

הפיקוח על כספי המשקיעים באיגרות חוב לא ממשלתיות

פעולות הביקורת

באגף שוק ההון, ביטוח וחסכון שבמשרד האוצר וברשות ניירות ערך נבדקו פעולות ההסדרה והפיקוח בתחום מנגנוני ההגנה החוזיים של איגרות חוב לא ממשלתיות הנרכשות על ידי גופים מוסדיים מכספי חסכונות הציבור. בין הנושאים שנבדקו: הפיקוח של אגף שוק ההון על מדיניות ההשקעות באיגרות חוב לפי קיומן של בטוחות, תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות; הפיקוח של האגף על יישום "חוזר חודק" והפיקוח של רשות ניירות ערך על קרנות הנאמנות.

תקציר

בעקבות המשבר הפיננסי העולמי שהחל בשלהי 2007, נקלע שוק איגרות החוב (להלן - אג"ח) הלא ממשלתיות בישראל למשבר שבא לידי ביטוי בעליות חדות של התשואות לפדיון ובתנודתיות גבוהה של מחירי אג"ח אלו. **חברות רבות שהנפיקו אג"ח בשנות הגאות ועמדו לפני פירעון התקשו להחזיר את החוב או למחזרו.**

לאחרונה חלה עלייה חדה במניין החברות שנכנסו להליכים של הסדר חוב. **בשנים 2008-2011 בוצעו בישראל 94 הסדרי חוב בסכום של כ-21.1 מיליארדי ש"ח. כ-18.6 מיליארדי ש"ח מסכום זה (כ-88%) נעשו בגין הסדרי חוב גדולים - יותר מ-100 מיליון ש"ח. נתונים אלה מדגישים את חשיבות קיומם של מנגנוני הגנה חוזיים באג"ח לא ממשלתיות הנרכשות על ידי גופים מוסדיים באמצעות חסכונות הציבור.**

מנגנוני הגנה חוזיים כוללים בין היתר בטוחות, תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות (יחסים פיננסיים) הנכללים בשטר הנאמנות של מסמכי הנפקת אג"ח. חוב הוא מובטח אם נכס מסוים של חברה משועבד כנגד החוב וכן במקרה של שעבוד צף¹ על רכוש החברה. תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות הם תנאים המסייגים את זכות המנפיק לפגוע בבעלי החוב ומגנים במידה מסוימת על בעלי אג"ח מפני צעדים מכוונים או בלתי מכוונים שעלולים לפגוע בהם. תנאים אלה מאפשרים, בין השאר, פירעון מוקדם של אג"ח במקרה של הפרתם או חריגה מהם.²

1 שעבוד על כל נכסיה ומפעלה של החברה או על מקצתם אותה שעה, כפי מצבם מזמן לזמן, אך בכפוף לסמכותה של החברה ליצור שעבודים מיוחדים על נכסיה או על מקצתם. ראו סעיף 1 לפקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג-1983; וכן ראו סעיף 1 בחוק החברות, התשנ"ט-1999.
2 ראו מ' בן חורין, שוק ההון וניירות הערך (1996), עמ' 314.

פעולות הביקורת

בחודשים יולי-דצמבר 2012 בדק משרד מבקר המדינה את פעולות ההסדרה והפיקוח על מנגנוני ההגנה החוזיים³ באג"ח לא ממשלתיות הנרכשות על ידי גופים מוסדיים באמצעות חסכוניות הציבור. הבדיקה נעשתה במשרד האוצר - באגף שוק ההון, ביטוח וחסכון (להלן - אגף שוק ההון) - וברשות ניירות ערך (להלן - רשות ני"ע).

עיקרי הממצאים

1. אגף שוק ההון עשה צעד חשוב במסגרת חוזר מיולי 2010 (חוזר חודק) לשיפור ההגנות הניתנות לרוכשי אג"ח. עם זאת, מאז הרבעון הראשון של 2010 לא עקב האגף באופן שוטף אחר קיומן של בטוחות ואחר איכותן בהנפקות של אג"ח לא ממשלתיות, שבהן השתתפו גופים מוסדיים שבפיקוחו. נוכח דוחות מבקר המדינה⁴ ו-360⁵, המלצת הדוחות של בנק ישראל, המלצת ועדת חודק⁶ והסדרי החוב הרבים המבוצעים בשנים האחרונות, מתבקש היה כי אגף שוק ההון יעקוב אחר הביטחונות הניתנים למחזיקי אג"ח ואף ישקול לקדם פעולות נוספות שיביאו להגדלת משקל האג"ח המובטח הנרכש על ידי המשקיעים המוסדיים ולהעלאת איכות הביטחונות, אך הוא לא עשה כן.

2. נמצא כי לפחות כ-52% מהאג"ח הלא ממשלתיות ותעודות הסל האג"חיות בהיקף של כ-77.7 מיליארד ש"ח מוחזקות בידי קרנות הפנסיה, קופות הגמל ופוליסות ביטוחי החיים של חברות הביטוח, אשר לא קבעו מדיניות השקעה לעניין קיומן של בטוחות, או לפי סדר הנשייה בעת פירעון החוב באג"ח לא ממשלתיות. אגף שוק ההון לא בדק את מדיניות ההשקעה של הגופים המוסדיים בכל הנוגע לקיומן של בטוחות. ואף על פי שהיו בידי מסמכים של מדיניות ההשקעה של גופים מוסדיים רבים, המשקיעים עשרות מיליארדי ש"ח באג"ח לא ממשלתיות עבור ציבור העמיתים, הוא לא העיר לגופים שלא קבעו מדיניות השקעות לפי קיומן של בטוחות.

3. נמצא כי אגף שוק ההון לא העיר לגופים שבחרו לפטור את עצמם מדרישות יישומן של תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות בשעת השתתפות בהרחבת סדרת אג"ח קיימת⁷, פטור באמצעות מדיניות ההשקעות שקבעו. זאת, למרות הסכומים הגבוהים של היתרות הניתנות להנפקה באמצעות הרחבת סדרה והזמן הרב שנותר לסיומן של סדרות אלה.

4. אגף שוק ההון לא העיר לגופים שלא קבעו במדיניות ההשקעה שלהם באג"ח לא ממשלתיות מספר מזערי של אמות מידה פיננסיות ראויות, או שקבעו סטנדרטים נמוכים למספר מזערי של אמות מידה פיננסיות ראויות.

3 בשטרי הנאמנות של האג"ח.

4 מבקר המדינה, דוח שנתי 2004 ב 54, "הפיקוח על השקעות קופות גמל", עמ' 239.

5 מבקר המדינה, דוח שנתי 2010 ב 60, "הסדרת שוק החיסכון הפנסיוני והפיקוח עליו", עמ' 174-175.

6 ועדה שמינה הממונה על שוק ההון דאז לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים

7 אשראי באמצעות רכישת אג"ח לא ממשלתיות, בראשות עו"ד דוד חודק (2010).

שהונפקה קודם כניסתן של הנחיות חוזר חודק לתוקף.

5. החלטת רשות ני"ע שלא לחייב קרנות נאמנות לקבוע מדיניות השקעות לעניין תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות עלולה לפגוע ביכולת לחזק את ההגנות החוזיות לעמיתי הקרנות המושקעים באג"ח לא ממשלתיות.

סיכום והמלצות

אגף שוק ההון פעל בשנים האחרונות לשיפור התייחסות הגופים המוסדיים להשקעות באג"ח לא ממשלתיות; האגף עשה צעד חשוב במסגרת חוזר חודק לשיפור ההגנות הניתנות לרוכשי אג"ח, אך פעילות זאת לא הייתה מספקת. הביקורת העלתה שורה של ליקויים בפיקוח ובהסדרה של אגף שוק ההון. על האגף לעקוב אחר הביטחונות הניתנים למחזיקי אג"ח ולשקול פעולות נוספות שיביאו להגדלת משקלו של האג"ח המובטח הנרכש על ידי המשקיעים המוסדיים ולהעלאת איכות הביטחונות. משרד מבקר המדינה מעיר זו הפעם השלישית על חשיבות הבדיקה של הביטחונות בהשקעות גופים המוסדיים באג"ח לא ממשלתיות. על אגף שוק ההון לנקוט בהקדם את כל הצעדים המתחייבים כדי לתקן את הליקויים שעליהם הצביע משרד מבקר המדינה.

גישה של הסדרה שאינה מחייבת, ללא אכיפה נאותה של הוראותיה ובלא תיאום הולם, פוגעת ביכולת ליצור משמעת שוק, מגבילה את היכולת לצמצם את הפערים בכוח השוק שיש למנפיקי אג"ח מול המשקיעים המוסדיים, פוגעת בשכלול השוק ויוצרת פערים בין מאסדרים (רגולטורים) שונים. כתוצאה מכך נפגעת היכולת לספק הגנות חוזיות נאותות לרבות בטוחות הן לציבור החוסכים באמצעות הגופים המוסדיים והן לחוסכים קטנים המשקיעים באופן עצמאי שלא באמצעות הגופים המוסדיים.

על מקבלי החלטות בבנק ישראל, במשרד האוצר וברשות ני"ע לפעול בשיתוף פעולה לצמצום פערים רגולטוריים בין המאסדרים השונים ולהתמודדות מתואמת עם כשלי השוק. מדובר בכספים שהגופים המוסדיים משקיעים עבור ציבור החוסכים בלי שגופים אלה נושאים בסיכוני השקעה ועבור אזרחים רבים מדובר בחסכונותיהם היחידים לפנסיה. על כן חשוב שמקבלי החלטות ינקטו צעדים מחייבים הן לצמצום הסיכונים שכספי החוסכים והמשקיעים באג"ח לא ממשלתיות חשופים אליהם, והן כדי לצמצם את הגורמים להתרחבות התופעה של כניסת לווים להסדרי חוב, הגורמים נזקים לחוסכים ולשוק ההון במדינת ישראל.



מבוא

מאז פרוץ המשבר הפיננסי העולמי בשלהי 2007, נקלעו חברות רבות לחדלות פירעון, והדבר הוביל לעליות חדות של התשואות לפדיון ולהתפתחות הסדרי חוב⁸ ו"תספורות"⁹ בשוק איגרות החוב (להלן - אג"ח) הלא ממשלתיות. בשנים 2008-2011 בוצעו בישראל 94 הסדרי חוב בסכום של כ-21.1 מיליארדי ש"ח, מזה כ-18.6 מיליארדי ש"ח (כ-88%) בגין הסדרי חוב גדולים - יותר מ-100 מיליון ש"ח¹⁰.

משרד מבקר המדינה נדרש בשנים האחרונות בכמה דוחות ביקורת לנושאי הפיקוח וההסדרה של גופי האסדרה העוסקים באשראי חוץ-בנקאי ובהשקעות של גופים מוסדיים. דוח שנתי ב'60 עסק בהסדרת מנגנוני ההגנה למחזיקי תעודות התחייבות; כמו כן עסק דוח זה¹² בהסדרת שוק החיסכון הפנסיוני והפיקוח עליו. בדוח שנתי ב'56 נבדק גיוס הון בדרך של הנפקת ניירות ערך (להלן - ני"ע), ובדוחות ב'54 ו-146¹⁵ נבדק הפיקוח על השקעות קופות הגמל.

בחודשים יולי-דצמבר 2012 בדק משרד מבקר המדינה את פעולות ההסדרה והפיקוח על מנגנוני ההגנה החוזיים¹⁶ באג"ח לא ממשלתיות, הנרכשות על ידי גופים מוסדיים באמצעות חסכונות הציבור. הבדיקה נעשתה במשרד האוצר - באגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון (להלן - אגף שוק ההון) וברשות ניירות ערך (להלן - רשות ני"ע).

אגף שוק ההון - הפיקוח על גופים מוסדיים

שוק האג"ח הלא ממשלתי מאופיין בריכוזיות גבוהה לפי גודל הלווה. נכון ליוני 2011, חמש הקבוצות העסקיות הגדולות ביותר שגייסו כספים בשוק האג"ח הנפיקו כ-42% ממלאי האג"ח והחזיקו ביתרת חוב של כ-90 מיליארדי ש"ח (ללא אג"ח שהנפיקו הבנקים)¹⁷. הגופים המוסדיים שבאמצעותם מושקעים כספי החוסכים לטווח ארוך - קרנות הפנסיה, קופות הגמל ופוליסות ביטוח החיים של חברות הביטוח (להלן - הגופים המוסדיים שבפיקוח אגף שוק ההון) - מחזיקים בשיעור גבוה של אג"ח שהנפיקו עשר הקבוצות העסקיות הגדולות מסך החזקתם באג"ח. שיעור החשיפה של גופים המוסדיים אלה לאג"ח שהנפיקו עשר הקבוצות העסקיות הגדולות מסך החזקתם באג"ח

8 הסדר חוב כאמור בסעיף 350 לחוק החברות, התשנ"ט-1999, הוא "פשרה או הסדר... שעניינם שינוי מהותי בתנאי הפירעון של סדרות איגרות חוב הכולל הפחתת תשלום, או דחיית מועד הפירעון, לרבות הסדר או פשרה שלפיהם ייפרעו איגרות החוב, כולן או חלקן, בדרך של הקצאת ניירות ערך אחרים לבעלי איגרות החוב".

9 ביטוי המציין בשיח הישראלי הפחתת תשלום המגיע לבעלי האג"ח.

10 נתוני מחלקת תאגידיים ברשות ני"ע לסוף דצמבר 2011 במונחי ערך נקוב של אג"ח בהסדר.

11 מבקר המדינה, דוח שנתי ב'60 (2010), "הסדרת מנגנוני הגנה למחזיקי תעודות התחייבות", עמ' 151.

12 שם, בפרק "הסדרת שוק החיסכון הפנסיוני והפיקוח עליו", עמ' 163.

13 מבקר המדינה, דוח שנתי ב'56 (2006), "הפיקוח על הנפקות ניירות ערך", עמ' 1023.

14 מבקר המדינה, דוח שנתי ב'54 (2004), "הפיקוח על השקעות קופות גמל", עמ' 208.

15 מבקר המדינה, דוח שנתי ב'46 (1996), "הפיקוח על קופות הגמל", עמ' 1.

16 בשטרי הנאמנות של אג"ח.

17 דוח הוועדה להגברת התחרותיות במשק, טיוטת המלצות (2011), נספח 4.2, עמוד 203. ראו גם את הדוח "הפיקוח על ריכוזיות אשראי והשקעות בקבוצות עסקיות", המתפרסם בקובץ דוחות זה, עמ' 3.

היה במרץ 2011 32.6% בחברות הביטוח, 35.9% בקופות הגמל, 27.8% בקרנות הפנסיה החדשות ו-26.2% בקרנות הפנסיה הוותיקות¹⁸.

על פי נתוני בנק ישראל, יתרת האג"ח הלא ממשלתיות הסתכמה בסוף 2010 בכ-280 מיליארדי ש"ח. כ-37% מסכום זה - כ-104 מיליארדי ש"ח, הוחזקו בידי גופים מוסדיים שבפיקוח אגף שוק ההון¹⁹. לפיכך, יש חשיבות רבה להסדרים המגנים על כספי ציבור החוסכים לטווח ארוך. בכלל זה, בחירת מדיניות השקעה הכוללת הגנות חוזיות לפי קיומן של בטוחות, סדר הנשייה בעת פירעון החוב, תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות²⁰. נוסף על כך, יש חשיבות רבה ליצירת משמעת שוק²¹ ולצמצום כוח השוק של מנפיקי אג"ח מול המשקיעים המוסדיים לצורך הבטחת הזכויות של כספי ציבור המשקיעים.

מדיניות ההשקעה באיגרות חוב לפי קיומן של בטוחות או לפי סדר הנשייה בעת פירעון החוב

1. בשוקי אשראי מפותחים בעולם ניתן לזהות קטגוריות רבות של אג"ח. ראשית, קיימת חלוקה מסורתית בין חוב מובטח לחוב שאינו מובטח. חוב הוא מובטח (secured) אם נכס מסוים של חברה משועבד כנגד החוב וכן במקרה של שעבוד צף²² על רכוש החברה. חוב שאינו מובטח (unsecured) מגובה רק בהתחייבות של המנפיק להחזירו. קטגוריה שנייה היא חלוקה בין רמות הבכירות של החוב, בין Junior-Senior²³, על פי סדר גביית החוב על ידי הנושים בעת פירוק של חברה. קטגוריה זו נמצאת הן בחוב מובטח והן בחוב שאינו מובטח. עם זאת, בישראל כמעט שאין חלוקה לרמות של בכירות החוב באג"ח לא מובטחות²⁴.

אגף שוק ההון התייחס לטיפול בבטוחות בשנת 2007 באמצעות פרסום חוזר גופים מוסדיים בנושא "ניהול סיכונים אשראי אגב פעילות השקעות"²⁵. בס"ק 4(א)2 נקבע בין השאר כי "במסגרת מדיניות ההשקעות הכוללת שקובע הדיקטטוריון עליו להתייחס, בין היתר לכל אלה... קביעת גבולות החשיפה לסיכונים השונים הנובעים מהעמדת האשראי כאמור, תוך התייחסות, בין היתר לסוגים השונים של האשראי, הבטוחות, הלווים, ענפים ומגזרים שונים ולאזורים גיאוגרפיים בישראל ובמדינות אחרות";

- 18 ראו תרשים 1 בדוח "הפיקוח על ריכוזיות אשראי והשקעות בקבוצות עסקיות", המתפרסם בקובץ דוחות זה, עמ' 7.
- 19 בנק ישראל, דין וחשבון 2010, פרק ד, איור ד-9, עמ' 149 ו-151. יתרת אג"ח כוללת גם אג"ח להמרה, אג"ח מובנות, תעודות פיקדון ואג"ח שהונפקו על ידי חברות זרות. חלקם של הגופים המוסדיים שבפיקוח אגף שוק ההון בהחזקות אג"ח לא ממשלתיות מסך יתרת אג"ח זה נשמר, ובמרץ 2012 הוא עמד על כ-38%; בנק ישראל, דיווח על ההתפתחויות במערכת הפיננסית לפרוץ יציבות פיננסית (31.7.12), עמ' 46.
- 20 תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות (יחסים פיננסיים) הם תנאים הנכללים בשטר הנאמנות של מסמכי הנפקת אג"ח, המסייגים את זכות המנפיק לפגוע בבעלי החוב ומגנים במידה מסוימת על בעלי אג"ח מפני צעדים מכוונים או בלתי מכוונים שעלולים לפגוע בהם. תנאים אלה מאפשרים, בין השאר, פירעון מוקדם של אג"ח במקרה של הפרה או חריגה מהן. ראו מ' בן חורין, שוק ההון וניירות הערך (1996), עמ' 314.
- 21 משמעת שוק מתייחסת ליכולתם של מנגנוני השוק להגן על עניינם של המשקיעים באג"ח הלא ממשלתיות בין השאר ע"י תמחור הולם של הסיכונים ומנגנוני ההגנה החוזיים.
- 22 שעבוד על כל נכסיה ומפעלה של החברה או על מקצתם אותה שעה, כפי מצבם מזמן לזמן, אך בכפוף לסמכותה של החברה ליצור שעבודים מיוחדים על נכסיה או על מקצתם. ראו סעיף 1 לפקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג-1983; וכן ראו סעיף 1 בחוק החברות, התשנ"ט-1999.
- 23 אג"ח Junior נקראות גם Subordinated Debt.
- 24 התוצאה של פיתוחים אלה, למשל, היא כי מצבו של נושה של מסוג Junior secured או senior unsecured טוב מנושה נדחה שחובו אינו מובטח בבטוחה (Junior unsecured debt).
- 25 חוזר גופים מוסדיים מס' 27.8.07-מ-2007-9-15 מ-27.8.07.

בס"ק 4(ב)5 קבע החוזר כי "במסגרת תפקידיהן של ועדות ההשקעה עליהן להתייחס, בין היתר, לכל אחד מאלה... קביעת מדיניות וכללים להערכה ואישור של קבלת בטוחות, בקרה שוטפת על איכות בטוחות שהועמדו, הערכה עדכנית של ערכן וכן שמירת מידע הנוגע לכל אלה".

חשיבות הבטוחות בהשקעה באג"ח לא ממשלתיות²⁶, קיבלה ביטוי רב בדוחות ופרסומים שונים בשנים האחרונות.

בדוח בנק ישראל לשנת 2009 צוינה החשיבות של שיפור איכותו של החוב המונפק ושל הגדלת משקל האג"ח המובטח הנרכש על ידי המשקיעים המוסדיים. בדוח צוין כי "שיעורי הגידול המהירים של שוק האג"ח הקונצרניות בישראל בשנים האחרונות חריגים גם ביחס למשקיעים אחרים... בין היתר בגלל יכולתן של חברות עסקיות לגייס חוב בהיקפים גדולים ללא ביטחונות וללא תניות חוזיות או אמות מידה פיננסיות. מצב זה מחייב שינוי, בעיקר על רקע העובדה שרוב האג"ח מוחזקות בידי מתווכים פיננסיים המנהלים כספים של אחרים, בדרך כלל לא נושאים בעצמם בסיכון האשראי, וזה מוטל בעיקר על משקי הבית"²⁷. שיפור יכולת ניהול הסיכונים של הגופים המוסדיים לצד הטלת הגבלות מסוימות על יכולתם לרכוש אג"ח אלה עשויה להוביל לאיזון נכון יותר של השוק - לשיפור איכותו של החוב המונפק, להגדלת משקל החוב המובטח²⁸ (ההדגשה אינה במקור).

בדוח בנק ישראל לשנת 2011 צוינה הנפקת אג"ח ללא ביטחונות כחלק מההסברים לרפיון במשמעת השוק. "התרחבות התופעה [של הסדרי חוב] ומעורבותן של חברות מובילות במשק בהסדרי החוב הבלטי את קיומן של בעיות מהותיות בשוק ההון, המתעצמות בתקופות של משבר, ובראשן הרפיון במשמעת השוק... הרפיון במשמעת השוק התבטא בין היתר... באיכות האג"ח, שהונפקו על פי רוב ללא ביטחונות והתניות פיננסיות"²⁹.

משרד מבקר המדינה כבר העיר בדוחות קודמים לאגף שוק ההון על חשיבות הבדיקה של הביטחונות בגופים המוסדיים, לרבות איכותם, בשל הגידול בהשקעותיהם באג"ח לא ממשלתיות והחשיפה לסיכונים בגין השקעות אלה. בדוח 54ב³⁰ נקבע כי "ראוי גם שהאגף יבדוק בקופות [הגמל] את נושא הביטחונות. הדבר דרוש... נוכח העובדה שהקופות הגדילו מאוד את השקעותיהן באג"ח קונצרניות לא סחירות, שרמת הסיכון שלהן גבוהה יחסית; וכן נוכח העולה מעיון בפרוטוקולים של דיוני ועדת ההשקעה של כמה קופות, ולפיו ניתנו לקופות ביטחונות שהיו פחותים מהביטחונות שניתנו לבנקים מלווים".

בדוח 60ב³¹ העיר משרד מבקר המדינה כי "חלק לא מבוטל מאיגרות החוב הקונצרניות הונפקו ללא ביטחונות, והאגף לא הפנה לכך תשומת לב מספקת... היה על אגף שוק ההון לבדוק בשלב מוקדם יותר את תנאי הנפקות שנעדרים מהם תניות חוזיות, אמות מידה פיננסיות ובטוחות".

במאי 2009 מינה הממונה על שוק ההון דאז ועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות רכישת אג"ח לא ממשלתיות, בראשות עו"ד דוד חודק (להלן - ועדת חודק).

בפברואר 2010 הגישה ועדת חודק את הדוח הסופי³². הוועדה ציינה שיקולים רבים לקביעת מדיניות ההשקעה לפי בכירות החוב, תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות בשוק ההון בישראל ובהם

26 סיווג לפי קיומן של בטוחות מופיע בשטר הנאמנות של מסמכי ההנפקה של האג"ח.
 27 באמצעות השקעת כספי החיסכון לטווח ארוך שלהם ודרך קרנות הנאמנות.
 28 בנק ישראל, דין וחשבון 2009, פרק ד, עמ' 154.
 29 בנק ישראל, דין וחשבון 2011, פרק ד, עמ' 174.
 30 מבקר המדינה, דוח שנתי 2004, (2004), "הפיקוח על השקעות קופות גמל", עמ' 239.
 31 מבקר המדינה, דוח שנתי 2010, (2010), "הסדרת שוק החיסכון הפנסיוני והפיקוח עליו", עמ' 174-175.
 32 דוח הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים אשראי באמצעות רכישת איגרות חוב לא ממשלתיות (2010).

אלה: (א) התייחסות לבכירות החוב היא אחד המאפיינים העיקריים של שוקי אג"ח מפותחים; (ב) קביעת מדיניות כזאת תאפשר יצירת כלים רבים ומגוונים להגנה על זכויות המחזיקים באג"ח; (ג) המדיניות תאפשר פילוח איכותי יותר של אג"ח בשוק ההון בישראל; (ד) תהיה לה תרומה לתמחור נכון ומדויק יותר של הסיכונים בשל מגוון מוצרי חוב בעלי איכות שונה; (ה) בשוק משוכלל יש מקום הן למוצרי חוב "איכותיים" והן למוצרים "נחותים". אולם למעשה, בשוק ההון בישראל כמעט כל המוצרים הם "נחותים"; (ו) בהיעדר היצע מגוון, בשעת משבר יחזיקו הגופים המוסדיים במוצר "נחות" ובעל שיעור גבייה (recovery) נמוך; (ז) שיפור באיכות המוצרים תואם להבטחת יעילות השווקים לשם הקצאה יעילה של מקורות במשק ולמירוב (מקסום) פוטנציאל הצמיחה לטובת הצרכנים.

עוד ציינה ועדת חודק כי "המשבר הפיננסי הביא למצב קיצון, שבו חברות רבות במשק התקשו להחזיר את חובן. גל הסדרי החוב המחיש את הפרקטיקה ששררה בשוק ההנפקות הישראלי: רוב ההנפקות, הן לפני המשבר והן לאחריו, בוצעו ללא בטוחות וללא תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות ('קובננטס') מספקות"³³ (ההדגשה במקור).

ועדת חודק המליצה לאגף שוק ההון לקבוע, במסגרת מדיניות ההשקעה של הגופים המוסדיים, דרישות מחייבות לסיווג אג"ח לפי מדרג קדימויות בעת פירעון החוב. הוועדה המליצה כי "איגרות חוב לא ממשלתיות יסווגו לכל הפחות לפי שלוש הקטגוריות הבסיסיות הבאות: חוב מובטח, חוב לא מובטח בכיר וחוב לא מובטח נדחה... הוועדה ממליצה לממונה על שוק ההון לשקול לחייב את ועדות ההשקעות של הגופים המוסדיים לקבוע מדיניות ביחס לרכישת איגרות חוב המסווגות לפי שלוש הקטגוריות האמורות לעיל, תוך התייחסות גם לאיכות התניות החוזיות ואמות המידה הפיננסיות הנכללות במסגרת שטר הנאמנות" (ההדגשה אינה במקור).

ביולי 2010 פרסם אגף שוק ההון חוזר לגופים המוסדיים בנושא "הוראות לעניין השקעת גופים מוסדיים באיגרות חוב לא ממשלתיות" (להלן - חוזר חודק).

סעיף 3א9 לחוזר חודק קבע כי "גוף מוסדי ייקבע מדיניות השקעות ביחס לרכישת איגרות חוב, אשר תהא מתועדת ומנומקת כמפורט להלן: ...מדיניות לעניין שיעורי השקעה רצויים באיגרות חוב לפי סוגים שונים. סיווג אפשרי של איגרות חוב יכול שיהא לפי קיומן של בטוחות או לפי סדר הנשייה בעת פירעון החוב (לדוגמה: איגרות חוב מובטחות, איגרות חוב לא מובטחות בכירות ואיגרות חוב לא מובטחות נדחות, וכיוצא בזה" (ההדגשה אינה במקור).

בנובמבר 2011 פרסם אגף שוק ההון טיוטת תיקון לחוזר חודק (להלן - טיוטת התיקון לחוזר חודק), הכולל שטר נאמנות לדוגמה (בנספח י"ב). סעיף א' לנספח ציין את חשיבותה של קביעת קדימות הפירעון של הנושים כלהלן: "בשוקי אשראי מפותחים מסווגות אגרות החוב לקטגוריות מגוונות, בעיקר באופן המצביע על הקדימות הניתנת לבעל החוב בפירעון חובו לעומת בעלי חוב אחרים. פילוח חובות החברה לפי קדימות הפירעון ורמות הסיכון הנגזרות מכך, צפוי להביא להבטחת זכויות הנושים ותמחור מדויק יותר של אגרות החוב... הנכסים המשועבדים באיגרות חוב מובטחות נועדו להיות 'כרית ביטחון' עבור המשקיעים, במקרה שהחברה תתקשה לפרוע את התחייבויותיה". במועד סיום הביקורת טרם פרסם אגף שוק ההון נוסח סופי לטיוטת התיקון לחוזר חודק.

על פי נתוני אחת מחברות דירוג האשראי, במרוצת 2012 חל גידול רב בשיעור הסדרות החדשות של אג"ח המגובות בביטחונות (כ-38%) בהשוואה לנתונים משנת 2008, קודם המשבר (כ-3%). עם זאת, החברה העריכה כי מרבית הביטחונות אשר ניתנו בהנפקות המגובות בביטחונות היו חלשים, מאחר שבשעת הצורך לממשם, יכולת שיקום החוב עלולה להיות נמוכה בהרבה מהמצופה לגבי

חוב מגובה³⁴. עוד ציינה החברה כי חלק מההנפקות החדשות עדיין מבוצעות ללא ביטחונות ונסמכות על התניות פיננסיות בלבד.

בבדיקת משרד מבקר המדינה נמצא כי מאז הרבעון הראשון של 2010 (קודם למועד כניסת חוזר חודק לתוקף) ועד סיום הביקורת לא עקב אגף שוק ההון באופן שוטף אחר קיומן של בטוחות ואחר איכותן בהנפקות של אג"ח לא ממשלתיות שבהן השתתפו גופים מוסדיים שבפיקוחו³⁵.

בתשובת הממונה על אגף שוק ההון פרופ' עודד שריג למשרד מבקר המדינה מפברואר 2013 (להלן - תשובת אגף שוק ההון מפברואר 2013) צוין בין השאר כי "בכירות חוב היא רק רכיב אחד ממכלול מאפייני חוב הקובעים את סיכון החוב, ולא החשוב שבהם. לכן נקבעו בחוזר מספר דברים שיש להתייחס אליהם בניתוח חוב: אנליזה, דירוג, תניות חוזיות, אמות מידה פיננסיות וכו'. ברשימה זו, בכירות היא רכיב יחסית לא מהותי... כיום אין בשוק ההון הישראלי קטגוריזציה של איגרות חוב לפי בכירות... מבנה תיק אגרות החוב של הגופים המוסדיים מצביע על כך שהחלטות ההשקעה של הגופים באגרות החוב הן שקולות, סולידיות ומבוקרות". עוד ציין אגף שוק ההון כי הוא עומד לפרסם בקרוב את שטר הנאמנות לדוגמה. בתשובתו מאפריל 2013 (להלן - תשובת אגף שוק ההון מאפריל 2013) הוסיף האגף בין השאר כי "אין זה תפקידו של אגף שוק ההון לעקוב אחר ביטחונות הניתנים למחזיקי אג"ח ולבדוק אם הן מספקות. תפקידנו הוא לבדוק את יישום הוראות חוזר 'חודק' ואת תהליך קבלת החלטות השקעה באגרות חוב".

משרד מבקר המדינה מעיר לאגף שוק ההון כי לנוכח תשובתו כי אין זה מתפקידו לעקוב אחר ביטחונות הניתנים למחזיקי אג"ח, לא היו בידי כל הכלים לקבוע אם החלטות ההשקעה של הגופים המוסדיים הן שקולות וסולידיות כדבריו. לדעת משרד מבקר המדינה עשה אגף שוק ההון צעד חשוב במסגרת חוזר חודק לשיפור ההגנות הניתנות לרוכשי אג"ח, אך צעד זה אינו מספיק. נוכח דוחות מבקר המדינה 254 ב-60, המלצות הדוחות של בנק ישראל, המלצות ועדת חודק והסדרי החוב הרבים המבוצעים בשנים האחרונות, על אגף שוק ההון לעקוב אחר הביטחונות הניתנים למחזיקי אג"ח ולשקול לקדם פעולות נוספות, לרבות קטגוריזציה של אג"ח, שיביאו להגדלת משקל האג"ח המובטח הנרכש על ידי המשקיעים המוסדיים ולהעלאת איכות הביטחונות.

2. בסוף 2010 ובמהלך 2011 בדק אגף שוק ההון בשלושה מועדים שונים את יישום הוראות חוזר חודק בכמה גופים מוסדיים. בין השאר כללה הבדיקה בקשה לקבל מידע מקיף ומסמכים בדבר מדיניות ההשקעה של גופים אלו, כמו שנקבע בחוזר חודק, ובדיקה של תהליכי השתתפותם בכמה הנפקות של אג"ח לא ממשלתיות.

34 החברה ציינה כמה חולשות של הביטחונות שניתנו, לרבות שעבוד של מניות של חברות בנות, אשר לרוב אינן סחירות ועל כן מימושן יהיה קשה ובמחיר נמוך משמעותית מהמחיר הנוכחי; שעבוד עודפים מפרויקטים, על אף שרמת הוודאות של התזרימים מהם נמוכה, ועל כן שווי הבטוחה עלול להיות קטן מהותית מהמצופה, לפי הצלחת הפרויקט ותנאי השוק בסיומו.

35 הביקורת העלתה כי בשנת 2009 וברבעון הראשון של 2010 ביצע אגף שוק ההון מעקב ממוכן אחר קיומן של בטוחות. עוד העלתה הבדיקה כי מנתוני אגף שוק ההון על הנפקות של אג"ח שבהן השתתפו גופים מוסדיים בשנת 2011, שהועברו למשרד מבקר המדינה בתשובת האגף מפברואר 2013, עולה שהאגף לא בדק קיומן של בטוחות.

הבדיקה של משרד מבקר המדינה העלתה, כי במסגרת הבדיקות האמורות שביצע אגף שוק ההון ליישום הוראות חוזר חודק, הוא לא בדק את מדיניות ההשקעות של הגופים המוסדיים בעניין קיומן של בטוחות.

3. משרד מבקר המדינה עיין במסמכי מדיניות ההשקעות בנוגע לקיומן של בטוחות, או לפי סדר הנשייה בעת פירעון החוב, של תשע חברות מנהלות של גופים מוסדיים, שנבדקו על ידי אגף שוק ההון. באוקטובר 2012 הייתה יתרת ההשקעה של גופים אלו באג"ח קונצרניות סחירות, תעודות סל אג"חיות³⁶ ואג"ח קונצרניות לא סחירות (להלן - אג"ח לא ממשלתיות ותעודות סל אג"חיות) כ-86 מיליארדי ש"ח (כ-58% מסך ההשקעה של כלל הגופים המוסדיים שבפיקוח אגף שוק ההון בניירות ערך אלו).³⁷

נמצא כי בשש מתשע החברות המנהלות של הגופים המוסדיים (כ-67%) לא נקבעה מדיניות בעניין קיומן של בטוחות, או לפי סדר הנשייה בעת פירעון החוב³⁸. שישה גופים אלה מחזיקים בכ-91% מאג"ח הלא ממשלתיות ותעודות סל אג"חיות של הגופים שנבדקו, בהיקף של כ-77.7 מיליארדי ש"ח. לפחות כ-52% מאג"ח הלא ממשלתיות ותעודות סל אג"חיות מוחזקות בידי קרנות הפנסיה, קופות הגמל ופוליסות ביטוחי החיים של חברות הביטוח, אשר לא קבעו מדיניות השקעה לעניין קיומן של בטוחות, או לפי סדר הנשייה בעת פירעון החוב באג"ח לא ממשלתיות³⁹.

אגף שוק ההון השיב למשרד מבקר המדינה בפברואר 2013 כי "כדי לאכוף את הוראות חוזר חודק, נעשה מעקב שוטף אחר הנפקות בשוק ההון, תוך בחינת מכלול המאפיינים של הצעת אגרות החוב: בטוחות, אמות מידה פיננסיות, תניות חוזיות, דרוג החברות וכו'... האגף ביצע ביקורות אלו החל מכניסת החוזר לתוקף".

נמצא כי למרות הבדיקה שביצע אגף שוק ההון, הוא לא העיר לגופים שלא קבעו מדיניות השקעה לפי קיומן של בטוחות, על אף שגופים אלו משקיעים עשרות מיליארדי ש"ח באג"ח לא ממשלתיות עבור ציבור העמיתים שלהם ועל אף שמסמכי מדיניות ההשקעות של גופים אלה היו בידו⁴⁰.

36 תעודות סל הן תעודות התחייבות העוקבות אחר מדד מסוים (לדוגמה מדדי מניות או מדדי אג"ח) ומבטיחות למחזיק בהן בכל עת את שווי המדד בניכוי עמלות.

37 הנתונים מובאים מאתר משרד האוצר, כלהלן: מערכות פנסיה נט, גמל נט וביטוח נט.

38 שני גופים מוסדיים אמנם שילבו את הבטוחות במודל הדירוג הפנימי שלהם. אולם גישה זו עוסקת במתודולוגיה לחישוב סיכון האשראי באמצעות דירוג ואינה מדיניות השקעה, ולכן לא סווגה ככזו. עוד יצוין שהשפעת קיומן של בטוחות על הדירוג לא צוינה כלל בגוף מוסדי אחד ונמצאה שולית ברוב המקרים בגוף המוסדי האחר.

39 אחוז זה התקבל בעזרת הכפלה של הגורמים הללו: משקל אג"ח הלא ממשלתיות ותעודות סל אג"חיות המוחזקות על ידי תשעת הגופים שנבדקו מסה"כ אג"ח הלא ממשלתיות ותעודות סל אג"חיות המוחזקות על ידי קופות הגמל, קרנות הפנסיה ופוליסות ביטוחי החיים של חברות הביטוח (כ-58%) שהוכפל במשקל אג"ח הלא ממשלתיות ותעודות סל אג"חיות שבידי ששת הגופים שלא קבעו מדיניות השקעות לעניין קיומן של בטוחות, או לפי סדר הנשייה, מסך אג"ח הלא ממשלתיות ותעודות סל אג"חיות של תשעת הגופים שנבדקו (כ-91%). תוצאת הכפלה זו היא כ-52%.

40 יצוין כי לא מן הנמנע שגופים אלה השתתפו בהנפקות או רכשו אג"ח הכוללות ביטחונות באיכויות שונות, כלומר המאופיינים בשיעור גביית חוב שונה.

מדיניות ההשקעה לעניין תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות

מדיניות ההשקעה בהנפקות של איגרות חוב בשיטה של הרחבת סדרה קיימת

חוזר חודק קבע בסעיף 9 כי גוף מוסדי יקבע מדיניות השקעות ברכישת אג"ח לגבי תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות; הוראות החוזר יחולו על רכישת אג"ח שהונפקה החל מיום התחילה שנקבע, אם לא נאמר אחרת, ל-1.10.10.

בבדיקה שביצע בנק ישראל על הנפקות של אג"ח בהיקפים גדולים⁴¹ שבוצעו בשנת 2011 על ידי המגזר העסקי הלא פיננסי⁴² נמצא בין השאר כי כ-41% מהסכומים שגויסו בהנפקות אלו כללו התניות ושעבודים מסוגים שונים, לעומת 33% ב-2010;⁴³ מרבית ההנפקות היו ללא התניות או שעבודים מכל סוג שהוא, והן נעשו באמצעות הרחבה של סדרות אג"ח קיימות, שהונפקו בטרם כניסתן של הנחיות חודק לתוקף. עוד ציין הבנק כי היכולת להשתמש בהרחבה של סדרות גם בעתיד תלך ותפחת ככל שמשך החיים הממוצע (להלן - מח"ם)⁴⁴ של האג"ח ילך ויתקצר.

גם בבדיקה שביצע אגף שוק ההון בינואר 2011 לצורך מעקב אחר יישום חוזר חודק עלה כי היקף ההנפקות המבוצעות בשיטה של הרחבת סדרה הוא גדול מאוד. ולכן בפועל, הנפקות רבות מבוצעות ללא התייחסות לדרישות החוזר. הבדיקה⁴⁵ העלתה כי 16 הנפקות, בהיקף של כ-2.3 מיליארד ש"ח, נעשו בשיטה של הרחבת סדרה (כ-58% מהיקף ההנפקות שבוצעו), ויתרה נוספת להרחבה עמדה על כ-8.5 מיליארד ש"ח. בבדיקת משרד מבקר המדינה נמצא כי הממוצע המשוקלל של הזמן שנותר לסיום הסדרות האלה הוא כשמונה שנים וחצי.

מסקנת הבדיקה של אגף שוק ההון הייתה כי "על מנת שלא לעקר מתוכן את הוראות החוזר מומלץ לבטל את ההקלה שניתנה לגבי הנפקות בדרך של הרחבת סדרות החל מתחילת יוני 2011" (הדגשה במקור). ביטול ההקלה מצריך שינויים של שטרי נאמנות קיימים. יצוין שבדיקת אגף שוק ההון הראתה כי "במספר מקרים בוצעו שינויים בשטרי נאמנות קיימים... כלומר אין מניעה שגם סדרות שכבר נמצאות במחזור יעברו מקצה שיפורים לטובת החוסכים".

במרץ 2011 פרסם אגף שוק ההון חוזר הבהרה לחוזר חודק⁴⁶. בחוזר הבהיר האגף כי על הגופים המוסדיים לגבש מדיניות לגבי הרחבת סדרה, אם הסדרה המקורית הונפקה לפני 1.10.10. לגופים המוסדיים ניתנה האפשרות לסטות מהמדיניות בנוגע להרחבת סדרה ספציפית, ובלבד שסטייה זו תהיה מנומקת מראש.

בביקורת שביצעה קרן המטבע הבין-לאומית באפריל 2012 על יציבות המערכת הפיננסית בישראל, המליצה הקרן לבחון את הפסקת השימוש בהרחבת סדרות קיימות כדי שלא לאפשר התעלמות מדרישות החוזר לעניין תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות⁴⁷.

41 יותר מ-100 מיליון ש"ח.

42 ללא הנפקות של בנקים וחברות ביטוח.

43 בנק ישראל, דין וחשבון 2011, פרק ד, עמוד 169.

44 המח"ם מודד את אורך החיים של איגרת החוב ומביא בחשבון את ההיקף והעיתוי של זרמי הכספים התקופתיים (קרן וריבית) כאשר עיתוי הזרם משוקלל בערכו הנוכחי.

45 מנתונים שנאספו לגבי ההנפקות הסחירות שבוצעו בשוק מ-1.11.10 ועד אמצע ינואר 2011.

46 חוזר מס' 4-9-2011 בנושא "הוראות לעניין השקעת גופים מוסדיים באיגרות חוב לא ממשלתיות - הבהרה".

47 ראו:

International Monetary Found, *Israel: Financial System Stability Assessment*, IMF Country Report No. 12/69 (4.2012), p. 30

משרד מבקר המדינה בחן את מדיניות ההשקעה בעניין הרחבת סדרה של תשע חברות מנהלות של גופים מוסדיים שנבדקו על ידי אגף שוק ההון. הבדיקה העלתה כי לכל הפחות שש מהן (כ-67%), באמצעות מדיניות ההשקעה שקבעו, פטרו עצמן מדרישות יישומן של תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות בשעת השתתפות בהרחבת סדרה קיימת שהונפקה קודם לתחילת יישום חוזר חודק. יצוין כי גופים אלה פטרו עצמם מן הדרישות האמורות גם לאחר פרסום חוזר ההבהרה לחוזר חודק. שלושת הגופים המוסדיים האחרים לא קבעו מדיניות של השקעות בהרחבת סדרה בסמוך לפרסום חוזר חודק⁴⁸.

נמצא כי אגף שוק ההון לא העיר לגופים שבחרו לפטור את עצמם, באמצעות מדיניות ההשקעות שקבעו, מדרישות יישומן של תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות בשעת השתתפות בהרחבת סדרה קיימת, גם לאחר פרסום חוזר ההבהרה במרץ 2011. זאת, למרות הסכומים הגבוהים של היתרות הניתנות להנפקה באמצעות הרחבת סדרה והזמן הממושך שנתר לסיומן של סדרות אלה.

לדעת משרד מבקר המדינה היה על אגף שוק ההון לשקול לפעול באמצעות הכלים העומדים לרשותו על מנת למנוע מן הגופים המוסדיים מדיניות זו.

אמות מידה פיננסיות מקובלות

סעיף 2א9 לחוזר חודק קובע כי "גוף מוסדי ייקבע מדיניות השקעות ביחס לרכישת איגרות חוב, אשר תהא מתועדת ומנומקת כמפורט להלן: ...גוף מוסדי יקבע מדיניות השקעות לעניין אמות מידה פיננסיות אשר יכללו באיגרות חוב שהוא רוכש, תוך שקילת אמות המידה הפיננסיות המפורטות בנספח י", ואמות מידה נוספות, ככל שרלוונטי. נספח י' מפרט אמות מידה פיננסיות מקובלות, אשר ככלל ראוי כי יכללו באיגרת חוב שרוכש גוף מוסדי. קביעת מדיניות שאיננה מתייחסת לאחת מקבוצות אמות המידה המפורטות בנספח י' תנומק" (ההדגשה אינה במקור).

אמות המידה המקובלות חולקו לארבע קבוצות של יחסים פיננסיים: מינוף פיננסי, יחסי רווחיות, יחסי נזילות ויחסי יעילות תפעולית.

מנתוני אגף שוק ההון על הנפקות של אג"ח שבהן השתתפו גופים מוסדיים בשנת 2011 עולה כי מכלל 89 הנפקות בסך של 17.7 מיליארד ש"ח שבדק האגף, כ-77.6% משווי ההנפקות לא כללו אמות מידה פיננסיות, בכ-16.8% משווי ההנפקות נכללה אמת מידה פיננסית אחת, ורק כ-5.6% משווי ההנפקות נכללו שתי אמות מידה פיננסיות⁴⁹.

משרד מבקר המדינה בחן את מדיניות ההשקעה בעניין אמות מידה פיננסיות של תשע חברות מנהלות של גופים מוסדיים, שכאמור אגף שוק ההון בדק בסוף 2010 ובמהלך שנת 2011. ממצאי הבחינה מופיעים בלוח 1.

48 כפי שעולה ממסמכי המדיניות של שלושת הגופים שהתייחסו לחוזר חודק. לא ידוע אם גופים אלו שינו את המדיניות שלהם בעקבות חוזר ההבהרה לחוזר חודק.

49 יצוין כי למרות השכיחות המועטה של אמות מידה פיננסיות, ההגנות החוזיות באו לידי ביטוי בעיקר בהימצאותן של תניות חוזיות, וכך עמד סך ההנפקות שכללו תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות על כ-67%.

לוח 1

מדיניות ההשקעה באג"ח לא ממשלתיות לפי אמות מידה פיננסיות של תשעה גופים מוסדיים

הגוף המוסדי	המספר המזערי של אמות המידה הפיננסיות שהגוף המוסדי דורש לעמוד בהן	הערות*
א	2	
ב	לא נקבע	הגוף קבע בין 2 ל-4 אמות מידה פיננסיות בהתאם לענפי המשק ללא קביעת מספר מזערי של אמות מידה ראיות.
ג	1-0	אמת מידה אחת לפחות ורק עד אג"ח בדירוג A- מעל דירוג זה, אין חובה לדורש עמידה באמות מידה פיננסיות.
ד	1	אמת מידה אחת בלבד בכל הענפים, למעט ענף פרויקטים (שבו יש שלוש אמות מידה), אולם ללא הגדרת המינימום הנדרש.
ה	2-1	אמת מידה אחת לפחות עבור אג"ח בדירוג A- ושתי אמות מידה לפחות בדירוג הנמוך מזה של A-.
ו	2-1	אמת מידה אחת או שתי אמות מידה ברוב הענפים.
ז	2-1	אמת מידה אחת לפחות לחברות בדירוג A- ויותר מזה, ושתיים לפחות לחברות בדירוג BBB+ ולמטה מזה.
ח	לא נקבע	אגף שוק ההון העיר לגוף זה על מדיניות ההשקעה שלו לעניין אמות מידה פיננסיות
ט	לא נקבע	הגוף קבע בין 1 ל-6 אמות מידה פיננסיות בהתאם לענפי המשק ללא קביעת המספר המזערי של אמות מידה ראיות.

* רוב הגופים המוסדיים הגדירו אמות מידה פיננסיות שונות על פי ענפי המשק ודירוג אג"ח. עבור דירוגים גבוהים יותר נדרשו פחות אמות מידה פיננסיות.

מהנתונים עולה כי הגופים המוסדיים קבעו במסמכי מדיניות ההשקעה שלהם סטנדרדים נמוכים למספר המזערי של אמות המידה הפיננסיות הראויות כדלהלן: שני גופים קבעו כמה אמות מידה פיננסיות, אולם הם לא קבעו את המספר המזערי של אמות מידה ראיות; גוף נוסף פטר את עצמו מדרישה ליישום אמת מידה פיננסית עבור אג"ח בדירוג הגבוה מזה של A-, ומתחת לדירוג זה קבע דרישה לעמוד באמת מידה פיננסית אחת בלבד; גוף נוסף קבע דרישה לעמידה באמת מידה פיננסית אחת בלבד; וגוף אחר לא קבע דרישות לעמידה באמות מידה פיננסיות. יצוין שאגף שוק ההון העיר רק לגוף מוסדי זה.

נמצא כי ברוב ההנפקות ב-2011 שבהן השתתפו גופים מוסדיים, לא נכללו אמות מידה פיננסיות. אגף שוק ההון לא העיר לגופים שלא קבעו במדיניות ההשקעה שלהם את המספר המזערי של אמות מידה ראיות, או שקבעו סטנדרדים נמוכים למספר המזערי של אמות מידה פיננסיות ראיות.

לדעת משרד מבקר המדינה על אגף שוק ההון לשקול דרישות מחייבות יותר וסטנדרדים מינימליים לאמות מידה פיננסיות ולבחון דרכים לאכיפת קיום הוראותיו על הגופים המוסדיים.

בתשובת אגף שוק ההון מאפריל 2013 צוין: "אגף שוק ההון החליט בשלב ראשון לבדוק את קיומן של הוראות וקביעת נורמות לגבי אמות מידה פיננסיות במדיניות הגופים. בביקורות עתידיות מתכוון האגף לבחון את איכות המדיניות (איכות התניות ואמות המידה הפיננסיות הנכללות במדיניות)".

תיעוד ומחשוב הפיקוח של אגף שוק ההון על יישום חוזר חודק

1. ועדת חודק המליצה כאמור לאגף שוק ההון להציג את השקעת הגופים המוסדיים באג"ח ולפלה את ההשקעה לפי קיומן של תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות⁵⁰.

נמצא כי לא היה בידי אגף שוק ההון מידע ממוחשב על קיומן של תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות בהשקעות הגופים המוסדיים באג"ח לא ממשלתיות לשנים 2010, 2011 ו-2012, וכי ריכוז ממוחשב של הנתונים לשנת 2011 בוצע רק לקראת סוף 2012.

בתשובת אגף שוק ההון מפברואר 2013 צוין בין השאר כי "במהלך 2011 וברבעון האחרון של 2010 (כלומר החל מכניסת החוזר לתוקף) נבחנו כל ההנפקות שבוצעו, תוך שימת דגש על השתתפות המוסדיים".

משרד מבקר המדינה מעיר לאגף שוק ההון כי מן הראוי שבדיקות שהוא מבצע יהיו מתועדות וממוחשבות.

2. כאמור, בסוף 2010 ובמהלך 2011 בדק אגף שוק ההון את יישום הוראות חוזר חודק בתשעה גופים מוסדיים.

נמצא כי אגף שוק ההון כתב דוח לסיכום הבדיקה רק עבור אחד מתשעת הגופים שנבדקו. הדוח כלל רקע של הנושא, את מטרת הבדיקה, הפעולות שבוצעו במסגרתה, ממצאיה ותגובת החברה.

בתשובת אגף שוק ההון מפברואר 2013 צוין בין השאר כי "במקרים בהם ראה הממונה צורך הוא העיר לגופים המבוקרים וכן ביצע התאמות כגון הבהרה שפורסמה לגבי הרחבות סידרה".

לדעת משרד מבקר המדינה, מן הראוי שהליכי הבדיקה של אגף שוק ההון בגופים המפוקחים יכללו למצער דוח סיכום של הבדיקה, גם אם לא התגלו בה ממצאים. דוח הסיכום מאפשר תיעוד של הבדיקות שבוצעו ותוצאותיהן. דוחות סיכום בדיקה אמורים לשמש את אגף שוק ההון גם לצורכי השוואה וביקורת מעקב על הגופים המוסדיים שבפיקוחו.

הרשות לניירות ערך - פיקוח על קרנות הנאמנות

1. רשות ני"ע מפקחת על קרנות הנאמנות⁵¹ מתוקף חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994, והתקנות שהותקנו מכוחו.

בשנים האחרונות גדלו ההשקעות של קרנות הנאמנות באג"ח לא ממשלתיות, מכ-11% מהתיקים שניהלו בסוף 2008 לכ-24% בסוף 2010 ולכ-30% במרץ 2012. על פי נתוני בנק ישראל, בסוף 2010 החזיקו קרנות הנאמנות כ-14% מיתרת האג"ח הלא ממשלתיות - כ-39 מיליארדי ש"ח⁵². קרנות הנאמנות מחזיקות בשיעור גבוה של אג"ח שהנפיקו עשר הקבוצות העסקיות הגדולות. במרץ 2011 עמד שיעור זה על כ-41.5% מסך החזקתם באג"ח⁵³.

בדרך כלל, קרנות הנאמנות אינן אפיק השקעה לטווח ארוך ואינן משמשות לחיסכון פנסיוני, שלא כמו אפיקי ההשקעה שבפיקוח אגף שוק ההון. נוסף על כך, קרנות הנאמנות מחויבות בנוילות גבוהה כדי לאפשר משיכת כספים בכל רגע.

אגף שוק ההון פרסם ביולי 2010 את חוזר חודק עבור המשקיעים המוסדיים שבפיקוחו - חברות הביטוח, קרנות הפנסיה, קופות הגמל וקרנות ההשתלמות. ואולם באותה העת לא אימצה רשות ני"ע כללים דומים עבור קרנות הנאמנות שבפיקוחה.

בתשובת רשות ני"ע למשרד מבקר המדינה מינואר 2013 (להלן - תשובת הרשות) צוין בין השאר כי הרשות לא אימצה את המלצות ועדת חודק בעניין קרנות הנאמנות בשל הבדלים משמעותיים בין סוגי המכשירים והפעילויות, שחייבו לפי עמדתה גישה שונה והסדרים שונים. עוד נכתב בתשובת הרשות כי "המכשירים הפנסיוניים הינם מכשירים ייעודיים המיועדים להבטיח מקור הכנסה לאחר הפרישה, לשם שמירת רמת חיים סבירה. רמת מעורבות המדינה בהסדרתם מתבקשת בין השאר משיקולי מאקרו, כדי למנוע היוקקותם של העמיתים להבטחת הכנסה מהקופה הציבורית בהגיעם לגיל פרישה. לעומת זאת קרן נאמנות היא מכשיר המנגיש למשקיע אפיקי השקעה מגוונים המתאימים לטעמיו, לצורכי השקעת הכסף הפנוי שלו, המיועד למטרות בלתי ידועות ושונות בין משקיע למשקיע".

2. ב-28.4.11 נכנסה לתוקף הוראת רשות ני"ע למנהלי הקרנות בעניין גילוי על אודות מדיניות בחירת ההשקעות ואופן ניהולן (להלן - הוראה למנהלי הקרנות). בסעיף 11 להוראה צוין כי "מנהל קרן ייתן גילוי לכללים שבאמצעותם הוא מסדיר... את בחירת ההשקעות ואת אופן ניהולן. לעניין זה יראו כרלוונטיים, כללים שנקבעו בין היתר בעניינים המפורטים להלן: ...ג. השיקולים המנחים בבחירת ההשקעות ואופן ניהולן לרבות לעניין נטילת סיכונים שונים הכרוכים בהשקעה בנכסים ותמחורם של נכסים אלו (דוגמת סוג הנכס ומאפייניו, סחירותו, תניות חוזיות, אמות מידה פיננסיות וכיו"ב)".

בדברי ההסבר להוראה הובהר כי היא בגדר הצעה ואינה מחייבת קביעת מדיניות, ולכן "מוצע כי מנהל הקרן יירש לתת גילוי... אודות תהליכים, המידע והשיקולים המנחים אותו לצורך הבטחת התנהלות התקינה לעניין זה (וזאת להבדיל מהטלת חובה לקבוע מדיניות כאמור)" (ההדגשה אינה במקור).

51 קרן נאמנות היא קרן להשקעה משותפת בני"ע. הקרן מנוהלת במטרה להפיק במשותף רווחים מני"ע שבהם היא משקיעה. השקעה בקרן נאמנות מאפשרת פיזור תיק ההשקעה של ני"ע רבים בעלות נמוכה יחסית, במטרה להקטין את הסיכון.

52 הנתונים שהובאו מקורם בדיווחי בנק ישראל, ראו דין וחשבון 2010, לעיל הערה 19, עמ' 149 ו-151; דיווח על ההתפתחויות במערכת הפיננסית לפרוץ יציבות פיננסית, לעיל הערה 19, עמ' 46.

53 ראו תרשים 1 בדוח "הפיקוח על רכיזיות אשראי והשקעות בקבוצות עסקיות", המתפרסם בקובץ דוחות זה, עמ' 7.

בעקבות בדיקות שביצעה רשות ני"ע בעניין דרכי יישום ההוראה למנהלי הקרנות, הביע סגל הרשות חוסר שביעות רצון מדרך יישום ההוראה. לפיכך פרסמה רשות ני"ע ב-26.9.11 חוזר למנהלי הקרנות ולנאמנים בדבר הליך לבחירה וניהול של השקעות הקרן (להלן - חוזר הרשות). בדברי הרקע לחוזר צוין כי "בדרך כלל, במסגרת תהליך קבלת החלטת ההשקעה ובמהלך ניהולה נותר שיקול דעת רב בידי מנהלי ההשקעות, אותו הם רשאים להפעיל ללא תהליך מובנה כלשהו" (ההדגשה אינה במקור).

בשל חוסר שביעות הרצון של סגל הרשות כאמור, ציינה הרשות בחוזר כי ראוי שמנהלי הקרנות יאמצו אמות מידה לניהול הקרן; לפיהן, בבחירת השקעות הקרן ובניהולן השוטף יסתמך המנהל של השקעותיה על תהליך התומך בהחלטה שקבע מנהל הקרן. חוזר הרשות פירט כמה תהליכים, לרבות הסתמכות על מסמכים, ניתוחים, מתודולוגיות והמלצות במסגרת קבלת ההחלטות על כדאיות ההשקעות בני"ע.

משרד מבקר המדינה מעיר כי למרות ההבדלים במאפיינים בין השקעות פניסיוניות לטווח ארוך לבין השקעות של קרנות הנאמנות, יש תועלות רבות וביקוש לחיזוק ההגנות החוזיות גם למשקיעים באג"ח לא ממשלתיות באמצעות קרנות הנאמנות, כפי שקיבלו ביטוי במסמכים שונים מהארץ ומהעולם.

בדוח בנק ישראל לשנת 2009 צוין בין היתר, הצורך בשיפור איכות החוב המונפק והגדלת משקל החוב המובטח, על יסוד נתונים המעלים כי רוב האג"ח מוחזקות בידי מתווכים פיננסיים המנהלים כספים של אחרים, ובדרך כלל אין הם נושאים בעצמם בסיכון האשראי; סיכון זה מוטל בעיקרו על משקי הבית באמצעות השקעת כספי החיסכון שלהם לטווח ארוך והשקעות בקרנות הנאמנות.

בארצות הברית פועל ארגון גג של גופים מוסדיים לשיפור איכות המוצר שגופים מוסדיים משקיעים בו - ארגון "השולחן העגול לאשראי" (The Credit Roundtable). גוף זה מורכב מכ-65 גופים גדולים במדינה, המנהלים כספים בהיקף של יותר מ-2 טריליון דולר. הארגון הציב לעצמו שתי מטרות מרכזיות. האחת, שיפור הזכויות של מחזיקי אג"ח בשיטה של הגדלת היקף ההגנה הניתנת להם באמצעות תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות; והשנייה, חינוך של השחקנים בשוק בצד הביקוש לאיגרות חוב לחשיבותן של תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות. ביולי 2008 פרסם ארגון הגג את ההמלצות המעודכנות שגיבש בדבר תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות שמן הראוי שיופיעו באג"ח המדורגות בדירוג ההשקעה - דירוג הגבוה משל BBB- וכולל אותו⁵⁴. ההמלצות גובשו על ידי גופים מוסדיים מובילים בארצות הברית.

משרד מבקר המדינה מצא כי שלושה גופים מוסדיים מובילים בארצות הברית מנהלים את קרנות הנאמנות הגדולות בה. 14 מ-25 הקרנות הגדולות בארצות הברית שייכות לגופים אלה. קרן הנאמנות הגדולה ביותר שייכת לקרן אג"ח, שסך הנכסים בניהולה היה ב-31 באוקטובר 2012 כ-171 מיליארד דולר⁵⁵. כלומר, יש ביקוש לשימוש בתניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות אצל גופי ההשקעה הגדולים בארצות הברית, המנהלים בה את קרנות הנאמנות הגדולות.

54 ראו:

The Credit Roundtable in Association with the Fixed Income Forum: *Improving Covenant Protection in the Investment Grade Bond Market*, December 17, 2007 (update as of July 2, 2008)

55 ראו:

Lipper Performance Report, *Performance for the 25 Largest Mutual Funds*, (date generated 8.11.12)

משרד מבקר המדינה מעיר כי החלטת רשות ני"ע שלא לחייב קרנות נאמנות לקבוע מדיניות השקעה לעניין תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות עלולה לפגוע ביכולת לחזק את ההגנות החוזיות לעמית הקרנות המושקעים באג"ח לא ממשלתיות.

בתשובת רשות ני"ע צוין כי "הביקורת מבססת טענה זו, בין השאר, על דוגמה ראויה שהיא נוטלת מהתארגנות בארה"ב בשם 'השולחן העגול לאשראי', שהינו ארגון גג של גופים מוסדיים שפעל לשיפור איכות המוצר בו משקיעים גופים מוסדיים. אנו סבורים כי בדוגמה יש דווקא כדי לתמוך בעמדת הרשות, שכן ממנה ניתן ללמוד, כי משמעת השוק אינה בהכרח תולדה של דרישות הרגולטור (הדרישות בארה"ב מתמצות בגילוי מצומצם בלבד בנושא זה), אלא הטמעת סטנדרטים ע"י הגופים המוסדיים... ואשר אותו ביקשה הרשות להטמיע בפרסומן של הוראות הגילוי... עמדת הרשות, בהתבסס על ניסיונה ומומחיותה, הינה כי הימנעות מקביעת הוראות מחייבות לעניין קיומן או העדרן של תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות בנכסים בהם משקיעה קרן, אינן פוגעות בהכרח בהגנה הניתנת למשקיעים. אג"ח בדירוג נמוך הוא מוצר לגיטימי שיש לו ביקוש בכל שוק הון מגוון, כחלק מתיק השקעות. חלק משירות מקצועי שמעניק מנהל קרן הוא ניצול הזדמנות במסחר, לרבות רכישת חוב באיכות נמוכה יותר, במחיר ראוי" (ההדגשה במקור).

לדעת משרד מבקר המדינה, בשל חולשות שוק ההון בישראל בהגנה על מחזיקי אג"ח לא ממשלתיות, וכל זמן שקרנות הנאמנות אינן פועלות לחיזוק ההגנות החוזיות, בדומה לפעילות המבוצעת בארצות הברית, על רשות ני"ע לשקול פעולות לחיזוק ההגנות החוזיות גם עבור המשקיעים בקרנות הנאמנות. בין השאר תשפר פעילות זו את כלל ההחלטה של המשקיעים בעת בחירת מסלולי ההשקעה על פי מידת שנאת הסיכון שלהם; והיא לא תמנע ממשקיעים, אשר יבחרו בכך, להשקיע במכשירים מסוכנים ו/או נטולי הגנות המאופיינים במחיר ראוי.

הפיקוח וההסדרה על שכלול השוק ומשמעת השוק של הגופים המוסדיים

אגף שוק ההון - הפיקוח על גופים מוסדיים

ועדת חודק ציינה גורמים רבים לכך שהגופים המוסדיים אינם מצליחים לתרגם את היותם ציר מרכזי בהשקעה באג"ח בשוק ההון, להשפעה מהותית על תנאי הנפקת אג"ח לטובת ציבור החוסכים.

בין השאר ציינה הוועדה את הגורמים שלהלן:

- (א) שיטת "הפרד ומשול" שנוקטים חברה מנפיקה והחתם מול ריבוי של גופים מוסדיים. מאחר שלכל גוף מוסדי יש חלופה בדמות גוף אחר, יגויס החוב על פי התנאים הרצויים לחברה.
- (ב) "בעיית הטרמפיסט" מקטינה את התמריץ של גוף מוסדי בודד להקצות משאבים בניהול משא ומתן ולהשפיע על תנאי אג"ח באמצעות קבלת בטוחות או קביעת תניות ואמות מידה פיננסיות.
- (ג) היצע הכסף הפנוי להשקעה שבידי הגופים המוסדיים, הניזונים מזרם קבוע של הפקדות כספים חדשות, גורם להם להתפשר על תנאי הנפקות, מתוך הבנה שלכל גוף מוסדי שידרוש ניהול משא ומתן אמתי עם החברה המנפיקה יש חלופה בדמות גוף מוסדי אחר בעל הון זמין להשקעה.

(ד) תחרות מוגברת בין הגופים המוסדיים שבגינה מעדיפים חלקם להיות דומים למתחריהם מבחינת תמהיל הסיכון שלהם וסוגי ני"ע שהם רוכשים, מאשר לקחת את הסיכון שהם "פגרו" בתשואות שהם משיגים לעומת מתחריהם.

עוד קבעה ועדת חודק כי "הותרת המצב על כנו הינה קיבועו של כשל שוק בהתנהלותם של הגופים המוסדיים, המפריע לתפקודו היעיל והתקין של שוק ההון הישראלי ופוגע בזכויות החוסכים אשר כספם מושקע באיגרות חוב לא ממשלתיות" (ההדגשה במקור).

במסמך פנימי של אגף שוק ההון מספטמבר 2011 בנושא הפיקוח על השקעות של גופים מוסדיים - אשראי חוץ-בנקאי, צוין בין היתר כי "היות וחלק ניכר מחזור חודק הינו הנחייה לגופים המוסדיים לגבש מדיניות, לפי שיקול דעתם, בנוגע לדרישות אותם הם ידרשו מהמנפיקים במסמכי איגרות החוב, הרי שכל השוק, לרבות המנפיקים חיכו להיווכח מהן אותן דרישות עליהן יתקשו הגופים המוסדיים. ברור היה שיש ליצור באמצעות פיקוח וליווי צמוד, מעין חזית ו/או 'משמעת שוק' של הגופים המוסדיים וזאת על מנת ל'הזיז' את המנפיקים ולשנות את אופיו של שוק החוב הישראלי".

משרד מבקר המדינה בחן פרוטוקולים של ישיבות ועדות דירקטוריון וועדות ההשקעה של שלושה גופים מוסדיים כדי לעמוד על המידה שבה אימצו את כללי חוזר חודק. בפרוטוקולים נמצא ביטוי לחלק מכשלי השוק שתיארה ועדת חודק, דוגמת "בעיית הטרמפיסט", שיטת "הפרד ומשול" ותחרות מוגברת בין הגופים המוסדיים, כדלהלן:

1. "בעיית הטרמפיסט": (א) "היום 90% זה אג"ח לא מובטחות... זה תלוי בסופו של דבר מה הגופים הגדולים יחליטו. אם הם יחליטו שיהיו שעבודים, אז יתחילו להיות שעבודים ואם לא אז לא". דוגמה זו מלמדת גם על הברלים בכוח השוק שיש בין הגופים המוסדיים; (ב) "מבקש את אישור הוועדה... לפי פירוט השקעות כדלקמן עד 90% יושקעו באג"ח לא מובטחות נידחות לפחות 5% יושקעו באג"ח לא מובטחות בכירות ולפחות 5% באג"ח מובטחות. קבלת החלטה כזו תואמת למעשה את אופן ההשקעה הקיים כיום. ככל שיבוצעו הנפקות חוב על בסיס המלצות ועדת חודק יגדל למעשה שיעורן של האג"ח המובטחות והכירות".

2. שיטת "הפרד ומשול" ותחרות מוגברת בין הגופים: "קבענו מגבלות, אך לא החמרנו יתר על המידה בכדי שהן לא יוציאו אותנו 'מהתחרות' מול הבנקים וחברות הביטוח האחרות... מציין כי אינו חושב שהשוק בארץ יוכל להסתדר במימון חוב בלי המשקיעים המוסדיים ואנו לא צריכים להיות המחמירים ביותר".

משרד מבקר המדינה מעיר כי קביעת הסדרה שאינה מחייבת וליקויים בפיקוח ואכיפה של אגף שוק ההון לעניין בטוחות ואמות מידה פיננסיות בהשקעות של גופים מוסדיים באג"ח לא ממשלתיות, פוגעת ביכולת לייצר משמעת שוק לשילובם של חובות מובטחים באיכות ראויה ואמות מידה פיננסיות בתיקי ההשקעות של הגופים המוסדיים; פוגעת ביכולת לתמחר במדויק את האג"ח ולשכלל את שוק האג"ח; ופוגעת ביכולת לצמצם את הפערים בכוח השוק שיש למנפיקים מול המשקיעים המוסדיים.

בתשובת אגף שוק ההון מאפריל 2013 נכתב בין השאר כי "בישראל, בדומה לשווקי אג"ח מפותחים בעולם, הרוב המכריע של איגרות החוב מונפקות ללא בטחונות. תניות חוזיות (כדוגמת שעבוד שלילי)⁵⁶ או אמות מידה פיננסיות מחליפות בטוחות ברוב הנפקות. לפיכך, אין לצפות כי גם בעתיד בטוחות יהיו קיימות ברובן של הנפקות... מתוך 209 הנפקות שבוצעו ב-2011-2012... רק בכ-15% מההנפקות קיימות בטוחות... על אף שחשוב לקדם את שוק ההון ולשכלל אותו, חיוב

56 שעבוד שלילי הוא התחייבות של החברה, במסגרת תנאי אג"ח לא מובטחות, שלא ליצור שעבודים נוספים על נכסיה מחוץ לאלו שבמועד הנפקת האג"ח.

גופים לקבוע מדיניות ביחס לביטחונות, כאשר הן אינן פרקטיקה מקובלת, היה יכול לפגוע בשוק ההון ובכלכלת ישראל".

מבדיקת נתוני אגף שוק ההון, שהועברו למשרד מבקר המדינה בעניין 89 הנפקות של אג"ח שבהן השתתפו גופים מוסדיים בשנת 2011, נמצא כי כ-78% משווי ההנפקות לא כללו אמות מידה פיננסיות וכ-83% משווי ההנפקות לא כללו שעבוד שלילי⁵⁷. לדעת משרד מבקר המדינה, על אגף שוק ההון לשקול לפעול לקיומם גם של בטוחות בהנפקות של אג"ח ובאיכות ראויה. כדי למנוע פגיעה בשוק ההון ובכלכלת ישראל, על אגף שוק ההון לשקול לקבוע תקופת מעבר נאותה שתאפשר לשוק להיערך ליישום הוראותיו.

הרשות לניירות ערך - פיקוח על קרנות הנאמנות

נוסף על התועלות הישירות של הגנות חוזיות עבור המשקיעים באג"ח לא ממשלתיות באמצעות קרנות הנאמנות, יש לחיזוק ההגנות החוזיות תועלות עקיפות רבות. תועלות אלה כוללות בין השאר השפעות על שכלול שוק האג"ח, על הגופים המוסדיים שבפיקוח אגף שוק ההון ועל ציבור המשקיעים באג"ח לא ממשלתיות.

בדוח בנק ישראל לשנת 2010 ציין הבנק כי "חשוב להשליט אחידות בכללי ההשקעה גם לגבי קרנות הנאמנות, כדי למנוע את המשך ההתרחבות של מלאי איגרות חוב שרק חלק מהפעילים בשוק רשאים להשקיע בו"⁵⁸. המלצת הבנק באה בין היתר על רקע הגידול בהחזקות של אג"ח לא ממשלתיות בידי קרנות הנאמנות, הגידול בהחזקות הישירות של הציבור וירידה בהחזקות הגופים המוסדיים לטווח הארוך.

במסמך נוסף של בנק ישראל מספטמבר 2011⁵⁹, שעסק בין השאר בלקחים הקשורים להקטנת הסיכון להתפתחות משברים ולזיהויים המוקדם, בפרק העוסק במבנה ההסדרה ובתיאום בין המפקחים, צוין הצורך "במניעת אפשרות לארביטרוז' רגולטורי בין מדינות ובתוך המשק... יש לשאוף להחלת רגולציה דומה על פעילויות דומות, על מכשירים זהים ועל תהליכים המשותפים למגזרים המפוקחים על ידי הרגולטוריים המקומיים - לשם מניעת אפליה ואפשרות של קיום פער רגולטורי".

החלטת רשות ני"ע כאמור, שלא לחייב קרנות נאמנות לקבוע מדיניות השקעה לעניין הגנות חוזיות יוצרת פערים רגולטוריים; פוגעת ביכולת לצמצם את הפערים בכוח השוק שיש למנפיקי אגרות החוב מול המשקיעים המוסדיים; ופוגעת בשכלול שוק האג"ח, משום שהיא מאפשרת הגדלה של מלאי האג"ח שרק חלק מהפעילים יכולים להשקיע בהן.

57 בבדיקת סך ההנפקות נמצא כי רק 6 הנפקות מתוך 89 כללו שעבוד שלילי, כלומר כ-93% מההנפקות לא כללו שעבוד שלילי. כאמור, הגנות חוזיות באות לידי ביטוי בעיקר בקיומן של תניות חוזיות אחרות.

58 בנק ישראל, לעיל הערה 19, עמ' 149-150.

59 בנק ישראל, "ישראל והמשבר העולמי 2007-2009" (2011), עמ' 140.

ציבור המשקיעים באיגרות חוב לא ממשלתיות

על פי נתוני בנק ישראל, בסוף 2010 החזיק הציבור כ-48% מיתרת האג"ח הלא ממשלתיות - כ-134 מיליארדי ש"ח, שלא באמצעות הגופים המוסדיים שתוארו לעיל⁶⁰. בנק ישראל ציין כי אין מידע בדבר סוגי המחזיקים הנכללים בהגדרת "הציבור", וכי ההערכות הן שרובם מנהלי תיקים ומנהלי תעודות סל וחברות. עם זאת, ההחזקות הישירות של משקי הבית כנראה אינן גדולות בשל המומחיות הנדרשת להשקעה בשוק זה.

לדעת משרד מבקר המדינה, להסדרה של אגף שוק ההון ורשות ני"ע, שתחייב את הגופים המוסדיים לקבוע מדיניות השקעות לעניין הגנות חוזיות, יהיו השפעות חיוביות גם על ציבור המשקיעים באג"ח לא ממשלתיות. לפני ציבור זה יעמוד מגוון רב יותר של אג"ח לא ממשלתיות ברמות הגנה שונות. גיוון זה יאפשר הן תמחור הולם יותר של הסיכונים בהשקעות והן שיפור במשמעת השוק ושכלול השוק.

שיתוף פעולה בין המאסדרים בשוק ההון

בדוח 60 העיר מבקר המדינה לרשות ני"ע ולאגף שוק ההון כי "לא היה שיתוף פעולה של הרשות בדיוני הוועדה [חודק] בזמן אמיתי, ונציג מטעמה לא מונה כחבר בוועדה"⁶¹.

בתשובת רשות ני"ע מינואר 2013 צוין שהיא "מסכימה עם עמדת הביקורת, כי שיתוף הפעולה בין שני הגופים המאסדרים חשוב ביותר, מועיל ובעל ערך מוסף רב לאיכות ההסדרה, להגנה על המשקיעים מחד וליצירת ודאות בקרב הגופים המפוקחים והקלה עליהם מאידך, בשל הממשקים המשמעותיים בין שני סוגי הפעילות. שיתוף פעולה כזה אכן מתקיים באופן רציף בעניינים שונים, תוך שאיפה לתיאום עמדות ככל שהדבר מתבקש, אך תוך שימת לב מרובה להבדלים בין הפעילויות ומאפייניהן הייחודיים, ותוך שמירת עצמאותו ועצמאות שיקול דעתו של כל אחד מן הגופים המאסדרים, כל אחד בתחום סמכותו ומומחיותו הייחודי. הרשות תאמץ את המלצת הביקורת להתמיד בשיתוף פעולה זה ואף להדק אותו, תוך תיאום מרבי של ההסדרים מקום שהדבר מתבקש לנוכח הדמיון במאפייני הפעילויות השונות. יחד עם זאת יש להדגיש כי שיתוף הפעולה בין הגופים המאסדרים אינו צריך להוביל להסדרה זהה של מכשירים שונים בתכליתם ובמהותם... יש מקום לצמצום פערים רגולטורים רק מקום בו אין הצדקה לפערים כאמור, ולא זה המקרה שלפנינו".

בתשובת אגף שוק ההון מפברואר 2013 צוין בין השאר: "אנו רואים חשיבות רבה בשיתוף פעולה עם רגולטורים אחרים, לרבות רשות ניירות ערך. לכן, בזמנו, הזמין הממונה דאז את הרשות לניירות ערך להיות חברה בוועדה... לקראת סיום גיבוש הנוסח הסופי של דוח הביניים, נציגי האגף קיימו דיון מקצועי עם נציגי רשות ניירות ערך... לאחר שמיעת חוות דעתה המקצועית של הרשות, חלק מהמלצות הוועדה שוננו, וחלקן אף נמחקו כליל מרוח הביניים, על מנת ליצור התאמה בין הרגולציה של רשות ניירות ערך לרגולציה של האגף".

60 בנק ישראל, לעיל הערה 19, עמ' 149 ו-151.

61 דוח שנתי 2010, לעיל הערה 11, "הסדרת מנגנוני הגנה למחזיקי תעודות התחייבות", עמ' 160.

לדעת משרד מבקר המדינה, נוכח עמדות אחרות שהציג בנק ישראל בשלושה דוחות שונים בשנים 2009-2011, יש חשיבות לשיתוף פעולה הדוק יותר בין המאסדרים השונים לטיפול בפערים רגולטוריים. על רשות ני"ע, כבואה להחליט על היקף ההסדרה הרצוי לגבי קרנות הנאמנות, להתחשב גם בתועלות הנוספות העקיפות למשק. תועלות אלה כוללות בין השאר השפעות על שכלול שוק האג"ח⁶² ועל גופים מוסדיים שבפיקוח אגף שוק ההון וציבור המשקיעים באג"ח לא ממשלתיות.

סיכום

פעילותו של אגף שוק ההון לשיפור ההגנות הניתנות לרוכשי אג"ח לא ממשלתיות היא רבת חשיבות והביאה לשיפור התייחסות הגופים המוסדיים שבפיקוחו להשקעות באג"ח לא ממשלתיות. עם זאת, הביקורת העלתה שורה של ליקויים בפיקוח ובהסדרה בדבר הבטחת הגנות חוזיות לרכות בטוחות עבור עמיתי הגופים המוסדיים החוסכים לטווח ארוך. על אגף שוק ההון לעקוב אחר הביטחונות הניתנים למחזיקי אג"ח. כמו כן, עליו לשקול לבחון פעולות נוספות שיביאו להגדלת משקל האג"ח המובטח הנרכש על ידי המשקיעים המוסדיים ולהעלאת איכות הביטחונות, כדי להפחית את מספרם של הסדרי החוב בעתיד. בחלק מהנושאים קבע אגף שוק ההון הסדרה לא מחייבת, ניהל מעקב אחר יישום חלק מהוראותיו בלבד ולא מצא לנכון לעדכן אותן ולהעיר לגופים מוסדיים גם כאשר רבים מהם קבעו סטנדרדים נמוכים במסגרת יישום הוראותיו. משרד מבקר המדינה מעיר זו הפעם השלישית על חשיבות הבדיקה של הביטחונות בהשקעות גופים המוסדיים באג"ח לא ממשלתיות.

היעדר שיתוף פעולה הולם בין אגף שוק ההון ורשות ניירות ערך - הגופים המאסדרים החשובים בשוק ההון - אפשר את קיומם של פערים רגולטוריים והביא לפגיעה בשכלול השוק. היעדר הסדרה מחייבת של גופים אלה פוגעת ביכולת ליצור משמעת שוק ולצמצם את הפערים בכוח השוק שיש למנפיקי אג"ח מול המשקיעים המוסדיים. ליקויים אלה פוגמים ביכולת לחזק את ההגנות הניתנות לעמיתי הגופים המוסדיים המשקיעים כספים באג"ח לא ממשלתיות.

הגופים המוסדיים משקיעים באג"ח לא ממשלתיות שיעורים גבוהים מכספי ציבור החוסכים בלי לשאת בסיכוני ההשקעה, ועבור אזרחים רבים מדובר בחסכונות היחידים לפנסיה. מדובר בתחום חשוב ורגיש למשק. לפיכך, על אגף שוק ההון לנקוט בהקדם את כל הצעדים המתחייבים כדי לתקן את הליקויים שעליהם הצביע משרד מבקר המדינה.

62 לדוגמה מניעת הגדלת מלאי האג"ח שרק חלק מהפעילים יכולים להשקיע בהן, צמצום הפערים בכוח השוק ושיפור כושר התחרות של הגופים המוסדיים מול מנפיקי האג"ח ותמחור מדויק יותר של הסיכונים בשוק.