

תקציר מנהלים

שוק ההנפקות הקונצרניות בישראל

עבר, הווה ועתיד

ענת ארבל

עמיתת קורת – מכון מילקן

הדעות המובאות בנייר זה אינן משקפות בהכרח את עמדת משרד האוצר

KORET-MILKEN INSTITUTE FELLOWS PROGRAM

על אודות תוכנית עמיתי קורת - מכון מילקן

תוכנית עמיתי קורת – מכון מילקן מאיצה את הצמיחה הכלכלית בישראל באמצעות התמקדות בפתרונות חדשניים, מבוססי שוק, לבעיות מתמשכות בתחומים חברתיים, כלכליים וסביבתיים. התכנית מתמקדת בבניית ממשקים חיוניים המחברים בין משאבים ממשלתיים, פילנתרופיים ועסקיים, לטובת צמיחה ופיתוח לאומי בר קיימא.

התוכנית מעניקה מלגות שנתיות נדיבות לסטודנטים ישראלים מצטיינים, בוגרי מוסדות להשכלה גבוהה בארץ ובעולם, המתמחים במוקדי קבלת ההחלטות הלאומיים ומסייעים בפיתוח פתרונות באמצעות מחקר והתמחות.

במשך שנת התמחותם עוסקים עמיתי קורת – מכון מילקן במחקר המדיניות הכלכלית בכנסת, במשרדי הממשלה וברשויות שלטוניות אחרות, ומסייעים למקבלי החלטות ולמעצבי המדיניות בחקר ההיבטים השונים של סוגיות כלכליות, סביבתיות וחברתיות. בנוסף עורכים העמיתים מחקר מדיניות עצמאי, שמטרתו לזהות חסמים לתעסוקה ולצמיחה כלכלית בישראל.

מחקרי העמיתים תומכים במחוקקים וברגולטורים, המעצבים את המציאות הכלכלית בישראל ומתבצעים בהדרכת צוות אקדמאי ומקצועי מנוסה. היקף ההתמחות של עמיתי התוכנית הוא מקסימלי – התמחות ומחקר במשך חמישה ימים בשבוע.


במהלך השנה מוענקת לעמיתים הכשרה אינטנסיבית במדיניות כלכלית, ממשל ושיטות מחקר. הם רוכשים כלים מקצועיים לכתובת תזכירים, מצגות וניירות מדיניות, וכן כלי ניהול, שיווק ותקשורת. העמיתים משתתפים בסדנה שבועית, שבה הם נפגשים עם בכירים במשק ובממשל ועם אנשי אקדמיה מהשורה הראשונה בישראל ובעולם. העמיתים משתתפים בקורס המתמקד בחידושים פיננסיים וכלכליים, במסגרת בית הספר למנהל עסקים באוניברסיטה העברית בירושלים. הקורס מקנה 3 נקודות זכות אקדמיות, ומלמד אותן פרופ' גלן יאגו, מנהל המרכז הישראלי של מכון מילקן ומנהל לימודי ההון במכון מילקן בקליפורניה.

את בוגרי התוכנית ניתן למצוא בתפקידים בכירים במגזר הפרטי, כמרצים באקדמיה, במגזר הציבורי וכיועצים לשרים ולמשרדי הממשלה. ישנם בוגרים שנקלטו כמתמחים במשרדי הממשלה, ואחרים המשיכו ללימודים גבוהים באוניברסיטאות מובילות בישראל, ארצות הברית ובריטניה. במסגרת התוכנית פורסמו יותר מ-80 מחקרים, אשר האיצו רפורמות, הפחיתו חסמים, הביאו לצמיחה כלכלית ושיפרו את איכות החיים של כל אזרח בישראל.

תוכנית עמיתי קורת – מכון מילקן היא לא פוליטית ובלתי מפלגתית, ואינה מקדמת קו פוליטי או אידאולוגי כלשהו. היא ממומנת על ידי קרן קורת, מכון מילקן, ועל ידי קרנות פילנתרופיות מובילות בארצות הברית ובישראל.

עוד על אודות התוכנית: www.kmifellows.org

ליצירת קשר: info@kmifellows.org




תקציר מנהלים

שוק ההנפקות הקונצרניות בישראל

עבר, הווה ועתיד

ענת ארבל

עמיתת קורת – מכון מילקן



הדעות המובאות בנייר זה אינן משקפות בהכרח את עמדת משרד האוצר

המחקר מבוסס, בין השאר, גם על שיחות עם גורמים שונים בשוק ההון. ברצוני להודות לכל מי שנפגש עמי לצורך המחקר, ובמיוחד לאריק פרץ וענת פייער ממשרד האוצר על סיועם הרב ולדידי לחמן מסר על הערותיה המועילות.

תקציר מנהלים - תוכן עניינים

i.....	התפתחות משבר איגרות החוב הקונצרניות.....
iii.....	אתגר הצמיחה.....
iii.....	א. ביסוס שוק אשראי חוץ-בנקאי יעיל ומשוכלל.....
vi.....	ב. "שוק של מוכרים".....
v.....	ג. ממצאים עיקריים ממשבר איגרות החוב הקונצרניות.....
viii.....	ד. מבט לעתיד: המלצות לשיפור תהליך ההנפקה.....
xiv.....	הערות סיום.....



תקציר מנהלים

ממצאים:

- רוב ההנפקות בוצעו ללא קובננטס (covenants) להגנת מחזיקי איגרות החוב
- הגופים המוסדיים הגדולים רגישים יותר לדירוג ההנפקה ולמאפייני המנפיק, לעומת הגופים המוסדיים הקטנים וקרנות הנאמנות
- בעיית נציג: אין שחקן אחד המלווה את איגרת החוב משלב גיבוש תנאיה ועד לפירעונה
- "שוק של מוכרים": שוק ההנפקות מוטה לטובת המנפיקים

המלצות מרכזיות:

- שדרוג יכולת המשקיע לנהל משא ומתן מול החברה המנפיקה:
 - ⊙ הקמת נציגות משקיעים ערב ההנפקה
 - ⊙ העברת פרטי ההנפקה למשקיעים זמן מינימלי לפני ההנפקה
- שדרוג תפקיד החתם:
 - ⊙ ביצוע ניתוח כלכלי מעמיק לאיגרת החוב
 - ⊙ אחזקה בחלק מן ההנפקה ועשיית שוק
 - ⊙ שימת דגש על מוניטין החתם
- שדרוג תפקיד הנאמן: הסדרת מסלול "נאמן-על" (וולונטרי)

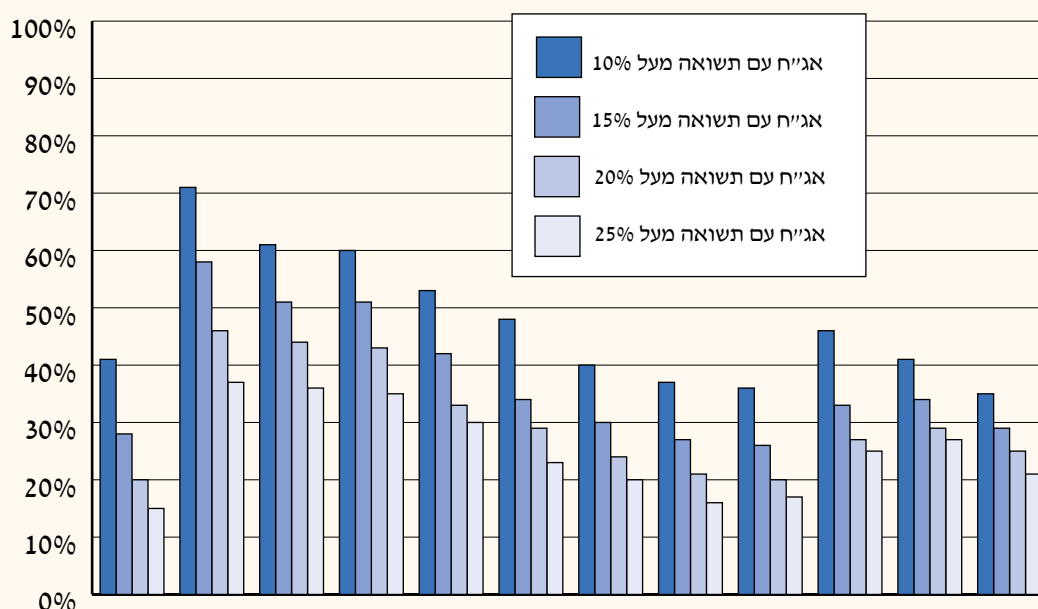
מחקר זה סוקר את הצמתים המרכזיים שעבר שוק ההנפקות של איגרות חוב קונצרניות, מפרוץ המשבר הפיננסי בשלהי 2007 ועד היום. הוא מסתיים במבט לעתיד ובהמלצות לשיפור תהליך ההנפקה. המחקר מבוסס, בין השאר, על שיחות עם גורמים שונים בשוק ההון.

התפתחות משבר איגרות החוב הקונצרניות

בשלהי 2007 פרץ בעולם משבר אשראי שאיים למוטט את המערכת הפיננסית העולמית וגלש גם לשוק ההון הישראלי. שוק איגרות החוב הקונצרניות בישראל, לבו של שוק האשראי החוץ-בנקאי, נקלע למשבר חמור שאופיין בעלייה חדה בתשואות לפדיון (ראו תרשים 1 להלן) ובתנודתיות גבוהה במחירי איגרות החוב. המשבר בשוק איגרות החוב הקונצרניות הושפע באורח ישיר מההתפתחויות בענף הנדל"ן, במיוחד בחברת אפריקה-ישראל; זאת לאור העובדה שכרבע מאיגרות החוב הקונצרניות הנסחרות בשוק הן של חברות נדל"ן. שיעור שיא של 71% מאיגרות החוב בשוק נסחרו בנובמבר 2008 בתשואה של מעל 10%¹.



תרשים 1: תשואות ברוטו בשוק איגרות החוב הקונצרניות, דצמבר 2008 - נובמבר 2009* (באחוזים)

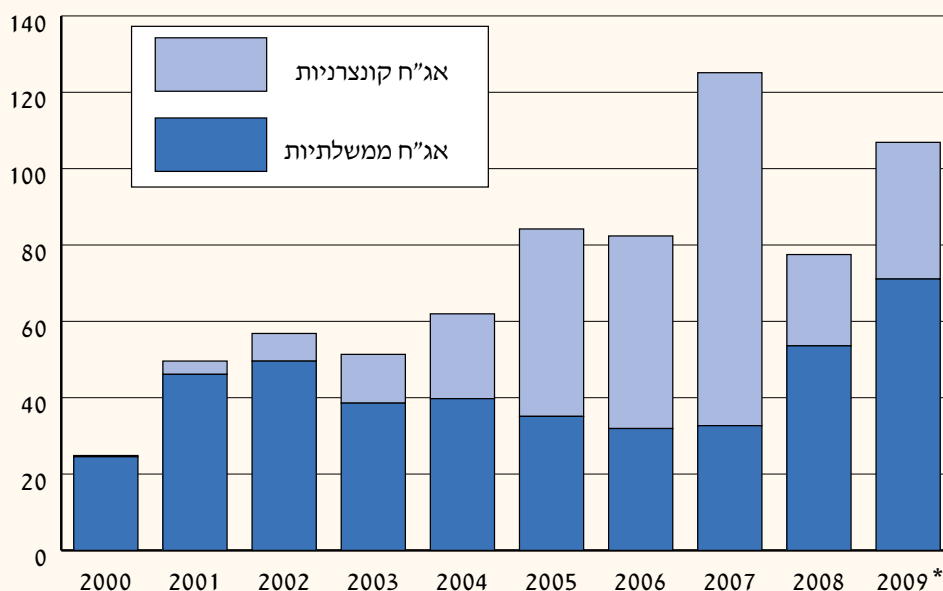


נובמבר 2009	אוקטובר 2009	ספטמבר 2009	אוגוסט 2009	יולי 2009	מרץ 2009	דצמבר 2008	
13.7	23.2	22.7	11.9	12.2	20.8	26.8	ענף הנדל"ן
6.7	9.4	10.2	6.6	6.6	10.4	13.4	תשואה ממוצעת בשוק

* נכון ל-15.11.2009. הנתונים בתרשים מחושבים לפי מספר הסדרות ולא לפי שוויין; הנתונים בטבלה מחושבים לפי ממוצע משוקלל. מקור: אגף כלכלה ומחקר במשרד האוצר.

במקביל חל קיפאון כמעט מוחלט בהנפקות. לאחר שבע שנים רצופות של עלייה בהיקף ההנפקות של איגרות חוב קונצרניות, הצטמקו הנפקות שנת 2008 לרבע מהיקפן בשנה הקודמת (ראו תרשים 2 להלן). ברבעון האחרון של 2008 פסקו ההנפקות לחלוטין כמעט, וגויסו רק 1.3 מיליארד שקל; בינואר 2009 גויסו 78 מיליון שקל בלבד, שהם פחות ממיליארד שקל בקצב שנתי.² מחנק האשראי גלש במהירות למשבר ריאלי במשק, שפגע לא רק ב"טייקונים" אלא אף ברמת התוצר, בגירעון הממשלתי ובשוק העבודה.

תרשים 2: היקף הנפקות איגרות חוב בעשור האחרון* (במיליארדי שקלים)



מקור: עיבוד לנתוני הבורסה לניירות ערך.

2009* - היקף הנפקות עד חודש אוקטובר בחישוב שנתי.

בשנת 2009 החלה מגמת התאוששות בשוק איגרות החוב הקונצרניות שלוותה בירידה בתשואות לפדיון, הן על רקע ההתאוששות בשווקים הבינלאומיים והן על רקע הירידה ברמת הפניקה בשוק ההון הישראלי.³ גם ריבוי הרכישות העצמיות סיפק סיגנל אמין לכך שאיגרות חוב מסוימות נסחרות בחסר.⁴ בד בבד חלה הפשרה בשוק ההנפקות – תחילה התבצעו גיוסים של חברות ממשלתיות,⁵ ואחר כך החלו לגייס גם חברות עסקיות גדולות ויציבות. בחודש מאי חלה תפנית נוספת וחברות קטנות יותר מענפי פעילות שונים – אם כי כולן בדירוג (A+) ומעלה – החלו לגייס אשראי בהיקפים גדולים. בסך הכול, בעשרת החודשים הראשונים של שנת 2009 גויסו איגרות חוב קונצרניות בסך של 29.5 מיליארד שקל, עלייה של 31% בקצב ההנפקות השנתי לעומת 2008.⁶ לאור התאוששותו של שוק ההנפקות ובמטרה למנוע משברים בעתיד, נבחן להלן את הכשלים העיקריים בתהליך ההנפקה ונציע המלצות לשיפורו.

אתגר הצמיחה

האתגר המרכזי של הטיפול בשוק איגרות החוב הקונצרניות הוא הבטחת זמינותו של אשראי לסקטור העסקי. אשראי זה הוא הדלק המניע יזמות וחדשנות, ומתוקף כך הוא אחד ממנועי הצמיחה החשובים ביותר של המשק.

א. ביסוס שוק אשראי חוץ-בנקאי יעיל ומשוכלל

המערכת הבנקאית אינה יכולה להיות מקור מימון בלעדי לסקטור העסקי, ויש צורך להבטיח שהשוק החוץ-בנקאי, המורכב ברובו מן המסחר באיגרות חוב קונצרניות, יהיה יעיל ומשוכלל, ובמסגרתו תהיה הגנה על הזכויות הבסיסיות של מחזיקי איגרות החוב.⁷



ב. "שוק של מוכרים"

מנקודת מבטו של המשקיע, לרכישת איגרת חוב יש שני יתרונות עיקריים על פני מתן הלוואה: האפשרות לפזר סיכון, וסחירות האיגרת בשוק המשני. יתרונות אלה עומדים בבסיס פעילותו של שוק ההון, אך נובעים מהם גם מספר מאפיינים שליליים:

- **קושי בניהול משא ומתן מול מחזיקי איגרות החוב.** החברות המנפיקות אינן ששות להעניק תנאים עודפים למחזיקי איגרות החוב, עקב העלות הגבוהה של ההתנהלות מול המחזיקים המפוזרים. מנגד, למחזיקים – שרובם גופים מוסדיים הנוקטים אסטרטגיה של פיזור – אין תמריץ חזק מספיק להשקיע משאבים בניהול משא ומתן מול החברה לשינוי תנאי כלשהו בשטר הנאמנות, והם אף נוטים לפעול באורח אופורטוניסטי. היות שלחברה אין השפעה על זהות המחזיקים, אין משמעות למוניטין המלווה, ולכן הוא אינו חושש לפעול באורח אופורטוניסטי. בנוסף, עקב המסחר בשוק המשני רכשו המחזיקים את איגרות החוב במחירים שונים, ולכן יש ביניהם ניגודי אינטרסים. כך למשל, אם החברה כללה בתנאי האיגרת התניה פיננסית מסוג יחס חוב למאזן, אזי אם החברה תיקלע למצוקה פיננסית היא תתקשה לנהל משא ומתן מול המחזיקים לשינוי זמני של התניה זאת.

לעומת זאת בגיוס הון באמצעות "הלוואה תפורה" (tailor made), החברה נכונה לכלול אמות מידה בהסכם על בסיס העובדה, שעומד מולה מלווה אחד שניתן להתנהל מולו, ומלווה זה חותר לשמירה על המוניטין שלו כ"מלווה הגון" כדי לא לפגוע בזרם לקוחותיו בעתיד.⁸

- **פיזור.** הפיזור בא לידי ביטוי בשלושה רבדים עיקריים: (1) ריבוי שחקנים בשוק איגרות החוב, המתחרים על תשואות התיקים שהם מנהלים (קרנות פנסיה, קופות גמל וקרנות השתלמות, חברות ביטוח, קרנות נאמנות ומנהלי תיקים); (2) פיזור הביקוש לרכישת איגרת חוב מסוימת, שכן כל משקיע רוכש אחוז קטן יחסית מתמורת ההנפקה, ואפילו המשקיעים הגדולים במשק, הגופים המוסדיים, מחויבים על פי דין להחזיק עד 15% בלבד מערכה של סדרה מסוימת; (3) פיזור בתוך תיק ההשקעות של הגופים המוסדיים.

מנקודת מבטה של החברה המנפיקה, פיזור המחזיקים והקושי לנהל מולם משא ומתן גורמים לכך, שהיא מעדיפה להעניק כמה שפחות זכויות למחזיקי איגרות החוב שעשויים להגביל את פעילותה בעתיד. בגלל מספרם הרב של הגופים זרומת הכספים הקבועה אל עבר אפיק החיסכון הפנסיוני, החברה רואה לנגד עיניה ביקוש גמיש לחלוטין. לטובתה של החברה המנפיקה קיימת גם אסימטריה באינפורמציה, שכן היא יודעת את דרישות כל אחד מהצדדים אך איש מהקונים אינו יודע מה דרשו האחרים. מבנה שוק ההנפקות מאפשר אפוא לחברה לפעול מול המשקיעים באסטרטגיה של "הפרד ומשול", כדי להנפיק בתנאים של "המכנה המשותף הנמוך ביותר".

מנקודת מבטם של המשקיעים, היתרון המרכזי של איגרות חוב ציבוריות הוא סחירותן, אך מחיר הסחירות הוא היעדרו של "מבוגר אחראי", כלומר היעדר גוף המלווה את האיגרת משלב גיבוש התנאים ועד פירעונה. עקב הפיזור אין גוף שעושה זאת, וישנה הסתמכות יתר על חברות הדירוג. בשל סחירות החוב, כל גוף מניח שבמידת הצורך ניתן יהיה למכור את האיגרת. דו"ח ועדת חודק מציג את הטענה, ששוק איגרות החוב הקונצרניות הוא "שוק של מוכרים", קרי המנפיקים דומיננטיים הן בקביעת מחיר המוצר והן בקביעת איכות המוצר.¹⁰ טענה דומה הועלתה גם על ידי הרשות לניירות ערך.¹¹



עקב מבנה השוק, המנציח את האסימטריה באינפורמציה ובכוח המיקוח לטובתה של החברה המנפיקה, נוצרת פגיעה שיטתית באיכות מוצר איגרות החוב ובזכויות המשקיעים במוצר זה.

ג. ממצאים עיקריים ממשבר איגרות החוב הקונצרניות

1. רוב ההנפקות בוצעו ללא בטוחות וללא קובננטס להגנת מחזיקי איגרות החוב

עקב המשבר הפיננסי העולמי נוצר מצב קיצון במשק הישראלי, שבו חברות רבות התקשו להחזיר את חובן למשקיעים. מצב זה האיר את חשיבות ההסכם, שבעבר לא קיבל תשומת לב ראויה: שטר הנאמנות – הסכם הנערך בין החברה המנפיקה לחברת הנאמנות, והמעגן בתוכו את זכויות מחזיקי איגרות החוב. שטר הנאמנות מכיל התייחסות לבטוחות ולקובננטס: **בטוחות**. "בטוחה חיצונית" משעבדת נכס ריאלי ו"בטוחה פנימית" משעבדת בדרך כלל תזרים מזומנים. ברוב המקרים אין בידי החברה נכס ריאלי שניתן לשעבד, והדבר נכון במיוחד לגבי חברות הכלכלה החדשה; מאידך שעבוד תזרים מזומנים הוא תהליך מורכב מאוד. מסיבות אלו רוב ההנפקות, הן בישראל והן בשווקים המפותחים בעולם, מתבצעות ללא בטוחות. **קובננטס**. בשווקים המפותחים בעולם מקובל שאיגרות החוב כוללות תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות (קובננטס) רבות ומגוונות, המגבילות את פעולות החברה או קובעות תנאי סף מינימליים, שהפרתם עשויה לגרור פירעון מוקדם של החוב. לדוגמה, ניתן להגביל את יכולתה של החברה לגייס חוב נוסף או לחלק דיבידנדים, אם מצבה הפיננסי אינו איתן. קיימת אסימטריה מובנית בין האינטרס של החברה לאינטרס של בעלי החוב. האינטרס של החברה הוא לכלול בשטר הנאמנות כמה שפחות קובננטס, המקטינות את גמישותה העסקית, ומנגד האינטרס של בעלי החוב הוא לקבל כמה שיותר מהן. התנגשות אינטרסים זו דינה להיפתר על ידי משא ומתן בין הצדדים. אולם עקב מבנה השוק, משא ומתן זה מוטא באופן מבני לטובת החברות המנפיקות, וכתוצאה מכך רוב שטרי הנאמנות חסרים תנאים להגנת מחזיקי איגרת החוב.¹² על רקע התנאים הנמוכים יחסית שמציעות איגרות חוב הנמכרות בשוק הסחיר, החלו חלק מהגופים המוסדיים הגדולים בשנים האחרונות להגדיל את נפחן של ה"הלוואות התפורות" (tailor made) שהם מעניקים, כדי להגדיל את כוח המיקוח שלהם מול החברה הלווה.

2. שינוי חלקי בדפוסי הפעולה בשוק ההנפקות

- עלייה ברמת הדירוג הממוצעת של איגרות חוב המונפקות לאחר המשבר. בשנת 2006 רק כ-60% מסך ההנפקות היו של חברות בדירוג (A+) ומעלה, ובשנת 2008 כ-80% מן ההנפקות היו של חברות בדירוג זה. לעומת זאת כל ההנפקות מתחילת 2009 ועד חודש מאי היו של חברות בדירוג (A+) ומעלה.¹³
- גופים מוסדיים גדולים נוטים לקנות איגרות חוב "סולידיות" יותר, לעומת גופים מוסדיים קטנים וקרנות נאמנות.¹⁴
 - ⊙ שיעור השתתפותם של הגופים המוסדיים בהנפקות הבנקים היה גבוה (62%), לעומת סך ההנפקות (23%).
 - ⊙ שיעור השתתפותם של קרנות הנאמנות בהנפקות הבנקים היה נמוך יחסית.



⊙ שיעור ההשתתפות של הגופים המוסדיים היה גבוה (48%) בהנפקות בדירוג (AA-) ומעלה, לעומת הנפקות בדירוג נמוך יותר (37%).

⊙ שיעור ההשתתפות של קרנות הנאמנות היה גבוה (27%) בהנפקות בדירוג נמוך, לעומת השיעור הנמוך (12%) בהנפקות בדירוג גבוה.

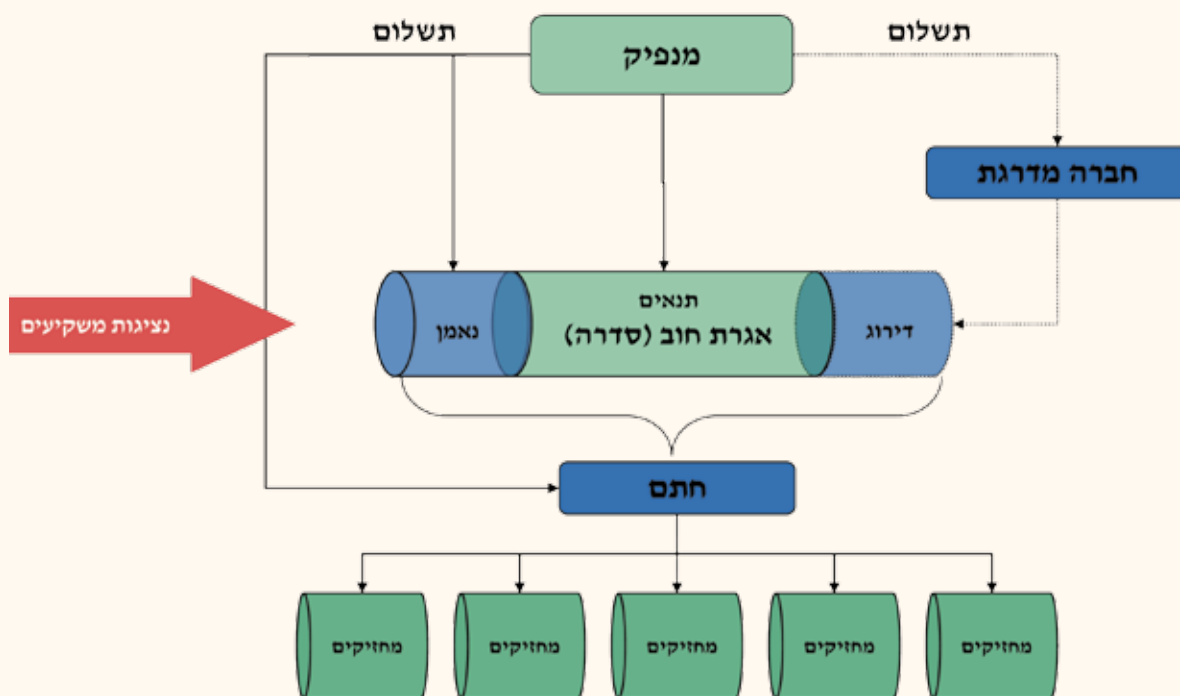
מהנתונים עולה, שהגופים המוסדיים הגדולים פעלו בסלקטיביות ברכישת איגרות חוב בהנפקה, תוך רגישות לדירוג ההנפקה ולמאפייני המנפיק. בנוסף, גופים מוסדיים נמנעו מלהשתתף בהנפקות מסוימות. לדוגמה, המוסדיים השתתפו בהנפקות של חברת סקיילקס מחודש ספטמבר בשיעור ממוצע של 25%, ואילו שיעור השתתפותן הממוצע של קרנות הנאמנות, המנהלות כספים בהיקף נמוך בהרבה, עמד על 15.30%¹⁵.

ההבדל בין השקעות הגופים המוסדיים לקרנות הנאמנות נובע בין היתר מכך, שקרנות הנאמנות הן "שחקן טכני" בשוק ההון. היות שההשקעה בקרן נאמנות נעשית לרוב במסלול מוגדר, למשל בקרנות אג"חיות המחויבות להשקיע לפחות 75% מנכסיהן באיגרות חוב קונצרניות, היקף ההשקעה בשוק איגרות החוב נובע ישירות מן הביקוש של הציבור לקרנות מסוג זה. עיקרון זה בא לידי ביטוי באוקטובר 2009, כאשר עקב היקפי גיוסים גבוהים במיוחד, לראשונה מזה כשנתיים חזרו קרנות אג"ח חברות וכללי להיות הקטגוריה המובילה בסך נכסי תעשיית הקרנות, עם נתח שוק של 5.3%.

3. אין שחקן אחד המלווה את איגרת החוב משלב גיבוש תנאיה ועד לפירעונה (בעיית נציג)

שוק ההנפקות מורכב מחמישה שחקנים עיקריים: חברות המגייסות הון, חברות דירוג, נאמנים, חתמים, גופים מוסדיים וקרנות נאמנות (ראו תרשים 3 להלן). במידה מסוימת ארבעת השחקנים הראשונים פועלים כמקשה אחת: החברה המנפיקה היא שמשלמת את שכרם של חברת הדירוג, הנאמן והחתם, ולכן במערכת היחסים בין גורמים אלה לבין מחזיקי איגרות החוב טמון פוטנציאל לניגוד עניינים.

תרשים 3: תהליך הנפקת איגרת חוב



מקור: דו"ח הוועדה לקביעת פרמטרים להשקעת גופים מוסדיים באיגרות חוב לא ממשלתיות ("ועדת חודק"). החץ האדום הוסף.

החברה המנפיקה. האינטרס של החברה הוא מתן כמה שפחות זכויות עודפות למחזיקים על מנת שלא להכביד על גמישותה העסקית.

החתם. האינטרס של החתם הוא שההנפקה תצא לפועל, שכן הוא מקבל תשלום מתוך תמורת ההנפקה. בחלק מן המדינות המפותחות עורך החתם בדיקות מעמיקות של האיכות הכלכלית של איגרת החוב המונפקת, בעיקר בשל חשיבות המוניטין שלו כמוביל ההנפקה. ואולם בישראל חשיבותו של מוניטין החתם פחותה ובמקרים רבים הוא משמש כמפיץ בלבד, ועל כן אין גורם שעורך בדיקה כזו.

הנאמן. הנאמן מצוי במצב מורכב העשוי לגרום לניגוד עניינים: הוא מתמנה על ידי החברה ושכרו משולם על ידה, אך הוא מייצג את מחזיקי איגרות החוב. תחת מבנה התמריצים הנוכחי, אין לנאמן תמריץ כלכלי לפעול מול החברה בשלב ההנפקה לשיפור תנאי שטר הנאמנות, ובנוסף הוא יודע, שפעולה אקטיבית שלו מול החברה במהלך חיי החוב, עשויה להקטין את הביקוש לשירותיו בעתיד. לאור זאת, הנאמן אינו יכול להיות שחקן יחיד העוקב אחר מצב החוב.

חברת הדירוג. אף על פי שדירוג איגרות החוב הוא חלק חשוב מקבלת החלטת השקעה, ישנם מספר גורמים הפוגמים באיכותו של דירוג האשראי: (1) חברות הדירוג לרוב אינן עושות בדיקות נאותות כלכלית (due diligence) לאיגרת החוב; (2) הדירוג הניתן הוא יחסי לחברות המדורגות האחרות; (3) ריכוזיות דירוג האשראי בישראל מוטל על שתי חברות דירוג בלבד; (4) אין פיקוח על פעילותן; (5) יש זהות אינטרסים בין חברת הדירוג לחברה המנפיקה, המזמינה את הדירוג ומשלמת עבורו. שני ממצאים ממחישים את הבעייתיות שבהסתמכות בלעדית על דירוג אשראי בקבלת החלטת השקעה:



- במשבר האחרון היו מקרים שבהם גם כאשר רמת הסיכון של נייר ערך מסוים עלתה, כפי שהשתקף במחירו בשוק, חברות הדירוג הורידו את הדירוג בעיכוב של חודשים.¹⁷

- החברות המדרגות נוטות להעניק דירוגים גבוהים יחסית בהנפקה, על רקע יכולת המנפיק לדלג בין חברות הדירוג בשלב זה ("שופניג" בין חברות דירוג).

הגוף המוסדי. הגופים המוסדיים הם משקיעים פיננסיים. אחזקתם בכל סדרה יחידה היא נמוכה ומוגבלת על פי חוק; ולא זו בלבד אלא שכל השקעה כזו מהווה אחוז מזערי מתיק ההשקעות, ולכן בעלת השפעה מזערית על תשואת התיק. בנוסף, הגופים המוסדיים עצמם אינם נושאים בסיכון האשראי, והם נפגעים רק בצורה עקיפה מהפסדי העמיתים דרך ירידת היקף דמי הניהול. גורמים אלה מקטינים את התמריץ להשקיע משאבים במשא ומתן עם החברה על איכות איגרות החוב שהם רוכשים עבור החוסכים. כאשר בנק מעניק הלוואה הוא אמנם מעורב בתהליך מתחילתו ועד סופו, אולם המשקיע באיגרת חוב – גם אם הוא משקיע גדול – מקבל מן החתם מוצר מוגמר, ולרוב השפעתו מסתכמת במתן הצעה לגבי מחיר (או תשואת) איגרת החוב.

ד. מבט לעתיד: המלצות לשיפור תהליך ההנפקה

ההמלצות המרכזיות של מחקר זה עוסקות בפתרון בעיית הנציג, בדרך של הגדרת "כללי משחק" חדשים בין המשקיעים לבין החברות המנפיקות. מומלץ להסדיר את הקמתה של נציגות משקיעים ערב ההנפקה. נציגות זו תרכז את המשא ומתן בין המשקיעים הפוטנציאליים לבין החברה המנפיקה, ותהיה מעורבת גם בשלב עריכת שטר הנאמנות.

הייצוג בשלב ההנפקה חשוב במיוחד, שכן התנאים הנקבעים בשלב זה משפיעים על זכויות מחזיקי איגרות החוב לאורך כל חיי החוב: מעקב אחרי יכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה, זכות להעמיד את איגרות החוב לפירעון מידי בשלב מוקדם יחסית שבו עדיין "יש מה להציל", ודיווחים שוטפים ומוסכמים מראש. כן מוצע לחייב אישור זהות הנאמן על ידי הנציגות. עיקרי ההמלצות מובאים בטבלה 1.



טבלה 1: מיפוי הכשלים והמלצות לשיפור תהליך ההנפקה

המלצה	מקור הכשל	הכשל
<p>1. שדרוג יכולת המשקיע לנהל משא ומתן מול החברה המנפיקה:</p> <ul style="list-style-type: none"> • הקמת נציגות משקיעים ערב ההנפקה • העברת פרטי ההנפקה למשקיעים זמן מינימלי לפני ההנפקה 	<ul style="list-style-type: none"> • מחזיקים רבים ומפוזרים • היעדר תמריץ להשקיע משאבים בניהול משא ומתן מול החברה המנפיקה • אין שחקן אחד המלווה את איגרת החוב משלב גיבוש התנאים ועד לפירעונה (בעיית נציג) • שוק צעיר והיעדר פרקטיקה ארוכת שנים של הגנה על זכויות המשקיעים 	<p>הנפקות ללא קובננטס המעניקות זכויות למחזיקי איגרות החוב</p>
<p>2. שדרוג תפקיד החתם:</p> <ul style="list-style-type: none"> • ניתוח כלכלי מעמיק לאיגרת החוב • אחזקה בחלק מן ההנפקה או עשיית שוק (ביטול הסיכון המוסרי) • דגש על התחשבות במוניטין החתם בקבלת החלטת השקעה 		
<p>3. שדרוג תפקיד הנאמן: הסדרת מסלול "נאמן-על" (ולונטרי)</p>		
<p>4. קביעת קובננטס מינימליות שיופיעו בכל איגרת חוב</p>		
<p>5. הסדרת המידע שחובה להעביר למשקיעים באיגרת חוב לא סחירה של חברה פרטית:</p> <ul style="list-style-type: none"> • מידע המתקבל טרם ההנפקה, הנחוץ לקבלת החלטת השקעה • מידע תקופתי, הנחוץ למעקב אחר יכולת המנפיק לפרוע את חובו • דיווחים מידיים על שינויים מהותיים בחברה 	<ul style="list-style-type: none"> • היעדר תמריץ להשקיע משאבים בניהול משא ומתן מול החברה המנפיקה • היעדר הוראות המסדירות את המידע שחברות פרטיות המנפיקות איגרות חוב לא סחירות צריכות להעביר למשקיעים • "שוק של מוכרים": אסימטריה במשא ומתן לטובת החברה המנפיקה 	<p>היעדר מידע למשקיע באיגרת חוב לא סחירה של חברה פרטית</p>



<p>6. שיפור פורמט הגילוי של המידע הבסיסי הזמין ל"משקיע הקטן" באתר הבורסה ופילוח של איגרות חוב קונצרניות לפי שעבודים וקובננטס</p>		<p>תנאי איגרת החוב הבסיסיים הזמינים ל"משקיע הקטן" באתר הבורסה אינם כוללים מידע על שעבודים או קובננטס</p>
<p>7. המשקיעים הגדולים:</p> <ul style="list-style-type: none"> • צמצום ההסתמכות על דירוג איגרות החוב כאמצעי היחיד לקבלת החלטת השקעה • שכלול יכולות דירוג והערכת אשראי פנימיות 	<p>חברות הדירוג:</p> <ul style="list-style-type: none"> • מניחות את אמיתות המידע • התייחסות יחסית • ריכוזיות: בישראל שתי חברות דירוג בלבד • אין פיקוח • זהות אינטרסים בין חברת הדירוג לחברה המנפיקה 	<ul style="list-style-type: none"> • בעיות באיכות דירוג האשראי • נטייה לדירוג הולך ויורד עם הזמן

1. פתרון בעיית הנציג

כדי לפתור את הכשלים שתוארו לעיל, יש צורך להתגבר על בעיית הנזילות והפיזור. מציאת נציג מתאים היא אתגר של ממש בשוק הון קטן כמו שוק ההון הישראלי, שאין בו יתרון לגודל ובתחומים מסוימים הוא רווי בניגודי עניינים.

(א) שדרוג יכולת המשקיע לנהל משא ומתן

(1) הקמת נציגות משקיעים ערב ההנפקה¹⁸

מוצע לאפשר את פעולתה של נציגות משקיעים ("משקיע עוגן") בשלב ההנפקה. כאשר חברה תחליט לגייס הון באמצעות הנפקת איגרת חוב, יודיעו לה הגופים המוסדיים המעוניינים להשתתף בהנפקה מי הם חברי הנציגות. מוצע שהנציגות תכלול שלושה משקיעים פוטנציאליים, שיתחייבו לרכוש חלק מאיגרות החוב ללא התחייבות חיתומית, והם ינהלו משא ומתן מול החתם (ראו תרשים 3 לעיל). הקמת נציגות משקיעים תעניק את הסמכות לניהול משא ומתן מול החברה בידי המשקיעים עצמם, שלהם התמריץ החזק ביותר לפעול להבטחת זכויותיהם.

כיום הסדירה הרשות לניירות ערך את פעולתה של נציגות מחזיקי איגרות החוב רק במצב של הסדר חוב. לגופים המוסדיים ישנה אפשרות מוגבלת לשתף פעולה בשלב ההנפקה, תוך סיכון להפרת הוראות חוק ההגבלים העסקיים.¹⁹ כתוצאה מכך, ברוב ההנפקות לא קיימת נציגות של מחזיקי איגרת החוב ערב ההנפקה. מדיניות זאת, המעקרת את יכולת ההתארגנות והפעולה המשותפת בשלב ההנפקה, יוצרת עדיפות דה-פקטו לשיקולי תחרות על פני פתרון בעיית הנציג בדרך של התרת ההתארגנות. מוצע לאפשר את פעולתה של נציגות משקיעים בשלב ההנפקה, תוך יצירת איזונים כנגד החשש מפגיעה בתחרות:



- בשלב הראשון **מוצע לאפשר שיתוף פעולה** בין גוף מוסדי קטן לגוף מוסדי גדול, כדי לבטל את חסרונם המובהק של הגופים המוסדיים הקטנים מול החברות המנפיקות.
 - **מוצע לאפשר הקמה של נציגות משקיעים**, תוך יצירת "חומות סיניות" אל מול מערך השיווק של המוצרים הפנסיוניים של הגוף. התחרות בין הגופים המוסדיים היא בעיקרה תחרות תשואות. אולם תחרות זו אינה מצדיקה את הוויתור על פעולה משותפת בניהול משא ומתן בשלב ההנפקה. מוצע לקבוע מנגנון שלפיו לא יורשו עובדי מערך השיווק לקחת חלק בנציגות או לקבל עדכונים לגבי פעולתה ("חומות סיניות").
- מוצע כי הנציגות תייצג את מחזיקי איגרות החוב גם בעת עריכת שטר הנאמנות. לנאמן אין אינטרס כלכלי לשאת ולתת עם החברה על הכנסת סעיפים לשטר הנאמנות, המגנים על המחזיקים, והוא גם אינו מעוניין בהטלת חובות נוספות על עצמו. כדי לתת לנאמן תמריץ לפעול לטובת המחזיקים, מוצע לחייב את אישור זהות הנאמן על ידי הנציגות, או את אישור המשך כהונת הנאמן בחלוף חצי שנה ממועד הגיוס, ולאחר מכן מדי שנתיים-שלוש.

(2) הסדרת זמן מינימלי להעברת פרטי הנפקה למשקיעים

כצעד משלים לפתרון האסימטריה במשא ומתן בין החברה המנפיקה למשקיעים, מומלץ לחייב את החברה המנפיקה להעביר למשקיעים את המידע הרלוונטי – תשקיף או דו"ח הצעת מדף, דו"ח דירוג ושטר נאמנות – זמן מינימלי לפני ההנפקה. פרק זמן מינימלי זה ימנע "הנפקות פקס" (שפרטיהן נשלחים למשקיעים סמוך מאוד למועד ההנפקה), יאפשר למשקיעים לרדת לעומקם של התנאים שמציעה החברה, ובמידת הצורך יאפשר לפעול לשינויים.

במסגרת יישום המלצות הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות רכישת איגרות חוב לא ממשלתיות ("ועדת חודק"), פרסם אגף שוק ההון באוקטובר 2009 טיוטת חוזר המכילה הוראה המחייבת את הגופים המוסדיים לקבל את פרטי איגרת החוב לפחות שבעה ימים לפני ההנפקה,²⁰ אולם רצוי להחיל הוראה זאת על כלל המשקיעים. כאשר בשנת 2005 הסדיר המחוקק "מסלול ירוק" להנפקה באמצעות תשקיף ודוח מדף, כדי לקצר את המסלול הארוך של הנפקת תשקיף, יש להניח שכונתו לא הייתה לעקר את יכולתם של המשקיעים לבחון ביסודיות את פרטי ההנפקה ולנהל משא ומתן מול החברה.

מטרתם של שני צעדים אלה – נציגות משקיעים מול החברה והחתם, ופרק זמן מינימלי לבחינת ההנפקה – היא לייצר יחסי כוחות מאוזנים יותר בין המשקיעים לבין החברה.

(ב) שדרוג תפקיד החתם

ניתוח כלכלי לאיגרות חוב. מוצע לשקול לחייב חתם בהצהרה על הכרת תחום הפעילות של החברה המנפיקה, ולחייבו לערוך מסמך המנתח את יכולת החזר החוב של החברה.

אחזקה בחלק מן ההנפקה ועשיית שוק. הבעיה המרכזית בפעילותו של החתם היא הסיכון המוסרי: לחתם יש אינטרס לבצע את ההנפקה בכל תנאי, שכן הוא מקבל תשלום מתוך תמורת ההנפקה. כדי לבטל את הסיכון המוסרי מוצע לעודד את החתם להמשיך ולהחזיק בחלק מניירות הערך במשך תקופה מינימלית אחרי ההנפקה, כפי שנעשה בחלק מן ההנפקות בארצות הברית, או לחילופין לעודדו להפוך לעושה שוק של האיגרת המונפקת לתקופה מינימלית לאחר ההנפקה.

עידוד המשקיעים להתחשב במוניטין החתם בעת קבלת החלטת השקעה. בארצות הברית גורם חשוב המתמרץ את החתם לבצע בדיקה נאותה הוא סיכון מוניטין: אם המשקיעים הגדולים יחשבו שחתם מסוים אינו מבצע את עבודתו



כיאות, בעתיד הם יימנעו מרכישת ניירות ערך שהוא משווק. בנוסף, לחתמים יש אחריות לבצע בדיקת נאותות תחת החוק האמריקני, ולכן הם שוכרים עורכי דין לביצוע בדיקות שונות ולמתן חוות דעת בכתב. מומלץ לעודד את המשקיעים להביא בחשבון את מוניטין החתם כגורם בהחלטת ההשקעה.

(ג) שדרוג תפקיד הנאמן

(1) בשלב ההנפקה

הרשות לניירות ערך זיהתה את קיומו של הכשל בשלב ההנפקה, ובטיוטת תיקון חוק והתקנת תקנות בנושא מחזיקים ונאמנים לתעודות התחייבות הטילה על הנאמן חובה לייצג את המחזיקים גם בשלב ניסוח שטר הנאמנות. אולם לנאמן אין תמריץ כלכלי לנהל משא ומתן עם החברה על תנאי איגרת החוב, במיוחד נוכח העובדה שזהות המחזיקים כלל אינה ידועה. הטלת חובה חוקית על הנאמן לייצג את המחזיקים כבר בשלב ההנפקה היא חיובית, אך היא אינה מספקת פתרון מלא לבעיית הנציג, ולכן רצוי לאפשר הקמת נציגות משקיעים טרם ההנפקה.

(2) מסלול נאמן-על (supertrustee)²¹

בשנת 2001 הציעו שלושה חוקרים מסלול נאמנות וולונטרי – מינוי נאמן-על (supertrustee) לאיגרת החוב, שיפעל בשם המחזיקים המפוזרים והמשתנים. להלן האלמנטים המרכזיים בפעילותו של נאמן-העל:²²

- **מוניטורינג.** לנאמן-העל תהיה גישה למידע פנים, שעל בסיסו תגובש מסקנה עצמאית בנוגע לעמידתו של המנפיק ביחסים שנקבעו. תפקיד זה שונה מהותית מתפקיד הנאמן כיום, שאינו מבצע מוניטורינג כלל.
- **משא ומתן עם החברה המנפיקה.** לנאמן-העל תינתן אפשרות לשנות את תנאי שטר הנאמנות ללא צורך באישור המחזיקים. למחזיקים תוענק זכות וטו רק בנוגע לשינוי התנאים הבסיסיים של שטר הנאמנות, שאינם קשורים לעמידה בקובנטס, כמו למשל גובה הריבית.
- **מערכת תמריצים.** מוצע ליצור עבור נאמן-העל מערכת תמריצים שתעודד אותו לפעול לטובת המחזיקים. על הנאמן תוטל אחריות (liability) לפעול כנושה סביר, אך לא ניתן יהיה לתבוע אותו רק משום שקיבל החלטה שגויה או לא סבירה. שכרו של נאמן-העל ישולם בידי החברה, אך יינתנו לו תמריצים כלכליים לפעול לטובת המחזיקים. בנוסף, שטר הנאמנות יאפשר למחזיקים להחליף את נאמן-העל.

הצפי של החוקרים הוא ששימוש בנאמן-על יאפשר להכניס קובנטס איכותיות יותר לשטר הנאמנות, ולבצע מעקב הדוק יותר אחר החוב. האינטרס של החברה למנות נאמן-על יהיה תשלום ריבית נמוכה יותר על החוב וכתובת למשא ומתן בעת הצורך, כלומר הפחתת עלויות הגיוס.

2. צמצום השפעתן של חברות הדירוג

מומלץ לצמצם את ההסתמכות על דירוג איגרות החוב כאמצעי יחיד לקבלת החלטת השקעה. יש לפעול במיוחד בקרב המשקיעים הגדולים, הנהנים מיתרון לגודל, לשכלול יכולות פנימיות של דירוג והערכת אשראי.

3. העלאת דרישות המידע

(א) העלאת היקף המידע

יש צורך להסדיר את כללי המשחק הבסיסיים ביחס לאיגרות חוב לא סחירות (שמנפיקות חברות פרטיות), לרבות מידע בסיסי שיימסר למשקיעים: מידע לפני ההנפקה שיייע להחלטת ההשקעה; מידע שוטף במהלך חייה החוב, שיאפשר



מעקב אחר יכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה; ודיווחים מידיים על שינויים מהותיים בפעילות החברה. בגיבוש היקף המידע הדרוש למשקיע באיגרת חוב לא סחירה, יש לשמור איזון עדין בין הרצון להגדיל כמה שיותר את המידע המועבר למשקיעים, לבין הצורך שלא להכביד יתר על המידה על עלויות הנפקת איגרות חוב המוצעות למשקיעים מתוככמים.

- ביחס לאיגרות חוב לא סחירות של חברות פרטיות, שרובן ככולן מוחזקות על ידי גופים מוסדיים, כיום אין כמעט דרישות מידע, ואפילו עצם העברת דוחות כספיים באופן סדיר הוא נושא למשא ומתן בין החברה המנפיקה למשקיעים. ועדת חודק גיבשה רשימה של פריטי מידע בסיסיים הדרושים למשקיע באיגרת חוב לא סחירה.²³
- גם ביחס לאיגרות חוב סחירות, רוב המידע נמסר כיום על פי תקנות הרשות לניירות ערך, אך בכל זאת ישנו מידע נחוץ שאינו נמסר, למשל דיווחים שוטפים על תזרים מזומנים חזוי של החברה – מידע שבנקאים אינם מעניקים אשראי ללא קבלתו.

(ב) שיפור פורמט הגילוי

כיום תנאי איגרת החוב הבסיסיים, הזמינים לעיון "המשקיע הקטן" במסגרת מערכת הבורסה, אינם כוללים מידע על שעבודים לטובת איגרות החוב או קיומן של קובננטס. מוצע לתת גילוי באמצעות מערכת הבורסה עבור כל איגרת חוב – אילו ביטחונות ואמות מידה היא כוללת. היום, כדי לקבל מידע זה, נאלץ המשקיע לנבור בתשקיף ובשטר הנאמנות, מסמכים שאורכם לעתים מאות עמודים. המלצה זו מכוונת בעיקר לשפר את מצבם של "משקיעים קטנים" מן הציבור, אך היא תאפשר גם פילוח טוב יותר של שוק איגרות החוב. במצב הקיים לא ניתן לדעת במדויק כמה מאיגרות החוב הנסחרות בשוק מגובות בבטוחות או כוללות קובננטס כלשהן.

4. קביעת קובננטס מינימליות

כאשר עולה היום חשש לפירעון החוב, הנשק העיקרי של מחזיקי איגרות החוב הוא איום בפירעון מידי – איום לא אפקטיבי, משום שברוב המקרים אין הוא משרת את טובת המחזיקים. במצב זה אין למשקיעים כלים מספיקים להתמודדות מול חברה הנקלעת למצוקה פיננסית. רצוי שכלים אלה ייקבעו מראש. ועדת חודק הציעה סט של קובננטס הנחוצות להגנה על זכויות הגופים המוסדיים המחזיקים באיגרות חוב, והן בבחינת best practice עבור המשקיעים והחברות המנפיקות.

התערבות על ידי הגדלת דרישות המידע היא חיונית להגברת השקיפות עבור המשקיעים. מאידך גיסא, התערבות בחוזה הנאמנות בדרך של קביעת קובננטס מינימליות עבור המשקיעים הגדולים, היא פתרון זמני. יש לקוות שבעוד מספר שנים השוק יפתח הנחיות השקעה (best practice) בעצמו, ללא צורך במעורבות רגולטורית.



הערות סיום

- ¹ נתוני אגף כלכלה ומחקר במשרד האוצר.
- ² מקור: נתוני הבורסה לניירות ערך. הנתונים כוללים מימוש אופציות, איגרות חוב הנסחרות במערכת "רצף מוסדיים" ורשומות במערכת נ.ש.ר, איגרות חוב מובנות, תעודות פיקדון ומוצרי מדדים.
- ³ לירידה ברמת הפניקה תרמו באופן עקיף גם מספר צעדים שננקטו על ידי הממשלה. הוקמו קרנות מנוף – קרנות השקעה המשותפות לממשלה ולגופים המוסדיים, שתכליתן סיוע כספי של המדינה במחזור חובות בעיתיים. בה בעת, במחצית הראשונה של 2009, רכש בנק ישראל איגרות חוב ממשלתיות בשוק המשני, בין היתר כדי להגדיל את הביקוש לאיגרות חוב קונצרניות. על רקע ההתאוששות המסוימת בשוק איגרות החוב הקונצרניות, לא הוצעו קרנות המנוף במלוא הקיבולת.
- ⁴ בשנת 2008 בוצעו רכישות עצמיות של איגרות חוב על ידי 60% מהחברות המנפיקות. הרכישות הסתכמו ב-3.1 מיליארד שקל (ערך נקוב: 5.9 מיליארד שקל), ועיקרן בוצע בענף הנדל"ן בחודשים האחרונים של השנה, בשיא המשבר. ראו יובל זוק, יחידת המחקר, הבורסה לניירות ערך, אפריל 2009. "רכישה עצמית של אג"ח חברות בשנת 2008", אתר הבורסה לניירות ערך: http://www.tase.co.il/TASE/Statistics/ResearchReviews/2009/Research_2009_04_143659.htm
- ⁵ גזית גלוב, החברה היחידה (שאינה תאגיד בנקאי או חברה ממשלתית) שגייסה הון בחודשיים הראשונים של שנת 2009, העמידה שעבוד של נכסי נדל"ן וקרקע לטובת מחזיקי איגרות החוב והתחייבה למגבלת מינוף.
- ⁶ עיבוד אגף כלכלה ומחקר במשרד האוצר לנתוני הבורסה לניירות ערך.
- ⁷ מוגבלותה של המערכת הבנקאית בלטה במיוחד בשנת 2008. סך האשראי העסקי ירד ב-2 נקודות האחוז, זאת לעומת ממוצע גידול שנתי של 7% בעשר השנים האחרונות. הבנקים דווקא הגדילו את היקף האשראי העסקי, ובשיעור כפול מן המגמה הרב-שנתית. מחנק האשראי נבע אפוא בעיקר מקיטון של 25% (כ-50 מיליארד שקל) בערך האשראי המסופק על ידי הגופים המוסדיים. גופים אלה – קרנות פנסיה, קופות גמל, חברות ביטוח וקרנות השתלמות – מחזיקים בכ-60% מאיגרות החוב הקונצרניות הסחירות, ובכ-70% משוק איגרות החוב הקונצרניות כולו.
- ⁸ Yakov Amihud, Kenneth Garbade, Marcel Kahan. Spring 2000. "An Institutional Innovation to Reduce the Agency Costs of Public Corporate Bonds", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 13, no. 1.
- ⁹ בהתאם לתקנה 43 לתקנות הפיקוח על עסקי ביטוח. יצוין כי בהתאם לתקנה 15 לטיטות תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (תקנות שטרם אושרו על ידי ועדת הכספים של הכנסת), גוף מוסדי יהיה רשאי להחזיק עד 40% מסדרה יחידה.
- ¹⁰ דו"ח ביניים, הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות רכישת איגרות חוב לא ממשלתיות ("ועדת חודק"), ספטמבר 2009.
- ¹¹ בדברי ההסבר לטיטות תיקון חוק והתקנת תקנות בנושא מחזיקים ונאמנים לתעודות התחייבות (2009), נאמר: "שטר הנאמנות, שהנו המסמך הקובע את תנאי ההתחייבות, מתגבש קודם להנפקה והנו בבחינת 'מוצר מוגמר' שהמחזיקים אינם צד לגיבושו. משכך, שטר הנאמנות הינו תוצר ברור של חוזה חד צדדי, המעניק לצד שאינו מיוצג את הזכויות המינימאליות, שאינן מאפשרות למחזיקים גם באמצעות הנאמן, להגן באופן ראוי על זכויותיהם כמלווים [...] המציאות הוכיחה, כי קיים כשל שוק בתמחור כאמור, ככל שהוא אפשרי, ומרבית שטרי הנאמנות חסרים תנאים בסיסיים להגנת המחזיקים, ומקל וחומר תנאים 'מתוחכמים' יותר המאפיינים הסכמי הלוואה עם נותני אשראי אחרים, כגון אמות מידה פיננסיות וכיו"ב".



- ¹² ראו דברי ההסבר לטיטוט תיקון חוק והתקנת תקנות בנושא מחזיקים ונאמנים לתעודות התחייבות (2009). ראו גם דבריו של זוהר גושן: "ברוב ההנפקות אין שעבודים, ובאלה שיש, הם זניחים. חשבנו שאולי המוסדיים מחייבים את החברות בתניות פיננסיות, אבל זה לא קורה", דברים שנאמרו במסגרת הכנס השנתי (2009) של לשכת רואי החשבון באילת וצוטטו אצל עיריית אבישר ורון שטיינבלט. 7 ביולי 2009. "האם החגיגה באג"ח הקונצרניות נגמרה?", **גלובס**.
- ¹³ עיבוד לנתוני רשות ניירות ערך. מצגת: "שוק אג"ח חברות: הנפקות ספטמבר 2008-מאי 2009", מאי 2009.
- ¹⁴ הנתונים מתבססים על מדגם של 28 הנפקות של איגרות חוב קונצרניות (סך של כ-7.1 מיליארד שקל), מתוכן 4 הנפקות בנקאיות (בסך של כ-2.1 מיליארד שקל), בחודשים ינואר עד יולי 2009. עבור כל הנפקה נבחן שיעור ההשתתפות במכרז המקדים לפי ארבע קבוצות: גופים מוסדיים גדולים (מגדל, כלל, הראל, מנורה, הפניקס, פסגות, אקסלנס ודש), גופים מוסדיים לא גדולים, קרנות נאמנות, ואחרים.
- ¹⁵ הנתון חושב על פי ממוצע משוקלל של השתתפות הגופים בארבעת המכרזים המקדימים למשקיעים מסווגים, שערכה חברת סקיילקס קורפוריישן בספטמבר 2009 (סדרה א' - שקלי קבוע; סדרה ב' - ריבית משתנה; סדרה ג' - צמוד מדד; סדרה 1 - להמרה).
- ¹⁶ רוני אפטר, 25 באוקטובר 2009. "תעשיית קרנות הנאמנות - חגיגת גיוסים ושיאים בקרנות אג"ח חברות וכללי - קצב הגיוסים עולה", אתר מיטב: http://www.meitav.co.il/default.asp?catid={E51D3A34-2311-45D9-A864-AEA9455008C0}&details_type=1&itemid={EC27FD1C-F7C9-44D6-9506-D421C049F1B6}
- ¹⁷ דו"ח בנק ישראל 2008, פרק ד': המערכת הפיננסית, עמ' 135.
- ¹⁸ המלצה זו מבוססת בחלקה על נייר עמדה שהגישו דידי לחמן מסר ודן אבנון לוועדת חודק.
- ¹⁹ בחוזר מחודש מרץ 2008 מנתה רשות ההגבלים את התנאים שבהם לא יינקטו אמצעים נגד קונסורציום אשראי של גופים מוסדיים. במסגרת זאת חובת ההוכחה היא על הגופים המוסדיים, הנדרשים להוכיח כי חברתם חיונית, שאלמלא כן לא יתאפשר מתן אשראי בתנאים סבירים. יצוין כי הגופים המוסדיים רשאים ליצור קונסורציום אשראי תוך קבלת פטור ספציפי, בהתאם לסעיף 14 לחוק ההגבלים העסקיים. ראו רונית קן. 2 במרץ 2008. "הסדרי קונסורציום", מכתב למנהלי הבנקים וחברות הביטוח, 4959/350081.
- ²⁰ "הוראות לעניין השקעת גופים מוסדיים באג"ח לא ממשלתיות", 2009-216, טיוטת חוזר גופים מוסדיים. 30 בספטמבר 2009.
- ²¹ יעקב עמיהוד ואח', הערה 8 לעיל, עמ' 8, 11-12, 14-20. ראו גם: Flavio Bazzana & Marco Palmieri. 2009. "How to increase the efficiency of bond covenants; A proposal for the Italian corporate market", *BANCARIA*, vol. 9, Issue: September, pp. 36-58.
- ²² טיוטת תיקון החוק והתקנת תקנות בנושא מחזיקים ונאמנים לתעודות התחייבות כוללת אלמנטים רבים מן ההצעה של החוקרים: "חיזוק מעמדו ותפקידו של הנאמן וקביעה מפורשת כי עליו לפקח על עמידת המנפיק, ויכולתו לעמוד בהתחייבויותיו הכוללות כלפי מחזיקי האג"ח, ולפעול כפי שהיה פועל נושה סביר לו החזיק באג"ח באותה סדרה. הוצע לקבוע את תפקידיו של הנאמן באופן דומה לתפקידיהם של קצין בקרת אשראי וקצין אשראי מיוחד בבנק, שהנם בהתאמה, ביצוע 'מוניטורינג' למנפיק ובחינה ממושכת של יכולתו לעמוד בהתחייבויותיו ולפרוע את חובו למחזיקים, והגעה להסדר במקרים בהם קיים חשש לאי פירעון החוב". עם זאת מוצע להעניק לנאמן סמכויות רבות יותר מאשר אלו הכלולות בהצעת החוק, כגון סמכות בלעדית לשאת ולתת בשם המחזיקים על שינויים בשטר הנאמנות ולנקוט פעולה במקרה של הפרה.
- ²³ סעיפים 6.5 ו-6.6 לדו"ח הביניים של ועדת חודק.

תוכנית עמיתי קורת – מכון מילקן
בית מילקן, רחוב תל חי 13
ירושלים, 97102
info@kmifellows.org
www.kmifellows.org