

חומר רקע למפגש דצמבר 2021

המלצות ועדת חודק – חשיבה מחדש במלאת עשור ליישומן

רקע

הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות רכישת איגרות חוב לא-ממשלתיות ("ועדת חודק") הוקמה בשנת 2009. הרקע להקמתה היה משבר הסאב פריים שפרץ בארה"ב בשלהי 2008 והגידול בהיקפו של שוק אגרות החוב הלא ממשלתיות ("חוב קונצרני" או "חוב ציבורי"). הוועדה מצאה כי שוק איגרות החוב הקונצרנימאופיין במספר חולשות בסיסיות, אשר לדעתה "שימורן השפיע על תפקודו של שוק ההון הישראלי ועשוי היה לפגוע בחיסכון הפנסיוני של הציבור". בעקבות כך, גיבשה הוועדה תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות (covenants), כדי שישמשו את הגופים המוסדיים למעקב אחר מצבה הפיננסי של החברה ויכולת הפירעון שלה. התפיסה היתה כי ה-covenants נדרשות בפרט על רקע המח"מ הבינוני-ארוך של איגרות החוב (המתאימים להשקעת כספים המיועדים לגיל פרישה). לגישת הוועדה, הבטחת קיומן של covenants שתבטחנה את זכויות המחזיקים לאורך כל חיי החוב אינה נופלת בחשיבותה מתמחור נכון של המחיר במועד רכישת אגרת החוב. נציין, כי ככל שגופים מוסדיים מפחיתים סיכון באמצעות התאמות מח"מ (matching), יורדת חשיבות הסחירות כמרכיב בתיק ההשקעות. יתר על כן, ישנם לכאורה מוסדיים אשר מעדיפים הלוואות פרטיות (או מכשירי השקעה אלטרנטיביים) מכיוון שתדמיתית מופחתת סיכון התיק יחסית להשקעות סחירות המוצגות במחירי שוק שוטפים. תמחור שוטף רוחבי של השקעות המוסדיים הוא תנאי הכרחי להצגה כלכלית של שווי התיק שלה השלכות על שווי התיק שהוא הבסיס לכניסה ויציאה של עמיתים.

בחלוף כעשור מיישומן לראשונה של המלצות הוועדה (ראו להלן את עיקרן וכן את הממצאים האמפיריים לגבי השלכותיהן), נראה כי ראוי לערוך בחינה מחודשת של תהליכי ההשקעה באפיקי חוב קונצרני בגופים המוסדיים תוך הבאה בחשבון של השינויים המשמעותיים שנערכו בעשור האחרון בשוק ההון, פעילותם של הגופים המוסדיים והגברת מומחיותם בניהול השקעות, ובפרט בעריכת אנליזות. **בהקשר זה, ראוי בין היתר לציין כי המלצות ועדת חודק לא הוחלו על אפיקי השקעה אלטרנטיביים כגון מתן הלוואות פרטיות¹, השקעות נדל"ן מניב או השקעה בקרנות השקעה שאינן סחירות (למשל, קרנות הון סיכון וקרנות פרייביט אקוויטי)- אפיקים אשר שיעור החשיפה אליהם בתיק חיסכון הפנסיוני של הציבור מצוי במגמת עלייה. כמו כן, ראוי להזכיר כי ועדת חודק סברה כי כל עוד השוק לא יפעל באופן עצמאי לגיבוש פרקטיקות נאותות נדרשת מעורבות רגולטורית בכדי להניע את הגופים המוסדיים לפעול לשיפור איכות איגרות החוב אשר הם רוכשים עבור ציבור החוסכים. עתה, עשור לאחר יישום המלצות, ולנוכח ההתבגרות וההתמקצעות מערכי ההשקעות בגופים המוסדיים, עולה בין היתר השאלה האם לא הושלם תהליך גיבוש הפרקטיקות הנאותות שאליהן כיוונה בזמנו הוועדה?**

¹ הנושא טופל באופן חלקי באמצעות יישום החלטות ועדת גולדשמיט משנת 2014 (ראו http://ozar.mof.gov.il/hon/2001/hon_dep/memos/DochVada_new.pdf).

עיקרי המלצות ועדת חודק

- א. הרחבת התשתית ליצירת משא ומתן בין הגופים המוסדיים לחברות המנפיקות לפני ההנפקה, כולל קביעת פרק זמן של שבעה ימי עסקים לפחות לפני מועד ההנפקה/העמדת ההתחייבות המוקדמת, לקבלת מידע מאת החברה המנפיקה. כמו כן, יש לחייב פרסום פומבי לפני ההנפקה, של השאלות שהפנו המשקיעים לחברה המנפיקה וההבהרות שהתקבלו מצידה.
- ב. הכנת אנליזה כתובה על ידי גוף מוסדי טרם רכישה בשוק הראשוני.
- ג. ברכישת איגרות חוב על ידי גופים מוסדיים מתאגידים שאינם מדווחים (חברות פרטיות): הוועדה קבעה כי יש לקבוע את סוג המידע שגופים מוסדיים ידרשו לקבל לפני השקעה בהנפקה, סוג המידע (שוטף ומיידלי) שגופים מוסדיים יקבלו במהלך חיי החוב. כמו כן, יש למנות נאמן בהנפקות בהם משתתפים מספר מינימאלי של גופים מוסדיים.
- ד. קביעת תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות:
1. קביעה מפורשת של החברה המנפיקה ביחס לנושאים מסוימים (רישום למסחר, הפסקת דירוג וכיו"ב).
 2. קביעת תניות חוזיות ואמות מידה מינימאליות.
 3. קביעת תניות חוזיות ואמות מידה מומלצות.
- ה. קריאה לרשויות הרלוונטיות לבחון מנגנונים לשיתוף פעולה בין גופים מוסדיים:
1. מיסוד מנגנון "נציגות דחופה" מטעם הגופים המוסדיים לצורך ביצוע שינוי זמני בשטר הנאמנות, בכפוף להחלטת החברה המנפיקה.
 2. בנוסף המליצה הוועדה על הקמת נציגות מטעם הגופים המוסדיים, שתפעל במשותף במהלך המשא ומתן מול החברה המנפיקה לפני ההנפקה.
 3. ייסוד פורומים משותפים לגופים המוסדיים בישראל, לצורך שיתוף פעולה ביניהם לגיבוש פרקטיקות נאותות כפי שהדבר קיים בשווקים מפותחים בחו"ל.
- ו. מינוי נאמן על.
 - ז. יש לסווג איגרות החוב תוך התייחסות לסוגיהן השונים, כפונקציה של בכירות/נדחות החוב לעומת חובות אחרים של החברה המנפיקה.
 - ח. יש לגבש מדיניות ביחס לרכישת איגרת חוב בשוק המשני.
 - ט. החלת חובת רישום איגרת חוב לא סחירה בלשכת רישום.

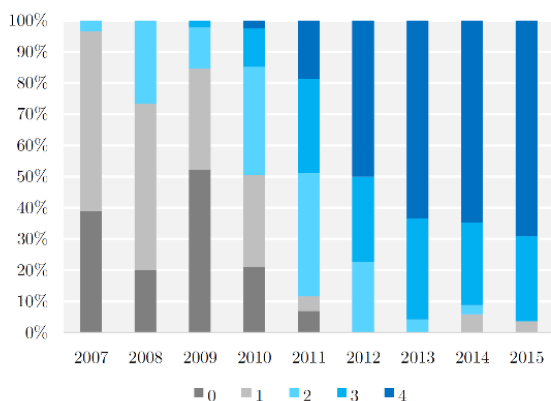
השלכות המלצות הוועדה – ממצאים אמפיריים

במאמרה של נורית דרור, מחטיבת המחקר של הבורסה לניי"ע (11.2013)², במלאת שלוש שנים ליישום ועדת חודק שבחן את השלכות הוועדה על שוק האג"ח בשנים 2010 – 2013 נמצאו הממצאים העיקריים הבאים:

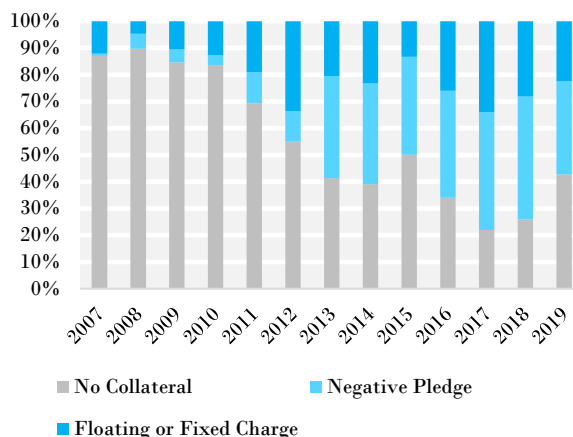
1. ירידה בהיקף הנפקות אג"ח (סדרות חדשות וקיימות) – ירידה בהיקף של כ-1.5 מיליארד ₪. הירידה בהיקף הנפקת סדרות חדשות ירד שנים שלאחר הוועדה (2010-2012). בשנת 2014 היקף ההנפקות של סדרות חדשות חזר למצב המוצא טרם הירידה.
2. הגדלת יתרת ההלוואות פרטיות של המוסדיים לסקטור העסקי על חשבון רכישת אגרות חוב סחירות בישראל – ההלוואות זינקו בהיקף של יותר מפי 5.5.
3. בשנים הראשונות שלאחר הוועדה חלה עליה במשקל הסכום שגויס באמצעות הרחבת סדרות קיימות על-חשבון הנפקות של סדרו חדשות.
4. שינוי בדירוג אגרות החוב המונפקות – לפי ועדת חודק על המוסדיים לרכוש אגרות חוב מדורגות אחרת ידרשו במתן נימוק.

מחקרם המשותף של איתי קדמי מחטיבת המחקר בבנק ישראל וגיא לקן, מנהל המחלקה הכלכלית ברשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון, בחן את השפעת יישום המלצות ועדת חודק על החלטות ההשקעה של הגופים המוסדיים בשוק החוב הקונצרני (מצורף כנספח). תוצאות המחקר מעידות כי לאחר יישום המלצות הוועדה, הגופים המוסדיים שינו את תמהיל השקעותיהם בחוב קונצרני ולמעשה הסיטו את השקעותיהם מאפיק אגרות החוב הסחירות אל עבר אפיק ההלוואות הפרטיות.

גרף 2 – פיזור הנפקות של סדרות חדשות לפי מספר ההתניות החוזיות



גרף 1 - שיעור הנפקות של סדרות אגרות חוב חדשות שמכילות מגבלות וקובננטים

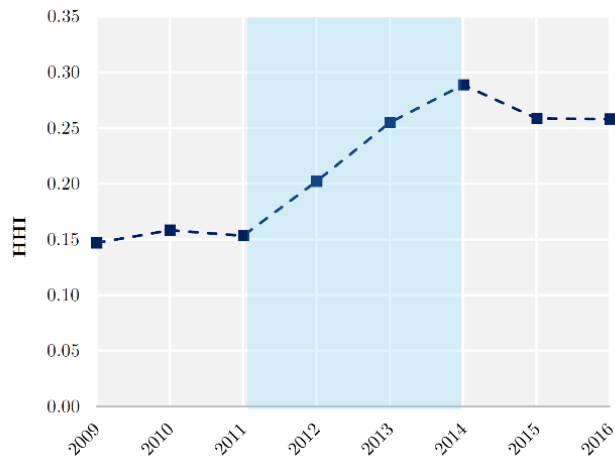


² https://info.tase.co.il/Heb/Statistics/StatRes/2013/Stat_141_Research_2013_10_202314.pdf

בהתאם לגרף 1 ניתן לראות כי השימוש באמות מידה פיננסיות, הגבלות על הנפקת חוב נוסף והגבלות על חלוקת דיבידנד גדלו החל מיישום המלצות ועדת חודק (ספטמבר 2010). בנוסף, מגרף 2 ניתן ללמוד כי החל מ-2010 (יישום המלצות הוועדה) מספר ההתניות החוזיות בהנפקות של סדרות חדשות גדל.

תופעה נוספת מעניינת שעלתה מן המאמר הינה הגידול בריכוזיות של הגופים המוסדיים בהנפקה של סדרות חדשות לצורך הקטנת עלויות הפיקוח. כלומר, הגופים המוסדיים הגדילו את חלקם בכל הנפקה וזאת לאור יתרון לגודל בשל עלויות הפיקוח. הדבר תומך בטענה שהמלצות הוועדה השפיעו על העדפות ההשקעה של גופים אלו.

גרף 3 – מדד HHI של הגופים המוסדיים בהנפקות סדרות חדשות

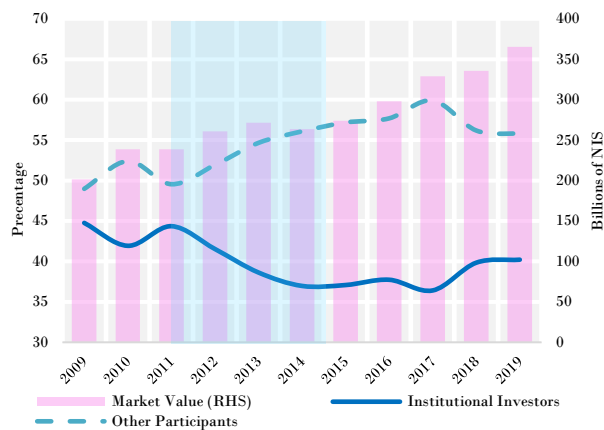


כמו כן, מהמאמר עולה כי ניתן לראות כי בעוד ששיעור ההשקעה בחוב כאחוז מהנכסים המנוהלים (AUM) נשאר יחסית יציב באזור ה-9%, מה שהשתנה זה תמהיל ההשקעה בחוב. בעוד שב-2008 אחוז האגח הקונצרני מתוך ההשקעה בחוב של המוסדיים היה כ-90%, ב-2015 הוא ירד לכ-50%, והתייצב על שיעור דומה בהמשך העשור הקודם, כאשר אפיק החוב הפרטי החליף את אפיק האגח הקונצרני. אינדיקציה נוספת לשינויי ההעדפות בגופים המוסדיים משתקפת מנתח הגופים המוסדיים בחוב הקונצרני; בעוד שהיקף הנכסים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים גדל משמעותית במהלך העשור שחל, ניכר כי שיעורם בחוב הסחיר ירד במתואר בגרף 4(ב) להלן.

גרף 4 (א) תמהיל השקעות מוסדיים בחוב

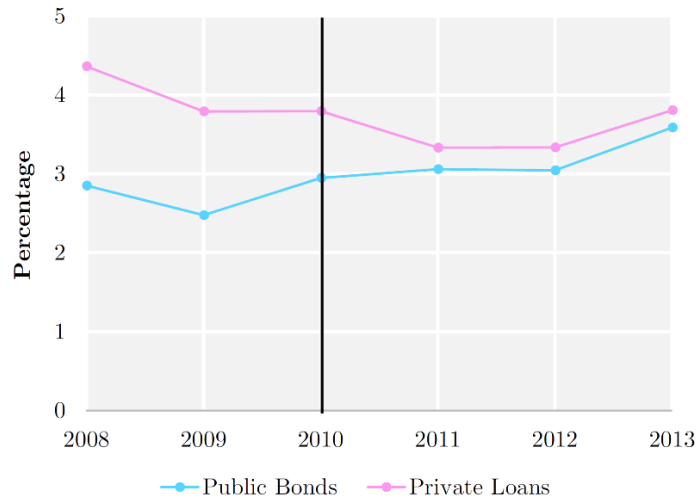


גרף 4 (ב) נתח גופים מוסדיים בחוב הסחיר



בנוסף, באמצעות אמידה אקונומטרית, נמצא כי פער המחירים בין שני מכשירי חוב אלו מצטמצם באופן מובהק סטטיסטית וכלכלית בשנים שלאחר יישום המלצות הוועדה. לגישתם, ממצאים אלו מעידים כי המלצות ועדת חודק הביאו לגידול בביקוש להלוואות פרטיות על חשבון הביקוש לאג"ח סחירות בקרב הגופים המוסדיים, ולמעשה גרמו לשינוי בהעדפות ההשקעה שלהם בחוב קונצרני. המחסור בתמריץ בקרב המשקיעים לבצע פיקוח בשוק חוב סחיר, המאופיין במספר רב של משקיעים מהווה ככל הנראה את הסיבה לצמצום ההשקעות באג"ח קונצרני. היות ורק על סוג אחד של משקיעים (המשקיעים מוסדיים) מוטלת החובה הרגולטורית לבצע פיקוח, אך המשקיע הנ"ל נהנה מהתועלת שלה רק באופן חלקי. לכן, הגוף המוסדי יעדיף להשקיע בחוב לא סחיר – אפיק ההלוואות הפרטיות – בו הוא ייהנה באופן בלעדי ומלא מכלל פעולות הניטור שאותן הוא מבצע.

גרף 5 - מרווח ריבית ממוצע של הלוואות פרטיות ואג"ח קונצרני



מתרשים 5 ניתן לראות כי טרם המלצות הוועדה הפער בין המרווח של הלוואות פרטיות לבין המרווח של אגח קונצרני עמד בממוצע על כ- 1.5%, לאחר יישום המלצות הוועדה הפער בין מרווחי הריבית הצטמצם בצורה ניכרת, וזאת בעקבות ירידת מרווחי הריבית שבהם הועמדו ההלוואות הפרטיות בהשוואה לאלו של אגרות החוב הקונצרניות הסחירות.

שאלות לדיון

1. האם התוצאות האמפיריות מבססות הרחבה של הוראות חודק גם לגבי הלוואות פרטיות והשקעות אלטרנטיביות (כפי שנעשה באופן חלקי בשנת 2015 בעקבות מסקנות וועדת גולדשמיט) או להפך – מעידות על צורך בצמצום הדרישות הנ"ל בכדי למנוע א- סימטריה בין חוב פרטי וציבורי?
2. האם מוצדקת מסקנת החוקרים כי מסקנות וועדת חודק הם הגורם לצמצום מרווח הסחירות או קיימות סיבות נוספות?
3. האם לאור יישום המלצות וועדת חודק על ידי הגופים המוסדיים, ובפרט עריכת "אנליזת חודק", התגבשה מציאות עסקית לפיה הגופים המוסדיים מסבסדים, הלכה למעשה, משקיעים אחרים בשוק ההון בדרך של נשיאה בעלויות האנליזה?
4. האם יישומן של המלצות וועדת חודק הביא לחשיפה ביתר לאפיק החוב הפרטי, דבר אשר פגע במידת הביזור ובאיכות הגילוי של השקעות המבוצעות עבור תיק החיסכון הפנסיוני של הציבור?
5. מה המשמעות שהדבר נושא מבחינת היבטי תשואה-סיכון, תוך הבאה בחשבון של נושא הביטחונות שקיימים בחוב הפרטי?

6. ברקע העלייה בשיעור החשיפה להלוואות פרטיות, ניצבת פרמיית אי הסחירות אשר השקעה באפיק הנ"ל טומנת בחובה; לנוכח הטענה הרווחת בספרות כי פרמיית אי-הסחירות הינה במגמת ירידה, הגם אם הגדלת שיעור החשיפה ללא סחיר היטיבה בעבר עם החוסכים, עולה השאלה העתיד צופן בחובו השפעה דומה (ראו בהקשר זה עמוד 11 לדוח ועדת הוצאות הוועדה המייעצת לממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון בנושא בחינת ההוצאות הישירות)?
7. האם קיימת כפילות אל מול הדירוגים?
8. האם יש צורך בהבחנה בין חוב פרטי של חברה פרטית לבין חוב פרטי של חברה ציבורית שלה שווי שוק וגילוי?
9. האם יש להכליל את מסקנות ועדת חודק על חוב חברות בבעלות המדינה (ביחוד כאשר קיימת תוכנית להפריטן)? האם נחוץ גילוי למשקיעים אודות כל השקעה או שמספיק פירוט כללי של מדיניות ועדת ההשקעות? בפרט, האם הפירוט המוצג כעת במסגרת "דוח הנכס הבודד" הינו מאוזן ומידתי?
10. עד כמה הפער בין אופן המדידה החשבונאי של שווי הוגן לסחיר (תנודתי) ללא סחיר (פחות תנודתי) תרמה להסתת השקעות לטובת הלא סחיר, והאם המגמה הרווחת בעולם להחלת מדידה על בסיס שווי הוגן לכלל אפיקי ההשקעה צפויה למתן השפעות שכאלו?
11. לעניין הדרישה לאנליזת חודק - האם יש מקום לבחון מעבר, חלקי או מלא, לאנליזה כלכלית, כדרישה המקדימה הבלעדית להערכת סיכון המכשיר וכדאיות ההשקעה בו? זאת מבלי ליצור "אפלייה רגולטורית" שיוצרת א-סימטריה בעלויות בין אפיק החוב הסחיר לאפיקי השקעה אחרים, שעשויים לטמון בחובם סיכונים לא פחות משמעותיים? מה גם שעל פניו, החוב הפרטי הינו מאתגר יותר מבחינת היבטי גילוי ואכיפה ("אור השמש מחטא").
12. בהקשר לשאלות הקודמות - מה מקומה של הרגולציה שקביעת דרישות מינימום והאם הדבר אינו עלול להוביל לפגיעה בסופו של דבר בחוסכים?
13. קובננטים בפועל - האם התגבשה פרקטיקה חלקית או מלאה של "check the box". מהם איכות וטיב הקובננטים שנהוגים בפועל?