

שוק ההנפקות הקונצרניות בישראל: עבר, הווה ועתיד

ענת ארבל

עמיתת קורת – מכון מילקן

הדעות המובאות בנייר זה אינן משקפות בהכרח את עמדת משרד האוצר

תודות

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.

על אודות תוכנית עמיתי קורת – מכון מילקן

תוכנית עמיתי קורת – מכון מילקן מקדמת את הצמיחה הכלכלית בישראל באמצעות התמקדות בפתרונות חדשניים, מבוססי שוק, לבעיות מתמשכות בתחומים חברתיים, כלכליים וסביבתיים. התוכנית מתמקדת באיתור פתרונות גלובליים והתאמתם למציאות הישראלית ובבניית ממשקים חיוניים המחברים בין משאבים ממשלתיים, פילנתרופיים ועסקיים, לטובת צמיחה ופיתוח לאומי בר-קיימא.

התוכנית מעניקה מלגות שנתיות לסטודנטים ישראלים מצטיינים, בוגרי מוסדות להשכלה גבוהה בארץ ובעולם, המתמחים במוקדי קבלת ההחלטות הלאומיים ומסייעים בפיתוח פתרונות באמצעות מחקר והתמחות. היקף הפעילות של עמיתי התוכנית הוא מקסימלי – התמחות, הכשרה ומחקר במשך חמישה ימים בשבוע.

במשך שנת התמחותם עוסקים עמיתי קורת – מכון מילקן במחקר המדיניות במשרדי הממשלה וברשויות שלטוניות אחרות, ומסייעים למקבלי ההחלטות ולמעצבי המדיניות בחקר ההיבטים השונים של סוגיות כלכליות, סביבתיות וחברתיות.

בנוסף עורכים העמיתים מחקר מדיניות עצמאי, שמטרתו לזהות חסמים לתעסוקה ולצמיחה בישראל ולאתר פתרונות אפשריים. מחקרי העמיתים מתבצעים בהדרכת צוות אקדמאי ומקצועי מנוסה ותומכים במחוקקים וברגולטורים, המעצבים את המציאות הכלכלית, חברתית והסביבתית בישראל.

במהלך השנה מוענקת לעמיתים הכשרה אינטנסיבית במדיניות כלכלית, ממשל ושיטות מחקר. במסגרת מפגשי ההכשרה השבועיים, העמיתים רוכשים כלים מקצועיים לכתיבת תזכירים, מצגות וניירות מדיניות, וכן כלי ניהול, שיווק ותקשורת. בנוסף, נפגשים העמיתים עם בכירים במשק ובממשל ועם אנשי אקדמיה מהשורה הראשונה בישראל ובעולם. בסמסטר הראשון, העמיתים משתתפים בקורס המתמקד בחידושים פיננסיים, במסגרת בית הספר למנהל עסקים באוניברסיטה העברית בירושלים. הקורס מקנה 3 נקודות זכות אקדמיות, ומלמד אותו פרופ' גלן יאגו, מנהל המרכז הישראלי של מכון מילקן ומנהל קבוצת המחקר במימון מכון מילקן בקליפורניה.

את בוגרי התוכנית ניתן למצוא בתפקידים בכירים במגזר הפרטי, כמרצים באקדמיה, במגזר הציבורי וכיועצים לשרים ולמשרדי הממשלה. ישנם בוגרים שנקלטו במשרדי הממשלה, ואחרים המשיכו ללימודים גבוהים באוניברסיטאות מובילות בישראל, ארצות הברית ובריטניה.

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

למידע נוסף על אודות התוכנית: www.kmifellows.org

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)

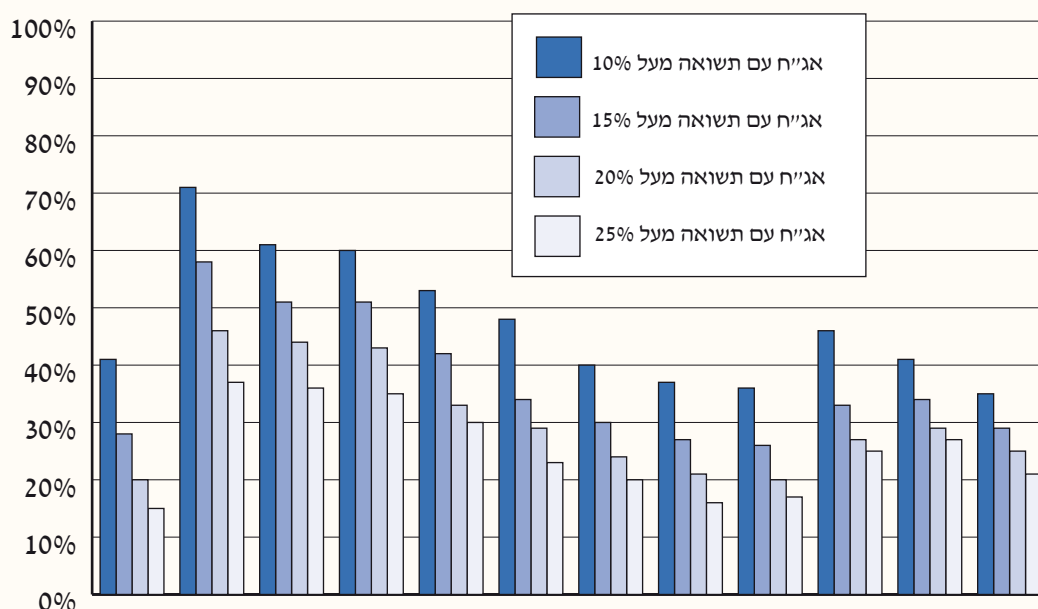
מחקר זה סוקר את הצמתים המרכזיים שעבר שוק ההנפקות של איגרות חוב קונצרניות, מפרוץ המשבר הפיננסי בשלהי 2007 ועד היום. הוא מסתיים במבט לעתיד ובהמלצות לשיפור תהליך ההנפקה. המחקר מבוסס, בין השאר, על שיחות עם גורמים שונים בשוק ההון.

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)

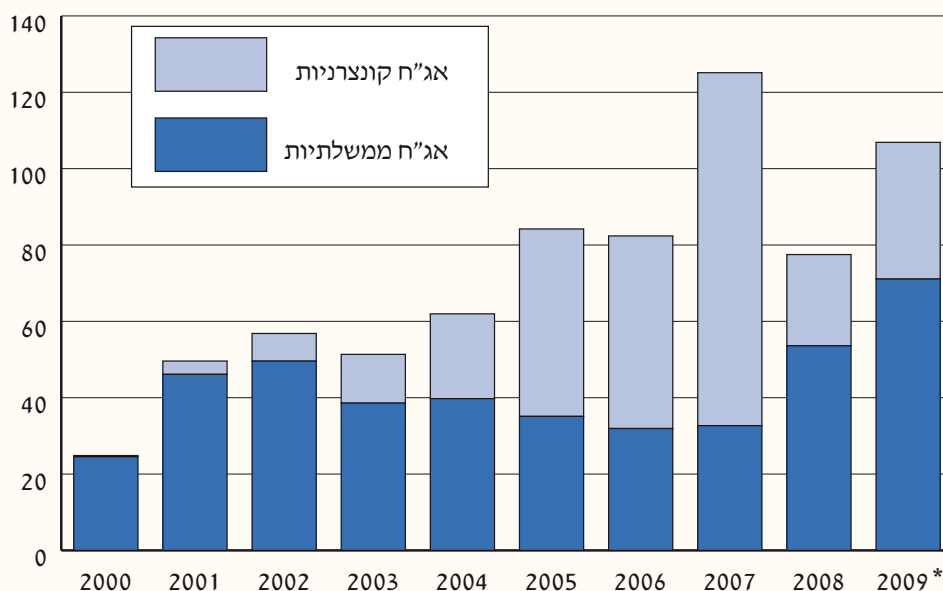


נובמבר 2009	אוקטובר 2009	ספטמבר 2009	אוגוסט 2009	יולי 2009	מרץ 2009	דצמבר 2008	
13.7	23.2	22.7	11.9	12.2	20.8	26.8	ענף הנדל"ן
6.7	9.4	10.2	6.6	6.6	10.4	13.4	תשואה ממוצעת בשוק

* 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 וזרימת 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.

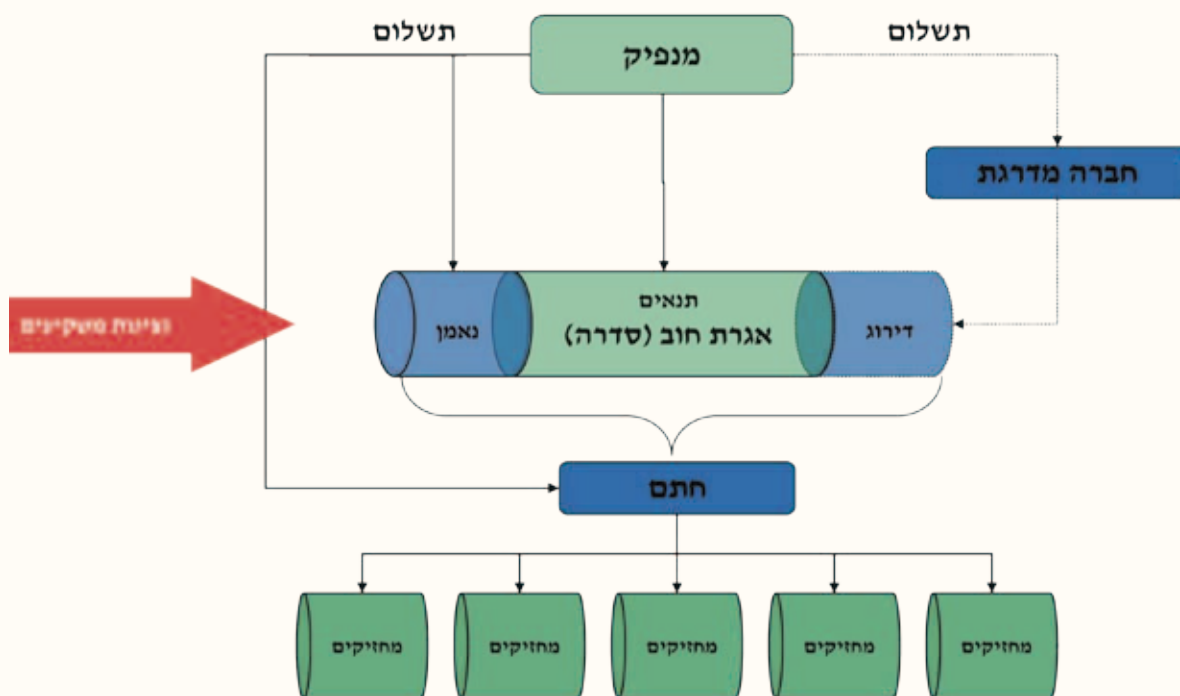
מהנתונים עולה, שהגופים המוסדיים הגדולים פעלו בסלקטיביות ברכישת איגרות חוב בהנפקה, תוך רגישות לדירוג ההנפקה ולמאפייני המנפיק. בנוסף, גופים מוסדיים נמנעו מלהשתתף בהנפקות מסוימות. לדוגמה, המוסדיים השתתפו בהנפקות של חברת סקיילקס מחודש ספטמבר בשיעור ממוצע של 25%, ואילו שיעור השתתפותן הממוצע של קרנות הנאמנות, 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 שייסייע 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 מתוחכמים.

- 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.

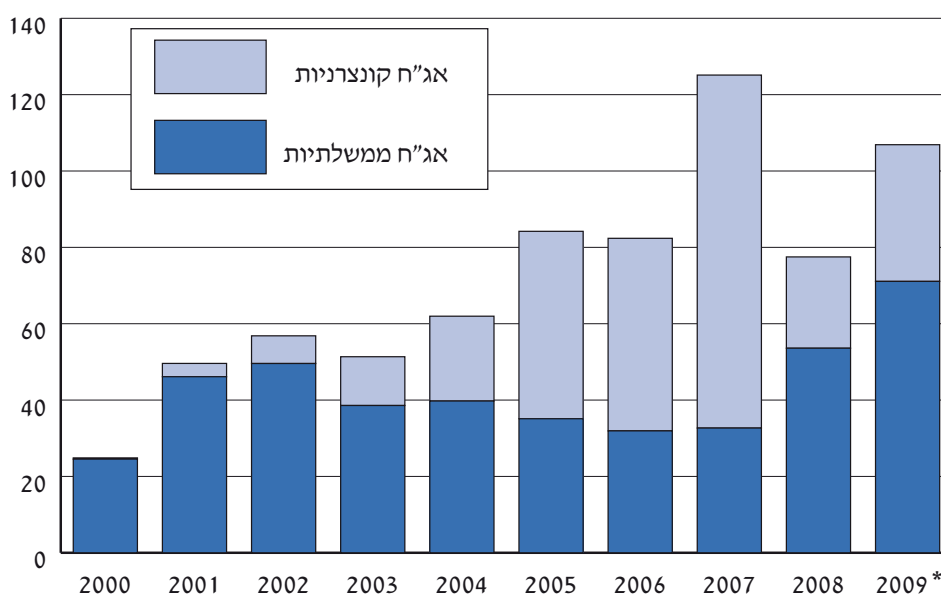
תוכן עניינים

1	א. מבוא.....
4	ב. התפתחות שוק איגרות החוב הקונצרניות בישראל.....
4	1. רקע: מאז קום המדינה ועד משבר ויסות מניות הבנקים
5	2. התפתחות שוק איגרות החוב הקונצרניות.....
7	3. מגמות בשוק איגרות החוב הקונצרניות ערב המשבר.....
8	ג. המשבר בשוק האשראי
9	1. אפיון מחנק האשראי
9	2. משבר האשראי בישראל.....
15	ד. ניתוח תהליך הנפקת איגרת חוב.....
16	1. תהליך ההנפקה
19	2. כשלים עיקריים בתהליך ההנפקה.....
21	ה. המלצות
22	1. פתרון בעיית הנציג
26	2. צמצום ההסתמכות על דירוג איגרת החוב.....
26	3. העלאת דרישות המידע
26	4. קביעת אמות מידה מינימליות.....
28	נספח א: שערך נכסים לא סחירים
29	נספח ב: הנפקות של איגרות חוב קונצרניות, ינואר–יולי 2009 (במיליוני שקלים)
32	נספח ג: שכיחותן של אמות מידה פיננסיות וחוזיות (באחוזים)
33	הערות סיום

א. מבוא

בשלהי 2007 פקד את העולם משבר אשראי, שאיים למוטט את המערכת הפיננסית העולמית וגלש גם לשוק ההון הישראלי. שוק איגרות החוב הקונצרניות, לבו של שוק האשראי החוץ-בנקאי בישראל, נקלע למשבר חמור שאופיין בעלייה חדה בתשואות לפדיון ובתנודתיות גבוהה במחירי איגרות החוב, שהשתקפו בקיפאון מוחלט כמעט בהנפקות. לאחר שבע שנים רצופות של עלייה בהיקף הנפקות איגרות חוב קונצרניות, גויסו בשנת 2008 איגרות חוב בסכום כולל של 23 מיליארד שקל, כרבע מהיקף ההנפקות בשנת 2007. ברבעון האחרון של 2008 פסקו ההנפקות כמעט לחלוטין וגויסו 1.3 מיליארד שקל בלבד, ואילו בינואר 2009 גויסו 78 מיליון שקל בלבד, שהם פחות ממיליארד שקל בחישוב שנתי.¹

תרשים 1: היקף הנפקות איגרות חוב בעשור האחרון* (במיליארדי שקלים, מחירים שוטפים)



מקור: עיבוד לנתוני הבורסה לניירות ערך.

* 2009 - היקף הנפקות עד חודש אוקטובר בחישוב שנתי.

מחנק האשראי גלש במהירות למשבר ריאלי במשק, שפגע לא רק ב"טייקונים" אלא אף ברמת התוצר, בגירעון הממשלתי ובשוק העבודה. האתגר המרכזי של הטיפול במשבר 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. אולם, בחלוף הזמן החלה התאוששות בשוק איגרות החוב הקונצרניות. התשואות לפדיון ירדו, הן על רקע התאוששות בשווקים הבינלאומיים והן על רקע הירידה ברמת הפניקה בשוק ההון הישראלי. גם ריבוי הרכישות העצמיות סיפק סימן אמין לכך שאיגרות חוב מסוימות נסחרות בחסר.²

באופן עקיף תרמו להתאוששות גם כמה צעדים שננקטו על ידי הממשלה. בסוף 2008, כאשר שוק איגרות החוב הקונצרניות נקלע למשבר חמור שנדמה היה כי החברות יתקשו להתאושש ממנו, הוחלט על הקמת קרנות המנוף – קרנות



השקעה משותפת לממשלה ולגופים המוסדיים – שתכליתן סיוע כספי של המדינה לגופים המוסדיים במחזור חובות בעייתיים. נוסף על כך, במחצית הראשונה של 2009 רכש בנק ישראל איגרות חוב ממשלתיות בשוק המשני. ההתאוששות בהנפקות החלה בתחילת שנת 2009, בעיקר במגזר הפיננסי ובדגש על הבנקים והחברות הגדולות והיציבות, כגון חברות ממשלתיות, מכתשים אגן וסלקום. בחודש מאי חלה תפנית נוספת, וחברות קטנות יותר מענפים שונים, כולן בדירוג A+ ומעלה, החלו לגייס הון בהיקפים גדולים. גם לאחר פרוץ המשבר בוצעו רוב ההנפקות ללא בטוחות וללא התניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות (להלן: "קובנטס") מספקות להגנת מחזיקי איגרות החוב.

מחקר זה מנתח את הכשלים המבניים הקיימים בתהליך הנפקת איגרות חוב קונצרניות, ומראה מדוע תחת מבנה התמריצים הנוכחי אין לחברה המנפיקה, לחתם או לנאמן תמריץ לפעול לשיפור ההגנות על זכויות מחזיקי איגרות החוב, ומדוע אין לגוף המוסדי תמריץ חזק מספיק לעשות זאת. היות שהגופים המוסדיים הם השחקן המרכזי בצד הביקוש לאיגרות חוב, מתוקף החזקתם בכ-70% מאיגרות החוב הקונצרניות בישראל,³ יתייחס מחקר זה במיוחד למאפייניהם הייחודיים.

מחקר זה מציג כמה המלצות. ההמלצה המרכזית עוסקת בפתרון בעיית הנציג, שתפורט בהמשך. 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" (וולונטרי)</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

מחקר זה מורכב מארבעה סעיפים עיקריים: **סעיף ב'** סוקר את התפתחותו של שוק האשראי החוץ-בנקאי; **סעיף ג'** מנתח בהרחבה את משבר האשראי הישראלי, שהתרחש בעיקרו בשוק איגרות החוב הקונצרניות; **סעיף ד'** מנתח את תהליך הנפקת איגרת החוב; **סעיף ה'** מציע המלצות לפתרון, שעיקריהן הובאו לעיל.

ב. התפתחות שוק איגרות החוב הקונצרניות בישראל

1. רקע: מאז קום המדינה ועד משבר ויסות מניות הבנקים⁴

מאז קום המדינה ועד הרפורמה לצמצום מעורבותה של הממשלה בשוק ההון, באפריל 1987, התערבה הממשלה בכל רבדיו של שוק ההון. התערבות זו באה לידי ביטוי בהקצאת מקורות המשק, במיוחד לצורך מימון תקציב המדינה וההשקעות הציבוריות, וכן בקביעת מחיר ההון. שליטת הממשלה בפעילות הכלכלית תאמה את צרכי המדינה הצעירה, שניצבה בפני אתגרים ביטחוניים עצומים ובפני הצורך בפיתוח תשתיות מן היסוד, ושאוכלוסייתה גדלה בשיעורים גבוהים.⁵

בשנות השמונים, על רקע מצב מקרו-כלכלי שהתאפיין בחוב גבוה לצד היפר-אינפלציה, המשיך הסקטור הפרטי להידחק לשוליים כמו בשנים הראשונות למדינה. המעורבות הממשלתית בשוק ההון באה לביטוי, בראש ובראשונה, בהלאמה למעשה של החיסכון הפנסיוני של הציבור. כספים אלה נותבו להשקעה באיגרות חוב ממשלתיות, באמצעות תקנות שהגבילו את הנכסים המותרים להשקעה בשוק ההון ושימשו כלי נוח לגיוס הון למימון הגירעון הציבורי ותקציב המדינה. עד שנת 2003 הושקעו כ-83% מחסכונות הציבור באיגרות חוב ממשלתיות.⁶



לצד השליטה במקורות ההון, באה המעורבות הממשלתית לידי ביטוי גם בקביעת מחיר ההון: באורח ישיר על ידי קביעת התשואה הניתנת עבור כל סוג של השקעה, ובאורח עקיף על ידי מתן הטבות מיסוי. הממשלה אף אישרה את ההנפקה של כל נייר ערך של גוף עסקי, ולמעשה מנעה כמעט לחלוטין הנפקות של איגרות חוב קונצרניות.⁷ כתוצאה מכך נהנתה הממשלה ממחיר הון נמוך לעומת הסקטור העסקי.⁸

המונופול הבנקאי יצר עיוותים מובנים במערכת הפיננסית: הבנקים תפקדו כמשקיעים ונותני אשראי, כבעלי חברות ריאליות, כיועצי השקעות ומנהלי קופות גמל וקרנות נאמנות, וכחתימים.⁹ ניגודי העניינים במערכת הפיננסית היו בין הגורמים המרכזיים שמנעו את התפתחות שוק איגרות החוב הקונצרניות.

השליטה הממשלתית במקורות ההון והמעורבות במחירו, לצד דומיננטיות היתר של המערכת הבנקאית במשק הישראלי, יצרו שוק הון שעיקר פעילותו היא העברת מקורות מהחוסכים והמשקיעים אל הממשלה בתנאים קבועים וידועים מראש. מעורבות ממשלתית זו הביאה לעיוות התשואות היחסיות של נכסים והתחייבויות, ועקב כך לעיוות הקצאת המקורות הריאליים ולפגיעה בצמיחה וברמת התוצר.¹⁰

משבר ויסות מניות הבנקים סימן את תחילתו של תהליך ליברליזציה בשוק ההון. עקב המשבר הלאימה הממשלה את רוב המערכת הבנקאית, אך כעבור כעשור הונפקו מניות הבנקים בשוק ההון ופוזרה הבעלות עליהם. באפריל 1987 יושמה **הרפורמה לצמצום מעורבות הממשלה**, שבעקבותיה הוסרו הגבלות מנהליות בשוק הכספים, ניתן היתר לתנועות הון, וצומצם תפקיד הממשלה בהכוונת האשראי.¹¹ הרפורמה הביאה להקצאה חופשית יותר של מקורות במשק ולהגדלת המקורות הפנויים לסקטור העסקי. לצד זה ירד גם מחיר האשראי: פערי המחירים בין אשראי לסקטור העסקי לבין אשראי לממשלה הצטמצמו מאוד, והפערים בין שיעורי הריבית של אפיקי הצמדה שונים הצטמצמו גם כן. בשנת 1995 המליצה **ועדת ברודט** לאסור על הבנקים להחזיק בתאגידים ריאליים. במקביל הוסרו מגבלות רבות על המערכת הבנקאית, והבנקים החלו לפעול בתנאי שוק.¹² שינויים אלה הקטינו את הריכוזיות במערכת הפיננסית, ויצרו סביבה שאפשרה את התפתחותו של שוק איגרות החוב הקונצרניות.

2. התפתחות שוק איגרות החוב הקונצרניות

הגידול במקורות פנויים להשקעה חופשית בשוק ההון החל בשנות השמונים, עם השינויים בתקנות ההשקעה של הגופים המוסדיים, וההפחתה ההדרגתית בהנפקת איגרות חוב "מיועדות" של ממשלת ישראל. לאורך השנים ירדה בהדרגה חובת ההשקעה של קופות גמל באיגרות חוב ממשלתיות מ-92% עד לביטולה לחלוטין בשנת 2001. באופן דומה, חובת ההשקעה של קרנות הפנסיה באיגרות חוב ממשלתיות הוסרה בשני שלבים בשנים 1995 ו-2003, וכיום הן משקיעות 30% בלבד מנכסיהן באיגרות חוב "מיועדות".

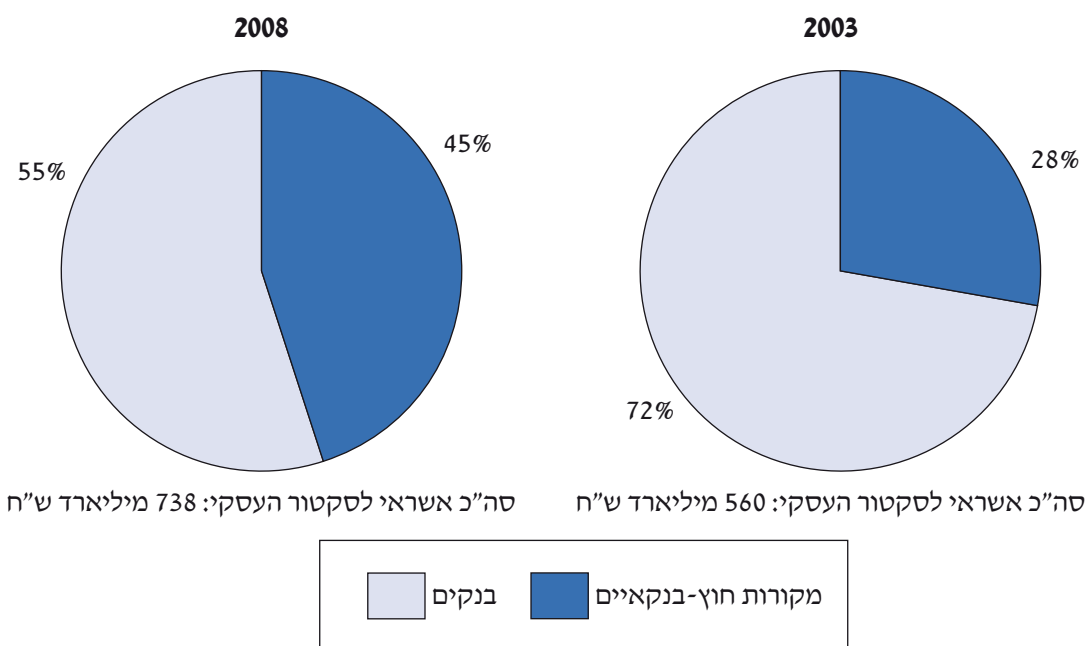
באוגוסט 2005 נחקקו חוקים שעיינו את **הרפורמה המבנית בשוק ההון (רפורמת בכר)**. הרפורמה הובלה על ידי ועדה בראשותו של מנכ"ל משרד האוצר דאז, יוסי בכר, ומטרתה הייתה: "ביסוס מבנה שוק תחרותי בשוק ההון, ייעולו ושיפור דרכי פעולתו באמצעות צמצום הריכוזיות ומזעור ניגודי העניינים אצל הגופים הפועלים בשוק ההון".¹³ התפנות מקורות לסקטור העסקי הביאה לעלייה בסך האשראי העסקי במשק (ראו תרשים 3 להלן). דבר זה בא לידי ביטוי בעלייה ביחס שבין האשראי העסקי לבין התוצר המקומי, משיעור של 99% בשנת 2003 לשיעור של 110% בשנת 2008.



היקף האשראי העסקי ביחס לגודל המשק עלה באופן משמעותי גם ביחס לחלק מן המדינות המפותחות, והוא מצביע על עלייה ברמת המינוף במשק.¹⁴

במקביל לעלייה בסך האשראי העסקי, הלך וקטן חלקם של הבנקים במתן אשראי לסקטור העסקי, ולמעשה נשבר המונופול רב השנים בשוק האשראי. בשנת 2003 סיפקו הבנקים יותר מ-70% מהאשראי לסקטור העסקי, לעומת 55% בשנת 2008.¹⁵

תרשים 3: מקורות אשראי לסקטור העסקי



מקור: עיבוד לנתוני בנק ישראל.

גם כיום נותרה בישראל בעיה כפולה: שוק האשראי החוץ-בנקאי הוא צעיר מאוד, ורמת התחרות ובתוך המערכת הבנקאית נמוכה. למרות ההתפתחויות החיוביות שהביאו לפיתוחו של שוק האשראי החוץ-בנקאי, יש לזכור שעדיין קיימת ריכוזיות גבוהה במערכת הבנקאית בישראל.

כחלק מרכזי מהתפתחותו של שוק האשראי החוץ-בנקאי, צמח במהירות שוק איגרות החוב הקונצרניות. נפח שוק זה עמד בשנת 1991 על 22 מיליארד שקל. הוא ירד בהדרגה לאורך השנים ובשנת 2003 חזר לרמה זו. בשנת 2005 הוא שילש את עצמו והגיע ל-62 מיליארד שקל, ובשנת 2007 הגיע לרמת שיא של 153 מיליארד שקל.¹⁶

ביחס לצד ההיצע של איגרות חוב קונצרניות, מחקר של בנק ישראל מראה, שבמסגרת הפניית חלק מגיוס החוב העסקי מהסקטור הבנקאי לשוק ההון, בעיקר לפירמות הגדולות – הרווחיות שבהן, בעלות הסיכון הנמוך יותר, הן אלו שהנפיקו איגרות חוב בבורסה לניירות ערך בשנים אלה.¹⁷ מנגד, צד הביקוש לאיגרות חוב קונצרניות מורכב ברובו מגופים מוסדיים, המחזיקים כ-60% מן השוק הסחיר וכ-70% משוק איגרות החוב בכללותו.¹⁸

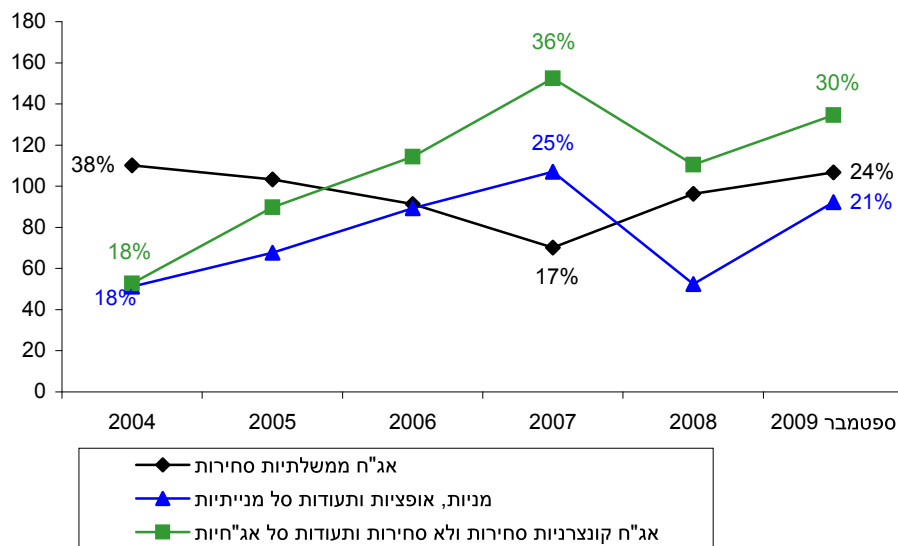
כניסתם המהירה של הגופים המוסדיים לשוק איגרות החוב הקונצרניות העלתה את הצורך בשיפור התהליכים הפנימיים של ניהול ההשקעות בגופים. כחלק מתהליך זה הוציא אגף שוק ההון במשרד האוצר הוראות ביחס לחובות הדירקטוריון, ועדת ההשקעות, ועדת האשראי והגורמים העוסקים בפועל בניהול ההשקעות, תוך שימת דגש על פיתוח ממשל תאגידי ותהליכי ניהול סיכונים בגופים המוסדיים. על רקע לקחי המשבר, וכחלק מהידוק הרגולציה על הגופים המוסדיים, עולה החשיבות של פיתוח ממשל תאגידי וניהול סיכונים מתקדמים בקרב הגופים הפיננסיים הגדולים במשק. צעדים אלה נחוצים ליציבותו של שוק ההון.

3. מגמות בשוק איגרות החוב הקונצרניות ערב המשבר

(א) שיעור השקעה גבוה של הגופים המוסדיים באיגרות חוב קונצרניות

בחינת תיק ההשקעות הכולל של הגופים המוסדיים מראה, שרכיב איגרות החוב הקונצרניות עלה מרמה של 18% בתיק ההשקעות של שנת 2004, לרמה של 36% בשנת 2007 (ראו תרשים 4 להלן). לשם השוואה, במדינות ה-OECD רק 10% מתיק ההשקעות מושקע באיגרות חוב קונצרניות, אך שיעור ההשקעה במניות כפול משיעור ההשקעה במניות בישראל.¹⁹

תרשים 4: תיק ההשקעות של הגופים המוסדיים (במיליארדי שקלים)²⁰



מקור: עיבוד לנתוני אגף שוק ההון, משרד האוצר.

ההשקעה באיגרות חוב קונצרניות גדלה גם במונחים אבסולוטיים לאור הגידול המתמיד בנכסי המוסדיים, מהיקף של 290 מיליארד שקל בשנת 2004 ל-422 מיליארד שקל בשנת 2007. בדצמבר 2008, עקב הירידות בשוק ההון, ירד היקף הנכסים ל-354 מיליארד שקל.²¹

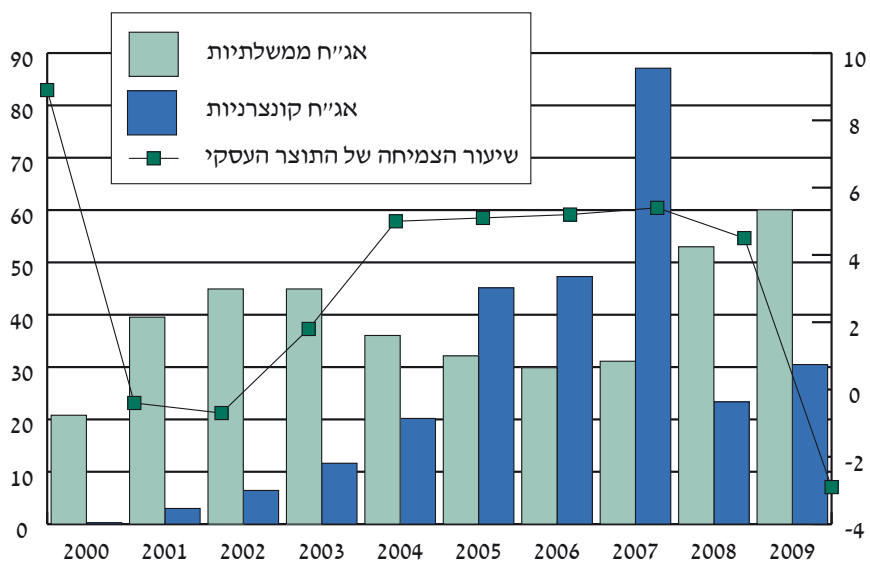
על רקע זה עלה סך איגרות החוב הקונצרניות הסחירות המוחזקות בידי המוסדיים ל-106 מיליארד שקל בחודש יוני 2008. סכום זה מהווה כ-60% משוק איגרות החוב הקונצרניות הסחירות. באותה עת עמד סך איגרות החוב הקונצרניות בידי המוסדיים, לרבות איגרות לא סחירות, על 170 מיליארד שקל, כלומר כ-70% משוק איגרות החוב הקונצרניות.



(ב) צמיחה מהירה וירידה בגירעון הממשלתי

גם לצמיחה במשק, שהחלה במחצית השנייה של שנת 2003, היה תפקיד חשוב בהגדלת היקף הנכסים הפנויים להשקעה בשוק ההון. הצמיחה הובילה להקטנת הגירעון הממשלתי, ובהתאמה לצמצום הנפקות של איגרות חוב ממשלתיות. כך נותרו נכסים פנויים להשקעה בסקטור העסקי. תרשים 5 מתאר את הקשר בין הנפקת איגרות חוב ממשלתיות, הנפקת איגרות חוב קונצרניות ושיעור הצמיחה במשק.

תרשים 5: היקף הנפקות של איגרות חוב ממשלתיות ולא ממשלתיות (במיליארדי שקלים) ושיעור הצמיחה במשק



מקור: עיבוד לנתוני הבורסה לניירות ערך והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

* נתוני הנפקות אג"ח נכון לנובמבר 2009.

** שיעור הצמיחה של התוצר העסקי נכון לרבעון הראשון של 2009.

(ג) השפעת הסיבבה המקרו-כלכלית והרגולטורית על שוק הנפקות ערב המשבר

הצמיחה הובילה להגדלת הנפקות של איגרות חוב קונצרניות, הן במישרין והן בעקיפין: במישרין כי הגאות הגדילה את רמת הפעילות הכלכלית ובהתאמה את היצע הנפקות, ובעקיפין כי הגאות הובילה לצמצום הגירעון, לירידה בהנפקות איגרות חוב ממשלתיות ולהגדלת הביקוש לאיגרות חוב קונצרניות. במקביל לירידת היצע איגרות החוב הממשלתיות, הוחלו השינויים הרגולטורים אשר התירו לגופים המוסדיים, השחקנים הגדולים ביותר בשוק ההון, להחזיק בחלק מהותי מנכסיהם בשוק ההון. כתוצאה מכך גדלו מקורות האשראי במשק וגברה התחרות על מחיר האשראי.

ג. המשבר בשוק האשראי

משבר האשראי העולמי פרץ לראשונה בארצות הברית. סביבת הריביות הנמוכה, הגאות בענף הנדל"ן, היכולת להעביר סיכונים ועודף הכסף בעולם הביאו לפעילות רבה סביב המסחר באיגרות חוב המגובות במשכנתאות בסיכון גבוה ("סאב-פריים"). כשהשתנו התנאים המקרו-כלכליים בשוק האמריקני, צנח במהירות ערכם של הנכסים שעמדו בבסיס איגרות



החוב המגובות, ותוך זמן קצר אבד האמון במערכת הפיננסית כולה. בקיץ 2007 פרץ משבר בשווקים הפיננסיים, ונוצר מחנק אשראי שהתפשט למדינות רבות.

1. אפיון מחנק האשראי

שוק האשראי מושפע הן מצד ההיצע (קיומם של מקורות אשראי זמינים) והן מצד הביקוש (רצונם של לווים לקחת אשראי). לעתים הגורמים המשפיעים על ההיצע הם אותם גורמים המשפיעים גם על הביקוש, ולכן קשה להבדיל בין צמצום הביקוש, שהוא תוצאה אופיינית של שלב שפל במחזור העסקים, ובין צמצום היצע האשראי, שיכול להצביע על מחנק אשראי.²² במשבר האשראי הישראלי, לצד הירידה בביקוש לאשראי ירד גם היצע האשראי החוץ-בנקאי. נתונים אלה מצביעים על אפשרות לקיצוב אשראי מצד הגופים המוסדיים.

קיצוב אשראי (credit rationing) מצד הגופים המלווים הוא מצב המאופיין על ידי פגיעה במנגנון התמחור של האשראי: אף שהלווה מוכן לשלם ריבית גבוהה יותר ולספק יותר בטחונות ואמות מידה פיננסיות, הגורם המלווה אינו מוכן לספק לו אשראי. קיצוב אשראי עשוי לנבוע משלושה גורמים עיקריים: המלווים מסרבים לתת אשראי; אי-הסכמה בין לווים מסוימים לבין המלווים לגבי סיכון האשראי; המלווים מצמצמים או אף מחסלים את האשראי למגזר מסוים.²³ לצד קיצוב האשראי עולה בדרך כלל מחיר האשראי. ישנם כמה גורמים, ישירים ועקיפים, לעליית מחיר האשראי:

גורמים ישירים

- גידול בפרמיית הסיכון. משבר פיננסי מגדיל באופן רוחבי את הסיכון לחדלות פירעון, ולכן עולה פרמיית הסיכון הנדרשת על ידי המשקיעים.
- גידול בפרמיית חוסר הנזילות. משקיעים שונאי סיכון דורשים, נוסף על פרמיה המפצה כנגד סיכון חדלות פירעון, גם פרמיה המפצה כנגד סיכון נזילות.²⁴

גורמים עקיפים

- ירידה בזמינות האשראי, כלומר ירידת היצע האשראי ביחס קבוע עבור כל שער ריבית, למשל כתוצאה מפגיעה בהון הבנקים או עלייה ביחס הלימות ההון הנדרש מהבנקים.
- "בריחה לאיכות" (flight to quality). צמצום האשראי ללווים מסוכנים והגדלת אשראי ברמת סיכון נמוכה, כגון אשראי לממשלה.

כדי להתמודד עם מחנק אשראי בצורה יעילה, חיוני לזהות את הגורמים לו ולפנות לטיפול ישיר בהם. כך למשל, אם מחנק האשראי נובע מגורמים כגון מדיניות מכוונת של "בריחה לאיכות", כשלי אינפורמציה או חוסר הסכמה על סיכון האשראי, האפקטיביות של פתרון בדמות הורדת ריבית תהיה מוגבלת, כפי שנוכחנו במשבר האחרון.

2. משבר האשראי בישראל

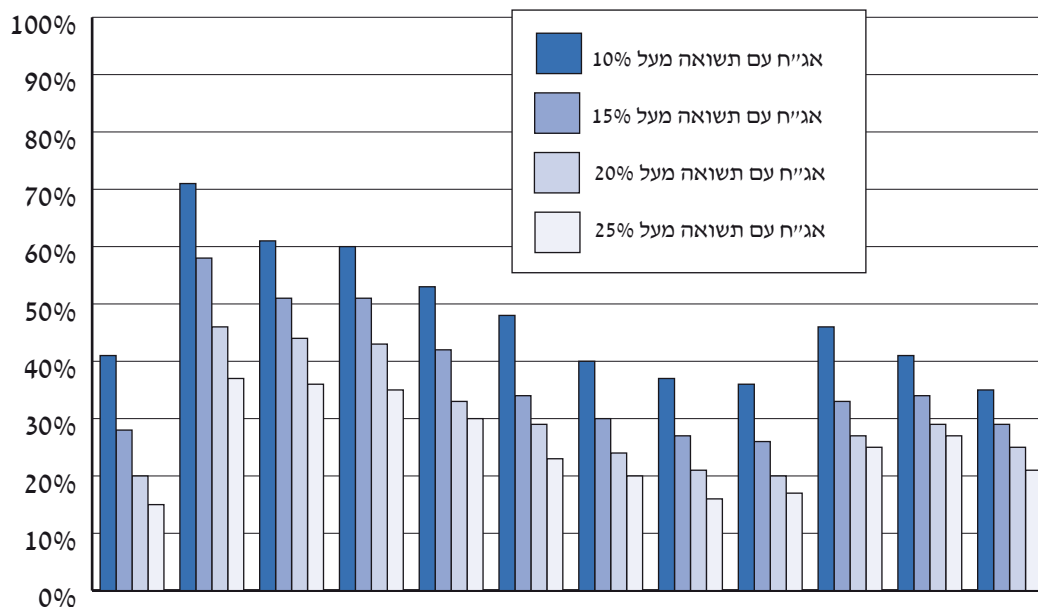
שנת 2008 אופיינה במחנק אשראי חריף בסקטור העסקי. לעומת גידול ממוצע של 7% בשנה בעשר השנים האחרונות, ירד האשראי לסקטור העסקי, בדצמבר 2008, ב-2 נקודות האחוז.



(א) העלייה בתשואות בשוק איגרות החוב הקונצרניות

התשואות בשוק המשני הסחיר הגיעו לרמת שיא בחודש נובמבר 2008, כאשר מספר שיא של 71% מאיגרות החוב הנסחרות בבורסה נסחרו בשיעור תשואה לפדיון של 10% ומעלה (ראו תרשים 6 להלן). תשואות אלה שיקפו סיכון לא סביר לחדלות פירעון בהיקף רחב, שכן תשואות גבוהות באופן חריג הפכו לנפוצות גם בקרב חברות חזקות במשק.

תרשים 6: שיעורי התשואה לפדיון של איגרות חוב סחירות, אוגוסט 2008 - נובמבר 2009*



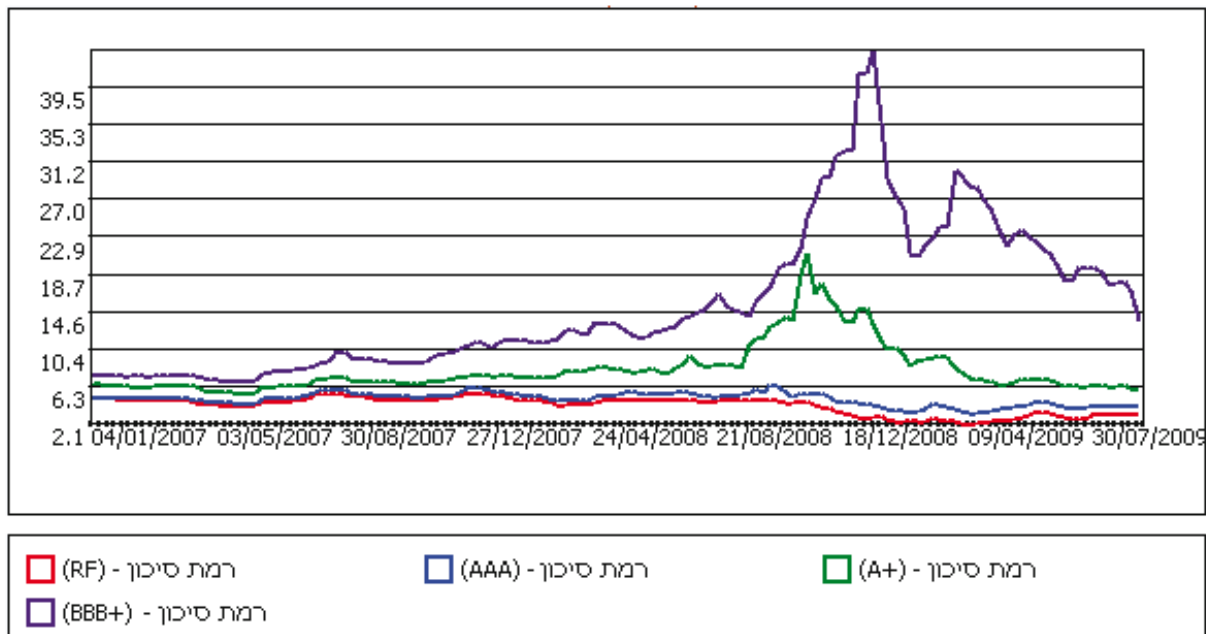
נובמבר 2009	אוקטובר 2009	ספטמבר 2009	אוגוסט 2009	יולי 2009	מרץ 2009	דצמבר 2008	
13.7	23.2	22.7	11.9	12.2	20.8	26.8	ענף הנדל"ן
6.7	9.4	10.2	6.6	6.6	10.4	13.4	תשואה ממוצעת בשוק

* 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.

התשואות הגבוהות בשוק המשני הסחיר תורגמו במהירות להשפעה שלילית גם על השוק הלא סחיר (להרחבה בדבר שיטת השערוך של נכסים לא סחירים ראו נספח א' להלן). מודל שערי ריבית, הנגזר מהשוק הסחיר ונסמך על מח"מ (משך חיים ממוצע) ודירוג איגרות החוב, מחלק את איגרות החוב הלא סחירות לקטגוריות: עבור מח"מ מסוים ניתנת תשואה שונה עבור כל אחד מהדירוגים (AAA-BBB). נסתכל לדוגמה על עקומת התשואה של חברת שערי ריבית עבור אפיק שקלי לשלוש שנים.

תרשים 7: שיעורי התשואה לפדיון של איגרות חוב לא סחירות באפיק שקלי

אפיק - שקלי 3 שנים



מקור: חברת שערי ריבית.

תרשים 7 מציג את תשואות איגרות החוב הלא סחירות בתקופה שבין אפריל 2007 (טרום המשבר העולמי) ועד יולי 2009. ניתן לראות שמתחילת המשבר, וביתר שאת ברבעון האחרון של שנת 2008, התשואה של איגרות חוב חסרות סיכון ירדה (בהתאם לעלייה המאסיבית בביקוש לנכסים חסרי סיכון), ונפתחו בצורה משמעותית המרווחים.

(ב) הגדלת האשראי הבנקאי

בשונה מן המשבר הפיננסי העולמי, שחלק גדול ממנו התרכז בענף הבנקאות, הבנקים בישראל לא סבלו ממשבר אמון של הציבור או ממחיקות דרסטיות שאיימו על יציבותם.

בשנת 2008 השפיעו על הביקוש לאשראי בנקאי שני גורמים, שפעלו בכיוונים מנוגדים: מגמת ההאטה במשק הקטינה את הביקוש לאשראי ובכלל זה אשראי בנקאי, והירידה בתחליפי אשראי חוץ-בנקאיים הגדילה אותו. לעומת זאת בצד היצע האשראי הבנקאי פעלו שני גורמים באותו הכיוון: העלייה בסיכון האשראי של לווים במשק הגדילה את הריבית המבוקשת, וכך הקטינה את האשראי הבנקאי; ודרישת המפקח על הבנקים להעלאת הלימות ההון ליעד של 12% עד סוף 2009 (אימוץ "באזל 2") הקטינה אף היא את היצע האשראי.²⁵ אפקט התחלופה היה חזק יותר, ובשיווי המשקל בין היצע לביקוש הגדילו הבנקים את סך האשראי למשק, ובפרט את סך האשראי לסקטור העסקי.

שיעור השינוי באשראי הניתן על ידי הבנקים הכפיל את עצמו: לעומת שיעור גידול שנתי ממוצע של כ-4% בעשר השנים האחרונות, גדל ב-2008 האשראי הניתן על ידי הבנקים לסקטור העסקי בכ-8%. נכון לספטמבר 2008, הגידול באשראי הבנקאי לסקטור העסקי התרחש בכל הענפים העיקריים; ונרשמה עלייה באשראי בנקאי הניתן לענף הנדל"ן והבינוי, לענף השירותים הפיננסיים ולענף המסחר. בענף התעשייה לא השתנה היקף האשראי בשנת 2008.²⁶

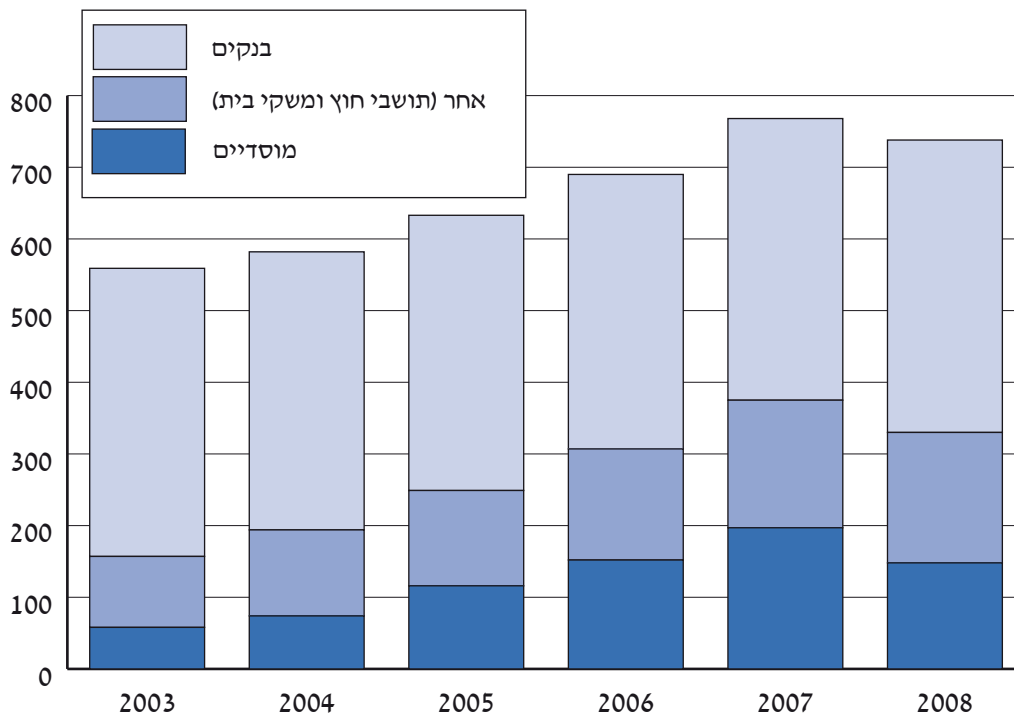


יצוין כי הגידול באשראי הבנקאי קטן יחסית לעומת הירידה באשראי החוץ-בנקאי, והוא אינו יכול לשמש לאורך זמן תחליף מלא למקור אשראי זה. שוק האשראי החוץ-בנקאי חיוני לשמירה על שוק אשראי תחרותי, במיוחד נוכח היעדר התחרות בתוך השוק הבנקאי.

(ג) הקטנת האשראי המוסדי

סך האשראי לסקטור העסקי ירד בשנת 2008 בעשרים נקודות האחוז, זאת לעומת עלייה שנתית ממוצעת של 7.18% בעשר השנים האחרונות, ועל רקע ירידה חדה של 25% (כ-50 מיליארד שקל) בערך האשראי המסופק על ידי הגופים המוסדיים (ראו תרשים 8 להלן).

תרשים 8: התפלגות האשראי לסקטור העסקי על פי מקורות (הנתונים במילארדי שקלים, מחירי דצמבר 2008)



מקור: עיבוד לנתוני בנק ישראל.

הירידה באשראי המסופק על ידי הגופים המוסדיים לסקטור העסקי בשנת 2008 נבעה משני גורמים עיקריים:

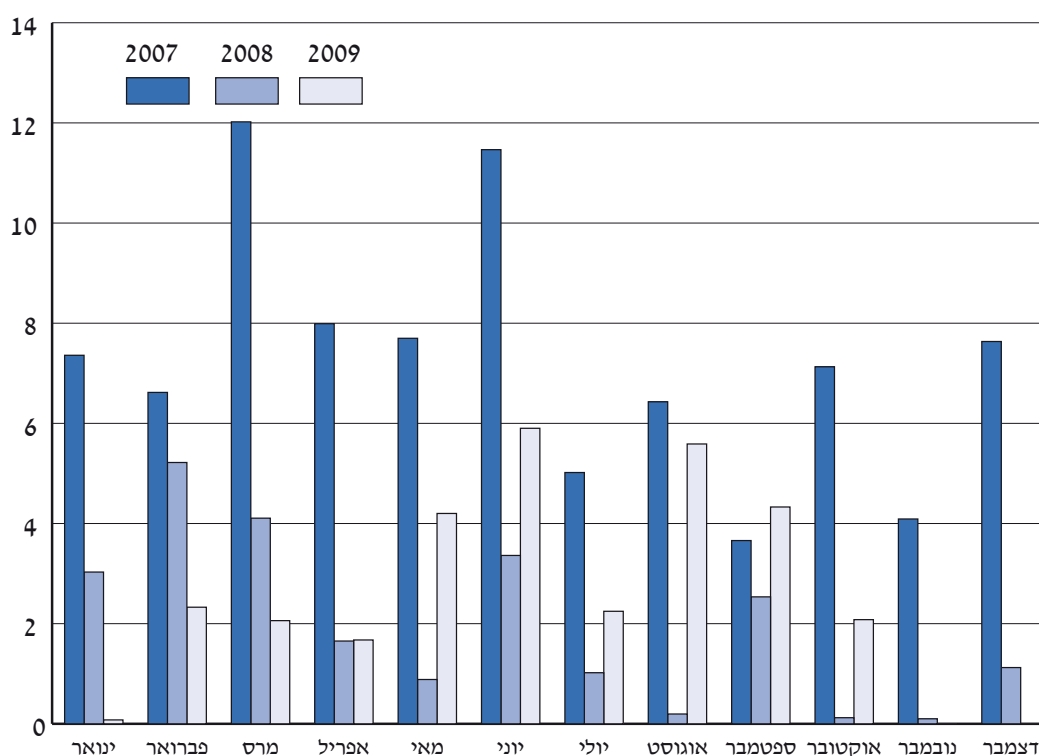
- גורם אקטיבי: שינוי מדיניות. מעבר להשקעות סולידיות, מגמה המתוארת בספרות כ"בריחה לאיכות": ירידה חדה של 25% באשראי הניתן לסקטור העסקי, לצד עלייה של כ-40% באשראי הניתן לממשלה. הירידה באשראי מעלה חשש לקיצוב אשראי מצד הגופים המוסדיים.
- גורם פסיבי: ירידת מחירים. ירידות המחירים החדות בשוק איגרות החוב הקונצרניות הקטינו באופן פסיבי את ערך האשראי המסופק לסקטור העסקי על ידי הגופים המוסדיים. בניגוד לבנקים, האשראי שנותנים הגופים המוסדיים משוערך לרוב על פי שווי שוק כאשר מדובר באיגרות חוב סחירות, ועל פי שווי הוגן כאשר מדובר באיגרות חוב לא

סחירות. לכן הירידה בערך האשראי משקפת לא רק ירידה אקטיבית בהיצע אשראי אלא גם ירידה בשווי איגרות החוב הקונצרניות המוחזקות בידי הגופים המוסדיים.

(ד) הקיפאון בהנפקות איגרות חוב קונצרניות

הירידה בהיצע האשראי החוץ-בנקאי נבעה מקיפאון כמעט מוחלט בהנפקות איגרות חוב קונצרניות. עקב המשבר הפיננסי הפך האשראי החוץ-בנקאי לזמין עבור חלק קטן יותר מן החברות במשק הישראלי, בעיקר אלו הנהנות מאיתנות פיננסית גבוהה יחסית.²⁷

תרשים 9: היקף הנפקות חודשי של איגרות חוב קונצרניות, ינואר 2007 - אוקטובר 2009 (במיליארדי שקלים)²⁸



מקור: עדכון לעיבוד של מחלקת מידע ופיתוח, אגף שוק ההון, משרד האוצר, לנתוני הבורסה לניירות ערך.

מתרשים 9 עולה כי בתחילת שנת 2009 נעצרו ההנפקות כמעט כליל. ההנפקות של איגרות חוב קונצרניות עמדו בינואר 2009 על סך 78 מיליון שקל בלבד – פחות ממיליארד שקל בחישוב שנתי. ניתן לזהות שלושה גורמים עיקריים לקיפאון בהנפקות:

- ירידת הביקוש לאשראי, עקב האטת הפעילות הכלכלית במשק.
- עליית מחיר האשראי. תשואות גבוהות בשוק המשני דוחפות את המשקיע לדרוש תשואה גבוהה גם עבור איגרת חוב הנרכשת בהנפקה, כלומר מחיר האשראי עולה.
- שינוי מדיניות הגופים המוסדיים, כפי שתואר לעיל, הוביל לירידת היצע האשראי המוסדי.



שערוך לפי שיטת השווי ההוגן גרמה לזליגה מהירה של העצירה בהנפקות בשוק הסחיר לשוק הלא סחיר. מצד אחד, אם חברה תציע תשואה על פי מודל שערי ריבית, היא לא תוכל לשלם את הריבית הגבוהה ולכן תבחר שלא לבצע את ההנפקה. מצד אחר, אם חברה תציע תשואה נמוכה יותר מהתשואה על פי המודל, הרכישה תגרום לרשימת הפסד הון מידי. בשני המקרים נמנעות הנפקות. אם הגוף המוסדי ירשום הפסד הון בהנפקה – הוא לא ירצה לרכוש את איגרת החוב בהנפקה, ואם הגוף המוסדי ידרוש תשואה לפדיון על פי מודל שערי ריבית – החברות לא תוכלנה להנפיק.²⁹ זו דוגמה לבעייתיות של המודלים המקובלים במצבי קיצון.³⁰

הכשל בשערוך נכסים לא סחירים, באופן שישקף את רמת הסיכון הטמונה בהם, נבע משני גורמים עיקריים:

- הגידול במרווחים. בפשטות, הגידול במרווחים בשוק הסחיר הגדיל את אי-ההתאמה בין המודל לבין המציאות. היות שהמודל מהווה ממוצע של התשואות בשוק הסחיר עבור מח"מ ודירוג מסוימים – כאשר מרווחי התשואות גדלים, מושכות החברות ה"גרועות" את עקום התשואה של שערי ריבית למעלה גם עבור החברות ה"טובות".
- כשל של חברות הדירוג. במשבר האחרון התברר, הן בישראל והן בעולם, כי במקרים מסוימים דירוג האשראי לא שיקף נכונה את רמת הסיכון של ניירות הערך.³¹ היות שמודל שערי הריבית בנוי על ממוצעים, השפיע הכשל בשוק הסחיר גם על השוק הלא סחיר.

ה) ההתאוששות בשוק ההנפקות במהלך שנת 2009

בחודש פברואר 2009 חלה עלייה בגיוסים, אך אלו היו של בנקים, חברת חשמל וחברת מקורות הממשלתית. גזית גלוב, החברה היחידה שאינה בנק או חברה ממשלתית שגייסה הון בחודשיים הראשונים של שנת 2009, העמידה באופן חסר תקדים שעבוד של נכסי נדל"ן וקרקע לטובת מחזיקי האג"ח. בנוסף, החברה התחייבה לגייס ביחס שלא יעלה על 75% משווי הנכסים, כלומר תוך מגבלת מינוף שגם היא יוצאת דופן בנוף ההנפקות של השנים האחרונות.³²

בחודש מאי חלה תפנית בשוק ההנפקות, וחברות נוספות החלו לגייס הון בהיקף נרחב. היקף ההנפקות בחודש יוני היה ההיקף החודשי הגבוה ביותר מאז שנת 2007. 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 השפל של שנת 2008.³³

באופן היסטורי גופים פיננסיים, ובראשם הבנקים, לא היו חלק הארי בהנפקות. כך למשל, בשנת 2007 הנפיקו הבנקים רק 12% מסך ההנפקות. לעומת זאת על פי נתוני הבורסה, כחלק מהשפעת המשבר, היו הנפקות הבנקים 50% מההנפקות בשנת 2008, ו-43% מההנפקות בחודשים ינואר עד יולי 2009. סקטור הנדל"ן התנפח מאוד בשנת 2007, ובשנת 2008 חזר לממדים של שנת 2004.

מניתוח ההנפקות שבוצעו בחודשים ינואר עד יולי 2009 עולים הממצאים הבאים:³⁴

- 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.³⁵ לבחינת כל ההנפקות שבוצעו מתחילת 2009 ועד חודש יולי, ראו נספח ב' להלן.
- גופים מוסדיים גדולים נוטים לקנות איגרות חוב "סולידיות" יותר, לעומת גופים מוסדיים קטנים וקרנות נאמנות.³⁶



- שיעור ההשתתפות של הגופים המוסדיים בהנפקות של בנקים היה גבוה (62%), לעומת שיעור השתתפותם הממוצע בהנפקות (23%).
- 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 30.3%³⁷. הבדל זה נובע בין היתר מכך שקרנות הנאמנות הן "שחקן טכני" בשוק ההון. היות שההשקעה בקרן נאמנות נעשית לרוב במסלול מוגדר, למשל מסלול אג"ח המחייב השקעה של 75% לפחות באיגרות חוב קונצרניות, היקף ההשקעה בשוק איגרות החוב נובע ישירות מן הביקוש לקרנות מסוג זה. לסיכום, כפי שעולה מן הטבלה בנספח ב' להלן, בתחילת 2009 הנפיקו בעיקר הבנקים והחברות הממשלתיות. בחודשים הבאים הצטרפו לשוק ההנפקות חברות ענק במשק הישראלי, כמו מכתשים, אגן וסלקום, והחל בחודש אפריל הצטרפו חברות נוספות, אך כולן קיבלו דירוג גבוה. על רקע מגמה זאת יש לצפות שבהדרגה יחזרו חברות נוספות להנפיק. אולם מוקדם עדיין לדעת כיצד ישפיע הסדר החוב המתגבש, של חברת אפריקה-ישראל עם מחזיקי איגרות החוב, על המשך פעילותו של שוק ההנפקות.

ד. ניתוח תהליך הנפקת איגרת חוב

הכאוס בשווקים המחיש את קיומו של פסיפס כשלים בשלב הנפקת איגרת החוב. כשלים אלה אינם תולדה של המשבר העולמי, אלא הם כשלים מבניים בשוק הישראלי, שהודגשו ביתר שאת לאור גל הסדרי החוב שלא פסח על החברות הגדולות ביותר במשק. לאור אי-יכולתן של חברות אלה לעמוד בהתחייבויותיהן כלפי מחזיקי איגרות החוב, הומחשה הבעייתיות של הפרקטיקה ששררה בשוק ההנפקות הישראלי: רוב ההנפקות, הן לפני פרוץ המשבר והן לאחריו, בוצעו ללא תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות (קובננטס) מספקות, שהן סעיפים בשטר הנאמנות המעניקים למשקיעים באיגרות החוב זכויות מסוימות וכן כלים להבטחת פירעון החוב.

במתכונת שבה פועל השוק היום, אין שחקן אחד שמלווה את איגרת החוב משלב גיבוש התנאים ועד לפירעונה. בשלושה שלבים עיקריים, הקשורים במתן אשראי באמצעות רכישת איגרות חוב, בולטת היעדרה של בקרה שוטפת של המשקיעים הגדולים על יכולתו של המנפיק לפרוע את חובו:

- בשלב הקודם לביצוע ההשקעה – לעתים קרובות מקבל המשקיע את המידע הרלוונטי להנפקה סמוך מאוד למועד הרכישה. תופעה זו נודעה לשמצה בשוק ההון הישראלי כ"הנפקת פקס". היא מתבססת על "מסלול ירוק" להנפקת איגרות חוב – בדמות תשקיפי מדף – שהוסדר באמצעות תיקוני חקיקה בשנת 2005. הנפקה באמצעות מסלול זה מאפשרת לחברה לפרסם תשקיף מדף, ולכלול בתוכו שלל הצעות שונות שתוקפן עד שנתיים. דו"ח הצעת המדף,



הכולל את פרטי ההצעה של ניירות הערך הספציפיים המוצעים באותו מועד, עשוי להיות מפורסם רק שעות ספורות לפני ההנפקה.

בזמן הקצר שבין קבלת המידע לבין מועד ההנפקה, לא מספיקים המשקיעים הגדולים ללמוד את פרטי ההנפקה בצורה יסודית. בשל הצורך של הגופים המוסדיים לנהל זרם קבוע של כסף נזיל, ועל רקע התחרות המוגברת ביניהם שנשבה בעיקר על תשואות, הנפקות רבות זוכות לביקוש יתר בלי שהגופים המוסדיים למדו כראוי את פרטיהן.

- בשלב ביצוע ההשקעה – באופן כללי נראה שלא נעשתה בדיקה מספקת לגבי יכולת המנפיק לפרוע את חובו, ובכלל זה הייתה הסתמכות רבה מדי על דירוג איגרות החוב. חלק גדול מאיגרות החוב הקונצרניות הונפקו ללא בטוחות בדמות שעבוד נכסים של החברה המנפיקה, כפי שמקובל לדרוש במערכת הבנקאית. גם הדרישה לקובננטס אינה נפוצה בארץ, כפי שהיא נפוצה בשווקים המפותחים בעולם.
- בשלב אחזקת איגרת החוב – לא נערך מעקב צמוד אחר יכולת המנפיק לפרוע את חובו – לא מצד המשקיעים ולא מצד הנאמן. על רקע זה מובילה הרשות לניירות ערך את יוזמת "קציני האשראי" עבור איגרות חוב בעייתיות, ואת תיקון חוק והתקנת תקנות בנושא מחזיקים ונאמנים לתעודות התחייבות.

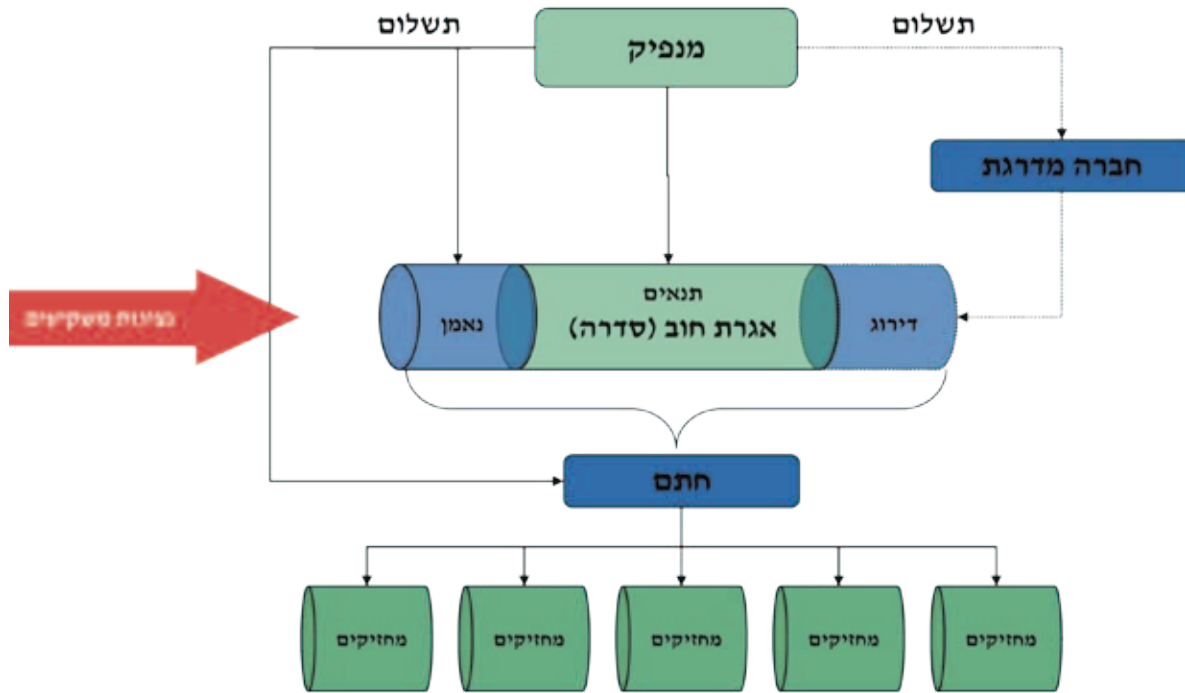
1. תהליך ההנפקה

סעיף זה יתאר את הצמתים המרכזיים בתהליך ההנפקה, ויתבסס בחלקו על ניתוח דו"ח הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המשקיעים באיגרות חוב לא ממשלתיות (להלן: "ועדת חודק"), שהכותבת לקחה חלק בניסוחו. אסתמך גם על מאמרם של יעקב עמיהוד ואחרים, משנת 2001, העוסק במוסד הנאמנות.³⁸

שוק ההנפקות מורכב מחמישה שחקנים עיקריים: חברות המגייסות הון, חברות דירוג, נאמנים, חתמים, גופים מוסדיים וקרנות נאמנות (ראו תרשים 10 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 איגרת החוב טמון פוטנציאל לניגוד עניינים.



תרשים 10: תהליך הנפקת איגרת חוב



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

מנקודת מבטו של המשקיע, לרכישת איגרות חוב יש שני יתרונות עיקריים על פני מתן הלוואה: האפשרות לפזר סיכון; וסחירות האיגרות החוב בשוק המשני, כלומר בעלות נזילה על החוב. יתרונות אלה נובעים בין היתר מפיזורם של מחזיקי איגרות החוב, הבא לידי ביטוי בשלושה רבדים עיקריים:

- ריבוי משקיעים. השחקנים הגדולים בשוק איגרות החוב כוללים עשרות קרנות נאמנות וגופים מוסדיים. כל אחד מהם מתחרה על תשואת התיק שהוא מנהל. בשל ריבוי המשקיעים, החברה המנפיקה אינה תלויה בדרישות גוף זה או אחר.
- פיזור הביקוש לרכישת איגרת חוב מסוימת. בדרך כלל, ובמיוחד בשוק הסחיר, כל משקיע רוכש אחוז קטן יחסית מסך ההנפקה. דברים אלה נכונים גם לגבי הגופים המוסדיים, שאצלם מתרכז עיקר הביקוש לאיגרות חוב קונצרניות. אין זו רק פרקטיקה שהתפתחה, זו גם חובה: הגופים המוסדיים מחויבים על פי דין להחזיק רק עד 15% מערכה של סדרה מסוימת, כפונקציה של הדירוג.³⁹ יצוין כי על פי תקנה 15 לטיטות תקנות הפיקוח⁴⁰ שטרם אושרו על ידי ועדת הכספים של הכנסת, גוף מוסדי בודד יורשה להחזיק עד 40% מסדרה בודדת. יוצא אפוא שצד הביקוש לאיגרות חוב מבוזר, ומולו עומדת חברה אחת – כלומר קיימת אסימטריה במשא ומתן לטובת החברה המנפיקה.
- הפיזור בתוך תיק ההשקעות של הגופים המוסדיים. עקב הפיזור בתוך תיק ההשקעות, כל אחזקה בסדרה מהווה אחוז קטן מתוך תיק ההשקעות; ועקב הידיעה שהנכס הוא סחיר וניתן למכרו בשוק המשני, אין לגוף המוסדי תמריץ חזק להשקיע משאבים בניהול משא ומתן מעמיק מול החברה המנפיקה לשיפור תנאי איגרת החוב.



מאפיינים אלה של שוק ההון – פיזור וסחירות – יוצרים אסימטריה במשא ומתן בין המשקיעים לחברה המנפיקה. הדברים באים לביטוי בנקודות אלה:⁴¹

- **העלות הגבוהה של ההתנהלות מול מחזיקי איגרות החוב המפוזרים.** ניהול משא ומתן עם מחזיקי איגרות החוב לשינוי שטר הנאמנות הוא תהליך יקר בשל פיזור המחזיקים והבעלות הנזילה על החוב. קושי זה מרתיע את החברות המגייסות הון באמצעות איגרות חוב מכלול אמות מידה להגנת המחזיקים, ובאופן תיאורטי הן מעדיפות לשלם ריבית גבוהה יותר כדי לא להידרש להענקת זכויות אלה. בגיוס הון באמצעות הלוואה, החברה נכונה לכלול אמות מידה בהסכם, בהנחה שבעת הצורך היא תוכל לשאת ולתת על שינויים באמות מידה מול מלווה בודד (או כמה מלווים בודדים במקרה של קונסורציום בנקאי) החותר לשמירה על המוניטין שלו כ"מלווה הוגן". לעומת זאת אין כל משמעות למוניטין של מחזיקי איגרות החוב; זאת ועוד, לחברה הלווה אין שליטה על זהות המחזיקים. יוצא אפוא שהפיזור והסחירות מייקרים את המשא ומתן, ובהתאם לכך מפחיתים את הכדאיות של השימוש באמות מידה מנקודת מבטן של החברות המגייסות.
 - **בעיית הטרמפיסט.** כתוצאה מפיזור האחזקה באיגרות חוב קונצרניות על פני מספר רב של משקיעים, אין למשקיע הבודד תמריץ להשקיע משאבים בניהול משא ומתן עם החברה לשיפור תנאי ההנפקה. על רקע זה החלו בשנים האחרונות חלק מן הגופים המוסדיים הגדולים להגדיל את נפח ה"הלוואות התפורות" (tailor made) שהם מעניקים, כדי להגדיל את כוח המיקוח מול החברה הלווה. מגמה זאת נובעת בין היתר מהתנאים הנמוכים יחסית שמציעות איגרות חוב הנמכרות בשוק הסחיר. יצוין כי עקב היתרון לגודל, הדרוש לשם מתן הלוואה אחד-על-אחד, רק לגופים הגדולים יש יכולת להיכנס לתחום זה.
 - **אופורטוניזם.** בשונה מן הבנקים, מחזיקי איגרות חוב נוטים לפעול באורח אופורטוניסטי. כך הדבר גם בעת משא ומתן על שינוי סעיף מסוים בשטר הנאמנות. מקורה של התנהגות אופורטוניסטית זו הוא בנילות של הבעלות על איגרות החוב: היות שלחברה אין השפעה על זהות המחזיקים, אין משמעות למוניטין המלווה, ולכן הוא אינו חושש לפעול באורח אופורטוניסטי.⁴² עקב המסחר בשוק המשני, נוצר מצב בו המחזיקים רכשו את איגרות החוב במחירים שונים, ולכן יש ביניהם ניגודי אינטרסים. כך למשל, האינטרס של משקיע שרכש איגרת חוב בהנפקה שונה ממשקיע שרכש איגרת חוב במחיר רצפה.
 - **"הפרד ומשול".** עקב הפיזור של מחזיקי איגרות החוב, עומדים מול החברה המנפיקה מספר רב של משקיעים פוטנציאליים. בשוק כזה, וכשישנה אסימטריה באינפורמציה לטובת המנפיק (הוא יודע את דרישות כל אחד מהצדדים, אך איש מהקונים אינו יודע מה דרשו האחרים), החברה פועלת באסטרטגיה של "הפרד ומשול" מול הגופים המוסדיים לשם הנפקה בתנאים הרצויים לה.
- כאמור, מאפייני השוק הסחיר מייקרים את המשא ומתן בין הצדדים ויוצרים התנהגות אופורטוניסטית בקרב מחזיקי איגרות החוב. דינמיקה זו קיימת במידה זו או אחרת בכל שוקי איגרות החוב המפותחים בעולם. כפי שתואר לעיל בהרחבה, שוק איגרות החוב בישראל הוא צעיר ומתפתח, וככזה הוא משוכלל פחות מן השווקים הוותיקים בעולם. דו"ח ועדת חודק מראה, שבשוק הישראלי הסחיר לא מתקיים משא ומתן "אמתי" בין קונים למוכרים, ולמעשה מדובר ב"שוק של מוכרים" שבו המוכרים, קרי המנפיקים, הם הצד הדומיננטי בקביעת תנאי איגרת החוב. עקב הדומיננטיות של המוכרים

בשוק, איגרות החוב שמציעים המנפיקים הן בבחינת "מוצר מוגמר". הרשות לניירות ערך נתנה ביטוי לכשל זה בדברי ההסבר לטיוטת תיקון החוק והתקנת תקנות בנושא מחזיקים ונאמנים לתעודות התחייבות:

"בשונה מבנק או נותן אשראי אחר, הנוטל חלק מרכזי בעיצוב תנאי ההתחייבות, המסחריים, המשפטיים והאחרים, מחזיקי תעודות ההתחייבות אינם חלק בעיצוב תנאי תעודות ההתחייבות. 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 המינימליות, שאינן מאפשרות למחזיקים גם באמצעות הנאמן, להגן באופן ראוי על זכויותיהם כמלווים. במשך השנים טענו המנפיקים כי גם תנאים הקובעים זכויות להגנת המחזיקים הנם חלק מהתנאים המסחריים של תעודות ההתחייבות, ומשכך התערבות המחזיקים באה לידי ביטוי בתמחור תעודות ההתחייבות. המציאות הוכחה, 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".⁴³

לסיכום עניין תהליך ההנפקה, מצד אחד אין לשום גוף אינטרס להשקיע משאבים בניהול משא ומתן מעמיק מול החברה המנפיקה; מצד אחר, בגלל מספרם הרב של הגופים וזרימת הכספים הקבועה אל עבר אפיק החיסכון הפנסיוני, החברה רואה לנגד עיניה ביקוש גמיש לחלוטין. היתרון המרכזי של איגרות חוב ציבוריות הוא הסחירות, אך מחיר הסחירות הוא היעדרו של "מבוגר אחראי", כלומר היעדר גורם המלווה את החוב מתחילתו ועד סופו. עקב בעיית הפיזור אין גורם שעושה זאת, וישנה הסתמכות יתר על חברות הדירוג. עקב סחירות החוב מניח כל גוף שבמידת הצורך ניתן יהיה למכור את איגרות החוב. היות ששוק איגרות החוב כולו פועל על פי מתכונת זו, איכותן של כל איגרות החוב, מבחינת הזכויות שהן מעניקות למשקיעים, אינה גבוהה מספיק. התוצאה היא פגיעה שיטתית באיכות מוצר איגרות החוב ובזכויות המחזיקים בהן.

2. כשלים עיקריים בתהליך ההנפקה

סעיף זה יציג שני כשלים עיקריים בתהליך ההנפקה: (א) בעיית איכות המוצר: היעדר אמצעים בשטר הנאמנות להבטחת זכויות מחזיקי איגרות החוב; (ב) בעיית נציג: היעדר נציג מתאים למעקב אחר איגרת החוב, משלב גיבוש תנאיה ועד לפירעונה.

(א) בעיית איכות המוצר

ישראל היא משק קטן, פתוח ומוטה ייצוא; משום כך גלש המשבר הפיננסי העולמי במהירות לשוק ההון הישראלי, והתבטא בגידול חד במחיר האשראי ובירידה בהיצע האשראי. גם חברות טובות ויציבות נתקלו בירידה בביקוש למוצריהן ובקושי למחזור חובות. מצב קיצון זה, שבו חברות רבות במשק התקשו להחזיר את חובן למשקיעים, האיר את חשיבותו של הסכם שבעבר לא קיבל את תשומת הלב הראויה: שטר הנאמנות, הסכם הנערך בין החברה המנפיקה לחברת הנאמנות, והמעגן בתוכו את זכויות מחזיקי איגרות החוב.

בעוד שבעלי מניות נהנים מהגנות הקבועות בחוק החברות – כגון הזכות למידע, הזכות להצביע, הזכות להגיש תביעות נגזרות וייצוגיות – וכן מהגנות של הוראות הממשל התאגידי, אין בחוק התייחסות להגנה על זכויותיהם של מחזיקי איגרות חוב, וזכויות אלה נתונות לחסדי המשא ומתן בין החברה המנפיקה למחזיקים, שפיזורם הגבוה מקשה עליהם להתאחד ככוח משפיע.⁴⁴ בישראל, הן לפני המשבר והן לאחריו, הונפקו רוב איגרות החוב ללא זכויות (שישנן כאמור לבעלי המניות),



כלומר האיגרות אינן כוללות בטוחות ותניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות.⁴⁵ עובדה זו התבררה נוכח המשבר הפיננסי העולמי, שהשפיע קשות על שוק ההון הישראלי במהלך שנת 2008.

בטוחות. איגרת חוב נחשבת מובטחת אם החוב משועבד לנכס כלשהו. ישנם שני סוגים עיקריים של שעבודים: "שעבוד חיצוני", כלומר שעבוד נכס ריאלי, ו"שעבוד פנימי", כלומר שעבוד תזרים מזומנים. ברוב המקרים אין בידי החברה נכס ריאלי שניתן לשעבדו, והדבר נכון במיוחד לגבי חברות הכלכלה החדשה; מאידך גיסא שעבוד תזרים מזומנים הוא תהליך מורכב מאוד. מסיבות אלו רוב ההנפקות מתבצעות ללא בטוחות. במדגם שנערך בשוקי איגרות החוב בארצות הברית, אנגליה וגרמניה, עלה שאחוזים בודדים בלבד מן הסדרות הנסחרות כללו בטוחות.

תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות (קובננטס). בשווקים המפותחים בעולם מקובל ששטרי הנאמנות כוללים אמות מידה לפירעון מוקדם של איגרות החוב. האמצעי העיקרי של בעלי החוב להגן על עצמם מפני ניגוד עניינים בינם ובין בעלי המניות הוא אמות מידה אלה, המגבילות את פעולות החברה או קובעות תנאי סף מינימליים, שהפרתם עשויה לגרום פירעון מוקדם של החוב. לדוגמה, בעזרת אמות מידה ניתן להגביל את יכולת החברה לחלק דיבידנדים אם מצבה הפיננסי אינו איתן.

ניתן לחלק את אמות המידה לשתי קבוצות עיקריות: (1) אמות מידה שלחברה יש שליטה עליהן – אלו אמות מידה המגבילות את פעילותה, כגון מגבלה על גובה החוב של החברה או על אפשרותה להתמזג עם חברה אחרת; (2) אמות מידה שלחברה אין שליטה ישירה עליהן – המשקפות בדרך כלל את איתנותה הפיננסית, למשל אמות מידה המאפשרות פירעון מידי של החוב עקב חדלות פירעון של חוב אחר של החברה (cross default) או הורדת דירוג. הטבלה שבנספח ג' להלן, הלוקחה מדו"ח ועדת חודק, מכילה את אמות המידה הנפוצות בשווקים המפותחים בעולם, ומציגה את השימוש הנרחב יחסית שנעשה בכלי זה כדי לספק הגנה על זכויות המשקיעים.

קיימת אסימטריה מובנית בין האינטרס של החברה לבין האינטרס של בעלי החוב. האינטרס של החברה הוא לכלול בשטר הנאמנות כמה שפחות אמות מידה, המקטינות את גמישותה העסקית; האינטרס של בעלי החוב הוא לקבל כמה שיותר אמות מידה. התנגשות אינטרסים זו דינה להיפתר על ידי משא ומתן בין הצדדים, אך עקב מבנה השוק, משא ומתן זה מוטה באופן מבני לטובת החברות המנפיקות. בנוסף, שוק ההון הישראלי הוא שוק צעיר ומתפתח, ולכן יש צורך לעודד את שכלולו.

(ב) בעיית נציג

החברה המנפיקה. האינטרס של החברה ברור: 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. למרות זאת, בחלק מן המדינות המפותחות עורך החתם בדיקות מעמיקות ביותר ביחס לאיכות הכלכלית של איגרת החוב המונפקת, בעיקר בשל חשיבות המוניטין שלו כמוביל ההנפקה. ואולם בישראל חשיבותו של מוניטין החתם פחותה, במקרים 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. ניגוד עניינים זה מתחדד במקרים רבים, למשל כשאותו נאמן מלווה מספר סדרות של אותו תאגיד. תחת מבנה התמריצים הנוכחי, אין לנאמן תמריץ כלכלי לפעול בשלב ההנפקה בניגוד לאינטרס של החברה

ולשיפור תנאי שטר הנאמנות לטובת המחזיקים. להפך, היות שהחברה היא ששוכרת את שירותיו, פעולה אקטיבית שלו מול החברה עשויה להקטין את הביקוש לשירותיו בעתיד. אם לא די בכך, נטען שרוב הנאמנים בישראל נסמכים על מודל עסקי לפיו צבר התיקים הרב מחפה על רווחיותו הנמוכה של כל תיק.⁴⁶ במבנה הנאמנות הקיים, אין לנאמן תמריץ או יכולת לפעול להשגת תנאים עודפים מול החברה המנפיקה, או לעקוב אחרי מצב החוב.

חברת הדירוג. אף על פי שדירוג איגרות החוב הוא חלק בלתי נפרד מקבלת החלטת השקעה, ישנם כמה גורמים הפוגמים באיכותו של דירוג האשראי: (1) חברות הדירוג לרוב אינן עושות בדיקות נאותות כלכלית (due diligence); (2) הדירוג הניתן הוא יחסי לחברות המדורגות האחרות; (3) ריכוזיות: דירוג האשראי בישראל מבוצע על ידי שתי חברות דירוג בלבד; (4) אין פיקוח על פעילות חברות הדירוג; (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 התגלו בעיות באיכותו של דירוג האשראי; פעמים רבות הוא לא שיקף נכונה את רמת הסיכון הטמונה בנייר הערך. בדו"ח בנק ישראל נכתב: "איכותו הירודה של דירוג האשראי השתקפה בישראל באי-יכולתן של חברות הדירוג להעריך נכונה את הסיכון הכרוך בחשיפת יתר של שוק האשראי החוץ-בנקאי לענף הנדל"ן; זאת אף על פי שמעורבות מתוכננת של חלק מחברות הנדל"ן בחו"ל הייתה ידועה כבר בעת ההנפקה".⁴⁷
- החברות המדרגות נוטות להעניק דירוגים גבוהים יחסית בהנפקה, על רקע יכולת המנפיק לדלג בין חברות הדירוג בשלב זה ("שופינג" בין חברות דירוג).

הגוף המוסדי. הגופים המוסדיים הם משקיעים פיננסיים. אחזקתם בכל סדרה בודדת 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 להשקעת משאבים במשא ומתן עם החברה על איכות איגרות החוב שהם רוכשים עבור החוסכים.

לסיכום תהליך ההנפקה, לחברה המנפיקה, לחתם ולנאמן, אין תמריץ לשפר את ההגנות הקיימות עבור מחזיקי איגרות החוב בשטר הנאמנות, ולגוף המוסדי אין תמריץ חזק מספיק לעשות זאת. ניתן אפוא לזהות שלושה גורמי יסוד, שביכולתם להסביר את היעדרן של אמות מידה פיננסיות וחוזיות משטרי הנאמנות בישראל:

- העלות הגבוהה של ההתנהלות מול המחזיקים המפוזרים.
- היעדר נציג מתאים להתגברות על פיזור המחזיקים הפוטנציאליים.
- שוק צעיר בישראל, שטרם התפתחה בו פרקטיקה של אמות מידה.

ה. המלצות

בסעיף הקודם תוארו שני כשלים השלובים זה בזה: היעדר אמצעים להבטחת זכויות מחזיקי איגרות החוב (קובננטס), והיעדר תמריץ של גורם כלשהו בשוק לדרוש תנאים בהנפקה ולעקוב אחרי יכולת החזר החוב של החברה. להלן יוצגו לבעיות אלה כמה פתרונות, המשלימים זה את זה.



1. פתרון בעיית הנציג

כדי לפתור את הכשלים שתוארו בסעיף הקודם, יש צורך ביצירת פלטפורמה למשא ומתן לא יקר ולא אופורטוניסטי בין החברה לבין מחזיקי איגרות החוב, שיתגבר על בעיית הנזילות והפיזור. לשם כך יש לזהות סוכן מתאים לליווי איגרות החוב משלב גיבוש התנאים ועד לפירעון החוב. האתגר שבמציאת שחקן מתאים הוא גבוה לאין שיעור בשוק הון קטן כמו השוק הישראלי, שבגלל גודלו אינו מעניק יתרון לגודל ובתחומים מסוימים הוא רווי בניגודי עניינים.

(א) שדרוג יכולת המשקיע לנהל משא ומתן

(1) הקמת נציגות משקיעים ערב ההנפקה⁴⁸

חלק מן הבעיות הנובעות מפיזור המחזיקים ומאסטרטיגיית "הפרד ומשול" שנוקטות חלק מהחברות, יוצרות למעשה "שוק של מוכרים" כפי שתואר בהרחבה בסעיף ד' לעיל. בעיות אלה יכולות להיפתר על ידי מתן ייצוג למחזיקים בשלב ההנפקה.

הייצוג בשלב ההנפקה חשוב במיוחד, שכן התנאים הנקבעים בשלב זה משפיעים על זכויות מחזיקי איגרות החוב לאורך כל חיי החוב: אמצעים למעקב אחרי יכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה והזכות להעמיד את איגרות החוב לפירעון מידי בשלב מוקדם יחסית, שבו עדיין "יש מה להציל". אמצעים אלה, הנקבעים בשלב ההנפקה, משפיעים על איכות איגרות החוב לאורך כל חייה.

מוצע לאפשר לחברה לקבוע נציגות של שלושה משקיעים פוטנציאליים, שיביעו נכונות עקרונית לרכוש את איגרת החוב וייצגו את המחזיקים ערב ההנפקה (באנלוגיה לחוק החברות, הנציגות דומה ליום המקים את החברה). המלצה זו טעונה חקיקה ראשית. הקמת נציגות משקיעים מציעה דרך להתגבר על בעיית הנציג, כלומר על הפיזור של מחזיקי איגרות החוב, שכן היא מעניקה את הסמכות לניהול המשא ומתן מול החברה בידי המשקיעים הפוטנציאליים, שלהם יש תמריץ חזק ביותר לפעול להבטחת זכויותיהם. עם זאת יש לזכור, שערב ההנפקה לא ברור עדיין מי מחברי הנציגות ירכוש את איגרות החוב המוצעות.

כיום הסדירה הרשות לניירות ערך את קיומה של נציגות במצב של הסדר חוב, ואין אפשרות להקים נציגות ערב ההנפקה. לגופים המוסדיים יש אפשרות מוגבלת לשתף פעולה בשלב ההנפקה, תוך סיכון להפרת הוראותיה של רשות ההגבלים העסקיים. בחוזר מחודש מרץ 2008 מונה 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. בנוסף, הגופים המוסדיים רשאים ליצור קונסורציום אשראי תוך קבלת פטור ספציפי, בהתאם לסעיף 14 לחוק.⁴⁹ הלכה למעשה, עקב מדיניות זו של רשות ההגבלים העסקיים המעניקה עדיפות לשיקולי תחרות על זכויות מחזיקי איגרות החוב, ברוב המוחלט של ההנפקות לא קיימת נציגות של מחזיקי איגרות חוב ערב ההנפקה. מוצע אפוא 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 להקים נציגות משקיעים**, תוך יצירת "חומות סיניות" אל מול עובדים בתוך הגוף המוסדי העוסקים בשיווק. התחרות בין הגופים המוסדיים היא 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 בשלב 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. בנוסף, יכולת המיקוח של הנאמן קטנה בשלב זה משני טעמים מרכזיים: אין לו מחזיקים שאליהם הוא יכול לפנות ולקבל את עמדתם; ובשלב זה של ההליך החברה יכולה לשנות את הנאמן ללא צורך באישור מגורם כלשהו. כדי לתת לנאמן תמריץ לפעול לטובת המחזיקים, מוצע לחייב את האישור זהות הנאמן על ידי הנציגות, או את האישור המשך כהונת הנאמן בחלוף חצי שנה ממועד הגיוס, ולאחר מכן מדי שנתיים-שלוש.

יישום המלצה זו פירושו ריכוז המשא והמתן בידי נציגות של מחזיקי איגרות החוב. המלצה זו היא פתרון לכשל הפיזור בשלב ההנפקה, והיא תאפשר למחזיקי איגרות החוב לדרוש תנאים הולמים להגנה על זכויותיהם כמלווים. שינוי הגולטורי שיאפשר את קיומה של נציגות ערב ההנפקה תלוי בבירורן של כמה סוגיות מרכזיות: בירור אם פעילות הנציגות מחייבת את חבריה, בירור גבולות תפקידיה וכן בירור שמירת הזכות והאפשרות לניהול משא ומתן על ידי המשקיעים, התייחסות למידע פנים שחברי הנציגות חשופים אליו (רלוונטי לגיוס על ידי חברה ציבורית), אחריות או היעדר אחריות הנציגות, מימון פעילות הנציגות, העסקת יועצים על ידי הנציגות, דיווח למשקיעים על פרישת נציג והסיבות לכך, תגמול או היעדר תגמול הנציגות, וקביעת קווים מנחים למסמך המסכם את פעילות הנציגות.

(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, דו"ח הצעת מדף, דו"ח דירוג ושטר נאמנות – זמן מינימלי לפני ההנפקה. פרק זמן 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 "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,⁵⁰ אולם רצוי להחיל הוראה זאת על כלל המשקיעים. כאשר בשנת 2005 הסדיר המחוקק "מסלול ירוק" להנפקה באמצעות תשקיף ודו"ח מדף, כדי לקצר את המסלול הארוך של הנפקת תשקיף, יש להניח שכוונתו 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 המנפיקה.

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. בהנפקות רבות בארצות הברית מבצע החתם בדיקת נאותות (due diligence) לאיגרת החוב. גורם חשוב המתמרץ את החתם לבצע בדיקה נאותה הוא סיכון מוניטין; כלומר, אם המשקיעים הגדולים יחשבו שחתם מסוים אינו מבצע את עבודתו כראוי, בעתיד הם לא ירכשו ניירות ערך שהוא משווק. נוסף על כך, לחתמים בארצות הברית יש אחריות לבצע בדיקת נאותות תחת החוק האמריקני, ולכן הם שוכרים עורכי דין לביצוע בדיקות שונות ולמתן חוות דעת בכתב.

(ג) שדרוג תפקיד הנאמן

(1) בשלב ההנפקה

הרשות לניירות ערך זיהתה את הכשל שישנו בשלב ההנפקה, ובטיטוטת תיקון חוק והתקנת תקנות בנושא מחזיקים ונאמנים לתעודות התחייבות היא קבעה כך:

“הנאמן ייצג את המחזיקים גם בשלב ניסוח שטר הנאמנות, בכדי לעודד את הנאמן לפעול על מנת לכלול בשטר את כל ההוראות והסעיפים הדרושים לו על מנת להגן ולייצג את מחזיקי האג”ח.”⁵¹

הטלת תפקיד זה על הנאמן דומה במאפיינים מסוימים לתפקידו של בנק השקעות המוביל הנפקה בארצות הברית. אולם בניגוד לבנק השקעות המוביל את ההנפקה, קיים קושי במציאת מנגנון שיתמרץ את הנאמן לפעול למען האינטרסים של המחזיקים העתידיים, שזהותם כלל אינה ידועה. נוסף על כך, לנאמן אין תמריץ כלכלי לנהל משא ומתן עם החברה על התנאים הכלכליים של איגרת החוב. משנקבעו תנאים אלה, תפקיד הנאמן לאכוף את עמידת המנפיק בהתחייבויותיו, זאת בתיאום עם המחזיקים.

לפיכך הטלת חובה חוקית על הנאמן לייצג את המחזיקים כבר בשלב ההנפקה היא חיובית, אך אינה מספקת פתרון מלא לבעיית הנציג. רצוי בכל זאת לאפשר מסלול של הקמת נציגות משקיעים טרם ההנפקה.

(2) מסלול נאמן-על (supertrustee)

בשנת 2001 הוציעו יעקב עמיהוד ואחרים מסלול נאמנות וולונטרי – מינוי נאמן-על (supertrustee) לאיגרת החוב, שיפעל בשם המחזיקים המפוזרים והמשתנים. נאמן-העל יהיה אחראי על ביצוע “מוניטורינג” לעמידת החברה באמות המידה שנקבעו, ותהיה לו הסמכות הבלעדית לשאת ולתת על שינויים בשטר הנאמנות ולהחליט אילו פעולות יינקטו במקרה של הפרה. המטרה היא לאפשר משא ומתן לא יקר ולא אופורטוניסטי במקרים של הפרת אמות המידה, וכן להציע מסלול שיתגבר על בעיית הפיזור של המחזיקים. הצפי של החוקרים הוא ששימוש בנאמן-על יאפשר להכניס אמות מידה איכותיות יותר לשטר הנאמנות, ולבצע מעקב הדוק יותר אחר החוב.⁵² להלן המרכיבים העיקריים של פעילות נאמן-העל:

- **מוניטורינג.** על מנת לבצע מוניטורינג תהיה לנאמן-העל גישה למידע פנים, שעל בסיסו תגובש מסקנה עצמאית לגבי עמידתו של המנפיק ביחסים שנקבעו. תפקיד זה שונה מהותית מתפקיד הנאמן כיום, שבאופן שוטף הוא לרוב אינו חשוף למידע פנים ואינו מבצע מוניטורינג כלל.⁵³
- **משא ומתן עם החברה המנפיקה.** לנאמן-העל תינתן אפשרות לשנות את תנאי שטר הנאמנות ללא צורך באישור מחזיקי איגרות החוב. החוקרים רואים בתפקיד זה אלמנט עיקרי של הצעתם, הפותר את בעיית הפיזור

והאינטרסנטיות של מחזיקי איגרות החוב ומאפשר לחברה לכלול יותר אמות מידה בשטר הנאמנות. עם זאת תוענק למחזיקים זכות וטו בנוגע לשינוי התנאים הבסיסיים של שטר הנאמנות, שאינם קשורים לעמידה באמות מידה, כמו למשל גובה הריבית. מתן סמכויות אלו לנאמן דומה במהותה למתן סמכויות לדירקטוריון (על ידי בעלי המניות)⁵⁴ בקבלת החלטות מהותיות לחברה, המשפיעות על בעלי המניות.⁵⁴

- **מבנה התמריצים.** מוצע ליצור עבור נאמן-העל מבנה תמריצים, שימריצו לפעול לטובת המחזיקים. על הנאמן תוטל אחריות (liability) לפעול כנושה סביר, אך תוך מתן הגנות בחוק לפעולתו, ובאנלוגיה להגנות הניתנות לדירקטורים מכוח חוק החברות. כלומר לא יהיה אפשר לתבוע את נאמן-העל רק משום שקיבל החלטה שגויה או לא סבירה. החוקרים מציעים, שבהתאם למוסד הנאמנות כיום גם שכרו של נאמן-העל ישולם בידי החברה, אך יינתנו לו תמריצים כלכליים לפעול לטובת המחזיקים. באופן כללי יהיה תגמול הנאמן גבוה יותר ככל ששטר הנאמנות מורכב יותר וכולל אמות מידה רבות יותר, וככל שסיכון החברה גבוה יותר ופעילות החברה שקופה פחות. בנוסף, שטר נאמנות יאפשר לבעלי החוב להחליף את נאמן-העל באותו אופן שבעלי מניות יכולים לבחור בדירקטוריון – זאת על מנת להגדיל את נאמנותו כלפיהם. לדעת החוקרים האינטרס של החברה למנות נאמן-על יהיה תשלום ריבית נמוכה יותר על החוב וכתובת למשא ומתן בעת הצורך, כלומר הפחתת עלויות הגיוס.⁵⁵
- **החברות המנפיקות.** החוקרים מאמינים ששינוי מבנה הנאמנות באופן שתואר, יתאים יותר לאיגרות חוב של חברות עם סיכון גבוה או לאיגרות חוב של חברות הפועלות בשווקים תנודתיים עם נכסים לא-מוחשיים. כמו כן, פעילותו של נאמן-על תתאים יותר לחברות גדולות יחסית או לחברות עם שיעור גדול יחסית של חוב ציבורי – שכן ישנם יתרונות לגודל בפעילותו של נאמן-העל, ביחס למספר הסדרות של אותו מנפיק. מאותה סיבה, מבנה נאמנות זה יתאים יותר לאיגרות חוב בעלות משך חיים ארוך.⁵⁶

כיום יש לנאמן אחריות מוגבלת על ניטור העמידה באמות מידה (מוניטורינג), אין לו כל סמכות לשאת ולתת מחדש על תנאי איגרת החוב (כלומר, אין לו סמכות להחליט על מתווה להסדר חוב מול החברה), ולמעשה הוא אינו יכול לבחור בפעולה הנדרשת בעת הפרה של אמת מידה, ללא אישור המחזיקים. לפי הצעת חוק של הרשות לניירות ערך, מוצע כי:

”חיצוק 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 תפקידו 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.”

הצעת הרשות היא חובה על כל הנאמנים, ולכן נתקלה בהתנגדות מצד הנאמנים הנוקטים גישה מצמצמת, שלפיה אין זה מתפקיד הנאמן לבדוק באופן שוטף את יכולת פירעון החברה ואת השינויים החלים בשעבודים, אלא במועד הקבוע בחוק. עוד טוענים הנאמנים, שהתמורה הנמוכה המשולמת עבור שירותיהם אינה מאפשרת להם לקחת על עצמם את התפקיד המוצע.⁵⁷

החוקרים מציעים להעניק לנאמן סמכויות רבות יותר מאלו הכלולות בהצעת החוק, כגון סכמות בלעדית לשאת ולתת בשם המחזיקים על שינויים בשטר הנאמנות, וסמכות לנקוט פעולה במקרה של הפרה. אולם השוני העיקרי בין הצעת החוק לבין המלצת החוקרים, הוא שהחוקרים מציעים שמסלול הנאמנות המורחב יהיה וולונטרי ושתיבנה עבור נאמן-העל מערכת תמריצים שתהפוך את מעורבותו הגבוהה במעקב אחר איגרת החוב למשתלמת כלכלית. בניית מערכת תמריצים עבור



הנאמן, שתעודדו לפעול באקטיביות לטובת מחזיקי איגרת החוב, היא משימה קשה ומסובכת אך קריטית, אם רוצים כי בעיית הנציג תבוא על פתרונה באמצעות הנאמן. בגלל הקושי ביצירת תמריץ מתאים עבור הנאמן לפעולה אקטיבית לטובת המחזיקים, חשוב לאפשר למחזיקים להחליף את הנאמן.

2. צמצום ההסתמכות על דירוג איגרת החוב

מומלץ לצמצם את ההסתמכות על דירוג איגרות החוב כאמצעי היחיד 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

דו"ח ועדת חודק עוסק בצורך להרחיב את המידע המועבר לגופים המוסדיים לפני הנפקת איגרת החוב ובמהלך חיי החוב. ביחס לאיגרות חוב סחירות, רוב המידע נמסר כיום על פי תקנות ניירות ערך, אך בכל זאת ישנו מידע נחוץ שאינו נמסר, למשל מידע על מצבת החובות של החברה. כמו כן יש צורך להסדיר מידע נוסף, לרבות דיווחים מידיים, שיימסר למשקיעים במהלך חיי החוב ויאפשר להם לעקוב אחרי מצב החברה המנפיקה. ביחס לאיגרות חוב לא סחירות שמנפיקות חברות פרטיות (איגרות חוב של תאגיד שאינו מדווח), שרובן ככולן מוחזקות על ידי גופים מוסדיים, כמעט שאין היום דרישות מידע; אפילו עצם העברת דו"חות כספיים באופן סדיר הוא נושא למשא ומתן בין החברה המנפיקה לבין המשקיעים; לכן במקרים רבים לא מתקבלים דו"חות ומידע אחר בצורה סדירה.

על רקע פער המידע בין החברה המנפיקה לבין הגופים המוסדיים הרוכשים איגרות חוב לא סחירות של חברות פרטיות, יש צורך להסדיר את המידע בסיסי שיינתן למשקיעים באיגרות חוב אלה: מידע לפני הנפקה שישעי להחלטת השקעה, מידע שוטף במהלך חיי 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 על 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.

(ב) שיפור פורמט הגילוי

כיום תנאי האג"ח הבסיסיים, הזמינים לעיון "המשקיע הקטן" במסגרת מערכת הבורסה, אינם כוללים מידע על שעבודים לטובת איגרות החוב או קיומן של אמות מידה. מוצע לתת גילוי באמצעות מערכת הבורסה עבור כל איגרת חוב – אלו 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 אמות מידה כלשהן.

4. קביעת אמות מידה 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 אמות



מידה 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 קובנטס מינימליות עבור המשקיעים הגדולים, היא פתרון זמני. יש לקוות שבעוד כמה שנים השוק יפתח הנחיות השקעה (best practice) ללא צורך במעורבות רגולטורית.



נספח א: שערון נכסים לא סחירים

ניירות ערך סחירים משוערכים על פי שווי השוק. כך למשל, שווייה של מניה רגילה בחברה ציבורית יהיה שוויה בבורסה, כלומר המחיר שקונה מרצון ומוכר מרצון מוכנים לשלם עבורה. בניירות ערך לא סחירים המצב אינו פשוט כל כך. היות שאיגרות חוב לא סחירות אינן נסחרות בבורסה, לא קיים שווי שוק עבורן, ויש צורך בקביעה של מודל לשערן.

בעבר שוערכו נכסים לא סחירים על פי עלות מתואמת, המוגדרת כעלות בתוספת הפרמיה שטרם הופחתה או בניכוי הניכיון שטרם הופחת, ובתוספת ריבית שנצברה מיום תשלום הריבית האחרון ועד ליום החישוב בתוספת הצמדה. מדובר בשיטה פשוטה לחישוב ערך הנכס, השומרת על יציבות בשווי הנכס,⁵⁸ ולכן מעודדת שיקולים לטווח ארוך ללא התחשבות בתנודות בטווח הקצר.

בשל הרצון להימנע מסבסוד צולב של כספי העמיתים והרצון שכל הנכסים ישקפו את שווייה האמיתי/ הכלכלי, ובהתאם למגמה השלטת בעולם, הוחלט באפריל 2005 לעבור לשערון נכסים לא סחירים של הגופים המוסדיים לפי שיטת השווי ההוגן.⁵⁹ שווי הוגן מוגדר כסכום שתמורתו ניתן להחליף נכס או לסלק התחייבות במהלך העסקים הרגיל בין קונה מרצון ומוכר מרצון, הפועלים בצורה מושכלת שאינה מושפעת מיחסים מיוחדים בין הצדדים. לשיטה זו כמה יתרונות לעומת שיטת העלות המתואמת. בראש ובראשונה היא מאפשרת הצגה נכונה בכל עת של שווי הנכסים. כך מתאפשרת חלוקה מדויקת וצודקת יותר של רווחי הגוף המוסדי בין העמיתים. ברמה המקרו-כלכלית, השיטה מעודדת הקצאת מקורות אשראי במשק על סמך שיקולים כלכליים ומעודדת מסחר.

משרד האוצר ערך מכרז, וחברת שערי ריבית נבחרה לספק את המודל: בניית מטריציות של שערי ריבית חסרי סיכון ופרמיות סיכון, לצורך שערון נכסים לא סחירים. על פי שיטת שערי ריבית נקבע ערך הנכס על ידי היוון תזרימי המזומנים לפי שיעור היוון המתאים לדרגת הסיכון של הנכס, ובהתאם למועד הפדיון הצפוי של התזרים. החברה גוזרת את שיעורי ההיוון מהשוק הסחיר לשוק הלא סחיר, ושיעורים אלה מתעדכנים מדי תקופה. כמו כן בונה החברה עקום על סמך תצפיות מהשוק הסחיר, בהתאם לרמות הדירוג. מהעקום נגזרת מטריצת ריביות המשמשת להיוון תזרימי המזומנים מנכסי החוב הלא סחירים. החברה מצטטת את המרווחים (spreads) המתאימים לרמות דירוג האשראי שנקבעו על ידי חברות הדירוג.



נספח ב: הנפקות של איגרות חוב קונצרניות, ינואר-יולי 2009 (במיליוני שקלים)

חברה	סוג ההנפקה	מועד ההנפקה	היקף ההנפקה
בינלאומי הנפקות	הקצאה פרטית	ינואר	78
		ינואר סה"כ	78
מזרחי טפחות	הקצאה פרטית	פברואר	400
חשמל	אג"ח מוסדיים	פברואר	500
מזרחי טפחות	הקצאה פרטית	פברואר	212
פועלים הנפקות	הקצאה פרטית	פברואר	219
גזית גלוב	ציבור	פברואר	400
מקורות	אג"ח מוסדיים	פברואר	598
		פברואר סה"כ	2,329
דקסיה ישראל	ציבור	מרץ	188
בינלאומי הנפקות	הקצאה פרטית	מרץ	68
בינלאומי הנפקות	הקצאה פרטית	מרץ	221
מזרחי טפחות	הקצאה פרטית	מרץ	125
מכתשים-אגן	ציבור	מרץ	725
מכתשים-אגן	ציבור	מרץ	477
נתיבי גז (לא בורסאית)	אג"ח מוסדיים	מרץ	258
		מרץ סה"כ	2,062
סלקום (דואלית)	ציבור בארץ	אפריל	216
סלקום (דואלית)	ציבור בארץ	אפריל	789
דיסקונט מנפיקים	ציבור	אפריל	258
גב ים	ציבור	אפריל	249



1,512	אפריל סה"כ		
500	מאי	ציבור	שטראוס גרופ
120	מאי	ציבור	גזית גלוב
1,209	מאי	ציבור	לאומי מימון
1,000	מאי	ציבור	פז נפט
146	מאי	ציבור	מליסרון
37	מאי	הקצאה פרטית	מזרחי טפחות הנפקות
102	מאי	הקצאה פרטית	דיסקונט מנפיקים
102	מאי	הקצאה פרטית	דלק ישראל
37	מאי	הקצאה פרטית	מזרחי טפחות
257	מאי	הקצאה פרטית	לאומי מימון
695	מאי	אג"ח מוסדיים	כ"ל
4,206	מאי סה"כ		
636	יוני	ציבור	פועלים הנפקות
967	יוני	ציבור	פועלים הנפקות
100	יוני	ציבור	כללביט
86	יוני	ציבור	אבגול
110	יוני	ציבור	מבני תעשייה
110	יוני	ציבור	קרדן ישראל
527	יוני	ציבור	דלק ישראל
287	יוני	ציבור	דלק ישראל
120	יוני	ציבור	פטרוכימיים
575	יוני	ציבור	מליסרון



77	יוני	ציבור	בריטיש ישראל
1,699	יוני	ציבור	פועלים הנפקות
196	יוני	ציבור	אלוני חץ
168	יוני	ציבור	איירפורט סיטי
89	יוני	הקצאה פרטית	דיסקונט מנפיקים
11	יוני	הקצאה פרטית	אבגול
30	יוני	הקצאה פרטית בארץ	אלביט הדמיה (דואלית)
103	יוני	הקצאה פרטית	מזרחי טפחות
5,891	יוני סה"כ		
115	יולי	ציבור	ריט 1
130	יולי	ציבור	שלמה החזקות
150	יולי	ציבור	ירושלים הנפקות
570	יולי	ציבור	דיסקונט השקעות
702	יולי	ציבור	דיסקונט מנפיקים
56	יולי	ציבור	ירושלים הנפקות
308	יולי	הקצאה פרטית	דלק קבוצה
93	יולי	אג"ח מוסדיים	מקורות (לא בורסאית)
34	יולי	אג"ח מוסדיים	מקורות (לא בורסאית)
90	יולי	אג"ח מוסדיים	קניית השלום (לא בורסאית)
2,247	יולי סה"כ		
18,325	סכום כולל		

מקור: עיבוד לנתוני הבורסה לניירות ערך.

**נספח ג: שכיחותן של אמות מידה פיננסיות וחוזיות (באחוזים)⁶⁰**

Covenants	גרמניה	אנגליה	ארה"ב	אמות מידה פיננסיות ("קובננטס")
Merger Restrictions	31%	20%	96%	מגבלות על מיזוג ⁶¹
Certain Sales of Assets	32%	27%	96%	מגבלה על מכירת נכסים מסוימים ⁶²
Restriction on Activities	77%	76%	83%	מגבלה על פעילויות ⁶³
Negative Pledge	82%	73%	74%	שעבוד שלילי ⁶⁴
Limitation on Sale-and-Leaseback	17%	12%	60%	מגבלה על מכירה וחכירה ⁶⁵
Restrictive Covenant	31%	28%	46%	קובננט מגביל ⁶⁶
Change of Control	24%	35%	40%	שינוי שליטה ⁶⁷
Negative Covenant	30%	27%	39%	קובננט שלילי ⁶⁸
Cross Default	75%	75%	37%	חדלות פירעון צולבת ⁶⁹
Limit of Indebtedness	17%	19%	26%	מגבלת חוב ⁷⁰
Limitation on Subsidiary Debt	13%	11%	23%	מגבלה על חוב חברת בת ⁷¹
Restricted Payments	15%	17%	19%	מגבלת תשלומים ⁷²
Ratios Trigger	8%	11%	15%	הורדת דירוג ⁷³
Collective Action Clause	14%	19%	14%	סעיף פעולה ייצוגית ⁷⁴
Debt Service Coverage Ratio	1%	1%	1%	יחס כיסוי
Free Cash Flow to Debt Service Ratio	0%	1%	1%	יחס מזומן לחוב
Material Adverse Change Clause	3%	1%	0%	סעיף שינוי מהותי
Force Majeure	14%	13%	0%	כוח עליון

מקור: דו"ח ועדת חודק.



הערות סיום

- ¹ כולל מימוש אופציות ואיגרות חוב הנסחרות במערכת "רצף מוסדיים" ורשומות במערכת נ.ש.ר. כלומר כולל גם איגרות חוב מובנות, תעודות פיקדון ומוצרי מדדים.
- ² רכישות עצמיות של איגרות חוב הסתכמו ב-83 מיליארד שקל בשנת 2008, ועיקרן בוצע בענף הנדל"ן בחודשים האחרונים של השנה, בשיא המשבר. ראו יובל צוק, יחידת המחקר, הבורסה לניירות ערך. "רכישה עצמית של אג"ח חברות בשנת 2008".
- ³ גופים מוסדיים כוללים קופות גמל, קרנות השתלמות חברות ביטוח וקרנות פנסיה, ואינם כוללים קרנות נאמנות. חושב על פי נתוני חודש יוני 2009. עיבוד לנתוני אגף שוק ההון במשרד האוצר והבורסה לניירות ערך תחת ההנחה, שאיגרות החוב שבידי הגופים המוסדיים הן לא סחירות. הגופים המוסדיים מחזיקים בכ-60% מהשוק הסחיר, ובכ-70% מהשוק הסחיר והלא סחיר יחד.
- ⁴ סעיף זה מבוסס בעיקרו על "סקירת שוק ההון 1996" של משרד האוצר, ראו <http://www.finance.gov.il/hon/> ו-<http://www.finance.gov.il/hon/skira96/shokhon96.htm>, ועל ההרצאה והמצגת של פרופ' אבי בן-בסט, "האומנם כלכלת השוק? מתי האינטרס הפרטי פוגע בטובת הכלל?", שניתנה במרכז לאתיקה בירושלים, ביום העיון שכותרתו: "המשבר בשווקים הפיננסיים – כשל מערכת? כשל פיקוח? כשל אתי?". ראו [http://www.mishkenot.org.il/images/file/Invitation\(4\).pdf](http://www.mishkenot.org.il/images/file/Invitation(4).pdf) יום העיון התקיים בבורסה לניירות ערך, ב-20 בנובמבר 2008.
- ⁵ משרד האוצר, סקירת שוק ההון, הערה 5 לעיל.
- ⁶ לפי המצגת של פרופ' אבי בן-בסט, ראו הערה 5 לעיל.
- ⁷ ראו משרד האוצר, סקירת שוק ההון, הערה 5 לעיל.
- ⁸ שם.
- ⁹ ראו משרד האוצר, סקירת שוק ההון, הערה 5 לעיל.
- ¹⁰ ראו הרצאתו של אבי בן-בסט, הערה 5 לעיל.
- ¹¹ ראו הערה 5 לעיל.
- ¹² ראו משרד האוצר, סקירת שוק ההון, הערה 5 לעיל.
- ¹³ הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון, משרד האוצר, ספטמבר 2008. "דו"ח שנתי 2007", עמ' 40.
- ¹⁴ עמי צדיק, מנהל המחלקה לפיקוח תקציבי, מרכז המחקר והמידע, המחלקה לפיקוח תקציבי, הכנסת. 22 בספטמבר 2008. "השלכות המשבר הפיננסי העולמי על שוק האשראי בישראל", מוגש לוועדת הכספים.
- ¹⁵ יש לשים לב לזה, שגם ב-2003 סיפקו הבנקים רק 50% מסך האשראי במשק. למעשה חסכוניות הציבור "הולאמו" על ידי הממשלה, ו-83% מחסכוניות הציבור בקרנות הפנסיה, קופות הגמל וחברות הביטוח הושקעו באיגרות חוב ממשלתיות, סחירות ולא סחירות. מאז 2003 ירד חלקם של הבנקים באספקת אשראי לכלל המשק מ-50%, ל-45.1% בשנת 2007 ול-44.5% בשנת 2008.
- ¹⁶ מתוך נתוני הבורסה לניירות ערך, מחירי דצמבר 2008. הנתונים אינם כוללים איגרות חוב הנסחרות ברצף מוסדיים, איגרות חוב מובנות, תעודות פיקדון ומוצרי מדדים.
- ¹⁷ מיכל זילברברג ודוד רוטנברג, יחידת המחקר, הפיקוח על הבנקים, בנק ישראל. מרץ 2008. "מאפייני הפירמות העסקיות בעלות חבות לבנקים שהנפיקו אג"ח בשנים האחרונות בבורסה לני"ע בת"א", מאמר לדיון 08.01.



- ¹⁸ עיבוד נתוני הבורסה לניירות ערך ואגף שוק ההון במשרד האוצר. הנתונים כוללים השקעות נוסטרו של חברות הביטוח. הנתון על השוק הסחיר הוא תחת ההנחה, שהגופים המוסדיים מהווים 100% משוק איגרות החוב הלא סחירות.
- ¹⁹ מתוך מאגר הנתונים של ה-OECD, 2006.
- ²⁰ לא כולל כספי נוסטרו של חברות הביטוח וקרנות פנסיה ותיקות.
- ²¹ כאמור, נתונים אלה אינם כוללים כספי נוסטרו של חברות הביטוח וקרנות פנסיה ותיקות. יצוין כי סך נכסי המוסדיים, כולל כספי נוסטרו של חברות הביטוח וקרנות פנסיה ותיקות, גדלו מ-402 מיליארד שקל בשנת 2001 ל-706 מיליארד שקל בסוף 2008.
- ²² רכניצר ושיפנבאור. דצמבר 2008. "שוק האשראי בישראל על רקע המשבר הכלכלי רבעון שלישי 2008", נייר עבודה פנימי (הדעות בו אינן משקפות בהכרח את עמדת משרד האוצר), עמ' 3.
- ²³ NY Federal Reserve. 1993. "some consequences of credit rationing in an endogenous growth model"; רכניצר ושיפנבאור, שוק האשראי בישראל, הערה 23 לעיל, עמ' 4.
- ²⁴ Yakov Amihud, Haim Mendelson. 2006. "Stock and bond liquidity and its effect on prices and financial policies", pp. 23–26.
- ²⁵ רכניצר ושיפנבאור, שוק האשראי בישראל, הערה 23 לעיל, עמ' 12.
- ²⁶ שם, עמ' 13.
- ²⁷ רכניצר ושיפנבאור, שוק האשראי בישראל, הערה 23 לעיל.
- ²⁸ כולל הנפקות והקצאות (לא כולל הנפקות והקצאות לחברות בנות), מימוש אופציות ו"רצף מוסדיים" ונ.ש.ר.
- ²⁹ לדוגמה: חברות פחות טובות, כמו דלק נדל"ן, מושכות את המרווחים (spreads) למעלה, ואז חברה כמו סלקום צריכה על פי העקום להנפיק ביותר גבוה. נניח שהמרווח הוא 6% וסלקום רוצה להנפיק ב-4%, אזי כל מי שרוצה לקנות מניות סלקום רושם הפסד בהנפקה. התוצאה היא שחברות טובות לא מנפיקות על פי המודל.
- ³⁰ כדי להתמודד באופן זמני עם כשל זה, העניק אגף שוק ההון במשרד האוצר לגופים המוסדיים שתי חלופות (בהוראת שעה). החלופה הראשונה היא שערך הנכס על ידי הגוף המוסדי עצמו באמצעות "מודל דירוג פנימי". לפי חלופה זו יקבע לעצמו הגוף המוסדי את ריבית ההיוון, באופן שישקף נכון יותר את שווי הנכס לעומת מודל שערי הריבית. גופים המנהלים סכומים מתחת ל-12 מיליארד שקל רשאים להסתמך על השערך של הגופים הגדולים, שלמעשה הופכים לגופים "מצטטים". עקב המורכבות של חלופה זו והאחריות הרבה שהיא מטילה על הגופים המוסדיים, הנטייה בקרבם היא ליישם את החלופה השנייה: סיווג נכסים לא סחירים חדשים כהלוואות וחייבים, במקום כאיגרות חוב. זה מאפשר למוסדיים לסווג את כל מה שהונפק ב-2009 כעלות מתואמת, וסיווג זה יישאר עבור אותם נכסים עד הפדיון.
- ³¹ דו"ח בנק ישראל 2008, פרק ד': המערכת הפיננסית, עמ' 135.
- ³² <http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000427679>
- ³³ עיבוד אגף כלכלה ומחקר במשרד האוצר לנתוני הבורסה לניירות ערך.
- ³⁴ הנתונים מתבססים על מדגם של 28 הנפקות של איגרות חוב קונצרניות (בסך של כ-7.1 מיליארד שקל), מתוכן 4 הנפקות בנקאיות (בסך של כ-2.1 מיליארד שקל). רוב הנפקות בוצעו בדירוג (A-) ומעלה, והיקף הנפקות בדירוג (AA-) ומעלה היה כ-55% מהיקף הנפקות. 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, אחרים.
- ³⁵ עיבוד של נתוני הרשות לניירות ערך, מתוך המצגת: "שוק אג"ח חברות: הנפקות ספטמבר 2008 - מאי 2009", מאי 2009.



- ³⁶ ראו הערה 35 לעיל.
- ³⁷ 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).
- ³⁸ 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.
- ³⁹ סעיף 43 לתקנות ההשקעה, תקנות הפיקוח על עסקי ביטוח, דרכי השקעת ההון והקרנות של מבטח וניהול התחייבויותיו, תשס"א-2001.
- ⁴⁰ טיוטת תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ח-2008. מדובר בכללי השקעה שיחולו על חברות מנהלות ומבטחים.
- ⁴¹ ראו עמיהוד ואח', הערה 39 לעיל, סעיפים א, ג.
- ⁴² שם, עמ' 5.
- ⁴³ טיוטת תיקון חוק והתקנת תקנות בנושא מחזיקים ונאמנים לתעודות התחייבות (2009).
- ⁴⁴ יוסף גרוס. 12 ינואר 2009. "לאן נעלמו נאמני האג"ח", **גלובס**.
- ⁴⁵ ראו הפסקה המצוטטת לעיל (ליד הערה 44) מתוך טיוטת תיקון חוק והתקנת תקנות בנושא מחזיקים ונאמנים לתעודות התחייבות (2009). ראו גם דבריו של זוהר גושן, יו"ר הרשות לניירות ערך: "ברוב ההנפקות אין שעבודים, ובאלה שיש, הם זניחים. חשבנו שאולי המוסדיים מחייבים את החברות בתניות פיננסיות, אבל זה לא קורה", בתוך מאמרם של עירית אבישר ורון שטיינבלט, "האם החגיגה באג"ח הקונצרניות נגמרה?", **גלובס**, 7 ביולי 2009. גושן התבטא במסגרת הכנס השנתי (2009) של לשכת רואי החשבון באילת.
- ⁴⁶ יוסף גרוס. 12 ינואר 2009. "לאן נעלמו נאמני האג"ח". **גלובס**.
- ⁴⁷ דו"ח בנק ישראל 2008, פרק ד': המערכת הפיננסית, עמ' 135.
- ⁴⁸ המלצה זו מבוססת בחלקה על נייר עמדה של דידי לחמן מסר ודן אבנון, שהוגש לוועדת חודק.
- ⁴⁹ רונית קן. 2 במרץ 2008. "הסדרי קונסורציום", 4959/350081 (מכתב למנהלי הבנקים וחברות הביטוח).
- ⁵⁰ "הוראות לעניין השקעת גופים מוסדיים באג"ח לא ממשלתיות", 216-2009, טיוטת חוזר גופים מוסדיים, 30 בספטמבר 2009.
- ⁵¹ ראו הערה 44 לעיל.
- ⁵² Flavio Bazzana & Marco Palmieri. 2009. "How to increase גם ראו גם 8. הערה 39 לעיל, עמ' 8. *the efficiency of bond covenants; A proposal for the Italian corporate market*", *BANCARIA*, vol. 9, Issue: September, pp. 36–58.
- ⁵³ הרשות לניירות ערך מציעה להטיל חובת ביצוע מוניטורינג על הנאמן במסגרת טיוטת תיקון החוק והתקנת תקנות בנושא מחזיקים ונאמנים לתעודות התחייבות.
- ⁵⁴ עמיהוד ואח', הערה 39 לעיל, עמ' 11–12.
- ⁵⁵ שם, עמ' 14–18.
- ⁵⁶ שם, עמ' 19–20.



- 57 יוסף גרוס. 12 ינואר 2009. "לאן נעלמו נאמני האג"ח", **גלובס**.
- 58 יש לציין שעלות מתואמת אינה מושפעת משינויים בשוק, אך גם במצב זה, אם יש חשש שהתזרים ייפגע או שיש סיכון לקרן, חייב הגוף המוסדי – לפי כללי החשבונאות – לבצע הפחתת ערך.
- 59 ההחלטה יושמה באמצעות החוזרים הבאים: חוזר גמל 2005-2-8, חוזר ביטוח 2005-1-15 וחוזר פנסיה 2005-3-9. עבודת המטה סביב נושא זה החלה כבר בשנת 2001, עם פרסום נייר עמדה בעניין שערוך איגרות חוב לא סחירות, הלוואות ופיקדונות בקופות גמל (2001-12,4536 באוגוסט 2001).
- 60 האחוזים בטבלה מתבססים על 190 סדרות של איגרות חוב של חברות אמריקניות, 75 סדרות של איגרות חוב של חברות אנגליות, ו-71 סדרות של איגרות חוב של חברות גרמניות.
- 61 **מגבלת מיזוג (merger restrictions)** – קובנטט מגבילה או שלילית המונעת מהמנפיק להתמזג עם ישות אחרת.
- 62 **מגבלה על מכירה של נכסים (certain sale of assets)** – סעיף המגביל את יכולתו של המנפיק למכור חלק מנכסיו או את כל נכסיו באופן שיפגע בבעלי איגרת החוב.
- 63 **מגבלה על פעילויות (restriction on activities)** – התניה שלילית העשויה להטיל מגבלות על פעילויותיו העסקיות של המנפיק.
- 64 **שעבוד שלילי (negative pledge)** – החברה מתחייבת שלא תשעבד אף אחד מנכסיה, אם תהיה לכך השפעה מזיקה על בעלי איגרות החוב הנוכחיים.
- 65 **מגבלות על מכירה וחכירה של נכסים (limitations on sale-and-leaseback)** – קובנטט מגבילה או שלילית המונעת מהמנפיק למכור נכסים (או להעלים אותם מהמאזן בדרך אחרת מסיבות חשבונאיות), ואחר כך לחכור אותם מן הבעלים החדשים.
- 66 **קובנטט מגבילה (restrictive covenant)** – סעיף הדומה בעיקרו לקובנטט שלילית, והמהווה התחייבות של המנפיק להימנע מכל פעילות שעשויה להיחשב כמזיקה לבעלי איגרות החוב.
- 67 **שינוי שליטה (change of control)** התניה המאפשרת לבעלי איגרות החוב למכור את ניירות הערך חזרה למנפיק בעת השתלטות על החברה, מיזוג או ארגון מחדש – למניעת השתלטות שבעקבותיה יקטנו נכסי החברה באופן משמעותי.
- 68 **קובנטט שלילית (negative covenant)** – סעיף מגביל שמטרתו למנוע ממנפיק להעניק הטבות לבעלי המניות על חשבון בעלי איגרת החוב.
- 69 **חדלות פירעון צולבת (cross default)** – התניה לפיה איגרת חוב היא חדלת פירעון, כלומר כנמצאת במצב של פשיטת רגל (ואז תועמד לפירעון מידי), אם נייר ערך אחר של המנפיק הוא חדל פירעון.
- 70 **מגבלת מינוף (limit of indebtedness)** – קובנטט מגבילה או שלילית המגבילה את כמות החוב שהמנפיק יכול לקחת.
- 71 **מגבלה על חוב של חברת בת (limitation on subsidiary debt)** – קובנטט מגבילה או שלילית המגבילה את רמת החוב שחברות הבת של המנפיק יכולות לגייס.
- 72 **מגבלת תשלומים (restricted payments)** – קובנטט מגבילה או שלילית המגבילה את יכולתו של המנפיק לספק מזומנים, נכסים או ניירות ערך לבעלי מניות, לשלם חוב נדחה, לבצע רכישה עצמית של מניות או לחלק דיבידנדים.
- 73 **הורדת דירוג (ratings trigger)** – סעיף המאפשר לבעלי איגרות החוב להחזיר את איגרות החוב למנפיק במקרה שהדירוג יורד מתחת לרמה מסוימת שנקבעה מראש.
- 74 **סעיף פעולה ייצוגית (collective action clause)** – סעיף המעניק לרוב מיוחד (supermajority) של בעלי איגרות החוב אפשרות לבצע שינויים משמעותיים בתנאי איגרת החוב.

FELLOWS | KORET
PROGRAM | MILKEN INSTITUTE

תוכנית עמיתי קורת – מכון מילקן
בית מילקן, רחוב תל חי 13
ירושלים, 97102

info@kmifellows.org
www.kmifellows.org