרות חוב מוניציפליות הוא תאגיד הקרוב יותר לעולם העסקי ופועל כישות נפרדת ולא כזרוע ארוכה של הרשות המקומית. בתאגיד שכזה החלטות על סוגי פעולות ומדיניות נקבעות על ידי דירקטוריון החברה ומנהלה, ולא בתוך הרשות. תאגידי עירוניים רבים מנוהלים בידי עובדים בכירים ברשויות המקומיות עצמן, עובדה המראה את מידת הקשר והתלות של התאגיד ברשות המקומית.

מחד גיסא התאגיד המוניציפלי זקוק לחופש פעולה לשם השגת מטרותיו בצורה תכליתית ויעילה ככל חברה עסקית, ומאידך גיסא חייבת הרשות המוניציפלית לשמור בידה אמצעי הכוונה ופיקוח על התאגיד הן מבחינת כספי הציבור והן מבחינת מילוי המשימות העירוניות והציבוריות שהיא מטילה עליו. בשל עובדה זו נאלצו חלק מן התאגידי המוניציפליים לקבל על עצמם ניהול מתקנים שאינם כלכליים.

כאשר מדובר בתאגידיים שהרשות המקומית מתקצבת, השאלות העולות הן: לאן יוזרמו הכספים קודם, לרשות המקומית או לתאגיד? וכיצד יפעלו בנושא זה חברי מועצה ובעלי תפקידים ברשות המקומית, שהם גם חברי דירקטוריון בתאגיד?

ניגוד עניינים של חברי דירקטוריון יכול לנבוע גם ממצב של ניגוד בין שתי חובות: על פי פקודת החברות, חובת הנאמנות של המנהל לחברה תהיה עדיפה, ואילו תיקון פקודות העיריות (מס' 32 התשמ"ח 1987) קבע כי: "חובת נציגי העירייה להקפיד על כך שפעילויות התאגיד העירוני יהיו במסגרת סמכויות העירייה ותפקידיה, חובת האמון שהם חבים לעירייה לעולם תהיה עדיפה על חובתם כלפי התאגיד".

הבעיות החוקיות שבתיקון זה הן רבות, ודוגמה לכך ניתן לראות בדעה של המפקח על הבנקים שקבע כי אין להחיל על תאגידיים מוניציפליים, שהם חברות לחיסכון ללימודים גבוהים, את תיקון מס' 32.

קשרי גומלין כספיים בין הרשות המקומית לתאגיד המוניציפלי

קשרי הגומלין הכספיים בין שני הגופים מקיפים ומסובכים. התאגיד מקבל מימון מהרשות המוניציפלית ומשלם לה מסים ודמי ניהול ולעתים אף מלווה לה.

ברוב המקרים, הזרמת הכספים היא נטו מהרשות המוניציפלית לתאגיד, כאשר הרשות המוניציפלית מממנת את פעילות התאגיד. במקרים אחרים תזרים המזומנים הכולל בין התאגיד לרשות המוניציפלית מתאזן. באופן כללי יש להמנע משימוש בתאגיד מוניציפלי ככלי לוויסות פיננסי של תקציב הרשות המקומית.

הנושאים הדורשים עיון בהקשר זה הם:

- הלוואת בעלים - עיריות אחדות מעמידות לחברותיהן הלוואות בעלים ללא ריבית וללא הצמדה לתקופה של 20 שנה. הלוואות אלו הן העברות הון מבחינת החברה ותנועה שוטפת מבחינת העירייה. הלוואות בעלים אינן יוצרות חבות מס לעירייה, הואיל ולא מדובר בהכנסות מריבית ומהצמדה. נוסף על כך, העירייה מגדילה את הון החברה הלכה למעשה בלא צורך באישור שר הפנים. הלוואות בעלים היא צעד לגיטימי ורגיל לחברה, המבטא רצון בעלים להעמיד הון לרשות החברה, אך יש לקבוע קריטריונים ונהלים ברורים למתן הלוואות אלו.
- דמי ניהול - חברות רבות נהנות משירותים מיוחדים שהעירייה מספקת להן ו/או מנצלות נכסים או זכויות של העירייה. בתמורה נהוג שחברה עירונית תשלם לעירייה דמי ניהול. במקרים מסוימים גובה דמי הניהול נקבע כאחוז ממחזור השירותים. יש צורך אפוא לקבוע נהלים ברורים לגבי דמי ניהול, לרבות הערכת שווי השירותים והזכויות שהחברה מקבלת, וכך לקבוע את רמתם.
- מכירת שירותים - בשל דרישת העירייה גובות חברות אחדות מהעירייה או מהציבור מחירים נמוכים יחסית לשוק בתמורה לשירותיהן, דבר שפוגע ברווחיות החברות.

- הכנסות מיועדות - חברות אשר מספקות שירותים מוניציפליים בשם העירייה אמורות ליהנות גם מהכנסות מיועדות של הרשות. לא כל העיריות מקפידות על כך.
- אשראי לעירייה - לעתים משמשות חברות עירוניות מקור אשראי לעירייה. כמובן יש לעודד יזמות עירונית להרחיב את בסיס המימון שלהן, אך במקרים הנדונים מדובר בכספים בלי קבלת ערבויות מתאימות. אם לעיריות יש עניין לפנות לתאגידים לשם מימון, יש צורך בקיום ביטחונות ממשיים. מה שקובע בקשר זה הוא האינטרס של החברה עצמה ולא של העירייה.
- מסים עירוניים - חובת תשלום ארנונה, היטלים ומסים עירוניים אחרים מוטלת גם על חברה עירונית. בפועל עיריות משחררות את החברות העירוניות מחובת תשלום מסים או מעניקות להן הנחות מפליגות.

צורת ההתאגדות

מרבית החברות מוגדרות כחברות עסקיות, אולם חלק גדול יותר של חברות - בעיקר אלו הפועלות בתחומים של אספקת שירותים חברתיים, פיתוח עירוני ושיקום אזורים מגורים - מתנהגות הלכה למעשה כמלכ"רים.

מיסוי

חברה בע"מ כישות עסקית חייבת במס הכנסה. לחברה יכולת להציג הוצאות כמוכרות כך שנטל המס ירד וכן לזקוף מע"מ הוצאות ממע"מ הכנסות. לעומת זאת לעירייה כמוסד ללא כוונת רווח יש יכולת בהרבה נסיבות לקבל תקבולים ואף הכנסות בלי חיוב מס. אם כך, היבט המיסוי של חברות עירוניות איננו פשוט או חד-ערכי. יש אפוא צורך במיומנות מקצועית בנושא מיסוי כדי להבטיח קיום פעילות עסקית לטובת העיר תוך כדי תשלום מסים מצומצם ככל האפשר במסגרת החוק.

רישום חשבונאי וחובת דיווח

אופן הנהלת החשבונות ורישומם בעירייה ובחברה שונים מאוד. בחברה - הנהלת החשבונות כפופה להוראות של מוסדות מס הכנסה ושל לשכת רואה החשבון, ואילו בעירייה - הנהלת החשבונות נקבעת בעיקר על ידי משרד הפנים.

על חברות עירוניות מוטלת חובת הכנת דין וחשבון שנתי על מצב התאגיד, שמוגש למועצה. בפועל מרבית החברות אינן מצרפות דוח כספי למועצה, ומיעוטן מעבירות דוחות כספיים למשרד הפנים באופן סדיר כנדרש.

מכרזים והתקשרויות

החובה לערוך מכרזים מוטלת על העיריות מכוח פקודת העיריות (תשמ"ד, 1964 סעיף 197). החברה כישות משפטית נפרדת אינה כפופה לרוב החובות המוטלות על העירייה, לרבות חובת המכרז.

מבחינה משפטית יש חילוקי דעות בנוגע לשאלה אם העירייה יכולה להתקשר עם חברה עירונית ללא מכרז. השאלה היא זאת: כשהעירייה מעבירה לחברה עירונית ביצוע עבודה שברגיל חייבת פרסום במכרז, האם ניתן לראותה כעירייה המבצעת את העבודה "ביצוע עצמי" וממילא פטורה ממכרז, או שמא מאחר שהחברה העירונית היא ישות משפטית נפרדת מסירת העבודה לה חייבת במכרז?

רוב החברות העירוניות מבצעות מכרזים בתנאים גמישים יותר מאלו המפורטים בחוק לגבי רשות מקומית. המאפיינים העיקריים של התקשרות בדרך זו הם:

- (א) ביצוע מכרזים סגורים המיועדים לרשימה מוגבלת של מועמדים מועדפים.
- (ב) פסילת הצעת מועמדים מבלי צורך בהנמקות.
- (ג) ניהול משא ומתן ישיר עם מספר מועמדים מועדפים כדי להוביל להצעה הזולה ביותר.
- (ד) בחירת המועמד המועדף על פי שיקול ענייני (ובלי צורך בהנמקות).
- (ה) בחירת יועצים חיצוניים לחברה בפנייה ישירה אליהם.

מימון

כיום תקציב העירייה הוא מקור המימון העיקרי של חברות עירוניות. חברות אחדות נהנות מהטבות ממשלתיות, כגון סיוע למפעל מאושר או למפעל תיירותי, ומעט מן החברות פונות למערכת הבנקאית, לגורמים פרטיים או לשותפים למימון פעילויותיהן.

צורות המימון העיקריות המקובלות בחברות הן:

מימון ישיר: הנפקת הון
שטרי הון ותקבולים על חשבון הון מניות
הלוואות לזמן ארוך
הלוואות לזמן קצר
תקציב ישיר

מימון עקיף: ויתור על חובות שונים, על ריבית או על הצמדה
העמדת נכסים שונים או הענקת שירותים בלי תמורה או בתמורה
סמלית
תשלומים מהחברה לעירייה

מימון חיצוני: אשראי מבנקים
אשראי ספקים
חכירה פיננסית

קיימים שלושה טיפוסים של חברות עירוניות: חברות עצמאיות מבחינה כלכלית ומימונית, כאלו העצמאיות מבחינה כלכלית ומימונית ועם זאת עדיין נזקקות למימון הרשות, וחברות שפעילותן ממומנת או מתוקצבת במלואה על ידי הרשות המקומית. נראה כי השאיפה שהחברות יעמדו ברשות עצמן אינה ניתנת להשגה, במיוחד בחברות הפיתוח העירוני ובאלה המספקות שירותים חברתיים, ונזקקות למימון ולתקציב הרשות.

פיקוח ובקרה

קיימות מערכות פיקוח ובקרה רבות על חברות עירוניות, חלקן במסגרת הרשות המקומית וחלקן מחוצה לה. עם זאת קיימות בעיות פיקוח, הנובעות מריבוי הגופים ומחוסר יעילותם (כשם שששתמע, בין השאר, מדוחות מבקר המדינה).

הגורמים העוסקים בפיקוח ובבקרה של תאגידים עירוניים הם:

- משרד הפנים - בעיקר טרם הקמת התאגיד.
- מבקר המדינה - הגוף הממלכתי היחיד המבצע ביקורת עקבית ושיטתית על החברות העירוניות, אולם ביקורות אלו אינן שוטפות.
- מועצת הרשות המקומית - בידה סמכויות נרחבות לפיקוח על ההקמה ועל הפעילות התקינה.
- מבקר העירייה - ביקורתו חלקית וחסרה.
- דירקטוריון החברה - מינוי הדירקטוריון נעשה על ידי האסיפה, אך בפועל תפקיד המינוי נשמר בידי ראש העירייה. לעתים המינויים נעשים על פי שיקולים פוליטיים ולא ענייניים. על פי תיקון 32 לחוק, מינוי חברי מועצה לדירקטוריון חייב להיעשות לפי מפתח סיעתי של המועצה. בכך מכניס החוק שיקולים פוליטיים לנושא.
- מבקר פנימי - מרבית החברות אינן מחזיקות ועדות ביקורת פעילות. הוראות העיריות לגבי תאגידים עירוניים חלות רק על חברות בת של תאגידים עירוניים שהוקמו אחרי 1980, ואילו חברות שקמו לפני כן יכולות לפעול בלי הגבלות אלו.
- בחברות הנכללות בקטגוריות מיוחדות קיים פיקוח נוסף (כמו, המפקח על הבנקים בתאגידים בנקאיים שהם גם חברות עירוניות, בדרך כלל בחברות חיסכון להשכלה גבוהה).
- עיריית תל אביב הקימה את לשכת החברות העירוניות עבור החברות העירוניות שלה. נוסף לתפקידים כמו ייעוץ מקצועי ותיאום בין החברות, הלשכה גם מבקרת אותן.

רמת הניהול

הניהול נפגע בשל העובדה שחלק נכבד מהמינויים נקבעים על בסיס פוליטי ולרבים מהממונים חסרים כישורים מקצועיים הנדרשים לניהול חברה כלכלית.

בחירת הפרויקט

- הפרויקט צריך להיות מאוגד כתאגיד עסקי. קיימים גם תאגידים עירוניים המאוגדים כמוסדות ללא כוונת רווח.
 - על הפרויקט להיות פרויקט מניב. פרויקט התורם לרווחת הקהילה, אך אינו מניב הכנסות, לא יוכל לשאת את עצמו מבחינה כלכלית ולהחזיר את הוצאות התפעול והמימון. לדוגמה, מערך שירותים סוציאליים מגדיל את התועלת החברתית, אך אינו נושא את עצמו. לעומתו, פרויקט מים יכול לפעול כמשק סגור עם הכנסות מדמי שימוש המכסות את הוצאות רכישת המים והעברתם לבתים ואת הוצאות המימון.
 - על הפרויקט לפעול כמשק סגור. יש למנוע מהרשות המקומית להשתמש בפרויקט כווסת פיננסי לתקציבה. החל משנת 1996 הוציא משרד הפנים פרויקטים מוניציפליים המנוהלים כמשק סגור ומלווים ליווי הנדסי ופיננסי על ידי גורמים מקצועיים חיצוניים.
 - יש לבצע בדיקת כדאיות כלכלית של הפרויקט ולחזות את תזרים המזומנים העתידי ואת מועדי ההכנסות.
 - עיתוי התקבולים צריך להתאים למועדי החזרי הקרן והריבית.
 - יש לבצע בדיקה של הפרויקט המיועד להנפקה ושל הגורם המבצע לפי המדדים הכמותיים שיפורטו בהמשך. המדדים נכללים בחמש קבוצות עיקריות לפי מטרת בדיקתם:
 - (א) רווחיות ותשואה.
 - (ב) תפעול.
 - (ג) איתנות פיננסית לזמן קצר.
 - (ד) איתנות פיננסית לזמן ארוך.
 - (ה) כושר החזר.
- אם הפרויקט ו/או הישות העומדת מאחוריו (חברה עירונית) חדשים, תבוצע הבדיקה על סמך הביצועים החזויים בלבד. אולם אם מדובר בפרויקט ובישות קיימים, יש לבדוק גם את נתוני העבר ומגמות הנגזרות מהם.
- יש להסדיר מערך בקרה שוטף על הפרויקט. בשל האלמנט הפוליטי, צורכי הבקרה כוללים גם ביקורת על תעריפי הגבייה על מנת שלא יינתנו הנחות שירותים בחינם במטרה לחזר אחרי ציבור הבוחרים.
 - דמי השימוש במתקנים עירוניים מעוגנים לא פעם במסגרת אגרות הנקבעות בחקיקה של הרשות המרכזית (מחירים מפוקחים). יש להציג בתשקיף למשקיע

את מדיניות התמחיר של הממשלה לטווח הארוך ולקבל את מחויבותה למדיניות זו.

- יש לקדם את הפרויקט למצב של בשלות שבו יש צורך בישות ארגונית לביצוע ולא לפני כן. בדומה ליזמה עסקית, ייסוד חברה ייעשה רק לאחר שיש רעיון, נמצאו משקיעים והפרויקט תוכנן. הקמת חברה בשלב מוקדם מדי טרם גיבושה של תכנית עבודה מעשית או טרם הבשלת הפרויקט, עלולה ליצור מנגנון ניהולי מיותר ולא מתאים למטרה או למשוך את החברה לפעילות בלתי רצויה. יצוין שבשלות אינה מדד מוחלט, וייתכן מצב שבו יש צורך לקדם פרויקט למצב בשלות דווקא באמצעות חברה.

- פרויקט בהיקף רחב - השקעה של מעל 25-30 מיליון דולר.

- על הפרויקט לספק ביטחונות הולמים לציבור המלווים, במיוחד עבור פרק הזמן לפני הנבנתו. הפרויקט יממן פיתוח נכסים בני קיימא שימשו כביטחונות.

- תנאי מוקדם להצלחת חברה עירונית הוא יצירה או העברה של משאבים ושל זכויות על נכסים לטובת החברה. בלא נכסים (אין הכוונה לנכסים פיננסיים) אין החברה יכולה לפעול ואין בסיס או פוטנציאל שניתן לפתח.

- לצורך הנפקה ראשונית רצוי לתת עדיפות לפרויקט חיוני, כמו מפעלי מים וביוב, ולא פרויקט התלוי בביקוש או נתון לתחרות, כמו מרכזי ספורט ונופש או אולם מופעים. פרויקטים אלו יכולים להיות כדאיים כלכלית, אך הם מסוכנים יותר בשל רגישותם למצב השוק.

- רצוי שהפרויקטים הראשונים שימומנו בהנפקה יהיו בעלי מבנה תזרימי פשוט, שבו ההשקעה מקדימה את ההכנסות, כך שלא ייווצר צורך בגיוסי הון נוספים. אלו פרויקטים פשוטים יותר להנפקה.

מדדים כמותיים

רווחיות ותשואה

- שולי הרווח - רווח תפעולי או רווח לפני מס וריבית (EBIT - Earning Before Interest and Tax) ביחס להכנסות ממתן השירות משקף את הרווחיות לפני הוצאות המימון. רווח נקי ביחס להכנסות מתחשב גם בהוצאות המימון.

- תשואה להון עצמי/נכסים - הרווח הנקי (או התפעולי) התקופתי ביחס להון העצמי או הנכסים אשר שימשו באותה תקופה.

- סקר החברות העירוניות מלמד כי החברות הרווחיות מרוכזות בעיקר בענפי הפיתוח הכלכלי והחיסכון להשכלה גבוהה. לעומתן חברות המספקות שירותים חברתיים וחברות בענף הפיתוח העירוני אינן רווחיות.

- תזרים מזומנים לסך הנכסים - התזרים התקופתי ביחס לנכסים אשר שימשו באותה תקופה.

מדדים תפעוליים

- שיעור ההוצאות התפעוליות - הוצאות תפעוליות מסך ההכנסות של הפרויקט. מעיד על הרווח הגולמי שטמון בפרויקט.
- שיעור הוצאות שכר העבודה - משכורות ונלווים מסך ההכנסות של הפרויקט. מעיד על היקפן של ההוצאות השוטפות בפרויקט עתיר עבודה.

איתנות פיננסית לזמן קצר

האיתנות הפיננסית לזמן קצר של פרויקט נובעת מיכולתו לעמוד בהתחייבויות שוטפות (למלווים, לספקים ולעובדים). הנזילות נבדקת באמצעות שלושה מדדים עיקריים.

- יחס שוטף - התחייבויות שוטפות ביחס לנכסים השוטפים. סקר החברות העירוניות הראה כי בענף אספקת השירותים החברתיים מצב הנזילות הוא הטוב ביותר. אחריו מדורג ענף הפיתוח הכלכלי, ובענף הפיתוח העירוני המצב הוא הגרוע ביותר.
- יחס מהיר - התחייבויות שוטפות (בניכוי מלאי) ביחס לנכסים השוטפים. הוצאתו של המלאי מכלל הנכסים השוטפים נעשית משום שנזילותו הפיננסית מוגבלת.
- הון חוזר - נכסים שוטפים בניכוי התחייבויות שוטפות.

איתנות פיננסית לזמן ארוך

איתנות פיננסית בזמן הארוך נבחנת במידת המינוף של הפרויקט. המנוף הפיננסי הוא יחס החוב בהשוואה להון העצמי, המודד את עומס החוב על הפרויקט. מבחינה זו אין שוני בין ענף הפיתוח העירוני ובין ענף הפיתוח הכלכלי.

כושר החוזר

כושר החוזר החוב למלווה נבחן במדדים אחדים:

- יחס כיסוי החוב - הכנסות נטו ביחס להוצאות המימון - קרן וריבית.
- יחס כיסוי הריבית - הכנסות נטו ביחס להוצאות הריבית השוטפות.
- תזרים מזומנים ביחס לחוב.

קביעת קריטריוני סף

לוח מס' 3.3 מפרט את קריטריוני הסף לפרויקט המיועד להנפקת איגרות חוב מוניציפליות.

לוח מס' 3.3 : תנאי סף לפרויקט המיועד להנפקה

הקריטריון	סף הקבלה	הקריטריון	סף הקבלה
רווחיות		איתנות פיננסית	
לזמן ארוך			
שולי רווח תפעולי	חיובי	מנוף פיננסי	מתחת ל-2.0
שולי רווח נקי	חיובי		
נזילות		כושר החזר	
יחס שוטף	גדול מ-1.0	יחס כיסוי החוב	מעל 1.25
יחס מהיר	גדול מ-0.75		
הון חוזר	חיובי		

פרויקט אפשרי להנפקה

תאגידי מים וביוב

הקמת תאגידי מים וביוב היא פרויקט בשל לצורך הנפקת איגרות חוב ייעודיות בישראל. פרויקט הקמה ותפעול של תשתית מים או ביוב יכול לפעול במסגרת משק כלכלי סגור. לפרויקט הכנסות על בסיס קבוע (מגביית דמי שימוש) והוצאות מוגדרות לקניית המים, לטיהורם ולתחזוקת התשתיות.

דרגת הסיכון בפרויקטים של מים ושל ביוב נמוכה. המים והביוב הם שירותים חיוניים, ולפיכך הם בעלי ביקוש קשיח.

בשלוש השנים האחרונות חלה תמורה ניכרת בהיקף ההשקעות בתשתיות ביוב כאשר היקפי ההשקעה גדלו מכ-50 מיליון ש"ח בשנת 1992 לכ-450 מיליון ש"ח בשנת 1995. היקף השקעות זה צפוי להימשך ואף לגדול בשנים הקרובות והוא מבטא "קפיצת מדרגה" בכל הקשור לאיכות הטיפול בשפכים במדינת ישראל. השקעות אלו ממומנות בדרך כלל ממקורותיהן הרגילים של הרשויות המקומיות. לאחרונה התקשרו כמה רשויות מקומיות בהסדרי מימון עם יזמים פרטיים לצורך ביצוע פרויקטים אלה.

הממשלה מעוניינת לקדם מפעלי מים וביוב ברמה מוניציפלית. ביום 27.11.1990 החליטה הממשלה כי צוות משותף של משרדי האוצר והפנים יגבש הצעת חוק לצוות השרים, והוא יעסוק בחקיקת תקציב 1991 להפעלת משק כספים סגור

בנושאי מים וביוב, לרבות ניהול מערכות המים והביוב על ידי תאגידים אשר בשליטת הרשות המקומית ואשר יותר להם לגייס אשראי ולהנפיק איגרות חוב.

במסגרת תקציב שנת 1996 הוחלט לגבש הצעה לחוק שיסדיר את העברת שירותי אספקת המים והביוב ברשויות המקומיות בישראל לתאגידים עסקיים. התאגידים מיועדים לפעול במסגרת של גוף עסקי ממוקח על בסיס אזורי. המסגרת של גוף עסקי אמורה לייעל את מתן השירות, והפיקוח הממשלתי מתוכנן להסדיר את רמת השירות הנדרשת, את מבנה התעריף ואת רמתו. בשלב הראשון יבססו התאגידים את פעילותם בתשתיות המים והביוב הקיימות בתחומי הרשויות המקומיות. בירושלים ובחיפה הוחל כבר בהקמת שני תאגידים אזוריים ניסיוניים.

הקושי הכרוך בהנפקת איגרות חוב ייעודיות למימון פרויקט תשתית ביוב קשור בנוהל גביית איגרות והיטלי הביוב על פי חקיקת עזר מקומית. יש לדרוש את עדכון התעריפים על פי שיקולים עסקיים ולא על פי שיקולים זרים (פוליטיים) ולהצמידם למדד. כמו כן יש להבהיר מראש את מדיניות המחירים.

חניונים

בסוף שנת 1994 היו בישראל כ-251 כלי רכב לכל 1,000 תושבים, שיעור הגידול השנתי בכלי הרכב נאמד בכ-8 אחוזים. כתוצאה מרמת המינוע הגבוהה נוצר עודף ביקוש למקומות חניה. בשנת 2000 צפוי מחסור של כ-35 אלף מקומות חניה במטרופולין תל אביב בלבד. כיום קיים פער בהיקף של כ-3 מיליון ש"ח בין ההשקעה הממשלתית לבין הביקוש לחניה, ולכן יש מקום לקדם פרויקטים בתחום זה.

פרויקט תחבורתי של מגרשי חניה מתאים למבנה של משק סגור. לפרויקט מבנה תזרימי פשוט הכולל השקעה ראשונית ואחריה תקופת הנבה ארוכת טווח עם הכנסות מדמי השימוש והוצאות תפעוליות מוגדרות ונמוכות.

ככל שעולה הצפיפות במתחמים האורבניים, מתייקרת עלות ההשקעה בפרויקטים של חניה. הקושי להחדיר מתקן תחבורתי גדול נובע מהצורך בפינוי שטחים או מהשקעה יקרה בחניונים תת-קרקעיים. ההשקעה במקום חניה תת-קרקעי היא כ-15-20 אלף דולר.

מכללות פרטיות

בתחילת שנת 1996 הגיש היועץ המשפטי לממשלה חוות דעת, המאפשרת למכללות פרטיות לקבל קרקעות ומבנים מרשויות מקומיות לקיום פעילותם. בעבר נאסר על גופים אלו לקבל זכויות שימוש בקרקעות ובמתקנים של גופים ציבוריים כתנאי לקבלת היתר להפעלת המכללה.

המכללות הפרטיות מתאימות לתפעול כפרויקט מוניציפלי סגור בעל תזרים הכנסות והוצאות מוגדר. הצלחתו של נכס זה להניב הכנסות תלויה בביקוש לחינוך אקדמי שייתכן ויפחת בזכות השגשוג הרב של המכללות הפרטיות. למכללה אקדמית

תועלות ברמה המקומית ביצירת הון אנושי ובקידום שכבות חברתיות חלשות יחסית.

כיום קיימות מכללות פרטיות אחדות הפועלות במתקני רשויות מקומיות: המכללה למשפטים בהרצליה, המכללה למשפטים בנתניה והמכללה למינהל בראשון לציון.

רשימת מקורות

- גרוס, י' (1990), "גיוס הון בבורסה לניירות ערך באמצעות איגרות חוב", חברה למשק וכלכלה של השלטון המקומי.
- הכט, א', "מימון הרשויות המקומיות בישראל", מכון פלורסהיימר למחקרי מדיניות (טיוטה).
- חפץ, א' ושות' (1995), "איגרות חוב מוניציפליות", מכון פלורסהיימר למחקרי מדיניות.
- פלזנשטיין, ד' (1994), "העיר כיום: קידום הפיתוח הכלכלי המקומי", מכון פלורסהיימר למחקרי מדיניות.
- הרשות לניירות ערך (1991), "הנפקת תעודות התחייבות על ידי הרשויות המקומיות בישראל", ירושלים.
- הצעה בנושא מתכונת ודרך עריכת דוחות כספיים של רשויות מקומיות (טיוטה), רו"ח יצחק עזר.
- המלצת הוועדה לקביעת קריטריונים להקצאת "מענק האיזון" לרשויות המקומיות, (1993), הוועדה לקביעת קריטריונים ברשות רו"ח יצחק סוארי.
- משרד הפנים, "סקר חברות עירוניות", **מגמה**, יועצים לניהול ולתכנון. עורך מייק ויל, (1990).
- ת/מ/א 2/6** (1995), תוכנית מתאר לתפרוסת הגאוגרפית של אוכלוסייה בת 8 מיליון תושבים בישראל, משרד הפנים.

Andrew, J., "Buying Municipal Bonds", New-York.

Barclays de Zoete, W. (1994), "Global Market Digest".

Feldstein S.G. and Fabozzi, F.J., "The Dow Jones-Irwin Guide to Municipal Bonds", Illinois.

Goldman, S., "Municipal Bond Market".

- Lamb, R. and Rappaport, S.R. (1987), "Municipal Bonds".
- Leigland, J., Rappaport, and Lamb, R. (1993), "The Handbook of Municipal Bonds and Public Finance", New York.
- Matzer, J.J. (ed.) (1993), "Capital Financing Strategy for Local Governments", Practical Management Series.
- Moody's Investors Service (1993), "An Issuer's Guide to the Rating Process", New York.
- Moody's Investors Service (1994), "Global Credit Research".
- Moody's Investors Service (1994), "Moody's on Revenue Bonds"
- Moody's Investors Service (1994), "France's Territorial Communities in The Early 1990".
- Moody's Investors Service (1994), "Local Government Finance in Sweden".
- Standart & Poors (1994) "Municipal Finance Critieria".

במסגרת העבודה נפגשו עם :

- (1) מר דורון שורר - הממונה על שוק ההון באוצר.
- (2) מר אלכס ויסמן - האחראי על הרשויות המקומיות באגף התקציבים.
- (3) גבי רות יוסף - סמנכ"ל כספים ותקציבים (בפועל) במשרד הפנים.
- (4) מר יעקב אפרתי - מנכ"ל עיריית ירושלים.
- (5) מר יעקב אלטמן - ראש ענף מוסדות פיננסיים וציבוריים בבנק לאומי.
- (6) מר סמי קאופמן - המחלקה הכלכלית בבנק דיסקונט.
- (7) מר דוד קאפח - מנכ"ל בנק אוצר השלטון המקומי.
- (8) מר הארי לנגמן - סגן החשב הכללי, משרד האוצר.