

סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של "פורום שווי הוגן" מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 27/12/2021

נושא המפגש: "המלצות ועדת חודק – חשיבה מחדש במלאת עשור ליישומן"

לחומר הרקע למפגש: [לחץ כאן](#)

לרשימת המשתתפים: [לחץ כאן](#)

צוות מקצועי: עמית הראל, נתנאל חכמי-לוי, מיכל ילין ומאיה ברנבוים

שלומי שוב

בוקר טוב, אנחנו עוסקים הבוקר בנושא של בחינה מחודשת של המלצות חודק לאחר עשור ליישומם. ההמלצות הגיעו לאחר המשבר של 2008 וככל הנראה גם אווירת המשבר השפיעה עליהן ובכלל לאחר פרק זמן כל כך משמעותי מאז היישום נכון לעשות בדיקה מחודשת בראיה רחבה יותר. אם אני זוכר נכון גם בהמלצות הועדה עצמה בזמנו דיברו על כך.

ברקע הדברים פורסם המחקר של איתי קדמי וגיא לקן בנושא שמצביע על הסטת השקעות של המוסדיים מהאפיק הסחיר ללא סחיר. צירפנו את המחקר לחומר הרקע ועוד מעט גם נשמע גם את החוקרים – אבל אני חייב לומר שלמרות שמדובר אכן בתופעה ברורה שהגיעה לאחר חודק הרי שאני לא לגמרי לא השתכנעתי שזאת הסיבה העיקרית. יש כאן כל כך הרבה אפשרויות להסבר התופעה. החל מהסברים מימוניים גרידא – כמו הצמצום הדרמטי בפרמיית אי הסחירות – מה שגם צויין לאחרונה בוועדת יפה, וכן כפי שצינו בחומר הרקע הגופים מוסדיים מפחיתים סיכון באמצעות התאמות מחמ – כך שהם פחות זקוקים לסחיר. צריך לזכור גם שבהלוואות הפרטיות יש בדרך כלל בטחונות וזה גם מקזז את פרמיית אי הסחירות כאשר משווים מרווחים. ובכלל בזמנים מסויימים – במיוחד בזמנים של זרימת כסף לקרנות הנאמנות – היה אפשר לקבל פרמיית העדר סחירות.

אבל זה לא נגמר בהסברים המימוניים הרשמיים – יש כאן גם הרבה סיבות שהם לא לגמרי "פוליטקלי קורקט" אולי. כך למשל לגבי זה שהשקעות בחוב הפרטי פחות חשופות מבחינה ציבורית וזה נוח

למוסדיים – ואנחנו רואים את זה גם בדברים אחרים – כמו הרצון להתחמק להחזיק באגחים בהסדרי חוב ולמכור לפני. גם הגילוי בפרטי הרבה יותר חלש וזה אולי גם מתקשר באופן עקיף לועדת כבל שחקרה את נושא מתן האשראי, גם של גופים מוסדיים לטייקונים. אז אולי הפתרון היסודי צריך להיות טמון בכלל בשיפור איכות המידע על הלוואות הפרטיות.

עוד נושא שהוא לא לגמרי פוליטקלי קורקרט הוא למשל היתרון שיש להלוואות והשקעות פרטיות בהקשר של מדידת השווי ההוגן – אין מה לעשות - שיקול דעת (זה אמנם יותר חזק במניות אבל גם בהלוואות זה יכול לקרות) עשוי לצמצם תנודתיות ביחס להתבססות על נתוני שוק בלבד. אגב, זה נושא בכלל לדיון נפרד.

אני חושב דווקא ששני המקרים הבולטים ממשבר הקורונה - של קבוצת דלק ושל פתאל דווקא מחזקים את חשיבות חודק. במקרה של קבוצת דלק היא מימשה נכסים במיליארדי שקלים בכדי לא להיכנס להפרת קובננטים אל מול בעלי האגח. ובכלל יש מצב שזה סייע להם להימנע מלהגיע לחדלות פירעון. במקרה של פתאל היא הגיעה מראש להסכמות עם בעלי האגח על התאמת הקובננטים מבעוד מועד בעקבות המשבר. זה מעיד על האפקטיביות וההצלחה של חודק. אני לא מכיר אף חברה שנכנסה לחדלות פירעון על הפרה של קובננט – כך שיש כאן גם בשלות של השוק ובסך הכל שיווי משקל טוב.

בואו גם לא נשלה את עצמנו - אם ניקח את חברות הליסינג כענף לדוגמה, אזי אנחנו נראה שבהלוואות פרטיות יש רשימה ארוכה של קובננטים וכמובן גם LTV בעוד באגח הציבורי יש רק את ה-LTV.

מבחינתי בכלל זה הגיוני שבהלוואות/חוב ללא בטחונות יהיו קובננטים וכל מצב אחר נראה לי חסר אחריות. בגדול אני רואה את עיקר המלצות חודק כסוג של "חגורת ביטחון" – בדיוק כמו שבעבר נכנסה החובה לחגורת בטחון לתמונה וזה היה משמעותי וכיום אנחנו אפילו נכנסים לאוטו ושמים אותה בלי להניד עפעף ובלי להרגיש. כלומר, באנלוגיה לדיון שלנו יכול להיות גם שיש הבדל בין דיון בחודק ברגע שהוא כבר קיים לבין הדיון הראשוני בו. שאלה תיאורטית מעניינת שעולה היא האם היינו מסירים כעת את חודק האם היו מבוטלים הקובננטים – כלומר, עד כמה הלחץ האדיר של הכסף יוביל לכך שהשוק יתאים עצמו כלפי מטה.

אני כעקרון חושב שעיקרי קביעות חודק חיוניים, אך צריך במקביל לשיפור הגילוי על ההשקעות האחרות. כמו כן, אני בעד לקבוע את דרישות המינימום אחידה – שהיא סוג של סטנדרט מקובל היום - באופן גורף לכל ההשקעות כדי ליצור בסיס אחיד. כיום הרי יש כל מיני א-נומאליות – כמו שאין דרישות מינימום דומות לגבי החוב הפרטי ולגבי ההשקעות האלטרנטיביות וגם בעצם זה שהמלצות חודק לא חלות על השקעות באגח קונצרני בחול (מתוך התפיסה בזמנו של הועדה שאי אפשר להשפיע עליהן).

נמצא איתנו היום משה ברקת וכן יושבים איתנו היום חלק ניכר מחברי הועדה דאז בראשות דוד חודק ונשמח לשמוע את דעתם.

אמיר ברנע

נשמעה ביקורת על ועדת חודק שהתרכזה באג"ח קונצרניות בשוק הישראלי בלבד, וזנחה לכאורה את שוק האשראי הפרטי והשקעות אלטרנטיביות. נשמעה גם טענה שהסטט השקעות המוסדיים לשוק הפרטי- חלקם באג"ח סחירות ירד ב-90%, פגעה בנזילות השוק והפחיתה את הנזילות של אג"ח סחירות. אני בתור סגנור של הועדה, רוצה לטעון 3 דברים: ראשית הועדה הגישה דוח מקצועי ממצה ויסודי ועל כך מגיעה לה תודה. שנית- הועדה עוסקת בשוק האשראי הפרטי- זה לא שהיא לא עוסקת בו- כל פרק 3.7 בדוח הועדה- עוסק בשוק האשראי הפרטי- מאספקט של אינפורמציה, העברתה ושיתוף בה. דבר שלישי, אם בכלל קיימת פה השפעה- זה לא אשמת הועדה אלא כותב כתב המינוי שמראש הנחה את הועדה לא לדון בהלוואות לחברות עסקיות. בנפרד אינני מקבל את הקשר הסיבתי שנטען בין המלצות הועדה להסטט ההשקעות מסחירות לפרטיות בנימוקים שיפורטו להלן.

עבר עשור מאז הוועדה- מאז עברו חקיקות ושינויים. מוצגות לפנינו 3 שאלות מפתח שנדון בהן בפורום הזה שמתייחסות לעתיד המגבלות וההתניות שהועדה הזאת הציגה.

שאלה ראשונה- האם ראוי להרחיב את התניות הועדה גם לחוב לא סחיר? או להיפך להסתמך על ועדות השקעה במוסדיים שהן חשופות משפטית לתביעות על ניהול רשלני של כספי עמיתים ולהימנע מהתניות חיצוניות. זאת משום שקיים ניטור הלוואות פרטיות על ידי גופים מוסדיים שנובע מריכוז השקעתם ללא דיווח שמנוצל על ידי טרמפיסטים.

שאלה שנייה- האם דוח הועדה שהתמקד באגרות חוב סחירות, הביא באמת להפחתה ברמת הנזילות בשוק אג"ח שמשקף בעיקר בהקטנת הפער בתשואות בין אגרות חוב לא סחירות, או שהסיבות לצמצום הפער הן אחרות.

שאלה שלישית- האם מעבר המוסדיים להלוואות פרטיות ולהשקעות אלטרנטיביות נובע מתנודתיות המחירים בשוק אג"ח בעיקר עקב משבר 2008 ומה שקרה אחריו. נרחיב על השאלה השלישית- מי שחושב כמוני, שמחירי השוק משקפים בזמן אמיתי מציאות כלכלית אמיתית, ודאי מוטרד מתמחור הלוואות והשקעות אלטרנטיביות על ידי המוסדיים. האם קיימת השוואה רוחבית לתשואות שמתקבלות בשוק אגרות החוב הסחיר והשקעות פרטיות או השקעות אלטרנטיביות של משקיעים מוסדיים שאינן כפופות למחיר השוק? אם מחיר השוק משקף מציאות כלכלית – נוצר כאן כמובן עיוות שקשור לכניסה וליציאה של עמיתים כאשר שווי הנכסים מעוות. הסחירים מוצגים במחירי שוק והלא סחירים במחירים שאינם משקפים את תנודת השוק. יש מי שחושב אחרת. חושב שהתנודתיות בשוק אג"ח היא מופרזת, מלווה בסחירות נמוכה, מפאניקה של הציבור בעת משבר, הוא יעריך שלהשקעות לא סחירות יש יתרון של ייצוב התשואה בגופים המוסדיים האלה. נשמע את דעתכם.

הנושא של אי האיזון הרוחבי בתמחור ההשקעות הוא מאוד מטריד. המרכיב הסחיר מוערך אחרת מאשר המרכיב הלא סחיר.

הספרות המקצועית האמפירית מכירה בקיומה של תמורה לנזילות כלומר צפוי שהתשואה, של אג"ח סחירה תהיה נמוכה יותר או המחיר גבוה יותר מתשואה של אג"ח לא סחירה שוות סיכון. אמנם קיימת הפחתה בפער, הגרף שמציג את הקשר בין התשואה לבין רמת הסחירות מתיישר- גם בעולם לא רק אצלנו. נתייחס לטענה האם ועדת חודק אשמה בצמצום הזה- עקב עלויות הניטור או שזו בעצם תופעה כללית. משקיעים מוסדיים- במיוחד קרנות פנסיה, השתלמות ואחרים- מנהלים סיכונים באופן אחר- הם לא מתייחסים לסיכון נזילות- אלא יותר להתאמת מח"מ. כאשר מדובר על התאמת מח"מ בנכסים ובהתחייבויות נעקף נושא הנזילות. לפני שנים כשלמדתי וקראתי ספרות מקצועית נושא הנזילות לא היה קיים. היחס בין תשואה וסיכון לא נמדד במונחי נזילות. המהפכה חלה רק אחרי משבר 2008. משבר 2008 היה מהפך בכל בספרות המקצועית האקדמית שפתאום העבירה את הדגש מנושא של סיכון שנמדד בטווח הארוך על פי תנודתיות מחירי ניירות ערך, לטווח הקצר- האם באמת השוק מתקיים במצבי משבר קיצוני. אם השוק ממילא לא קיים- האם השמירה על הנזילות היא נושא נפרד, שהוא מתומחר והוא חלק ממערכת הניהול הנכסים וההתחייבויות של מוסד.

קודם כל נקבע שיש מרווח. כלומר קיים פיצוי על נזילות בעולם, אמנם קטן יותר. בעקבות משבר 2008 הטילו מגבלות על בנק מסחריים אמריקאים לפעול בשוק ההון. והעובדה שהבנקים המסחריים האמריקאים לא פועלים בשוק ההון הקטינה את הנזילות של אג"ח סחירות והיא בעצמה תרמה להפחתת הפער בתשואות בין אג"ח סחירות לבין הלוואות פרטיות ולא סחירות. מוצג בוועדת חודק נושא הביטחונות- לכאורה- ושלומי גם דיבר על זה- שנושא הביטחונות הוא חשוב וההתייחסות לביטחונות באשראיים חשובה מבחינת היכולת של המלווה לממש את האשראי שהוא נתן גם בתקופות משבר. אבל זה לא מדויק- כולנו חזינו מה קרה שיש משבר. אני לא מדבר על מצב רגיל- אני לא מדבר על מצב שלווה אחד נכנס לקשיים שכל היתר בשוק בסדר. אני מדבר על משבר שהוא משבר מאקרו. במצבי משבר מאקרו לא בהכרח אשראי מובטח הוא אשראי עדיף. למדנו כולנו איך שבנקים למשל – שהיה להם אשראי מובטח לפירמות- היו צריכים לפצות נושים לא מובטחים- כדי שלא יכניסו את החברה להסדר חוב- ואז הבנק עצמו יפסיד אולי יותר. במצב משברי שקרה ב2008 ויכול לקרות בעתיד. במצב מסוג זה נושא הביטחונות איננו קריטי משום שההשפעה היא השפעה מאקרו כלכלית רחבה והיכולת לממש נכסים נפגמת בצורה משמעותית- ולא ברור מי מצבו של מי עדיף בתיק האשראי של פירמה- האם בנק מובטח או נושה לא מובטח- שחייבים לו מעט אולי – אבל יש לו יכולת להכניס את הפירמה להסדר חוב.

שאלת המפתח שנרצה לדון בה- מה עושים עכשיו בתום עשור לוועדת חודק? האם אנחנו מפעילים את הכללים של וועדת חודק גם לגבי אשראי פרטי? האם אנחנו להיפך- מקלים ואומרים אין התערבות חיצונית או התניות חיצוניות, וועדות האשראי של משקיעים מוסדיים פועלות ממילא תחת איום משפטי והן פועלות בסדר ולמדו בתום עשור איך מפעילים קובנטט, איך מתייחסים לביטחונות

ומבחינת הרוטינה להבא יפעילו קריטריונים של איכות על אשראי סחיר כמו שמפעילים על אשראי לא סחיר שוועדת חודק חשבה שממילא יש עליהם ניתוח ומעקב. אני מקווה שנושאים אלה ידונו כאן היום.

דוד חודק

ראשית, תודה לכנס ולמארגניו- בהחלט שווה לנתח את הדברים. אני באופן אישי לא חובב רגולציה, עם זאת ההתייחסות שלי לרגולציה היא עניינית. היום אני אטען דווקא להגנתה. אמיר ברנע שואל אותי מה צריך לעשות קדימה? זו החלטה של משה. ניתן לקבוע שכללי ועדת חודק- פוקעים עוד כמה זמן- כאשר חידושם יותנה בהחלטה פוזיטיבית של רשות שוק ההון. זאת אומרת שלא נתקע עם זה לעד. אולי בעוד זמן- הכללים יתגבשו כפרקטיקה או כתרבות חדשה- ואז אולי לא יהיה צריך את זה. צריך פחות כללים ויותר חופש היכן שזה אפשרי. מה היה הרקע להקמת הוועדה - אני אעבור מהר כי כבר דיברו על זה :

1. הייתה עלייה משמעותית בהשקעה של המוסדיים באג"ח קונצרני – בשנת 2003 זה היה 12% מההתיק שלהם ובשנת 2009 זה עלה ל-22% ואז זה הפך לנושא עיקרי.

2. היה שוק של מוכרים אני עסקתי בזה רבות והיה צריך לאזן את זה. הפגמים העיקרים שסברנו אז הם : איכות המוצר שנקרא אגח הייתה פגומה במובן של היעדר קובננטים, היעדר התניות חוזיות, שטרי הון בעייתיים (ישנים ומצומצמים מאוד) שלא כיסו מצבים דרושים. בנוסף לא היה יחס הולם בין הסיכון לריבית. אני זוכר מתי נפל לי האסימון, שאנחנו מוכרים סיכון מנייתי עם תשואה אג"חית שאינה מתאימה לסיכון ושזה לא בסדר.

היו הנפקות פקס הנשלחות בפקס והיו צריכים לענות מיד, ללא זמן לבדוק -זו היתה שערורייה. את זה היה צריך להפסיק. לאחר המשבר העולמי ב-2008, התחיל גל של הסדרי חוב בישראל והייתה אי בהירות האם מותר או אסור למוסדיים לשבת יחד, וכוחם התפזר כתוצאה מכך.

כמו שאמיר ציין הוועדה הוגבלה מלעסוק באג"ח ממשלתי ובהלוואות טיילור מייד. אני חושב שהיה לזה היגיון בשעתו, תכף נדבר על מה עתיד לבוא.

אני רוצה כאן להודות לדוקטור יובל שטייניץ שהיה שר האוצר בזמנו ונתן לכך חסות מינסטריאלית ואיציק כהן שהיה סגן שר האוצר ונתן לכך חסות הלכה למעשה, לידין אנתבי וצוותו שהיה המפקח על שוק ההון הביטוח והחיסכון בעת הקמת הוועדה וגיבוש המלצותיה, לפרופסור שריג שהיה המפקח לאחר מכן, בעת יישום המלצות. לאחר מעשה נודע לי שיש המון המלצות של ועדות שצוברות אבק על מדפי המזמינים ולא מיישמים אותן. אני מודה כמובן לכל חברי הוועדה על עבודתם ועמידתם מול ההתנגדויות.

בוועדה הושג : 1. הנושא של שבעה ימי עסקים לבדיקת המוסדיים לצורכי קריאה, שאלות וניתוח. זהו הישג גדול שלא היה קיים בתקופת הנפקות הפקס ויש לשמרו גם במחיר רגולציה. 2. אנליזה כתובה

לפני השקעה. זה עצבן את המוסדיים מכיוון שצריך לשים על הכתב את המחשבות שלך והן ניתנות לבדיקה בדיעבד וזה עולה כסף. דיברתי עם גוף השקעות מאוד מקצועי והם אמרו לי שהלכה למעשה הם עושים 2 עמודים תקצור של מה מתכוונים לעשות ואז שולחים למפעל לייצור אנליזות שייגבו בדיעבד. 3. שילוב קובננטים והתניות חוזיות, מדובר בהישג חלקי, בעיקר ההגבלות על חוב נוסף, דיבידנדים ושינוי שליטה ודירוג. זה לא אומר שכל מה שביקשנו נתפס אלא מה שהשוק החליט שחשוב יותר. 4. שיפור החקיקה ביחס לנאמן, שיפר את המצב וכן שופרו שטרי הנאמנות. נציגות אפקטיבית של בעלי האגח בהסדרים - פנינו לממונה על התחרות דאז וביקשנו שיתירו כינוס של המוסדיים ואכן התירו. לאחרונה, נתנו למוסדיים הטבות יתרות להתאגד ולהפעיל את כוחם במרוכז ולדעתי עשרה מוסדיים מנהלים את שוק ההון הישראלי ולכן אני התנגדתי ומתנגד להרחבת יכולת שיתוף הפעולה בין המוסדיים, יתר על המידה. 5. ביטחונות - הישג חלקי ביותר, הבנקים בזמנו התנגדו שהמוסדיים ייקחו חלק בביטחונות. הועדה רצתה להילחם בזה באמצעות שיעבוד שלילי. הבנקים לא אהבו את זה וזה לא עובד טוב. 6. שיפור היחס בין רמת הסיכון לריבית - אני חושב שזה השתפר וצריך לבחון איך זה היום. 7. החלה על המוסדיים - על כל המוסדיים החילו, אך על קרנות נאמנות משום מה לא החילו. רשות ניירות ערך החליטה שהכללים לא יחולו עליהם. אני מקווה שרשות ניירות ערך תתקן את זה אחרי עשור, כי מגיע למשקי הבית הגנה כמו שמגיע למוסדיים המתוחכמים מהם. 8. נוצרה ברירת מחדל בשוק שכן נוצר פתרון למוסדיים. 9. צמצום התופעה של סיכון מנייתי ותשואה אג'חית - השוק נשאר שוק של מוכרים שכן המוסדיים בעלי הרבה כסף והם לא יודעים מה לעשות איתו. 10. שינוי תרבותי חלקי וגם וועדת השקעות הפכה להיות דבר רציני - כל התהליך הפך להיות יותר שיטתי ואני חושב שכללי הוועדה נכונים.

ומכאן אני רוצה להתייחס למאמר של שני החברים מבנק ישראל ורשות שוק ההון- בשאלה האם יש להרחיב את עיקרי ועדת חודק לחוב הפרטי, אני לא חושב שיש להרחיבה. אני חושב שההמלצות התאימו לאגרות חוב סחירות ולא סחירות אם הם בסדרה- אבל הם לא כל כך מתאימים להלוואות פרטיות. להן מתאימות פרקטיקות של הבנקים. זה תהליך ארוך יותר לרוב. אני יודע שיש הלוואות כמו של פרנקל שבא והיה צריך לקנות במהירות והיה צריך להגיב במהירות. הנכסים שנתנו את הביטחונות היו נכסים ידועים, אז זה לא היה כל כך מורכב. צריך לבדוק לגבי מתן הלוואות מה צריך לעשות, כדי להשוות את פעולות המוסדיים לעומת פרקטיקות בנקאיות. אם יש כשל צריך לתקן ולטפל בזה. שאלתם האם כדאי לצמצם את כללי וועדת חודק כדי שזה יהיה סימטרי. אני בכלל לא מבין מה שייך פה לסימטריה אבל פרופסור ברנע הוא מורי ורבי. סימטריה בעיני זה ביופי, באדריכלות מה זה שייך בכלל לדברים האלו. כל דבר צריך להיבחן לגופו אני לא חושב שצריך לצמצם כדי שזה יהיה דומה להלוואות הפרטיות. צריך לצמצם אם לא צריך את זה יותר. אני מציע לקבוע גלולת רעל לדבר הזה. שאלה שניה האם מוצדקת מסקנת החוקרים כי מסקנות וועדת חודק הן הגורם לצמצום מרווח הסחירות או קיימות סיבות נוספות? אני משיב על זה כן, זה השפיע, אבל במידה זערורית. כל

השאר זה לא. למה המוסדיים בכל זאת רצים להלוואות פרטיות? חיפשו תשואות יתר ובדרך כלל כמו שפרופסור ברנע אמר ההלוואות הפרטיות נותנות תשואות יתר בהשוואה לאג"ח שקופות וסחירות.

אמיר ברנע

זה היה גם קודם זה לא קשור לעיתוי של 2010

דוד חודק

אבל קודם הנושא של הלוואות פרטיות היה מאוד קטן בתוך התיק שלהם הן לא היו גדולות, אחר כך זה התפתח. א. הם חיפשו תשואות יתר זאת סיבה מאוד רצינית. ב. מיסוד של התפתחות של אפיק שהיה כבר בתקופת הוועדה. הרי מנעו מאיתנו לעסוק בזה, כי הבינו שזה קיים. הכללים הם לא אותם כללים, שם אין הנפקות פקס שם התהליכים יותר ארוכים. ג. הרצון של המוסדיים לצמצם עלויות פיקוח וסרבול. כל אחד רוצה לפעול בשקט ובלי עלויות נוספות אז אני חושב שכאן יש את "משל המים". המוסדיים הם כמו מים, מנסים לחפש מוצא זול והם מגיעים לכל מקום שיש בו פתח. אבל צריך לזכור שעל המים עובדת הגרביטציה. ניוטון חישב את זה בנוסחאות שלו, כשהם מתפשטים הם גם יורדים למקומות הנמוכים וצריך להקפיד כמה נמוך אנחנו רוצים שהמוסדיים ירדו, יש איזה שהוא גבול. ד. אפיק החוב הפרטי, דיברו על זה, הוא לא משוקף במחירי שוק זה דבר שהוא טוב למוסדיים כי לא רואים כל כך את הביזיונות וחוף מזה אם יש ביזיונות הם נמהלים בזרם האדיר של הכספים שמגיעים כל חודש ואפשר לתקן את זה ולישר את זה והכל סבבה. שאלה שלישית שואלים האם לאור יישום המלצות הוועדה ובפרט עריכת אנליזת חודק ככתובה התגבשה מציאות עסקית לפיה הגופים המוסדיים מסבסדים משקיעים אחרים? כי אף אחד אחר כמעט לא עושה אנליזות. אני אומר כן מסבסדים SO WHAT מה כל כך נורא בזה. הם לא עושים את זה בגלל הסבסוד או האי סבסוד הם עושים את זה כי יש להם חובת נאמנות לכספי החוסכים ולחוסכים. אם לא צריך אז לא צריך בלי קשר לסבסוד, הסבסוד גורם שולי לחלוטין שאפילו לא הייתי מעלה אותו כנושא. לכותבי המחקר, שהם מאוד צנועים, הייתי אומר כשעושים בדיקה הייתי בודק גם מה התועלת ואז הדיון הוא מאוזן כי לבוא ולהסביר שיש עלות סבסוד צריך להשוות את זה לתועלת.

לאחרונה מדרוג הוציאה איזה שהוא דוח מעניין שבדק שיעור כשל בהנפקות החוב בין השנים 2005-2020 ואז הגיעו למסקנה שסך החוב שכשל בממוצע הוא לשנה 1.7 מיליארד ₪. שיעור השיקום הממוצע של חוב הוא 45%, זאת אומרת בכל שנה נוצר למחזיקי אג"ח הפסד של כ-750 מיליון. בוא נניח שלא כולם הם מוסדיים, הגענו ל-600 מיליון, עכשיו אני אומר נניח שהמלצת הוועדה שיפרו את המצב רק ב-10% ויש לזה בסיס בדוח עצמו. גם אם זה ב-10 אחוז אז נוצרו כאן 60 מיליון ₪ חיסכון. לדעתי זה 2/3 מתקציב רשות שוק ההון הביטוח והחיסכון זה הרבה כסף אז אפשר לכסות עם זה גדודי אנליסטים. דהיינו, יש מקורות. עכשיו אני אומר דבר אחרון, במדינה שהחלטורה הפכה בה לקולטורה ונראית כמדינה מודבקת ברוק (הברקה של אמנון אברמוביץ, אחרי כישלון הבריחה מכלא גלבוע). ראוי למסד קצת תהליכים ואני לא כזה אדם ממוסד אבל אני מבין את החשיבות.

אמיר ברנע

המערכת המשפטית לא פותרת את הבעיה. אין הרבה תביעות ייצוגיות

דוד חודק

אני לא ראיתי שתבעו את וועדות ההשקעה. אמיר שאל אותי מה הלאה – מה הם אתגרי העתיד בשוק המוסדי? 1. צריך להתחיל לעבור לבחינת איכות תיק ההשקעות ואת רמת הכשל שלו ולא איזה המלצות הוא יישם, מה איכות שלו כלפי העתיד דהיינו כמה התיק מוכן להיערכות לאינפלציה, יעילות בנטילת סיכונים, צריך לקבוע קריטריונים. 2. המוסדיים נמצאים היום בכל הפוזיציות האפשריות מול החברות הם באקוויטי, בהלוואות לזמן קצר וארוך. עכשיו בתוך הפוזיציות בינן לבין עצמן יש ניגודי אינטרסים. אנחנו זוכרים את זה מהסדרים של אגרות חוב. מישו צריך לטפל בזה. אני מקווה שאנשים מודעים לכך שיש אחריות נושים. בארה"ב, יש פסקי דין על אחריות נושים צריך לפתח כללים לזה. 3. השוואת תשואות הפנסיה לעולם, אני לא יודע להשוות את זה אבל אני רוצה לדעת אם מנהלים לי את זה יותר טוב מבארצות הברית או במקומות אחרים. בטח אמיר ושלומי יודעים על זה יותר ממני. 4. צריך לבטל את הארביטרו' הרגולטורי מול קרנות הנאמנות ולא מול החוב הפרטי. החוב הפרטי זה דבר שצריך לדעת לטפל בו וזה לא וועדת חודק, זה יותר כללים בנקאיים ויש לזה פרקטיקות ידועות. ועדת בלניקוב, ועדה חשובה לדעתי ואני מקווה שהיא תעשה סדר ברגולציה הפיננסית. אני חושב שצריך לחזק את ידם ולבקש לאפשר קיום של רגולטורים הפועלים על פי קריטריונים ברורים ומפורטים ללא משוא פנים וללא הערכות או העדפות אישיות של הרגולטור. אני לא מדבר על רשות שוק ההון בארץ כיום שכן כל מיני רשויות שיש להן טיפול אישי בדברים. האזרח צריך לדעת לפני מה הוא עומד ושתהיה החלטה לגבי א' כמו לגבי ג'. הדבר האחרון לפני שאסיים. כשגרתי בארה"ב שנתיים, התרשמתי בתור ישראלי מהמתודולוגיה האמריקאית, הם מאוד מתודולוגיים ומאוד ממושמעים לפרוצדורות שהמתודה קבעה להם. זה דבר מאוד מרשים הם מעצמת על ולמרות זאת הם דבקים בכך. הישראלים ומתודה זה לא מתחבר. בכלל, בעניין הזה כמו שהאדמירל היפני יממוטו, זה שתכנן וביצע את ההתקפה על פרל הארבור, דבר הראשון שאמר אחרי שההתקפה הצליחה, הערנו ענק מאוד גדול וזה לא יגמר לנו בשלום וכך היה. זה מה שאני אומר על האמריקאים. הם לעיתים מגושמים, אבל יש להם את יתרונותיהם. אם אי פעם ישראל תשלח אדם לחלל הוא יגיע. הבעיה היא שלא יצליחו להחזיר אותו, כי דברים לא יעבדו. מישו ישכח להבריג את הבורג. תודה רבה.

גיא לקן

קודם כל תודה רבה לעורך דין חודק, אנחנו נתחיל מהמלצות הוועדה אבל לא נעמיק בזה יותר מידי. אני אציג גם את המחקר המשותף של רשות שוק ההון ובנק ישראל, מחקר שכתבתי ביחד עם איתי קדמי. לפני שאתחיל חשוב לי להודות לפרופסור דן עמירם, לפרופסור יוגין קנדל ולפרופסור ישי יפה על ההערות המועילות. בעצם המחקר עוסק בהשפעות יישום המלצות ועדת חודק על העדפות ההשקעה של הגופיים המוסדיים בכל הקשור לחוב קונצרני. נתחיל בקצרה על עיקרי המלצות הוועדה.

חודק נגע בהכל, אני ארוץ על זה. ההמלצות נכנסו לתוקפן בספטמבר 2010 הן עסקו אך ורק באגרות חוב קונצרניות סחירות ולא סחירות ולא חלו על הלוואות פרטיות. הן התמקדו ב-3 תחומים עיקריים 1. מיסוד הליך פורמלי לצורך השקעה באג"ח אותה מדיניות חודק או נוהל חודק שאנחנו מכירים אצל הגופים המוסדיים 2. סוג המידע שעל המוסדיים לקבל, ביטול של הנפקות הפקס וכך הלאה. 3. שיפור איכות המוצר - הם דיברו שם באמת על דרישה להכללת קובננטים פיננסיים, הגבלות בנוגע להורדת דירוג וחלוקת דיבידנדים דרישה לשיעבודים ובטחונות, והתניות חוזיות כדוגמא התניות בדבר שינוי שליטה, מיזוגים וכדומה. אז נדבר מעט כיצד ההמלצות השפיעו על שוק האגח הקונצרני הסחיר, כל מה שאתם רואים פה נוגע אך ורק באג"ח קונצרני סחיר, בגרף שלפניכם אפשר לראות בעמודות הכחולות את אחוז הסדרות שכוללות הגבלות על גיוס חוב נוסף בעמודות בצבע טורקיז אפשר לראות את אחוז הסדרות שפועלות הגבלות על חלוקת דיבידנד והעמודות האפורות מייצגות סדרות שכוללות את אותם קובננטים פיננסיים ובאמת אפשר לראות את אותו גידול מאוד דרמטי במעבר מ-2009 ל-2010 גם ממשך ממש עד 2012 וזאת הפכה להיות ממש פרקטיקה נהוגה, נכון לסוף 2015 רוב סדרות האגח הקונצרניות הסחירות הכוללות את אותן הגבלות וקובננטים פיננסיים. לגבי מנגנון פיצוי ריבית - אנחנו מסתכלים על מנגנוני פיצוי בגין הפרה של קובננטים פיננסיים, זה הקו השחור, ומנגנון פיצוי בגין הורדת דירוג אז גם שם אנחנו רואים שב-2007 ו-2008 כמעט אף סדרת אג"ח קונצרני סחירה לא כללה את המנגנונים האלה. חלה עלייה עקבית עד למצב שבו ב-2015 בין 50-70% מהסדרות כוללות את אותו מנגנון פיצוי, תלוי על איזה מנגנון פיצוי אנחנו מדברים. כשבוחנים את מספר ההתניות החוזיות שכללות בשטרי הנאמנות אפשר לראות מגמה דומה, אנחנו מסתכלים פה על מספר ההתניות אז גם כאן אפשר לראות במעבר מ-2009 ל-2010 גידול במספר ההתניות עד שאנחנו מתייצבים בשנת 2013 על מצב שבו כ-70% מהסדרות כוללות ארבע התניות ויתר הסדרות כמעט כולן כוללות שלוש התניות חוזיות. לגבי שיעבודים שליליים שעורך דין חודק ציין לפני ושיעבודים קבועים וצפים, אז גם כאן אנחנו רואים מגמה דומה בעיקר את אותו שיעבוד שלילי מפורסם שמופיע באמת בהמלצות הועדה. רגע לפני שאני אעבור לדבר על הגופים המוסדיים שתחת פיקוחנו קרנות הפנסיה קופות הגמל וביטוחי החיים חשוב לי לציין שנכתב עוד מחקר בבנק ישראל ע"י ד"ר אנה ברודסקי מחטיבת המחקר שבדקה ספציפית את מידת האכיפה של אותם קובננטים. נכון שיש קובננטים באותם שטרי נאמנות אבל השאלה עד כמה הקובננטים הפיננסיים באמת אוכפים. היא בדקה עד כמה הם רחוקים מהמצב בפועל של החברה ליום גיוס החוב. והיא מצאה שהפערים מאוד גדולים מה שיכול לגרום למצב שהפרת קובננטים תתרחש בהסתברות מאוד מאוד נמוכה. בחלק השני של המחקר שלה היא בדקה האם הקובננטים האלה מתומחרים, האם הם מצפים שקובננטים במובן מסוים יורידו את הסיכון של סדרות האג"ח ואולי נצפה למצוא מרווחי תשואה נמוכים יותר והיא מצאה שאין אפקט על מרווחי התשואה. נעבור לדבר עכשיו על הגופיים המוסדיים שתחת פיקוחנו. בגרף שלפניכם אפשר לראות בעמודות הכחולות ברקע את סך ההשקעות בחוב, כל סוגי החוב על פני זמן כאחוז מסך הנכסים המנוהלים. הקו הכחול מייצג את ההשקעות באג"ח קונצרניות והקו הוורוד מיצג את היקף ההלוואות הפרטיות שהועמדו ע"י הגופים המוסדיים וזה איזה שהוא גרף שנותן לנו מוטיבציה לעריכת המחקר,

סימנו על גבי הגרף את מועד יישום המלצות ועדת חודק. כשבוחנים את השקעות הגופים המוסדיים בנכסים לא סחירים בישראל על פני זמן מגלים גם תופעה מעניינת, אפשר לראות פה בגרף את השקעות הגופים המוסדיים בקרנות פרייבט אקוויטי על שלל סוגיהן גם VC וקרנות חוב. באדום את היקף ההשקעות בהלוואות פרטיות, כל המספרים הם אחוז מסך הנכסים המנוהלים יש פה גם נדל"ן להשקעה מניב ויזמי, מניות לא סחירות ואיגרות חוב לא סחירות. גם כאן אפשר לראות את מגמת הגידול המאוד משמעותית באותו אפיק ההלוואות ביחס לשאר האפיקים הלא סחירים ואת הצמצום המאוד משמעותי באגרות החוב הלא סחירות, בחלק האמפירי אנחנו נתמקד באגרות החוב הסחירות בגלל העומק של השוק ומספר ההנפקות המשמעותי. רצינו להבליט את אותה הטענה שכן יש איזה שהיא נהירה לנכסים לא סחירים זה לא באותו סדרי גודל, הגידול בהלוואות קשה להסביר אותו ע"י אותו גידול בנכסים לא סחירים על פני זמן. הייתי מצפה שאם הסיפור הוא ירידת הריבית נצפה למצוא גם גידול בסדרי גודל דומים גם בשאר האפיקים הלא סחירים. זה גרף שנלקח מפרק ד' של דוח בנק ישראל לשנת 2018 בוחנים פה את שיעור ההלוואות הפרטיות שהועמדו על ידי חברות הביטוח וקרנות הפנסיה כאחוז מהתוצר, מסתכלים פה על ישראל ועוד מדינות נבחרות וגם כאן אפשר לראות שמדובר בסיפור מאוד ישראלי, אותו גידול באפיק ההלוואות הפרטיות. נדבר עכשיו ספציפית על שוק האג"ח הקונצרניות הסחירות, בעמודות הוורודות אפשר לראות את סך שווי השוק על פני זמן. הקו המלא הוא נתח השוק של הגופים המוסדיים אז אפשר לראות באמת את אותה ירידה בנתחי השוק, הקו המקווקו אלה שאר השחקנים המשמעותיים בשוק בעיקר הציבור כולל שחקני הנוסטרו הקטנים וקרנות הנאמנות, אפשר לראות את הירידה המאוד משמעותית, שגם היא בעצמה יכולה לעלות תהיות שהנכסים של הגופים המוסדיים באותה תקופה גדלו במוצע ב-10% בשנה, זה לא רק שההיקף האבסולוטי של ההלוואות עלה הוא עלה גם ביחס להחזקות אגרות החוב הקונצרניות וגם ביחס לנתחי השוק של הגופים המוסדיים בשוק הזה. עוד ממצא מעניין שאנחנו משתמשים בו אחר כך גם לצורך העמידה האמפירית, שלא אספיק להתמקד בזה עכשיו אבל כן חשוב לציין את זה, אפשר לראות את סך ההנפקות של סדרות חדשות מתוך סך הנפקות הסדרה. זאת אומרת במונה יש את מספר הסדרות החדשות ובמכנה יש את מספר הסדרות החדשות ועוד הרחבות הסדרה, אפשר לראות את הנפילה המאוד משמעותית לאחר יישום המלצות הועדה. זאת אומרת חלק גדול מהמנפיקים עברו להרחבות סדרה במקום הנפקות חדשות. חשוב לציין שהמלצות הועדה לא חלו על הרחבות סדרה. לא הייתי מייחס לתופעה הזאת אך ורק לאיזה שהוא אינסנטיב של המנפיקים כי בסוף הגופים המוסדיים היו בתקופה הזאתי 50% מהשוק הסחיר. ז"א יש שני צדדים למטבע, גם המנפיקים הלכו לכיוון של הרחבות וגם הגופים המוסדיים משיקולי העדפה נגלת, אפשר להסיק את זה, שהם הלכו לאותן הרחבות סדרה במקום הנפקות חדשות. השערת המחקר: יישום המלצת וועדת חודק גרמו לגופים המוסדיים להשקיע משאבים מאוד משמעותיים לצורך עמידה בהוראות הרגולציה בין אם אותה אנליזה, בין אם מדיניות חודק, ניטור שוטף של החוב, בקרה על איכות הקובננטים על פני זמן וצריך לזכור ששוק האגח הקונצרני הסחיר בישראל הוא שוק מבוזר מאוד הוא כולל הרבה שחקנים שלא כפופים לאותה רגולציה. ז"א הגופים המוסדיים שתחת פיקוחנו נושאים בעלויות, אולי הם משפרים

את איכות המוצר אבל הם משפרים אותו עבור כלל השוק לכן הם לא יכולים להנות ממלוא התועלות שבהורדת הסיכון של שיפור איכות המוצר, ז"א יש עוד שחקנים שמהווים "free riders" בשוק הזה מה שגרם לגופים המוסדיים לחפש אפיק עם תשואות יותר טובות או מרווחים יותר טובים. אנחנו קוראים לזה אפיק שבו הגוף המוסדי יכול לנהל את המשא ומתן מול הלווה, אחד על אחד, או לעיתים כחלק מקונסורציום מאוד מצומצם ובאמת שם אנחנו רואים קובננטים מאוד משמעותיים ושעבודים גם בלי שבאה רגולציה והכריחה את המשקיעים לכלול את אותם קובננטים ואנחנו טוענים שזה בגלל רמת הריכוזיות של החוק, ז"א הגוף המוסדי כן ישקיע את אותם מאמצים ואת אותן עלויות אבל הוא יכול להנות בשוק הזה ממלוא ההטבות שנעוצות בעלויות. אנחנו מודדים את פערי המרווחים בתשואות של איגרות החוב הקונצרניות ביחס להלוואות. הטענה שלנו היא שחל גידול בביקוש להלוואות פרטיות, פעם אחת נראה אותו ע"י גידול בכמות ונצפה לראות איזה שהוא שינוי במרווחי התשואות. עלייה בכמות, עלייה במחיר שהיא בעצם ירידה במרווחי התשואות.

אמיר ברנע

אני שואל לגבי ההתאמה הרוחבית של מחירי שוק בין אגרות חוב סחירות להלוואות פרטיות. האם כלולות השקעות פרטיות במאזנים של קופות גמל, קרנות פנסיה ואחרות? האם ההשפעה המאזנית שיש אגרות חוב סחירות ע"פ מחירי שוק לעומת אגרות חוב פרטיות או אלטרנטיביות שבהן הקביעה של המחיר השוטף היא בידי המוסד ובידי הגוף המנפיק?

גיאל לקן

זה לא לגמרי כך. ההלוואות הפרטיות הן משוערכות ע"י ממרווח הוגן ולא ע"י הגוף המוסדי.

אמיר הסל

כל החוב הלא סחיר משוערך לפי שווי הוגן, מודל מדויק לפי המרווח בשוק אין שום פער בשערך בין חוב סחיר לחוב לא סחיר.

אמיר ברנע

אתה רוצה להגיד לי שגוף מוסדי שמשקיע בהשקעה אלטרנטיבית משערך אותה לאורך זמן על בסיס מחירי שוק של ני"ע סחירים?

אמיר הסל

בחוב לא סחיר זה נכון, חד משמעית. יש מודל מדויק שמודד את המרווחים בשוק הסחיר ומשליך אותם על החוב הלא סחיר. בהתקשרות עם חברת שערי ריבית, זה יהיה לפי דירוג, ועכשיו עברו למודל שני של לפי מרווח בהעמדת החוב מעל ממשלתי. השווי נותר אחד לאחד. להפך, יש טענות במקרים מסוימים זה מוגזם. חד משמעית אין שום הבדל בחוב.

גיא לקן

בכל מקרה לצורך האמידה האמפירית ובמחקר לא עשינו שום שימוש בשווי הוגן אנחנו מסתכלים רק על הריביות ליום הנפקת הסדרה או ליום העמדת ההלוואה, אין פה שיקולים של שערוכים, הכל קורה ליום העמדת ההלוואה. אתקדם לבסיס הנתונים אז אספנו נתוני מיקרו של ההלוואות שהועמדו ע"י הגופים המוסדיים בתקופה 2008-2013 אנחנו מכסים כ-90% מההלוואות האלה ואת כלל אגרות החוב הקונצרניות הסחירות החדשות שהונפקו והרחבות הסדרה לאותה תקופה לגבי כל תצפית כל סדרה או כל הלוואה יש לנו את מאפייני הלווה או המנפיק, דירוג, ענף, היקף החוב, ההצמדה המח"מ, הטוח לפידיון, תאריך העמדת החוב והעלות של החוב, הריבית הממוצעת שאותה אנחנו מתרגמים למרווחי תשואה.

הגרף נותן אינטואיציה לתרגיל האמפירי שאנחנו עושים, אומדים את מרווחי התשואות שבהם הונפקו אגרות החוב הסחירות בקו הכחול, והקו הורוד הוא מרווחי התשואות שבהם הועמדו הלוואות הפרטיות. אפשר לראות שלפני יישום המלצות הועדה, הלוואות הפרטיות עמדו במרווחים גבוהים יותר, הודות לאותה פרמיית אי סחירות. לאחר יישום ההמלצות הועדה אנחנו רואים איזושהי הצטמצמות בפערי מרווחי התשואות, ומשם חזרה לאותה מגמה מקבילה. זאת אומרת שחלה ירידה במרווחי התשואות שבהם הועמדו הלוואות הפרטיות ביחס לאותן אגרות חוב קונצרניות סחירות שהונפקו בתקופה המקבילה. אני לא אדבר יותר מידי על התוצאות האמפיריות, רק אציין שאנחנו אומדים את השפעת יישום המלצות ועדת חודק, זאת אומרת כיצד הרבעון האחרון של 2010 השפיע על תמחור הלוואות הפרטיות בניכוי קבוצת הביקורת שלנו שהיא אגרות החוב הקונצרניות.

אמיר ברנע

הפער ירד מ-1.5% ל-3/4% או 1/2%. אני רוצה להאיר את תשומת ליבכם שבספרות המקצועית, מדובר על פערים בגין אי נזילות הרבה יותר גבוהים. גם במחקרים, גם אחרי ההתאמה, מדובר על 3%, בין 2% ל-3% פער בין אגרות חוב סחירות ללא סחירות. רמת הסחירות משפיעה ב-2%, 3%. בתשואה אצלך הפער הוא 3/4%.

גיא לקן

לא היום, ב-2013 הירידה היא בסוף 2010. זה בכמה הפערים ירדו.

אמיר ברנע

זאת אומרת מ-1.5% ל-3/4% או 1/2%. היום באמת השפעת הסחירות כל כך נמוכה? האם רמת הסיכון באמת שווה? אולי המשקיע המוסדי תופס אג"ח פרטיות כבטוחות יותר? אולי חששו מהסדרי חוב שפוגעים במוניטין קטנים יותר באג"ח פרטיות?

גיאלקן

אנחנו מסתכלים שם רק על אגרת חוב סחירות ביחס להלוואות.

אבילוי

יש סטטיסטיקה כמה חברות לא עמדו בקובנטים? לגבי אג"ח. אני לא חושב שיש הרבה כאלה.

גיאלקן

אנחנו לא מסתכלים על זה בעבודה שלנו אני בטוח שאפשר. התוצאה אינטואיטיבית לאור העובדה שהקובנטים לא מופרים, קשה מאוד להפר אותם.

אבילוי

כי יש פערים גדולים. זה נחמד שיש קובנטים אבל זה לא אפקטיבי. היה אותו דבר גם אם לא היו.

אריק פרץ

זה לא מדויק. קח דוגמה מלפני חודשיים - מיטב דש. אסיפת בעלי אג"ח, לגבי תביעת השבת דמי הניהול בסך של 300 מיליון ש"ח. היה להם קובנט שנכנס לכסף. אמנם זה אירוע מזוירי אבל בדיוק בגלל זה צריך את הקובנטים, לא כדי לנהל ברמה השוטפת את החברה, שכל שקל וחצי עכשו שהחברה מפסידה צריך אסיפה.

גיאלקן

אני אסכם בכך שאנחנו טוענים שיישום המלצות הועדה הטילו עלויות משמעותיות, בין אם אותן עלויות ניטור לאורך ההחזקה באג"ח ובין אם אותם משאבים של הגוף המוסדי להשקיע לפני שהוא רוכש את אגרות החוב הללו. אנחנו מוצאים הסטת כספים משמעותית מאפיק האג"ח הקונצרני הסחיר לאפיק ההלוואות הפרטיות ומוצאים ירידה מובהקת בפערי מרווחי התשואה בין שני האפיקים הללו. הפרשנות שלנו להשפעות והמסקנה העיקרית שלנו, היא שהעובדה שלקחו שחקן בודד בשוק חוב כל כך מבוזר והטילו עליו אותן עלויות, גרמה לו לעזוב את השוק ולחפש אפיק השקעה מרוכז יותר שבו יוכל להנות ממלוא התועלות שבעבודת המוניטורים בעלויות שהוא משקיע.

אסף חמדני

אני הייתי יועץ של ועדת חודק לא הייתי חבר, ואגיד גם שהייתי יועץ של פסגות במשבר 2008-2009 כשנבנה המערך לטיפול בהסדרי החוב. קודם כל אתייחס למחקר שהוא מאלף ואני שמח לראות את הגרסה המעודכנת שלו. אבל יש לי הערה מהפרספקטיבה האקדמית: קשה לקבוע שוועדת חודק היא זו שיצרה שינוי בביקוש המוסדיים לאג"ח. באותה תקופה התרחשו הרבה מאוד דברים שהשפיעו על מוסדיים שמשקיעים באג"ח סחירות. בין השאר, הוציאו חוזר שחייב גופים מוסדיים לשבת בנציגויות של מחזיקים כי היו כאלה שחשבו שאין להם חובה. היו הרבה שינויים נוספים באותה תקופה שהשפיעו

על העלות של התמודדות עם חוב לרבות חוב בקשיים. בגלל שהכול היה באותו זמן, קשה לבדוד את ההשפעה של ועדת חודק אל מול התרחשויות אחרות. מעבר לזה מנקודת מבט של גופי פנסייה שוק האג"ח הסחירות בישראל שונה מהותית משוק האג"ח הסחירות בארה"ב, למשל. מחקרים מראים שקרנות פנסייה אמריקאיות לא נוטלות חלק פעיל בהסדרי חוב. אני מזמין אתכם לחפש את קלפרס נוטלת חלק בנציגות או משהו כזה- זה לא קיים. השוק שם הוא כל כך נזיל שבדרך כלל, לפני שהחוב מגיע לקשיים, הוא כבר נמכר לקרנות גידור או קרנות שמתמחות בחוב בקשיים. בישראל זה שונה ולכן, לא נכון להתייחס לשוק החוב הסחיר בישראל כאילו הוא מעניק יתרונות משמעותיים לגוף מוסדי. לבסוף, אני רוצה להגיב למה שדוד אמר לגבי הבעיות שראתה ועדת חודק. ראשית, בעיה נוספת שייחודית לישראל היא מבנה החוב הסחיר: מנפיקים כאן חוב של חברת אחזקות "מלמעלה", כך שהחוב הסחיר מצוי בנחיתות מובנית ביחס לנושים אחרים. שנית, בעיה נוספת שהייתה קיימת באותה תקופה היא הריכוזיות. דוד לא סיפר איך כל מי שהגיע להופיע בפני הוועדה היה בעצם באותו צד. גורם משמעותי שמנע פיתוח של שוק החוב בישראל באותה תקופה היה העדר הבחנה ברורה בין הצד של הלווים לצד של המלווים. כיום, לאחר חוק הריכוזיות ושינוי מבנה השוק צריך לבחון האם אין מקום להקל בחלק מהרגולציות. שלישית, נתמקד בנושא הקובננטים. מה שהועדה ראתה לנגד עיניה, זה שאין שונות בקובננטים בין אג"ח של חברות שונות וזה היה מנוגד למצב בעולם. אנחנו הסתכלנו על הנעשה בעולם (מופיע בנספחים), ואין כזה מצב ש-100% מהחברות שמנפיקות אג"ח יש להן שיעבוד שלילי, למשל. אבל יש שונות בשוק בשכחות התניות באג"ח והשונות היא בדרך כלל בקורלציה לסיכון של החוב. ככל שהחוב הוא יותר מסוכן יהיו בו יותר קובננטים ולהפך. המצב בישראל היה של אחידות לרעה במובן הזה, שכל החברות כמעט ללא יוצא מן הכלל היו ללא קובננטים. כל אירוע IDB פיתוח לדוגמא, נבע מהעובדה שהחברה הייתה בקשיים ולמחזיקים לא הייתה שום עילה לדרוש פירעון מיידי. מה שהועדה ניסתה לעשות, ופה אני חייב לציין שהייתה תקלה במעבר בין המלצות הועדה ליישום על ידי האגף אז והרשות היום, היא ליצור מצב שבו גופים מוסדיים ידרשו קובננטים באג"ח מסוימות ולא באחרות. באיזה שהוא שלב במעבר מהמלצות הוועדה לחוזר של אגף שוק ההון זה הפך להיות כמעט חובה ביחס לכל הנפקה. לדעתי, זה מחדד את השאלה בנוגע למקום של הרגולציה בתחום הזה. ברגע שאנחנו לוקחים דבר שאמור להתפתח דרך השוק—התאמה של מבנה הקובננטים למוצר - ומטמיעים אותו ברגולציה אז בסוף זה הופך ל"check the box". יש כיום מקום לחשוב האם השוק התפתח ויש מקום לשינוי הגישה. חלק מהדברים היום הם פשוט בדיחה. לדוגמא, השיעבוד השלילי, אז יש לכולם שיעבוד שלילי אבל קובעים את התניה הזאת רק על שיעבוד צף כך שזו תניה חסרת ערך. בדיוק כמו שהיינו מצפים מהתניות שנובעות מרגולציה ולא ממפגש אמיתי של ביקוש והיצע. מלכתחילה, רשות שוק ההון לא צריכה להיות בביזנס של הסדרה של איכות המוצר. ועדת חודק הייתה תוצר של צוק העיתים ולאור העובדה שהשוק היה לא מפותח. אני בהחלט חושב שיש מקום לבחון האם באמת להסדרה הזאת היום, לאור ההתפתחות והשכלול של השוק. לבסוף, אזכיר דבר אחד, כבר אז באותה התקופה היו נתונים על התשוואות של שוק הפנסייה, ושוק

הפנסיה בישראל למרות כל הנפילות וכן הלאה, לא הפסיד בממוצע יותר משווקי פנסיה אחרים במשבר העולמי וזה לא מנע משבר רגולטורי, ולא מנע מזה שבא המחוקק והציע רשת ביטחון לפנסיה.

אמיר ברנע

כי אין להם 30% אגרות חוב מיועדות.

אסף חמדני

לכן, טועה מי שחושב שיש לנו כוחות שוק בפנסיה והשוק עובד. אם יהיה משבר עולמי תהיה שוב התערבות של המחוקק לחלץ את קרנות הפנסיה וכן הלאה, רק שהמחיר היום יהיה הרבה יותר גבוה.

דוד חודק

הערה קצרה - אולי הגיע הזמן להפטר מכל הפנסיה וליצור קרן לאומית? אם קצב הצמיחה של הכלכלה הישראלית עולה על התשואה או קרוב לתשואה שיש לקרנות הפנסיה, אולי לא צריך את כל המהומה הזאת. לבטל את הקרנות ולסמוך על המאזן של הממשלה ועל ההתנהלות הכלכלית. ניתן לגבות זאת בקרן לאומית שתיועד לכך ותצבור נכסים.

אמיר הסל

באותן שנים ניהלתי את ההשקעות בהראל ואני יכול להגיד שהראל הובילה חלק ניכר מהמהלך של מעבר מאגרות חוב סחירות להלוואות. אנחנו היינו בערך 1/3 מהשוק הלא סחיר ולכן אני יכול להתייחס למה עשינו ולמה. המחקר הזה מציין 2 עובדות: המלצות ועדת חודק נכנסו ב-2010 והמוסדיים הגדילו באופן עקבי ומשמעותי בכל העשור האחרון את ההשקעות שלהם בלא סחיר. שני הדברים הם נכונים, רק לא קשורים. בשוק ההון יש 2 סוגים של שחקנים: המוסדיים (הפנסיה, גמל, ביטוח, השתלמות) ויש את קרנות נאמנות וניהול תיקים. קרנות הנאמנות הן קודם כל פועלות רק בשוק הסחיר ושיקול הדעת של מנהלי ההשקעות הוא מאוד חלקי. יש לקרן מדיניות שהיא משקיעה באגרות חוב ומקבלת יצירות ואז היא צריכה לרוץ ולקנות, בעוד שלמנהלי ההשקעות המוסדיים יש חופש מסוים. לכן המשתנה העיקרי בעיני לעשור האחרון, זה שהייתה תקופה של עליות שערים בגדול, ירידת ריבית, ויצירות מתמשכות בקרנות הנאמנות שחייבו אותן להתכנסות והתוצאה היא שאנחנו בעשור של ירידת מרווחים, מעבר לירידת הריבית. ירידת המרווחים היתה מאוד גדולה. ובתוך התהליך הזה במידה רבה המוסדיים crowding out כי מנהלי קרנות הנאמנות היו הרבה יותר אגרסיביים בקניית אגרות חוב, בשעה שבשוק הלא סחיר התחרות יותר נמוכה ואפשר היה לקבל תשואות יפות. אנחנו בהראל היה לנו כלל: כל עסקה לא סחירה שהגיעה לוועדות, היה צריך להראות את הסדרות הדומות הסחירות ולא התבצעה עסקה לא סחירה בלי שיש לה או תשואה יותר גבוהה או בטחונות יותר טובים או שניהם. לכן הסיבה העיקרית, בעיניי, למהלך של המוסדיים החוצה מהשוק הסחיר, זו העובדה שהיה להם שוק אחר לשחק בו בשעה שבשוק הסחיר היתה תופעה מתמשכת של שחיקת מרווחים, קובננטים וכל מידי תופעות אחרות. אתם תראו כשיבוא המשבר הבא,

איך העסק הזה מתהפך וקרנות הנאמנות בציבור ימכרו את אגרות החוב והמוסדיים יקנו, כי למוסדיים אין בעיית נזילות יחסית. לכן זאת הסיבה העיקרית והמרכזית למה שקרה פה, במקביל לזה, השוק הזה של החוב הלא סחיר התפתח.

אמיר ברנע

האם אתה אומר שלמוסדיים אין בעיית נזילות וזאת בדיוק הנקודה פה בהבחנה מקרנות נאמנות, האם אתה אומר שאתם מנהלים יותר על בסיס מח"מ?

אמיר הסל

אנחנו מנהלים על בסיס יחס סיכון-תשואה ואפשר לקבל פרמיה ראויה לחוסר הסחירות ומקבלים אותה. כאשר חלק מהיתרון שלך הוא הנזילות הגבוהה. אם אתה קרן פנסיה שמקבלת סכומים משמעותיים של כסף ואתה יודע שהכסף הוא לטווח ארוך, אתה יכול לקחת את פרמיית אי הסחירות.

אמיר ברנע

הניוד לא מפריע פה?

אמיר הסל

הניוד מגביל את זה אבל תלוי במוצרים ולכן זאת אין דינה של קרן פנסיה כדין קרן השתלמות או קופת גמל. ברור שכל גוף מוסדי צריך לשמור על הנזילות שלו ולקחת בחשבון כמה הוא צריך לשמור רזרבות ולשחק עם זה, אבל בתוך המשחק הזה כמובן שקרן פנסיה היא הרבה יותר נזילה. דבר שני, הופיע פה גם במאמר וגם נאמר פה שהשיקול של המוסדיים היה שחודק הטילה עליהם עול כבד וכמה קל לתת אשראי לא סחיר ולכן הם הסבו את רכישת האג"חים הסחירים לחוב לא סחיר. זה לחלוטין לא נכון, לי היה מדד, כמנהל השקעות ראשי, כמה משאבים אתה משקיע פר שקל מנוהל באפיקים השונים, או כמה אנשים. אני יכול להגיד שחוב לא סחיר דורש בערך פי 3 אנשים מאשר קניית אג"ח קונצרני. לא יעזור, בשוק הסחיר אתה נותן הוראה, גם אם אתה עושה אנליזה וכו' וקנית. כל חוב לא סחיר עובר ועדת אשראי, ועדת השקעות, עובר הרבה שלבים, וזה הרבה יותר עבודה. לכן לטעון שהעומס שהטילה ועדת חודק הוא סיבה שבגללה המוסדיים נטשו את אגרות חוב הקונצרניות זה לא נכון. מעבר לזה כמי שגם לא מת על רגולציה אני חייב לציין שוועדת חודק באמת עלתה על נקודה משמעותית ששטרות הנאמנות לא היו מספיק חזקים וגם הקובננטים באג"ח הסחירות. הנקודה הזאת תוקנה, קודם לא היה עובר גם עורך דין באנליזה ברכישה של אג"ח סחירות ולאחר מכן צירפנו עורך דין. בסה"כ אני חושב שהועדה הזאת ומסקנותיה לא הפריעו לקנות אג"חים סחירות ובהחלט זאת לא הסיבה.

אמיר ברנע

מבחינת מעקב בין חוב סחיר לחוב לא סחיר, פרטי. מעקב- פה יש לך דיווחים רבעוניים וכו', אתה יודע את מחיר השוק של המניות ואתה יכול לחשב מינוף פיננסי. מה אתה עושה בחוב פרטי?

אמיר הסל

יש פרוצדורות מסודרות, אתה מקבל דוחות כספיים, יש מתודות ומגבלות של חוב סחיר, אני גם היום בקרן חוב שמתעסקת בחוב לא סחיר. יש דרכים לעקוב באופן שוטף, דוח ניהולי, דוח חודשי, משקיף בדירקטוריון, יש שורה ארוכה של כללים ברור שהם דורשים יותר מאשר חוב סחיר.

דוד חודק

איך אתם (הראל) לעומת הפרקטיקות הבנקאיות בהלוואות פרטיות?

אמיר הסל

אני חושב שהמערכת המוסדית קלטה הרבה מאוד יוצאי המערכת הבנקאית, יישמה מתודות מאוד דומות. היתה גם ועדת גולדשמיט בה הייתי חבר ונציג המוסדיים, שבדקה לעומק את פעילות האשראי הלא סחיר של המוסדיים, המליצה המלצות אבל בסופו של דבר, דעת הוועדה הייתה שהעסק מתנהל בצורה מקצועית וטובה. לאגף שוק ההון יש את הנתונים, תעשו בדיקה מה כמות ה-default, כמה הפסדי אשראי יש באג"ח הסחיר מול ההלוואות הלא סחירות ותראו. מזיכרון מדובר על 95% הפסדי אשראי באג"ח הסחירות ו5% בחוב הלא סחיר. החוב הלא סחיר הוא בליגה אחרת, לוא דווקא רק בתשואות אלא בעיקר מבחינת בטחונות קוהרנטיים מכל הבחינות. הוא דומה לחוב בנקאי, שוב תלוי באופי של הגופים, יש גופים שהולכים לפרמטרים אחרים.

אמיר ברנע

כל זה נכון גם לפני 2010. אני לא מבין מה פה התפנית, כל מה שאתה אומר על החוב הפרטי שהוא חסין מהסדרי חוב זה יופי, אבל זה היה נכון גם קודם. מדוע השינוי החד הזה מהמעבר מחוב סחיר ללא סחיר?

אמיר הסל

אני עשיתי עסקאות לא סחירות מ-2003 והעסק הזה צמח והתפתח יחד עם גידול ההיקפי של הגופים המוסדיים. סיבה נוספת היא העובדה שכל קופות הגמל נקנו מהבנקים. בזמן שקופות הגמל היו של הבנקים לא הייתה מוטיבציה להתחרות בחוב הבנקאי בקופות הגמל. זאת התפתחות שהיא טבעית.

עדי סקופ

אני חושב שהפרקטיקות שהתגבשו בעקבות המלצות ועדת חודק היטיבו ויטיבו מאוד עם החוסכים והעמיתים. אבל להגיד שמכאן ועדת חודק השפיעה על המרווח בין הסחיר ללא סחיר, המרחק הוא

גדול מאוד. כשבוחנים את צמצום המרווחים כדאי להתבונן מה קרה בשחקן הכי גדול בישראל, וזה תיק האשראי הבנקאי או יותר נכון החטיבות העסקיות בבנקים. מה שקרה שם, זה שמהמספר של 2008 הבנקים נאלצו להגדיל מהותית את יעד הלימות ההון שלהם, בעקבות באזל 2, באזל 3 והנדבך השלישי לבאזל, 3 לאט לאט ובעקביות נאלצו הבנקים להגדיל את כריות ההון שלהם, ולכן היה להם פחות כסף לאשראי. המקום שבו הפחיתו את האשראי הכי הרבה היה בחטיבות העסקיות, כי שם המרווחים היו הנמוכים ביותר לעומת החטיבות האחרות. בשנתיים האחרונות הבנקים כבר עברו את יעדי הלימות הון זו ספרתית, עם כל התוספות והגדלת ההפרשות לחובות מסופקים וכל השלייקס, וחזרו לחלק דיבידנדים בשיעור מלא ולכן יכלו להגדיל בצורה אגרסיבית את החשיפה שלהם לאשראי העסקי. וזאת הסיבה העיקרית לצמצום במרווחים. אבל זה תהליך שהתגבש לאט לאט מ-2008. לפני שנתיים הם העבירו הילוך והיום הם בפול גז, וזאת הסיבה העיקרית למרווחים הנמוכים. תיקי האשראי בבנקים הם השחקן העיקרי שמשפיע על המרווחים באשראי הלא סחיר, ולא רק קרנות נאמנות מול קופות גמל והפנסיה. החטיבות העסקיות- שם נמצאת התשובה.

שלומי שוב

יכול להיות שזה גם וגם.

עדי סקופ

אבל זה השחקן העיקרי, וכשהם נותנים גז אז המרווחים יורדים.

משה ברקת

הערה מחקרית – גם מה שאמיר אמר וגם מה שעדי, אתם לא יכולים להתעלם מזה שיש יכולת הסבר למודל וברגע שיש יכולת הסבר סטטיסטית למודל, אז המשתנים הקיימים מסבירים משהו. הבעיה הייתה קיימת אם היה מצב של correlated omitted variable, זאת אומרת שמשתנה מסביר שלא נמצא במודל, אבל הוא מתואם עם משתנים אחרים. אבל אני מסכים שהיו הרבה אלמנטים אחרים בתקופת המדידה שעשויים להשפיע: בעולם האג"ח הסחיר, החל מ-2011 התחילו להיכנס שחקני נוסטרו, שלא היו בעבר וגילחו תשואה לשחקנים המוסדיים בחוב הסחיר. היה עוד אלמנט שנכנס – solvency, בו בעצם קרנות פנסיה מקבלות הטבה ענקית מכיוון שחברות ביטוח ובנקים צריכות לרתק הון וקרנות פנסיה לא צריכות לרתק הון. אבל עדיין כל זה במסגרת ה-correlated omitted variable. אם יש correlated omitted variable אז באמת המודל פגום. אבל אז צריך להבין למה עדיין יש קורלציה בין המשתנים החסרים לבין המשתנה המסביר שהוא חודק.

אמיר ברנע

כן אבל אומרים לך עדי ואמיר שקרו עוד דברים בשוק ההון כולל מה שקרה בעולם הבנקאות שבמקרה חופפים את לויז ועדת חודק.

משה ברקת

סטטיסטיקה זה לא מספק. אתה צריך להראות את הקורלציה.

איתי קדמי

אני רק אציין משהו בקשר לאשראי הבנקאי. בדקנו את שיעורי השינוי בכל שנה, ובאמת היה צמצום באשראי, אך רק לקראת סוף 2012 שנמשך לשנת 2013. לכן יש לנו ספציפיקציה במודל, לא עד סוף 2013, אלא עד סוף 2012 והאומד נשאר מובהק. כלומר, גם אם היה איזשהו משהו שאתה מתאר בהיבט הזה של צמצום האשראי הבנקאי אז אנחנו שולטים על זה באמידה האמפירית והתוצאות של המחקר נשארות בעיני.

דן אבנון

גם חושב שגם אם יש קורלציה בין מסקנות ועדת חודק לבין שינוי המגמה אצל המוסדיים עדיין הגורם הוא לא ועדת חודק אלא גורמים אחרים, הגורמים שאמיר הסל אמר - ושאיני מסכים איתם - הם נכונים ולא רק להראל אני יודע שהם נכונים גם בכלל, גם במגדל. אלה תהליכים שקרו במקביל ולוא דווקא ועדת חודק והמסקנות שלה, לדעתי, הן אלה שהביאו לממצאים שאתם מראים בצורה די מובהקת במחקר שלכם.

אני מסתכל על העתיד, ראשית לגבי ההלוואות הפרטיות אני מחזיק בדעה שאם משהו לא מקולקל אין צורך לתקן אותו אני לא חושב שההלוואות הפרטיות שניתנות על ידי הגופים המוסדיים הן "מקולקלות". אין בהן את אותם כשלים שהצביעו בוועדה על החוב הסחיר ואני חושב שזה נכון היה אז ונכון היום לא לגעת בהן כי זה מתפקד למיטב הבנתי ומתפקד היטב. אני רואה את זה בהבדלים בין חוב שניתן באחד על אחד ומידי פעם נזקקים לשירותי נאמן לבין החוב הסחיר. מרב עופר ואני חוונו תקופה ממש לא פשוטה בתחילת הקורונה, אנחנו קצת שוכחים את זה אבל לפני שנתיים היה סגר. מרב עופר ואני יושבים במשרד ומסתכלים על כל החברות שיש לנו בפורטפוליו, שואלים עצמנו מה אנחנו עושים כאן- יש כאן חברות שבכלל סגרו את השערים שלהן, חברות קמעונאיות נסגרו ויש אפס הכנסות, חברות בעלות מטוסים והמטוסים מקורקעים, ואני יכול להמשיך לעבור אתכם תחום תחום. מה אנחנו עושים? איפה כל הקובננטים? איפה כל היחסים הפיננסיים? מה יהיה עוד 3 חודשים? מצד אחד אנחנו יודעים שהרשות ניירות ערך דורשת מהנאמן "תרים דגל כמה שיותר מהר". מצד שני אנחנו מבינים את האחריות שלנו מבינים את הנזק שאנחנו יכולים לעשות, ואז אנחנו מתחילים לעבור חברה-חברה ולראות שהנושאים מטופלים. אנחנו מדברים עם מנהלי הכספים שאומרים אנחנו בכלל יושבים בבית המשרדים סגורים (למזלנו הנאמן קיבל פטור ולנו היה מותר להגיע למשרדים). אבל הצורך לתת פתרון לבעיות עתידיות הוא צורך שגם עלה בוועדה והוא לא טופל עד הסוף ודוד יודע את זה. אתם תראו שיש שם איזה פרק עלום שנקרא "נאמן על" זה לא עבד וזה לא יעבוד. גם רשות ניירות ערך שחקקה את תיקונים 50,51 לחוק ניירות ערך, שטיפלה בסמכויות הנאמנים השאירה שם ואקום. הואקום הזה נקרא "הנציגות של מחזיקי אגרות חוב" - היא לא קיימת באף דבר חקיקה, היא קיימת

בהסדרה בכללים של רשות שוק ההון. כן יש הנחייה של המוסדיים להשתתף בנציגות אבל מה הסמכויות שלה? מה מותר? מה אסור? אנחנו צריכים את הכלי הזה כדי שנוכל לתת מענה לבעיות אדהוקיות. שלומי שוב הזכיר את פתאל - חברה שידעה להגיע בזמן ולהציף בעיה; חברים עוד כמה חודשים יהיה קובנט שאנחנו לא נעמוד בו, בואו תנו לנו פתרון לא כשאנחנו נכנסים להפרה אלא 3 חודשים לפני שאנחנו נכנסים להפרה. בדרך כלל אם יש תקופת ריפוי והקובנט מופר כאשר יש אי עמידה בקובנט במשך 2 רבעונים רצופים. והיתה לנו את הדוגמה של דלק. אם יש משהו נוסף שצריך להסדיר לטעמי, זה להסדיר סמכויות של נציגות שהיא תדע לתת פתרונות מהירים לבעיות שיכולות להיפתר. יש בעיות של חדלות פרעון שאין מה לעשות ודינה של חברה ללכת לחוק חדלות פירעון ולראות מה המחוקק נותן שם, אבל יש דברים שאפשר לפתור וזה כלי שאנחנו צריכים.

ארנון שגב

אני מסכים עם קודמיי ביחס לכך שקודם כל מדובר במחקר מעלף עם הרבה מאוד נתונים סופר חשובים, רק שאני לא בטוח שיש בסיס להנחות המוצא ביחס לקשר הנטען בין הצמצום במרווחים לבין יישום המלצות חודק. אנחנו מלווים חלק מהגופים המוסדיים בפעילות שלהם ביישום המלצות חודק. אני חושב שבעצם הדבר הגדול ביותר שקרה מאז חודק זה יישום של העיקרון הנודע של סוף מעשה במחשבת תחילה. כלומר שהגופים המוסדיים מתמחרים את אגרות החוב מתוך ראייה של מה יקרה באירועי כשל. במונחים כלכליים אנחנו מזהים מעבר מהסתמכות בלעדית על דרוג אגרות החוב המוכר כ PD (probability of default) למודל של תמחור אגרת החוב במקרה של ארוע כשל, המוכר כ LGD (loss given default). יישום עקרונות תמחור המבוססים gk LGD מחייב שקלול של הרבה מאוד פרמטרים. לצד הפרמטרים הכלכליים אנחנו צריכים לשקלל פרמטרים משפטיים, לבחון את הנחות המוצא של הדרוג ויישומן בשטר, לבחון את איכות הבטוחות, מבנה תאגידי סגור מבחינת נטילת חוב, ערבויות נוספות. כל אלה בעצם נכנסים לתוך תהליך סדור של דיוק בתמחור. לא ניתן לקיים את את ההליך הסדור הזה באפס זמן; החלטות השקעה שמתבססות על דרוג השקעה בלבד מובילות ל"הנפקות פקס" שכן ניתן לקבל החלטה בלחיצת כפתור על בסיס דירוג. לא ניתן לקיים את זה כאשר אתה רוצה גם לתמחר את האירוע כשל לפי מודל LGD. אתה חייב לעבור את התהליך הסדור. אני יכול לומר לכם שהbreak הזה שהכניסה ועדת חודק, של ה7 ימים יצר משא ומתן דינמי, חי ובוטע. זה לא יאומן עד כמה חל שיפור באיכות השטרות כאשר לוקחים את דוח הדירוג כנקודת הנחה ובוחנים את הנחות המוצא, רואים בעצם איך משפרים קובנטים. ניתן לראות היטב את הליך השיפור באיכות השטרות. תראו את היציאה לדרך אל מול סוף הדרך, אי אפשר להשוות בין הדברים. אנחנו רואים שיפור משום שהגופים המוסדיים רוצים לתמחר בצורה הולמת יותר את הסיכון וזה בעצם היתרון הגדול של המלצות הועדה. איפה יש אירועי כשל? איפה "פחות סופרים" את המוסדיים? בסדרות הקטנות. בסדרות הקטנות יש שחקנים אחרים יש את הקרנות נאמנות יש את הנוסטרו, ובעצם אפשר להסתדר בלעדי המוסדיים ולכן אומרים להם "תודה רבה, תתקדמו אנחנו נסגור את הסדרה הזאת עם הכסף האחר". הארביטראז' הרגולטורי הזה הוא בעצם המשמעות שדווקא בסדרות

הקטנת, דווקא בחברות הקטנות יותר, יש ויאמרו המסוכנות יותר, דווקא שם בעצם ישנה השפעה קטנה יותר ואולי סיכון מוגבר בקרות אירוע כשל. האם יש שם תופעת free riders? קודם כל אני אתחבר שוב לדברים של עו"ד דוד חודק. גם אם זה לא סותר את חובת הנאמנות של כסף של היסכון ארוך טווח. דבר שני אני סבור שאין פה free riders. הגופים המוסדיים נהיו סופר מתוחכמים, עקומת הלמידה שלהם צמחה בעשור האחרון בצורה יוצאת מגדר הרגיל. כאשר יש לנו אירועי כשל, לדוגמא היה אירוע כשל של חברת נדל"ן אמריקאית אנחנו ראינו שזרקו סחורה לשוק ודווקא הגופים המוסדיים במידה רבה של תחכום התחילו לתמחר ולהעריך סיכונים ביחס ליכולת המימוש של בטוחות בארה"ב בהבדלים בין סדרות שונות. אם וככל שתבוטלנה ההמלצות או תצומצמנה, להערכתי מה שיקרה אנחנו נראה נסיגה מאוד מהירה לאחור. השוק הזה הוא אגרסיבי, יש פה מערכת לחצים אדירה אנחנו רואים דרך אגב ושוב זה בר הוכחה ישנן חברות שהן כפי שמצופה בשוק ההון הם שחקנים חוזרים הם מתחילים בסדרה אחת וכאשר הם חוזרים לשוק הם לא מתחילים מן המקום שהוסכם ביחס לסדרה הקודמת אלא מרדדים לאחור חלק מן הקובנטים. אנחנו רואים שאין פה מצב שהתחלת, עם סדרה סגרת אותה עם התניות ואמות מידה ואתה רץ עם זה על פני כל הסדרות המשך. נכון שלאבכל סדרה עושים "push back" לגופים המוסדיים. יחד עם זאת אני מעריך שככל שההנחיות הללו תבוטלנה להערכתי, זה עניין של זמן קצר עד שאנחנו נחזה את הכוחות שמשיגים את איכות השטרות לאחור. לא בהכרח נראה את התופעה ביום הראשון שכן זו תהיה תופעה מתמדת של שחיקה ונראה את תוצאות הפגיעה בארועי הכשל; צריך לומר פה עוד דבר אחד וזה אולי יפתיע חלק מהנוכחים, אבל זה סוד ידוע בקרב הגופים המוסדיים ש"הבאפר" של חודק, משמש את הגופים המוסדיים להזוף לחצים של מתווכחים פיננסיים ומונע לחצים וחשש מפני ניגודי ענייניים. בעצם מנהלי השקעות יכולים הרבה פעמים להתכסות ולהגיד זה לא אישי, זה פשוט אין ברירה הועדה לא מאשרת או שהנייר לא עונה על חודק. ההנחיות לא מאשרות ולכן זה מקטין את הלחצים והטלפונים. אין כאן עניין של check the box, גם ביחס להתניות והקובנטים, שהם כביכול סטנדרט יש כל כך הרבה התחכמויות. לא נעים לי לומר לכם, שבסוף זה עבודה שצריך עין של עורך דין, כי יש התחכמויות ומילים ודברים שעם כל הכבוד לעולם החשבונאי, לא תמיד מודעים לזה ולא תמיד רואים את הדברים.

אריק פרץ

כמה הערות קצרות:

לפני הכנס הזה עשיתי שיעורי בית עם כמה מנהלי השקעות באשראי הסחיר והלא סחיר כיהנתי כנושא משרה ב3 גופים מוסדיים ופניתי לחברים שלי מגופים אלו כדי לראות מה הם חושבים על הועדה והאם יש קשר כמו שהמחקר מציין בין המלצות הועדה לבין התנהגות שוק האשראי הלא סחיר. 6 אנשי השקעות בעד להשאיר את המלצות הועדה בפרט אלו הפרוצדורליים. אין קשר לדעתם בין צמצום המרווחים באשראי הלא סחיר לבין המלצות ועדת חודק. אני מזכיר כפי שמשה ציין קודם שיש רגולציה בנקאית שמאוד משפיעה בסופו של דבר על המוסדיים וכו' ועל התחרות באשראי הלא

סחיר. יש גם דבר שלא צוין פה קודם וזאת העובדה שבשוק הסחיר למוסדיים יש להם רגולציה, לפיה הם לא יכולים להחזיק יותר מ-20% של סדרה עכשיו קחו סדרה של 600/500 מיליון שקלים סדרה לא קטנה ומוסדי יכול להחזיק בה 100/120 מיליון שקלים. אם הוא רוצה עכשיו לממן איזה עסקה גדולה לאיזו מטרה שתהיה, הוא לא יכול לבצע זאת בשוק הסחיר ולכן בהגדרה יש סוג עסקאות מסוים שלא נמצא בשוק הסחיר ולכן הוא עולה בשוק הלא סחיר ושם הוא מתפתח ושם יש לו עודף תשואה וכו'. עוד נקודה חשובה שאמיר ציין קודם, כל הלא הסחיר של המוסדיים משוערך כולו על בסיס שווי הוגן. חברה שנבחרה ע"י משרד האוצר. כאחד שמכיר את הנושא וגם את המכרז הראשון שהכנתי אותו וגם כמנהל כספים בכמה גופים מוסדיים ברוב המקרים שיש עיוותים הם עיוותים למטה המחיר לצורך העניין, המחיר של ההלוואה הוא נמוך מידי מאשר מה שהגוף המוסדי חושב. אז במובן הזה כל האמירות על שווי הוגן שלכאורה הוא מטעה ומוטעה אני חושב שהן לא במקומן.

דרך אגב אני גם אומר בצורה הכי ברורה: שוק האג"ח הסחיר היה שוק של מוכרים ונשאר שוק של מוכרים. ואת זה אני אומר כמי שמגייס בשוק הסחיר. זאת, בניגוד מוחלט לשוק האשראי הלא סחיר שהוא לגמרי לא שוק של מוכרים ולכן את כל אותן הגנות וכל אותן מגבלות שהוועדה המליצה לגבי השוק הסחיר הן לא רלוונטיות לשוק הלא סחיר.

מיכל ארלוזורוב

מתנצלת על זה שאני עונה בזום מסכימה שזה לא ראוי. אך בשל מצב בריאותי נבצר ממני מלהגיע שלומי ביקש שאני אביא איזו זווית ראייה אחרת. לצערי לא שמעתי את כל הדיון אני רוצה להציג בפניכם ב-2-3 דקות זווית ראייה מעט אחרת של חברה. אני סמנכלית ויועצת משפטית בחברת אדמה מזה 15-כשנים אני מנהלת גם בחברה ציבורית בסין ששולטת באדמת פתרונות לחקלאות הישראלית, דבר שנותן לי זווית ראייה של חברה ישראלית שהיא תאגיד מדווח שנשלטת ע"י חברה ציבורית ואני חשה שיש הרבה מאוד דברים ברגולציה שהיה נכון אולי לשקול ולחשוב עליהם בחלוף הזמן. מבחינתי הדבר הראשון שמטריד אותי זה שאין משמעות לזמן, בחברה שהיא תאגיד מדווח, כאשר היא עומדת ברגולציה באופן מוכח לאורך שנים. אני סבורה שצריך לייצר מדרגות באכיפת הרגולציה על חברות בפרט חברות גדולות שיש להן הון עצמי מעל שווי מסוים לאורך זמן, כיוון שהרגולציה מאוד מכבידה מאוד מרתיעה. כך למשל אדמה שיש לה אגרות חוב שמועד הפירעון הסופי שלהן הוא 2036 שנרשמו למסחר ב-2007, אז תחשבו כמה שנים אדמה נמצאת בתהליך מתוכן כמה שנים בהן אדמה עוד היתה חברה ציבורית הרגולציה המכבידה דוחפת אותנו לגייס במחוזות אחרים כפי שאנשים אמרו פה ואכן אדמה מגייסת כספים במקומות אלטרנטיביים. אני חושבת גם המוסדיים וגם הרשות חייבים לתת פרספקטיבה של התנהגות אחראית בשוק, חברה שמתנהגת באופן אחראי תאגיד, בעלי שליטה שמתנהגים בצורה אחראית באיזה שלב אחרי 5-6-7 שנים בשיתוף פעולה בין הנאמן לרשות יש לקבוע הקלות ברגולציה, ובפרט פעולות מטרידות חסרות ערך לטעמי.

שלומי שוב

מיכל אני מבין שיש הרבה בעיה עם הרגולציות אבל אם אנחנו מתרכזים בחודק שזה למעשה הדיון שלנו היום אז אמרת שהקובננטים הם מרתיעים אתכם, מונעים מכם גישה לאג"ח הסחיר פה בארץ?

מיכל ארלוזורוב

כן, בהחלט. זה בין היתר השיקולים.

שלומי שוב

הבנקים מוותרים על קובננטים?

מיכל ארלוזורוב

כן, ישנן הסכמות אחרות.

שלומי שוב

הסטנדרטים כל כך נוקשים של המוסדיים הישראלים?

מיכל ארלוזורוב

הם נוקשים, שאלה של זווית ראייה אבל מבחינת החברה זה נוקשה.

אמיר ברנע

מה שמצדיק את מה שנאמר פה. הקובננטים בנויים על חשבונאות כלומר על ערכים חשבונאיים. עד כמה הם משקפים את שווי החברות השוטף? אם ערכי שוק הם פי 2 ואולי 3 מההון העצמי המאזני עד כמה ניתן להסתמך על קובננטים שמראש בנויים על אינפורמציה שלא משקפת את התפתחות החברה ואת הסיכון האמיתי שלה?

שלומי שוב

שלמות אף פעם לא תהיה אבל קובננטים אנחנו יודעים משמשים...

אמיר ברנע

לפעמים אי עמידה בקובננטים לא משקפת את מצב החברה, אז יש התדיינות של הגופים האלה האם קובננטים מחליפים בטחונות?

רקפת שני

מוצג כאן בידול בין טווח קצר וטווח ארוך, הסוגיות שצויינו מתייחסות לאג"ח ארוכות.

דוד חודק

אבל זה לא נורא שתגייס במקומות אחרים ותעביר את הסיכון לארצות אחרות, מה קרה?

גל עמית

רק הערה קטנה מהשטח בפועל במציאות קרנות הנאמנות בהחלט מעירות הערות ושולחות דרישות לשטר הנאמנות וכי ז"א זה לא שהקרנות יושבות בסתלבט. אני אומר שבמציאות הן משתתפות במשחק של ההערות ושל הדרישות לשנות את הקובנטים ולשפר את הקובנטים כמו שהגופים המוסדיים עושים.

אמיר ברנע

אני מוטרד ממה שאמיר הסל אמר שניסיון הראל בפשיטות רגל הוא דווקא באגרות חוב סחירות ולא בהלוואות פרטיות. משהו לא בסדר פה. האם הדיווח לא בסדר? האם התשקיפים לא מלאים? האם המעקב לא מלא? איך זה יכול להיות שבאגרות חוב סחירות כשיש נתוני שוק במתכונת דיווח של הרשות לניירות ערך. האם משהו פגום בהצגת האיכות של אגרת החוב בתשקיפים? מה פגום שם? למה התוצאה הזאת שהלוואות פרטיות בטוחות יותר ואינן כפופות לפשיטות רגל? אגב אני יודע כמה הבנקים מוחקים הלוואות פרטיות של חברות, אז אתה אומר לי שהמוסדיים אין להן בעיה בהלוואות פרטיות? שכמעט אין בעיה בהסדרי חוב?

אבי לוי

אני אגיד לך למה כי המוסדיים בדרך כלל כשהם לוקחים אשראי הם לוקחים גם ביטחון קשיח, ואילו הבנקים לפעמים גם נותנים אשראי פתוח המוסדיים כמעט תמיד לוקחים בטחונות קשיחים ובשוק ההון הרבה פעמים עושים הנפקות ללא בטחונות (אז אולי הפער בתמחור נובע מהפרשים בסיכון).

גיא לקן

אני חושב שזה סיפור של תמריצים הרי בסוף גוף מוסדי מחזיק אחוזים בודדים מהיקף הסדרה בהלוואה זה אחד על אחד הוא מחזיק ב-100% אז כן יש לו תמריצים לעשות את המוניטור.

אמיר ברנע

מה שאבי אומר שישנו פער בסיכון האשראי בהלוואות פרטיות לבין אגח סחירה. אז אם יש פער בסיכון איך הוא משפיע? אולי הצמצום בפער התשואה נובע מפער שהתרחב בסיכון כלומר השוואת תשואת אג"ח סחירה ולא סחירה איננו מבודד פער בסיכון לכן אינו משקף נזילות בלבד.

גיא לקן

אבל במודל האמפירי אנחנו שולטים על הסיכון וזה מה שחשוב אנחנו יודעים על כל ההיבטים של הסיכון וההיבטים של ההנפקה מעבר לזה יש לנו בעבודה ספציפיקציה שאנחנו לוקחים חברות ציבוריות שיש להן גם הלוואות וגם חוב סחיר ואנחנו מאפיינים מבחינת הסיכון את החברה.

אמיר ברנע

לא דברנו על הרייטינג. באגרות חוב סחירות קיים רייטינג שבנוי על אנליזה. האם משהו פגום באנליזה של הרייטינג שמחייב אנליזה עצמית? הרי הרייטינג נדרש כדי לחסוך עלויות לכל גוף שמשקיע באגרת חוב סחירה. יש לי רייטינג – זאת בעצם הפעולה שחוסכת עלויות עסקה.

האם קובעים רייטינג בלי קשר לקובננטים בלי קשר לביטחונות? אם כן זה מגוחך מלכתחילה כי אז אינו קובע את איכות אגרת החוב.

שרית לוי¹

מנקודת מבטם של המנפיקים (אני מכהנת כנושאת משרה בקבוצת רבוע כחול), הירידה שהוצגה בהיקפי הנפקות האג"ח הסחיר, לעומת העליה בהיקפי גיוסי חוב לא סחיר/ חוב במכשירים אלטרנטיביים, החל מ – 2010 ועד 2015 (אני מציינת שלא הוצגו נתונים מהמחקר לאחר 2015 וזה מידע מאד חשוב ורלבנטי), נובעת מעוד מספר טעמים שלא הוצגו על ידי הדוברים, והם:

1. הצורך והרצון לגוון מקורות אשראי. תאגידים עיסקיים שפעילותם מבוססת על גיוסי חוב, והם בוחנים כל הזמן אופציות למימון מחדש, ירצו תמיד לגוון את מקורות האשראי, וייטו להשתמש במכשירים השונים שהשוק מאפשר. כך, כמעט תמיד יהיה נכון לצד אשראי בנקאי ליטול חוב מהציבור במכשיר האג"ח הסחיר, וגם לקבל אשראי פרטי וכו'. עם התפתחות שוק האשראי החוץ בנקאי הלא סחיר, גדל הביקוש למוצרים אלו ובאופן טבעי ירד השימוש בחוב הסחיר. לדעתי, השינוי לא נובע בעיקרו, אם בכלל, בשל דרישות ועדת חודק.
2. הגמישות במהלך חיי החוב בשיח עם הגורם המממן. בעוד שבשוק החוב הלא סחיר, ביומיום, כאשר יש חולשה מימונית מוסברת ומטופלת, ניתן לקבל מהמלווה (בנק/ מוסדי/ מלווה פרטי אחר), בדיאלוג פשוט יחסית, מהיר ולא פומבי, waiver על אי עמידה בתניה פיננסית לפרק זמן קצר, או הוספת מנגנון ריפוי, או כל פתרון עיסקי מימוני יצירתי שניתן להגיע אליו בהסכמה עם הגורם המממן. הדיאלוג הוא בד"כ מול גוף אחד (גם כאשר יש קונסורציום) ויש נטייה להגיע להסכמות סבירות, ללא ארוע default. בעוד שבאג"ח הסחיר, משא ומתן כזה אינו אפשרי. אין גורם אחד שניתן לסגור איתו פתרון מוסכם, אלא ע"י הקמת נציגות/ אסיפות מחזיקים, כניסה להסדר וכו', תהליך ארוך, מייגע בעל השלכות רוחב רבות ומורכבות.

¹ התוסף לאחר הדיון

לסיכום, הכללים של ועדת חודק באג"ח סחיר לא מהווים, לעניות דעתי, מכשול בשימוש באפיק גיוס חוב זה. הבחירה בין הנתיבים לגיוס חוב, על ידי החברות הלוות, מורכבת ממכלול גדול מאד של שיקולים, שהעיקריים הם מסחריים – מח"מ, תשואה, ריבית וכו'.

איתי קדמי²

אנחנו מודים לכל הדוברים על ההערות וההתייחסויות המעניינות למאמר. ממצאי המחקר מתעדים תופעה ייחודית בקנה מידה עולמי של מעבר משוק חוב סחיר לשוק חוב פרטי. המחקר מספק עדות אמפירית ונתמך בספרות תאורטית רחבה, אשר לפיה לא קיים תמריץ למשקיע בודד להקצות משאבים ולבצע פעולות של ניטור במכשיר שהוא מבוזר משקיעים. הועדה בראשותו של עו"ד דוד חודק למעשה גרמה למשקיע המוסדי להקצאת משאבים ועלויות בהשקעה במכשיר חוב מבוזר משקיעים. הועלו מספר טענות בדיון שאינן מייחסות בהכרח את התופעה להמלצות הועדה, מרביתן שמענו בעבר ונשקלו בכובד ראש וגם נבחנו אמפירית על-ידנו, אך נשללו (כגון: השפעה של "רעש ציבורי", צבירה מהירה בקרנות נאמנות, אלמנט השערך בהלוואות לעומת שווי שוק באג"ח, מחנק אשראי בבנקים, ירידת הריביות בעולם, חיפוש אחר תשואה גבוהה יותר באפיקים אחרים ועוד). עדות נוספת שמחזקת את המסקנה שלנו היא הגידול בריכוזיות הגופים המוסדיים בהנפקת סדרות אג"ח לאחר יישום המלצות הועדה, מה שמעיד כי ה-alignment of interests מתקיים מצד המוסדיים גם בהשקעותיהם באג"ח סחיר. לסיום, נציין שכחוקרים וכעובדים מן המניין בגופים מפקחים (רשות שוק ההון ובנק ישראל) אין ביקורת על בסיס ההחלטה להקים ועדה ציבורית שתדון ביכולת התמחור של משקיעים במכשירים שונים, אלא אנחנו מראים שבעקבות המלצות הועדה נוצרו unintended consequences.

יאיר לפידות³

לפני 13 שנים, בשנת 2008, רעדה המערכת הפיננסית הגלובלית. מינוף מוגזם, תאוות בצע, ניתוח סיכונים ומערכות דירוג גלובליות כושלים, בשילוב עם רכישות ספקולטיביות של דירות למגורים בארה"ב, היו הכוחות המניעים של המשבר הקשה. בתקופה ההיא שלפני המשבר, נכתבה מחדש תורת האלכימיה ויצירת "יש מאין". תיקי המשכנתאות העצומים, שנוצרו מגל רכישות הדירות, הוכנסו "לבלנדרים", נחתכו לחתיכות, הורכבו מחדש בשכבות סיכון שונות והפכו למכשירים "חדשניים" כמו ה-CDO, באופן ששוויים הכלכלי ביציאה, עלה באורח פלא על שוויים בכניסה. הבנקים בארה"ב ובאירופה, שלקחו פוזיציות גדולות בשוק הנדל"ן הממונף מאוד, החלו להתמוטט בזה אחר זה, כשהרגולטורים והשלטונות ההמומים מההתפתחויות, ישבו בחוסר מעש וזאת עד שהלהבות אחזו גם

² התוסף לאחר הדיון

³ התוסף לאחר הדיון

בבנק הגדול ביותר, סיטיבנק, ובחברת הביטוח הגדולה AIG. אז הבינו הממשלות והבנקים המרכזיים, שאם לא יתערבו בעוצמה במשבר בשווקים ובמערכת הפיננסית, יחול מהר מאוד "אפקט דומינו" שימוטט את המערכת הפיננסית לבלי שוב. באותם ימים סוערים, שררה היסטריה מתגברת בשווקים והציבור בכל העולם וגם בישראל מכר, בכל מחיר, מניות ואג"ח קונצרני. מדדי המניות ירדו גם אצלנו בכ- 50% ועד 75% (היתר) ומדדי אג"ח קונצרני ירדו ב- 20% ויותר.

בעיית יסוד בישראל, מעבר לחוסר בחינוך פיננסי, הינה כללי הרישום של שערך כספי הציבור המושקעים בניירות ערך נסחרים בבורסה, תמיד אך ורק בשווי שוק (בעוד שעולם הגמל והפנסיה – ההשקעות שאינם סחירות נרשמות עפ"י הערכות שווי בלבד – עניין שהוא חלק ניכר מהמוטיבציה של גופים פנסיוניים להשקיע בנכסים לא סחירים).

כתוצאה כאמור מהיסטוריית הציבור ב-2008, לנוכח המשבר, ופדיונות כספים רבים על ידו שגרמו לגל מכירות מניות ואגח קונצרני, הראו חסכוניות הציבור ב- 2008, גם בישראל, הפסדים כבדים. ראוי לציין, שהגופים המוסדיים בישראל, לא השקיעו באותם הימים כמעט בכלל במכשירים הפיננסיים "החדשניים" והרעילים מארה"ב הנל ודווקא בנקים גדולים בישראל ובראשם פועלים היו אלה שרכשו את המכשירים הנ"ל.

למרות זאת, התקשורת הכלכלית ופוליטיקאים שונים, מיהרו לנוכח הפסדים אלה לטעון, כי הם תולדה של רשלנות הגופים המוסדיים בהשקעות נמהרות באג"ח קונצרני ודרשו הסקת מסקנות וצעדים אל מול הגופים המוסדיים. הגדיל לעשות מנכ"ל בנק שצוטט אז בתקשורת בכותרת: "המוסדיים זימברו את עם ישראל". את הדברים הללו אמר המנכ"ל בחוסר הבנה בסיסי ובעזות מצח, בעוד מניות הבנק שלו עצמו נסחרות בבורסה ב- 30% מההון העצמי בלבד! לנוכח הסיטואציה הנ"ל, הוקמה ועדת חודק המכובדת ובהמשך פרסמה המלצותיה, שבחלקן אף הועילו בהחלט לשוק האג"ח (למשל בסוגיית שיפור שטרי הנאמנות לאג"ח).

עם זאת חשוב להדגיש, כי מרות שלל הסדרי החוב שחלו, בשנים שלאחר 2008, התייצבות הכלכלה והשווקים הפיננסיים בהדרגה, לאחר מכן, הציבה בראי הזמן מראה טובה יותר, למדידת ביצועי המוסדיים בשוק האג"ח הקונצרני.

וראה זה פלא – אם נמדוד את ביצועי שוק האג"ח הקונצרני לאורך שנים, עוד מלפני פרוץ המשבר ב-2008, ניווכח כי תיקי האגח הקונצרניים, היכו בממוצע (בלפחות 1% לשנה) את מדדי האגחי"ם הממשלתיים למחמ"ים דומים! וזאת למרות שלל הסדרי החוב שקרו בהמשך, בדיוק מה שהייתי מצפה מתיק קונצרני להניב, כאשר הוא מנוהל באופן מקצועי!

המסקנה הברורה מהדיון לעיל הינה, כי בגדול תיקי האג"ח הקונצרני והניהול המוסדי בנושא, התנהלו בצורה סבירה, גם לפני המשבר ב- 2008 וכי התערבות רגולטורית מוגזמת בניהול ההשקעות

(ראה גם אפשרות יצירת הוראות בעתיד בנושאים כמו ESG וכו'), השיפוט הלא מקצועי מספיק בטווחים הקצרים (בעיקר בזמני משבר) ע"י פוליטיקאים והתקשורת ולחצים המופעלים על ידם על רגולטורים, להתערב יותר ויותר, יביאו אך רק לביצועים פחותים לאורך זמן ומעבר לניהול פסיבי יותר ויותר, ללא הקדשת מאמצי מחקר ראויים ונדרשים.

משה ברקת

קודם כל אני כמובן שמח על דיונים מהסוג הזה ובכלל על מחקר משותף שנעשה עם בנק ישראל. התהליך הזה שאנחנו מבססים החלטות רגולציה קודם כל על מחקרים רציניים ואז על דיון ציבורי – תשמעו, אין לנו את הלוקסוס הזה הרבה פעמים, ואריק מכיר את זה. אז אני שמח מאוד בכלל שיש תהליכים מהסוג הזה ומקווה מאוד שהתהליכים האלו יהיו יותר ויותר.

היום יש לנו 4 מחקרים ברשות חלקם עם גורמים אחרים, לא היה מחקר כזה ברשות שוק ההון ואני חושב שזה הכרחי. לגבי המחקר הספציפי הזה כמובן שאם המחקר היה לוקח פרמטרים מתוך חודק ומנסה להסביר דרכם שינויים בשוק אז כנראה שזה היה יותר חזק. קודם אמרתי אמירה סטטיסטית לגבי מה שאמיר ועדי אמרו, אבל ברור שמה שהם ואסף אמרו נכון – שיש השפעת התפתחויות נוספות שהן לא רק חודק. אבל אני חושב שאם אנחנו לוקחים לא רק את כללי ועדת חודק אלא כל האירועים שקרו בהקשר הזה של המשבר הפיננסי, ואז גם כשהייתי ברשות ניירות ערך עשינו את מודל קציני האשראי בשעתו – הנציגויות וכו, אז התמונה יותר שלמה. אני חושב שהסיבה שקרנות הנאמנות, אני לא הייתי כמובן מנהל מחלקת ההשקעות ברשות, אבל קרנות הנאמנות בחרו שלא לאמץ כנראה גם בגלל שוועדת חודק נכנסה לתוך נושא הנאמנים בשעה שרשות ניירות ערך הסדירה את שטרי הנאמנות והנאמנים וכו. כנראה שגם הייתה איזה שהיא בעיה פוליטית. אבל אני חייב לומר לדוד שאני גם שונא רגולציה ואתה יודע את זה כי אני חושב שהרבה פעמים הדברים הולכים למקומות לא נכונים. זה כמו פיטר לינץ' שאמר אני משקיע בחברה שכל אידיוט יכול לנהל כי פעם יבוא אידיוט לנהל אותה. אז גם ברגולציה, מה לעשות, מידי פעם באים כל מיני. והאידיוט יכול להיות גם אני כי לא כל מה שאני עושה הוא נכון. אני יכול להיות אידיוט בדבר אחד אבל רגולטור טוב בדבר אחר, וזה בדיוק היופי של הדבר – יש פה תחרות בין רגולטורים. ואני חושב שהמבנה הקיים שהוכיח את עצמו בזמנים האחרונים מבחינת זה שיש רגולטורים מומחים בתחומים מסוימים. אני לא חושב שהשוק מתבלבל איזה רגולטור אחראי למה. אני הייתי קצת בשוק, ולא ממש התבלבלתי הגשתי תשקיף לפיקוח על הבנקים או לרשות שוק ההון, ולהיפך שבא גוף מוסדי והלך לרשות ניירות ערך במקום לרשות שוק ההון.

יש בעיות אחרות, יש את כל הפעילויות של הפיננסים המוסדרים וכו' שאי אפשר לצפות שב4.5 מיליון שקל שנתנו אפשר להסדיר את כל העולם הזה, כאשר להשוואה מערך נתוני האשראי בבנק ישראל שזה בסה"כ מערכת מידע עם ממשק גישה מקבלת 90 מיליון תקציב. זה לא סביר. אני לא אלאה אתכם בכל הבעיות שלי וזה לא קשור לעניין, אבל באמת צריך להסתכל על הדברים האלה ברמה העסקית ואני אומר שאני שונא רגולציה מכיוון שהרגולציה צריכה לבוא ולפתור קשיים, לא בצורה

טכנית. ולפעמים כאשר היא באה ומתלהבת יתר על המידה, כמו באיכות מוצר למשל, אז עשויה להיות בעיה של התערבות יתר, לפחות בטווח הארוך. עכשיו השאלה היא לא על אם חודק טוב או לא טוב. קודם כל חודק היה טוב לשעתו. חודק עדיין טוב, הכללים כמובן, אבל נראה שיש כבר אבולוציה והכללים שהיו בעבר בסיס לא מספקים היום למשל בחינת יכולת החזר וכו'. אז הציפייה היום היא בכלל ברמה אחרת. אז אפשר לכאורה להשאיר את זה ואם זה לא מפריע זה לא מפריע, איפה בכל זאת הבעיה? לפעמים יש בעצם הפרעות. כמו ועדת השקעות למשל, זה היה נכון וטוב מאוד לשעתו, אבל ברגע שהיא מתחילה להיכנס לתוך האלוקציה של הנכסים וניהול השקעות במקום פיקוח - מי אני רוצה שיקבע אלוקציה של הנכסים? מי שאני רוצה שבפועל ינהל לי את התיק. כשאני הולך למנהל השקעות לטווח ארוך כלקוח ממוצע אני לא אתחיל להגיד לו אני רוצה שתשקיע לי 20% באג"ח 30% מניות חול 40% מניות ישראל. הגענו למקום שאנחנו בעצם נכנסים למקומות שזה כבר מפריע לתהליך ההשקעה ואז אנחנו אומרים בוא נראה איפה זה מפריע לתהליך ההשקעה. אם זה לא היה מפריע לתהליך ההשקעה אז בתחילת הקורונה לא היינו אומרים לגופים המוסדיים תעצרו עם החודק, שימו בהשעיה, תעשו מה אתם יודעים אנליזה וכו'. אז הם יכלו לקלוט אגרות חוב שנזרקו ע"י קרנות הנאמנות בגלל אפקט העדר המאפיין אותן. אותם דברים שמפריעים, אנחנו צריכים לשים בצד. אפילו בעצמך אמרת, דוד (חודק), בוא נשים את זה בצד לתקופה. זה עשה את העבודה שלו התקדמנו קדימה. במקום שנישאר עם הדבר הזה שהיה נכון לשעתו לכל החיים. איפה שלא צריך להתערב, בואו נעזוב. אפשר לשחרר לפעמים.

ברשות ניירות ערך 2010 באתי לזוהר גושן ואמרתי לו בוא נדרוש תמצית של דוחות כספיים כדי שבסופו של דבר השוק יסתכל על התמצית הזאת ולא על כל הברנעים שנכתבים על ידי עורכי הדין. ואז הוא שאל גם אחרים ברשות. אמרתי לו זוהר מה אתה שואל בכלל ברגע שאנשים חושבים כמו רגולטורים, רגולטור זה כמו סנדלר כל בעיה אצלו זה מסמר הרגולטור הפתרון שלו זה עוד רגולציה. אז באמת אני חושב שאנחנו כרגולטורים צריכים לפעמים לדעת לשחרר לתת לשוק לעבוד וכאשר יש בעיות לבוא ולהיכנס אנחנו יודעים איך הוצאות ישירות איך נקבע 0.25% אני אומר לכם כמי שהיה בחברות ביטוח, כדי שנהיה כמה שיותר רחוקים מהמגבלה אותו דבר עם הקובננטיס. הם נקבעים כדי שלא נהיה שם אז מידי פעם זה קורה שכן, בסדר אני חושב שהייתה תרומה אדירה לוועדת חודק, כמובן שהרכב הוועדה היה כזה שהוא סופר מקצועי אנחנו רואים. אין פה שאלה שיש פה אנשים שיודעים את עבודתם אבל עברנו תקופה ודוד בעצמו אומר זה היה טוב וזה נכון היום זה ממילא נעשה זה לא שזה לא רלוונטי אבל תנו לשוק לעבוד ואם תהיה בעיה אנחנו יכולים להחזיר את הכללים מחדש ולכן אני חושב שבמקום הזה אנחנו נמצאים ואני חושב שזה נכון גם לדברים אחרים לא כל שינוי שנעשה זה ביקורת על הרגולטור הקודם או על האנשים הקודמים שקבעו אותם זה פשוט אבולוציה טבעית של דברים והכוונה שלנו היא לבוא לשפר.

שלומי שוב

רק לסכם משה - אתה במגמה של להקל את הקביעות של חודק?

משה ברקת

כן אנחנו רוצים לבחון איפה יש דברים שמפריעים לשוק ולשחרר ולתת לשוק לעבוד.

שלומי שוב

אנחנו רוצים לסכם את הדיון. הייתה לנו כאן תמימות דעים שהקביעה של הקשר החד ערכי בין חודק לבין התוצאות של השינוי במרווחים ובמעבר מהסחיר ללא סחיר זאת לא בהכרח הייתה המציאות וזאת נקודה שגם צריך לשקול אותה.

אמיר ברנע

הדיון הפתיע בשני דברים: הופתעתי ממה שאמיר הסל לגבי נושא פשיטות הרגל שממוקם באג"ח סחירות. ודבר שני ממה שאמר אריק פרץ לגבי הערכות שווי. ראיתי את הדוחות והשיערוכים של השקעות סחירות, לבוא ולהגיד שהערכת השווי השוטפת של נכסים לא סחירים היא כמו ערכי שוק לפחות והיא משווה לערכי שוק? את זה תסלח לי אריק קשה לי לקבל. אני ראיתי איך מעריכים השקעות אלטרנטיביות ומה הפתק ששולחים לך כל חודש המנהלים על השווי של ההשקעות האלה. לא יספרו לי שהמידתיות שמקבלת נאמר קופת פנסיה או הקרן להשתלמות או משהו כזה שהתנודתיות בשווי נכסי קופת גמל, פנסיה או השתלמות איננה מושפעת מאחוז ההשקעה הלא סחירה. אני חושב שהתנודתיות מושפעת מהשקעות לא סחירות וחלק מהנהירה להשקעות לא סחירות נבע מהעובדה ששווין פחות תלוי בשוק. אחרי ניסיון 2008 שהשוק באמת חתך באחוזים מאוד גדולים את תשואת ניירות הערך הסחירים והקרנות הראו תשואות בעיתיות. אז החליטו לעבור להשקעות שאינן סחירות אשר לכאורה מייצבות את התשואות. לכן אני חושב שהצורך באיזון רוחבי בהערכות שווי של השקעות סחירות ולא סחירות הוא על סדר היום והוא חלק מהתמונה שמקבל עמית, שהוא פורש או נכנס לאחת מההשקעות המוסדיות.

שלומי שוב

כמו שאמרנו יכול להיות שזה באמת מצדיק דיון בפני עצמו. תודה רבה לכולם!

על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (Fair Value Forum (FVF), הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה, היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בנושא. הפורום שמקיים מפגש חודשי, משמש קבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות שנמצאות על סדר היום ומשמש פלטפורמה לשיתוף ידע, זיהוי בעיות, תהליכים ומגמות וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשקיעים.

הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן, בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל וחיבור בין תחומי הידע השונים.

סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות.

אתר הפורום: www.fvf.org.il