

**דו"ח הועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות
גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות
רכישת איגרות חוב לא ממשלתיות**

פברואר 2010

לכבוד
פרופ' עודד שריג
הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון
משרד האוצר

אדון נכבד,

אנו מתכבדים להגיש לך דו"ח סופי של הועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות רכישת איגרות חוב לא ממשלתיות (להלן: "הועדה").

ביום 13 במאי 2009 מונתה הועדה. לשם גיבוש עמדתה והמלצותיה קוימו ישיבות עם שורה של גורמים בשוק ההון הישראלי: גופים מוסדיים, בנקאים, חתמים, נאמנים, חברות דירוג, רגולטורים ועוד. בנוסף, הועדה פנתה לציבור בבקשה להשמיע את דברו וקיבלה מספר תגובות בכתב. הועדה אף קיבלה חומר ממומחים בשוק ההון האמריקאי והאנגלי וקיימה עימם פגישות ושיחות טלפוניות.

ביום 22 בספטמבר 2009 הגישה הועדה דו"ח ביניים להערות הציבור. בחמשת החודשים שחלפו מאז הגשת דו"ח הביניים פעלה הועדה בשני מישורים עיקריים:

א. העמקת המחקר בשווקים המפותחים בעולם, ולימוד של התניות החוזיות ואמות המידה הפיננסיות המקובלות בהם. במסגרת זאת ביצעה הועדה מחקר אמפירי-כמותי, תוך השוואת הממצאים למחקרים שנערכו על ידי חוקרים שונים, ומחקר אמפירי-איכותי, במסגרתו הרחיבה הועדה את התייעצויותיה עם מומחים משוקי הון זרים.

ב. לימוד הערות הציבור. הועדה שקלה בכובד ראש את הערות הציבור (לרשימת המגיבים ראה **נספח ב'**) ודנה בהן בדיונים פנימיים, וביום 19 בנובמבר 2009 קיימה יום שימועים מרוכז לשמיעת גורמים אשר ביקשו להופיע בפניה. זאת, בנוסף לפגישות נוספות שנערכו עם נציגים של שחקנים שונים בשוק ההון.

אופי הכספים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים כחיסכון לטווח ארוך ובינוני, וייעודם העיקרי כהכנסה עתידית של הציבור לגיל פרישה, חייבו את הועדה לבחון את אופן ההשקעה הרצוי ורמת ההגנה הדרושה עבור ציבור החוסכים, אשר אינם זהים בהכרח לאלו של משקיעים אחרים. על כן, כל ההמלצות בדו"ח המובא להלן הן המלצות לממונה על שוק ההון, בסוגיה אילו הוראות יש להטיל על הגופים המוסדיים בקשר לניהול כספי החיסכון הפנסיוני של הציבור, המושקעים באיגרות חוב לא ממשלתיות.

הדו"ח המובא להלן מורכב משני חלקים עיקריים. תחילה תובא תמצית מנהלים. **החלק הראשון** מציג את הרקע להקמת הועדה ומנתח את המאפיינים השונים של שוקי איגרות החוב בישראל ובעולם ואת החולשות בשוק הישראלי. **פרק 1** מציג את הרקע להקמת הועדה; **פרק 2** מנתח את שוק איגרות החוב הלא ממשלתיות בישראל, תוך שימת דגש על התהליכים אשר הביאו להשקעה ההולכת וגוברת של הגופים המוסדיים בשוק זה; **פרק 3** מנתח בהרחבה את החולשות בשוק איגרות החוב הישראלי; **פרק 4** סוקר כמה מן השווקים המפותחים לאיגרות חוב בעולם – ארצות הברית, אנגליה וגרמניה – תוך שימת דגש על ההגנות המקובלות על המשקיעים באיגרות חוב בשווקים אלה; **פרק 5** מתייחס לארגוני גג של גופים מוסדיים בחו"ל אשר פועלים לשיפור ההגנות הניתנות להם. **החלק השני** מציג את ההמלצות הסופיות שגיבשה הועדה, בהתבסס על המסקנות העולות מניתוח החולשות בשוק הישראלי, לימוד הפרקטיקות הקיימות בשוקי איגרות החוב המפותחים בעולם והתגובות שנתקבלו מן הציבור. **פרק 6** מחדד את הכלים שמספקות ההמלצות הסופיות לועדת ההשקעות של הגופים המוסדיים; **פרק 7** מציג המלצות סופיות; **בפרק 8** מובאת עמדת הועדה ביחס לסוגיות מרכזיות.

הועדה מתכבדת להיענות לבקשתך וללוות את ישום המלצותיה, ככל שאלו יאומצו על ידך, למשך מספר חודשים נוספים; זאת על מנת לבחון את השפעת יישום ההמלצות על פעולת הגופים המוסדיים בשוק ההון ולהמליץ על שינויים, במידת הצורך.

אנו מבקשים להודות לכל מי שהגישו לנו חומר או הופיעו בפני הועדה.

תודה מיוחדת לגב' ענת ארבל ולעו"ד אודי אלפסי על השתתפותם בדיוני הועדה ותרומתם הרבה לגיבוש הדו"ח המובא להלן.

כמו כן, אנו מודים לגב' פיליס קורף ולמר יוסי וובמן ממשרד עורכי הדין **Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP & Affiliates** על הייעוץ המועיל ותרומתם להבנת הפרקטיקה הנהוגה בשוק איגרות החוב האמריקאי.

בכבוד רב,

עו"ד דוד חודק - יו"ר הועדה

גב' ענת לוין

מר אהרון קצרגינסקי

עו"ד דן אבנון

מר גילי כהן

רו"ח אריק פרץ

עו"ד דידי לחמן מסר - יועצת לוועדה

פרופ' אסף חמדני - יועץ לוועדה

רו"ח ענת פייער - מרכזת הועדה

תוכן עניינים

7.....תמצית מנהלים.....7

12.....חלק ראשון: ניתוח שוק איגרות החוב הלא ממשלתיות, בישראל ובעולם.....12

13.....1. הרקע להקמת הועדה.....13

17.....2. ניתוח שוק איגרות החוב הלא ממשלתיות בישראל.....17

17.....2.1 שוק האשראי בישראל: מקורות ושימושים.....17

17.....2.2 הגידול בהיצע איגרות החוב הלא ממשלתיות.....17

19.....2.3 הגידול בביקוש הגופים המוסדיים לאיגרות חוב לא ממשלתיות.....19

20.....3. זיהוי החולשות בשוק איגרות החוב הלא ממשלתיות.....20

20.....3.1 בעיית "איכות המוצר": העדר אמצעים להבטחת פירעון החוב.....20

22.....3.2 קיומו של יחס הולם ומפצה בין רמת סיכון לבין גובה הריבית.....22

23.....3.3 "שוק של מוכרים".....23

26.....3.4 סיכום.....26

29.....4. שוקי איגרות החוב בשווקים המפותחים בעולם.....29

29.....4.1 בכירות החוב.....29

31.....4.2 תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות.....31

34.....5. שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים ליצירת פרקטיקות נאותות.....34

34.....5.1 ארגוני גג של גופים מוסדיים.....34

35.....5.2 פעילותם של ארגוני גג של גופים מוסדיים בתחום האשראי.....35

37.....חלק שני: המלצות סופיות.....37

38.....6. שימוש ועדת השקעות בכלים המומלצים על ידי הועדה.....38

40.....7. המלצות סופיות.....40

41.....7.1 הרחבת התשתית למשא ומתן לפני ההנפקה.....41

41.....	7.1.1 מועד קבלת מידע לפני הנפקה של איגרת חוב.
42.....	7.1.2 פרסום הערות המשקיעים למסמכי ההנפקה.
42.....	7.2 הכנת אנליזה כתובה טרם רכישה בשוק הראשוני.
44.....	7.3 רכישת איגרת חוב מתאגידים שאינם מדווחים.
44.....	7.3.1 קבלת מידע לפני הנפקה - מזכר ההנפקה.
45.....	7.3.2 קבלת מידע שוטף ומיידית במהלך חיי החוב.
47.....	7.3.3 מינוי נאמן.
48.....	7.4 תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות.
48.....	7.4.1 קביעה מפורשת ביחס לנושאים מסוימים.
53.....	7.4.2 תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות מינימאליות.
53.....	7.4.3 תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות מומלצות.
54.....	7.5 שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים.
54.....	7.5.1 נציגות דחופה.
55.....	7.5.2 נציגות לפני ההנפקה.
55.....	7.5.3 פורום משותף לגיבוש פרקטיקות נאותות.
56.....	7.6 נאמן על.
56.....	7.7 סיווג איגרות חוב.
57.....	7.8 גיבוש מדיניות ביחס לרכישת איגרת חוב בשוק המשני.
57.....	7.9 חובת רישום איגרת חוב לא סחירה בלשכת רישום.
58.....	תחולת ההמלצות.
59.....	8. עמדת הועדה ביחס לסוגיות מרכזיות.
59.....	8.1 הצורך במעורבות רגולטורית ביחס להשקעות הגופים המוסדיים באיגרות חוב.
60.....	8.2 ניהול סיכונים.
62.....	8.3 רכישת איגרת חוב מתאגיד שאינו מדווח.
63.....	8.4 התחייבות לאי יצירת שעבודים – שעבוד שלילי.
65.....	8.5 מגבלות על שינוי שליטה.
66.....	8.6 נציגות דחופה.
67.....	8.7 פורום משותף לגיבוש פרקטיקות נאותות.

נספחים

69..... נספח א': כתב המינוי.....

70..... נספח ב': תגובות הציבור לקול קורא ולדו"ח הביניים.....

72..... נספח ג': השוני בין אופי הפעילות של הגופים המוסדיים לעומת המערכת הבנקאית.....

75..... נספח ד': השוואת הנפקות חברת חשמל בישראל ובארצות הברית.....

76..... נספח ה': חומר בינלאומי.....

נספח ה-1: מאמר הדן במסלול "נאמן על"

נספח ה-2: פניית השולחן העגול לאשראי ל-SEC לשיפור תהליך ההנפקה (מצגת)

נספח ה-3: המלצות השולחן העגול לאשראי בשיתוף פורום חוב בארצות הברית בדבר

תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות רצויות

תמצית מנהלים

שוק ההון הישראלי עבר בשנים האחרונות מספר שינויים מרכזיים, שהשפיעו הן על מגוון השחקנים הפועלים בו והן על מערכת קשרי הגומלין בין שחקנים אלה. על שינויים אלה נמנים הרפורמה בקרנות הפנסיה, הרפורמה המבנית בשוק ההון, אשר במסגרתה מכרו הבנקים את קופות הגמל וקרנות הנאמנות לגופים אחרים, והשינויים שבוצעו לאורך השנים בכללי ההשקעה של הגופים המוסדיים. ציבור החוסכים לגיל פרישה, אשר כספו מנוהל על ידי הגופים המוסדיים, הושפע באופן ישיר משינויים אלה.

החיסכון הפנסיוני של הציבור מהווה כשליש מתוך סך הנכסים הפיננסיים של כלל אזרחי ישראל. נתון זה, לצד האינטרס הציבורי המיוחד שבייעוד כספים אלו – אשר אמורים לשמש כמקור הכנסה עיקרי לגיל פרישה, מדגישים את הצורך בביקוח הולם על ניהול הכספים, ובכלל זה יצירת סטנדרטים הולמים, שאינם בהכרח זהים לסטנדרטים הנדרשים בניהול סוגי כספים אחרים של הציבור הישראלי.

מדינת ישראל הכירה לאורך השנים בחשיבות העצומה של חיסכון לגיל פרישה, ועל כן יצרה מערכת תמריצי מס על מנת לעודד את הציבור לחסוך לתקופה זו. תמריצים אלה אינם מוענקים לסוגים אחרים של כספים, המושקעים על ידי ציבור החוסכים הישראלי.

אחת התמורות הבולטות שהתחוללו בשנים האחרונות, בין היתר כפועל יוצא של השינויים האמורים לעיל, היא השינוי בהיקף ובהרכב האשראי העסקי, במיוחד בכל הקשור להתפתחות המואצת של שוק האשראי החוץ בנקאי ולחלקן של קרנות הפנסיה, קופות הגמל וחברות הביטוח (להלן: "הגופים המוסדיים") בשוק זה.

בתוך כך, גדלו היקף ושיעור ההשקעה של הגופים המוסדיים באיגרות חוב לא ממשלתיות. בחודש ספטמבר 2009 הסתכם היקף ההשקעה של הגופים באיגרות חוב לא ממשלתיות ב-135 מיליארד ש"ח, המהווים כ-30% מהיקף נכסי הגופים המוסדיים, בהשוואה ל-45 מיליארד ש"ח בסוף שנת 2003 (כ-12% מסך הנכסים). הגידול הניכר בהיקף ההשקעה הפך את הגופים המוסדיים לגורם הדומיננטי ביותר בשוק איגרות החוב – הגופים המוסדיים החזיקו בכ-64% מאיגרות החוב הרשומות למסחר בבורסה וברוב המכריע של איגרות החוב שאינן רשומות למסחר.¹

הפיכת הגופים המוסדיים לאחד ממקורות האשראי העסקי הדומיננטיים חיבה אותם, כמו גם את אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון שאמון על הסדרת פעילותם, לפתח תשתית למתן אשראי על ידם, מתוך הבנה שסיכון אשראי, ובפרט סיכון אשראי הנובע מפעילות השקעות, הינו אחד הסיכונים העיקריים להם חשופים הגופים המוסדיים. במסגרת זאת, קיימת חשיבות רבה ליצירת תמיכה ניהולית, מקצועית ותפעולית לקיום פעילות השקעות ולביסוס מנגנוני בקרה ופיקוח נאותים לניהול סיכונים אגב פעילות השקעות.

החולשות הבסיסיות, שמאפיינות את שוק איגרות החוב הלא ממשלתיות בישראל, התחדדו על רקע המשבר הפיננסי העולמי שפקד את שוקי ההון בשלהי שנת 2008. המשבר הדגיש את הצורך בשיפור וייעול תהליך ההשקעה באיגרות חוב, כנדבך משלים להסדרות שבוצעו עד כה. כפי

¹ הנתונים חושבו נכון לחודש יולי 2009.

שיפורט בהרחבה בחלק השני לדו"ח, המלצות הועדה נוגעות לשיפור תהליך ההשקעה באיגרות חוב לא ממשלתיות, על כל שלביו.

החולשות הבסיסיות כאמור נוצרו על רקע מאפייניו של המשק הישראלי – משק קטן וצעיר, בעל דומיננטיות של המערכת הבנקאית, מאופיין בריכוזיות גבוהה ובמבנה של פירמידות שליטה, רווי לעתים בניגודי עניינים, בעל נטייה להשקעות מקומיות (home bias) ושוק איגרות החוב הלא ממשלתיות החל להתפתח בו רק בשנים האחרונות.

גם המאפיינים הייחודיים של הגופים המוסדיים - הפיזור הרב, הן מבחינת מספרם של הגופים והן מבחינת הפיזור הפנימי בתוך תיק ההשקעות, חוסר יכולתם לשתף פעולה טרם ההנפקה והיצע קשיח יחסית של הון פנוי להשקעה - מקשים עליהם לתרגם את היותם גורם מרכזי בשוק ההון לצורך ניהול משא ומתן מעשי מול החברות המנפיקות איגרות חוב.

בתקופות בהן קיים ביקוש רב לביצוע השקעות חדשות, בעיני החברה המנפיקה לכל משקיע מוסדי יש תחליף בדמותו של משקיע מוסדי אחר. בהינתן עובדה בסיסית זו, קטנה היכולת של הגופים המוסדיים, גם הגדולים שבהם, לנהל משא ומתן אפקטיבי על תנאי האשראי שהם מעניקים. בעיה מערכתית זו נובעת מאופיו של שוק האשראי החוץ בנקאי, שבו יש מספר רב של מלווים מול לווה בודד, שהוא החברה המנפיקה. במצב עניינים זה, החברה המנפיקה היא הגורם הדומיננטי שמכתיב את "כללי המשחק" בשוק ההנפקות, כך שפעמים רבות היא מוכרת מעין "מוצר מדף", ללא משא ומתן על תנאיו ("take it or leave it").

יש להניח שהמאפיינים הללו אינם ייחודיים רק לשוק ההון הישראלי, והם קיימים במידה כזו או אחרת גם בשוקי חוב במדינות מפותחות אחרות. אולם, בשווקים אלה התפתחו לאורך השנים באופן עצמאי פרקטיקות נאותות (best practices) על ידי השחקנים הגדולים בשוק, שייתרו מצורך במקרים מסוימים, את התערבות הרגולציה לעניין שיפור ההגנות הניתנות להם.

הקושי בקיומו של משא ומתן בין הגופים המוסדיים לחברות המנפיקות ניכר למול ההשוואה המתבקשת למערכת הבנקאית. במערכת הבנקאית האשראי ניתן על ידי בנק אחד, או לחילופין ניתן האשראי על ידי קונסורציום בנקאי, בהתבסס על מסגרת רגולטורית מוסדרת לשיתוף פעולה בין הבנקים. ברוב המקרים בנק אחד דומיננטי מוביל את הקונסורציום ושולט, במידה כזו או אחרת, על הפעילות הפיננסית של החברה הלווה, כך שעומדים לפנינו מגוון של כלים בכדי להבטיח את פירעון החוב.

חולשותיו של שוק איגרות החוב הלא ממשלתיות מתחדדות גם על רקע ההשוואה לשוקי איגרות חוב בארצות הברית, אנגליה וגרמניה. דומה כי שווקים אלה מתנהלים באופן מפותח ומשוכלל יותר לעומת שוק ההון הישראלי, ובפרט בכל הקשור להבטחת זכויות מחזיקי איגרות חוב.

אחד המאפיינים העיקריים של שווקים אלו הינו קיומם של סוגים שונים של איגרות חוב, כפונקציה של מידת בכירות. בניגוד לישראל, שבה מרבית איגרות החוב המונפקות לציבור, הן נחותות למול כל חוב אחר, הרי שבחוו"ל ישנה התייחסות לבכירות החוב, דהיינו למדרג הקדימות בעת פירעון החוב, בין חוב מובטח לחוב שאינו מובטח, כאשר גם בתוך קטגוריות אלו, ניתן למצוא חלוקה לתת קטגוריות שונות.

הבדל מהותי נוסף בין שוק החוב הישראלי לשווקים המפותחים הוא קיומן של תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות בשטרי הנאמנות של אגרות החוב. בשונה מישראל, אגרות החוב במדינות המפותחות כוללות תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות, אשר הפרה או חריגה מהן מאפשרת, בהתאם לקבוע בהן, דרישה לפירעון מיידי של אגרת החוב.

בדיקה של חברות מנפיקות בארצות הברית העלתה כי גם חברות גדולות ויציבות, שמדורגות בדירוג **בינלאומי** AAA הנפיקו אגרות חוב הכוללות תניות ואמות מידה שאינן מצויות בישראל, כדוגמת התחייבות לאי יצירת שעבודים (שעבוד שלילי), מגבלות על שינוי שליטה, זכות לפירעון מיידי כאשר בעל חוב אחר של החברה דורש פירעון מיידי (cross default) וכיו"ב.

התחייבות לאי יצירת שעבודים (שעבוד שלילי) הינה נפוצה במיוחד, ומטרתה למנוע מצב בו החברה משנה באופן משמעותי את מצבת הנכסים הלא משועבדים שלה, ובתוך כך גורמת להרעה בכושר הפירעון של החברה, וזאת ללא הסכמת מחזיקי אגרות החוב.

במסגרת ההשוואה בין שוקי אגרות החוב בישראל ובח"ל, נמצא כי מעבר לקיומן של תניות ואמות מידה, במדינות רבות בעולם **השווקים עצמם השכילו לפתח באופן וולנטרי ועצמאי כלים לרגולציה עצמית וליצירת סטנדרטיזציה בתחום ההשקעות, ובפרט בתחום האשראי.**

כך נמצא שבחוו"ל קיימים ארגוני גג של גופים מוסדיים, המנצלים את גודלם המשותף כדי לפעול במספר אפיקים מרכזיים. בארצות הברית הוקם בשנת 2007 השולחן העגול לאשראי (The Credit Roundtable), אשר מורכב מ-65 גופים, המנהלים יחדיו כספים בהיקף של מעל 2 טריליון דולר. הפורום שם לעצמו מטרה לשפר את ההגנות הניתנות למחזיקי אגרות החוב – וזאת לאור קצב הגידול המהיר בהנפקות בתקופה זו. כלומר, הגופים המוסדיים בארצות הברית הגיעו להסכמה, כי בכדי לשפר את רמת ההגנות הניתנות למחזיקי אגרות החוב, יש לפעול במשותף ליצירת סטנדרטיזציה בכל הקשור להשקעה באגרות חוב.

לסיכום, שוק אגרות החוב הלא ממשלתיות מאופיין במספר חולשות בסיסיות; שימורן משפיע על תפקודו של שוק ההון הישראלי ויכול, בתנאים מסוימים, לפגוע בחיסכון הפנסיוני של הציבור. לאור זאת, וכל עוד השוק לא יפעל באופן עצמאי לגיבוש פרקטיקות נאותות (best practices), נדרשת מעורבות רגולטורית בכדי להניע את הגופים המוסדיים לפעול לשיפור איכות אגרות החוב אשר הם רוכשים עבור ציבור החוסכים. לצורך כך גיבשה הועדה "ארגז כלים" לשיפור איכות המוצר והיכולת לנהל סיכונים לאורך חיי החוב.

במסגרת זאת גובשו תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות, אשר ישמשו את הגופים המוסדיים למעקב אחר מצבה הפיננסי של החברה ויכולת הפירעון שלה. התניות ואמות המידה נדרשות בפרט על רקע משך החיים הבינוני-ארוך של אגרות החוב (אשר תואם את אופק ההשקעה של כספים לטווח ארוך). עקב אורך חיי ההלוואה הארוך יחסית, אשר בדרך כלל ארוך יותר מאורך חיי הלוואות בנקאיות, קיים קושי אובייקטיבי לאמוד מראש את יכולת הפירעון של החברה לטווח הארוך ואת הסבירות שתקלע לקשיים פיננסיים. מסיבה זו, סברה הועדה ש"תמחור נכון" באמצעות קביעת פרמטר המחיר ביום הרכישה הינו צעד משלים ולא תחליפי להבטחת קיומן של תניות ואמות מידה שתבטחנה את זכויות המחזיקים לאורך כל חיי החוב.

כפי שיפורט בהרחבה בהמלצות הועדה, שיפור הליך ההשקעה עובר כחוט השני לאורך כל תהליך ההשקעה, ואינו מתמקד רק בסוגיה של הסדרת קיומן של תניות חוזיות. כלומר, עידוד הגופים המוסדיים לפעול להכללתן של תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות היא רק אבן דרך מהותית אחת מתוך כמה אבני דרך שעליהן ממליצה הועדה.

על רקע האמור, ובפרט על רקע האינטרס הציבורי בפיקוח על ניהול כספי ציבור החוסכים לתקופת הפנסיה, החליט הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון על הקמת הועדה.

להלן עיקרי המלצות הועדה:

א. הרחבת התשתית ליצירת משא ומתן בין הגופים המוסדיים לחברות המנפיקות לפני ההנפקה:

1) קביעת פרק זמן של שבעה ימי עסקים לפחות לפני מועד ההנפקה/ההתחייבות המוקדמת, לקבלת מידע מאת החברה המנפיקה.

2) 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. רכישת איגרות חוב על ידי גופים מוסדיים מתאגידים שאינם מדווחים (חברות פרטיות):

1) קביעת סוג המידע שגופים מוסדיים ידרשו לקבל לפני השקעה בהנפקה.

2) קביעת סוג המידע (שוטף ומיידית) שגופים מוסדיים יקבלו במהלך חיי החוב.

3) מינוי 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) הקמת נציגות מטעם הגופים המוסדיים, שתפעל במשותף במהלך המשא ומתן מול החברה המנפיקה לפני ההנפקה.

3) ייסודם של פורומים משותפים לגופים המוסדיים בישראל, לצורך שיתוף פעולה ביניהם לגיבוש פרקטיקות נאותות (best practices), כפי שהדבר קיים בשווקים מפותחים בחו"ל.

- ו. **נאמן על**
- ז. **סיווג איגרות החוב תוך התייחסות לסוגיהן השונים, כפונקציה של בכירות/נזחות החוב לעומת חובות אחרים של החברה המנפיקה.**
- ח. **גיבוש מדיניות ביחס לרכישת איגרת חוב בשוק המשני.**
- ט. **חובת רישום איגרת חוב לא סחירה בלשכת רישום.**

בדו"ח זה:

- **גופים מוסדיים - קופות גמל, קרנות השתלמות, קרנות פנסיה וחברות ביטוח.**
- **איגרות חוב - למעט איגרת חוב שהונפקה על ידי מדינה או בנק מרכזי.**
- **איגרת חוב סחירה - איגרת חוב שהונפקה לציבור על פי תשקיף או הנסחרת בבורסה.**
- **איגרת חוב לא סחירה - איגרת חוב המוצעת למשקיעים מוסדיים ואינה מוצעת לציבור (מונפקת על ידי תאגיד מדווח או תאגיד שאינו מדווח).**
- **תאגיד שאינו מדווח - חברה שניירות הערך שלה אינן רשומות למסחר בבורסה, שמנפיקה איגרת חוב לא סחירה. תאגיד שאינו חייב בדיווח לציבור לפי חוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 ושניירות הערך שלו אינם רשומים למסחר ב"בורסה בחו"ל", כהגדרתה בחוק ניירות ערך.**
- **איגרת חוב המונפקת על ידי תאגיד שאינו מדווח - איגרת חוב לא סחירה שמוצעת למשקיעים מוסדיים על ידי חברה שאינה רשומה למסחר בבורסה (חברה פרטית).**

חלק ראשון:
ניתוח שוק איגרות החוב הלא ממשלתיות,
בישראל ובעולם

1. הרקע להקמת הועדה

בשנים האחרונות, ציבור החוסכים לגיל פרישה הפך לשחקן מרכזי בשוק ההון הישראלי. זאת, על רקע מספר שינויים רגולטורים, שנועדו ליצור שוק הון יעיל ותחרותי כמקובל במדינות מפותחות. בתהליך שהחל באמצע שנות השמונים ונמשך עד שנות האלפיים הקטינה הממשלה באופן הדרגתי את מעורבותה בשוק ההון והגדילה את חופש הפעולה של הגופים המוסדיים. בהתאמה, גדל היקף ושיעור ההשקעה של הגופים המוסדיים בשוק ההון בכלל, ובשוק איגרות החוב הלא ממשלתיות בפרט.

בשנות השמונים והתשעים הממשלה הפחיתה באופן ניכר את היקף הנפקת איגרות חוב מיועדות לקופות גמל ולחברות ביטוח. כמו כן, בשנת 2003 בוצעה הרפורמה בקרנות הפנסיה, אשר בבסיסה עמדה הפחתת ההשקעה של הקרנות באיגרות חוב מיועדות לשיעור של 30%.

ההפחתה המשמעותית בהיקפי ההנפקות של איגרות חוב מיועדות השפיעה על המשק הישראלי בשני תחומים עיקריים: (א) הקטנת הוצאות הריבית של הממשלה; ו-(ב) כניסת הגופים המוסדיים לשוק ההון הגדילה את מקורות האשראי לסקטור העסקי, הקטינה את הריכוזיות במערכת הפיננסית, ביזרה את מוקדי החלטה בין מספר רב יותר של גופים ותרמה לפיתוחו של שוק ההון.

בנוסף לכך, בשנים 2001-2002 שונו כללי ההשקעה עבור הגופים המוסדיים, כך שמרבית המגבלות שקבעו מכסות השקעה באפיקי השקעה מסוימים בוטלו, וכנגד זה נקבעו מספר מגבלות יציבותיות בכדי להבטיח פיזור מינימאלי של השקעות הגופים. כצעד משלים לביטול מגבלות ההשקעה, הוחלו חובות נוספות בנוגע לדרך ניהול ההשקעות ולמידת הכשירות הנדרשת מהמעורבים בקבלת החלטות ההשקעה.

בשנים אלה המשק הישראלי נהנה משיעורי צמיחה גבוהים, אשר בין היתר הביאו לעלייה רציפה בהיקף הכספים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים. העלייה בהיקף הנכסים המנוהלים לצד השינויים הרגולטורים אפשרו לגופים המוסדיים להשקיע נכסים רבים יותר בשוק ההון בכלל, ובאיגרות חוב לא ממשלתיות בפרט. תפנית זו קידמה ושכללה את שוק ההון המקומי והאיצה את קצב התפתחותו, ובמקביל לכך אפשרה לציבור החוסכים ליהנות ממגוון רחב של מסלולי השקעה שונים. הגידול בהשקעות הגופים המוסדיים בסקטור העסקי באמצעות שוק איגרות החוב הלא ממשלתיות תרם בצורה משמעותית לשיעורי הצמיחה הגבוהים שרשם המשק הישראלי משנת 2004 ועד פרוץ המשבר הפיננסי העולמי בשלהי שנת 2008.

בחודש אוגוסט 2005 נחקקו החוקים אשר עיגנו את הרפורמה המבנית בשוק ההון ("רפורמת בכר"). מטרתיה המרכזיות של הרפורמה היו ביסוס מבנה שוק תחרותי בשוק ההון בישראל ושיפור יעילותו ודרכי פעולתו באמצעות צמצום הריכוזיות ומזעור ניגודי העניינים בקרב הגופים הפועלים בשוק ההון.

מבנה שוק ההון בשנים שלפני יישום הרפורמה היה מאופיין בדומיננטיות של הבנקים בכל תחומי הפעילות הפיננסית במשק, ובפרט שליטתם בקופות הגמל וקרנות הנאמנות. ועדת ברודט, אשר מונתה בשנת 1995, הקטינה אמנם את מעורבות הבנקים בפעילות הריאלית של המשק (באמצעות

הגבלת אחזקותיהם בתאגידים ריאליים לשיעור מקסימלי של 20%), אך הבנקים נותרו דומיננטיים בפעילות הפיננסית של המשק, ובפרט במתן אשראי לסקטור העסקי.

בהעדרו של שוק אשראי חוץ בנקאי נוצרה תלות רבה בין המגזר העסקי לבין המערכת הבנקאית. תלות זו הותירה את קבלת ההחלטות באשר להקצאת האשראי העסקי במשק בידי מספר מועט של גופים והביאה לצמצום ניכר במגוון מקורות האשראי. מנגד, המגבלות הרגולטוריות החלות על המערכת הבנקאית ביחס למתן הלוואות ללווה בודד או לקבוצת לוויים יצרו לעתים חסמים בפני הלוויים בדרכם לגייס מקורות מימון. כל אלו הביאו לייקור האשראי במשק, וכפועל יוצא, לאי מיצוי פוטנציאל צמיחתו. לאור זאת, ברורה החשיבות הרבה שטמונה בקיומו של שוק אשראי המהווה חלופה לשוק האשראי הבנקאי.

על רקע פיתוחו של שוק אשראי חוץ בנקאי, חלק האשראי הבנקאי הלך וקטן בעוד שחלק האשראי החוץ הבנקאי הלך וגדל. נכון לחודש ספטמבר 2009 המערכת הבנקאית סיפקה 55% מהאשראי העסקי במשק, ואילו מקורות חוץ בנקאיים (גופים מוסדיים, קרנות נאמנות, תושבי חוץ ומשקי בית) סיפקו 45% מאשראי זה. תמונה זו שונה מהותית מהאופן בו נחלק האשראי העסקי בראשית שנות האלפיים. אז, העניקה המערכת הבנקאית כ-77% מסך האשראי העסקי בעוד שגופים חוץ בנקאיים העניקו כ-23% מאשראי זה.

הרכב האשראי העסקי בישראל תואם למדינות המערב. בשנים האחרונות כ-70% עד 80% מהאשראי במשק האמריקאי מקורו בשוק החוץ בנקאי, בעוד שבאירופה שוק האשראי החוץ בנקאי נע בין 45% לבין 50% לערך.

כחלק מן הגידול בשוק האשראי החוץ בנקאי העסקי, גדל מאד היקפו של שוק איגרות החוב הלא ממשלתיות. בחודש ספטמבר 2009 שווי השוק של איגרות חוב לא ממשלתיות סחירות עמד על 194 מיליארד ש"ח, לעומת 62 מיליארד ש"ח בשנת 2005 ו-12 מיליארד ש"ח בשנת 2000. בנוסף, עלה שווי השוק של איגרות חוב לא ממשלתיות לא סחירות, הרשומות במערכת רצף מוסדיים של הבורסה², מ-17.5 מיליארד ש"ח בשנת 2005 ל-33 מיליארד ש"ח בחודש ספטמבר 2009³.

למרות התפתחותו המהירה של שוק איגרות החוב הלא ממשלתיות עדיין בתחומים מסוימים הוא איננו מפותח או משוכלל דיו. בניגוד לישראל, בארצות הברית ובאנגליה איגרות חוב רבות מונפקות בליווי תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות (להלן: "תניות ואמות מידה") להגנה על מחזיקי איגרות החוב. כמו כן, התפתחה בשווקים אלה פרקטיקה של סיווג איגרות החוב באופן המקל על זיהוי בכירות הסדרה על פני סדרות אחרות או על פני חוב אחר של החברה.

² רצף מוסדיים הינה מערכת למסחר באיגרות חוב ובאיגרות חוב להמרה, שהונפקו לגופים מוסדיים ללא תשקיף, ולכן הציבור אינו רשאי לסחור בהן.

³ בחודש מרץ 2009 סך איגרות החוב הלא סחירות והלוואות לא בנקאיות (נתון זה כולל בתוכו את איגרות החוב הנסחרות במערכת "רצף מוסדיים") עמד על 60 מיליארד ש"ח.

כאמור, היצע ההנפקות גדל, ובהתאמה גדל שיעור ההשקעה של הגופים המוסדיים באגרות חוב לא ממשלתיות. בחודש ספטמבר 2009 הסתכם היקף ההשקעה של הגופים המוסדיים⁴ באגרות חוב לא ממשלתיות סחירות ולא סחירות ב-135 מיליארד ש"ח, המהווים כ-30% מהיקף נכסי הגופים המוסדיים, בהשוואה ל-52 מיליארד ש"ח בשנת 2004, המהווים כ-18% מסך הנכסים. לגידול בחלקם של הגופים המוסדיים בשוק אגרות החוב הלא ממשלתיות בישראל ישנה השלכה משמעותית על איכותו ופיתוחו העתידי של שוק ההון בכלל ושוק אגרות החוב הלא ממשלתיות בפרט.

כיום הגופים המוסדיים מהווים ציר מרכזי בהשקעה באגרות החוב בשוק ההון, ומחזיקים ב-64% מאגרות החוב הסחירות וברוב המכריע של אגרות החוב הלא סחירות.⁵ כלומר, הגופים המוסדיים מחזיקים בעיקר הביקוש לאגרות חוב לא ממשלתיות.

כאשר שוק האשראי החוץ בנקאי בישראל היה בשיא התפתחותו, פרץ המשבר הפיננסי העולמי. מצד אחד, מחנק האשראי הביא לירידה בהיצע האשראי, ומצד שני העלייה בפרמיית הסיכון והגידול ברמת החרדה ואי הוודאות בשווקים הביאו לעלייה חדה בתשואות על אגרות חוב לא ממשלתיות. במקביל עלתה גם התנודתיות במחירי אגרות החוב; זאת בין היתר על רקע העובדה ששוק אגרות החוב הלא הממשלתיות מתאפיין בנזילות לא גבוהה ובמחזורי מסחר שאף הם אינם גבוהים. מחנק האשראי ומשבר הנזילות, שהתפשטו במהירות בשווקים הבינלאומיים, השפיעו לרעה על פעילותן הבינלאומית של חברות ישראליות רבות: הן היכולת לגייס אשראי והן הביקוש למוצריהן נפגעו באורח משמעותי. העלייה החדה שנרשמה בתשואות לפדיון הקשתה גם על חברות טובות ויציבות לגייס הון, היות והציפייה בשוק הייתה שגיוסים חדשים יבוצעו ברמת תשואות גבוהה המשקפת את רמת המחירים בשוק המשני.

על רקע התפתחויות אלה חברות שונות החלו להתקשות בהחזר חובות. הקשיים הרבים שעלו סביב גיבוש הסדרי חוב הדגישו את קיומם של כשלים בתהליך ההנפקה של אגרות חוב לא ממשלתיות, במיוחד בכל הקשור למערכת היחסים בין החברות המנפיקות לבין הגופים המוסדיים אשר משקיעים את כספי החוסכים באגרות חוב אלו.

כך למשל, אגרות חוב רבות, סחירות ולא סחירות, אינן מקנות למחזיקים בהן אמצעי בקרה מספיקים על יכולת המנפיק לפרוע את חובו על פי תנאי איגרת החוב ושטר הנאמנות. העדרם של שעבודים, תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות בלט הן בהנפקות שבוצעו לפני פרוץ המשבר והן בהנפקות שבוצעו במהלך שנת 2009.

מכלול זה של גורמים - הגידול בהשקעת הגופים המוסדיים באגרות חוב לא ממשלתיות לצד לקחים מהניסיון שנצבר על רקע המשבר הפיננסי העולמי - הדגיש את הצורך בהרחבת התשתית להשקעה של גופים מוסדיים באגרות חוב לא ממשלתיות: הרחבת האנליזה טרם רכישת אגרת חוב בהנפקה, קבלת מידע מהותי לצורך החלטת ההשקעה, קבלת מידע מהותי

⁴ קרנות פנסיה חדשות, קופות גמל, קרנות השתלמות וחברות ביטוח ביחס לכספי המשתתף ברווחים.

⁵ הנתונים חושבו לחודש יולי 2009.

במהלך חיי החוב, קיומו של "ארגז כלים" הכולל תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות להערכת איכות איגרת החוב ולבקרה על החברה המנפיקה במהלך חיי איגרת החוב ועוד.

הרחבת תשתית זו נחוצה בכדי לאפשר הגנה טובה יותר על זכויות החוסכים, אשר משקיעים את כספם באיגרות חוב לא ממשלתיות באמצעות הגופים המוסדיים, ובמיוחד על רקע היות גופים אלה שחקנים גדולים בשוק ההון הישראלי.

מתפקידו של הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון לפקח על האופן שבו הגופים המוסדיים ממלאים את חובותיהם כלפי החוסכים, ובכלל זה על האופן שבו הם מקבלים החלטות השקעה בניירות ערך ונוקטים צעדים לאורך חיי החוב להגנה על זכויות החוסכים. לאור התפתחותו המהירה של שוק האשראי החוץ בנקאי, מינה הממונה ועדה מקצועית, שתפקידה לבחון ולהמליץ על פרמטרים איכותיים, כמותיים ומשפטיים לשיפור תהליך ההשקעה של הגופים המוסדיים באיגרות חוב לא ממשלתיות - בשלב הקודם לביצוע ההשקעה, בשלב ביצוע ההשקעה ובשלב החזקת איגרת החוב עד לפירעונה הסופי⁶.

היות ומטרת החיסכון באמצעות הגופים המוסדיים הינה לשרת את החוסכים בגיל פרישה, דרך ההשקעה ושיקולי ההשקעה של גופים אלה, כמו גם מידת מעורבות גורמי הפיקוח בסוגיות אלה, אינם זהים בהכרח לאלו של משקיעים אחרים, הן מבחינת תהליך קבלת החלטת ההשקעה בידי הגוף המוסדי והן מבחינת "איכות המוצר" הנרכש עבור ציבור החוסכים.

כחלק מאסטרטגיית הפיזור, הגופים המוסדיים משקיעים את כספי החוסכים באמצעותם במגוון אפיקי השקעה. הועדה התמקדה באפיק השקעה מרכזי ובעל השפעה על תשואת התיק – השקעה באיגרות חוב לא ממשלתיות, מתוך הבנה כי פעולתם של הגופים המוסדיים בהשקעת כספי החוסכים לגיל פרישה באיגרות חוב מחייבת קביעת הוראות מיוחדות לבחינת ההשקעות, הכוללות גם התייחסות לקיומן של מנגנוני הגנה במסגרת תנאי איגרות החוב על מנת להבטיח, ככל שניתן, את פירעונן. על כן, כל ההמלצות בדו"ח המובא להלן נוגעות לגופים המוסדיים, בסוגיה כיצד להשקיע את כספי החיסכון הפנסיוני של הציבור באיגרות חוב לא ממשלתיות.

⁶ כתב מינוי הועדה מצורף בנספח א'.

2. ניתוח שוק איגרות החוב הלא ממשלתיות בישראל

2.1 שוק האשראי בישראל: מקורות ושימושים

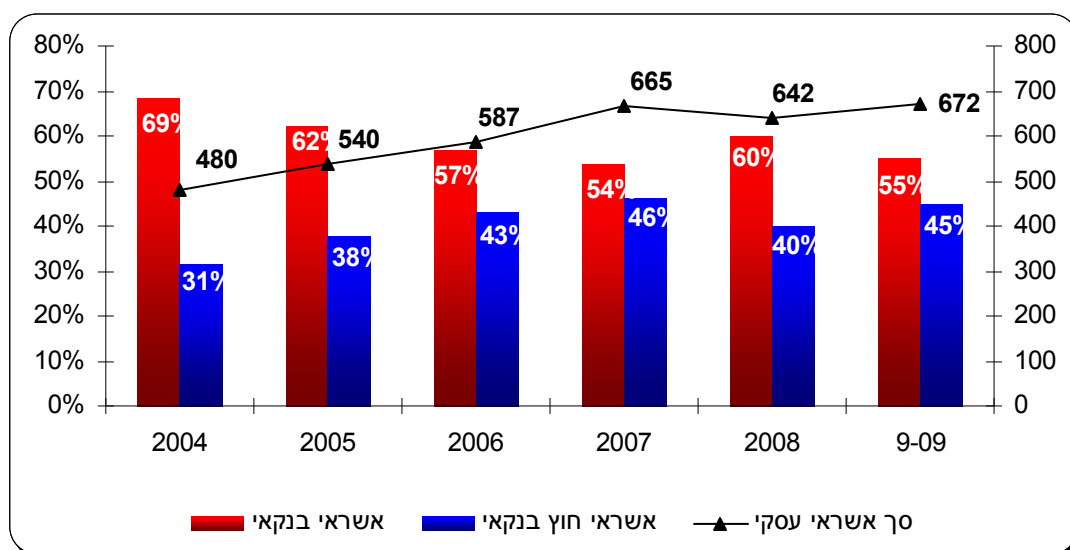
מקורות האשראי בישראל הינם בנקים, גופים מוסדיים – קרנות פנסיה, קופות גמל וחברות ביטוח, תושבי חוץ והציבור במישרין. רובו של האשראי הבנקאי ניתן באמצעות הלוואות לא סחירות, בעוד שהאשראי הניתן על ידי הגופים המוסדיים נחלק בין אשראי סחיר, בדמות רכישת איגרות חוב סחירות, ואשראי לא סחיר. הגופים המוסדיים מעניקים אשראי לא סחיר הן על ידי רכישת איגרות חוב לא סחירות והן על ידי מתן הלוואות לחברות במישרין.

שימושי האשראי נחלקים בין הממשלה, הסקטור העסקי ומשקי הבית, כאשר בשנים שקדמו למשבר הנוכחי חלה ירידה בהיקף האשראי המגויס על ידי הממשלה אל מול עלייה בהיקף האשראי המגויס על ידי הסקטור העסקי. עיקר הגידול באשראי העסקי סופק על ידי הגופים המוסדיים, אשר הגדילו אשראי זה מהיקף של 74 מיליארד ש"ח בשנת 2004 להיקף של 197 מיליארד ש"ח בשנת 2007. על רקע המשבר ירד היקף האשראי הניתן על ידי הגופים המוסדיים, הן סחיר והן לא סחיר, להיקף של 146 מיליארד ש"ח בחודש ספטמבר 2009.

2.2 הגידול בהיצע איגרות החוב הלא ממשלתיות

העלייה בהיקף האשראי העסקי במשק, מרמה של 480 מיליארד ש"ח בשנת 2004 לרמה של 672 מיליארד ש"ח בחודש ספטמבר 2009, מוסברת בעיקרה על ידי גידול באשראי החוץ בנקאי, ובפרט גידול בהנפקות איגרות חוב לא ממשלתיות.

תרשים 1: התפלגות האשראי העסקי במשק

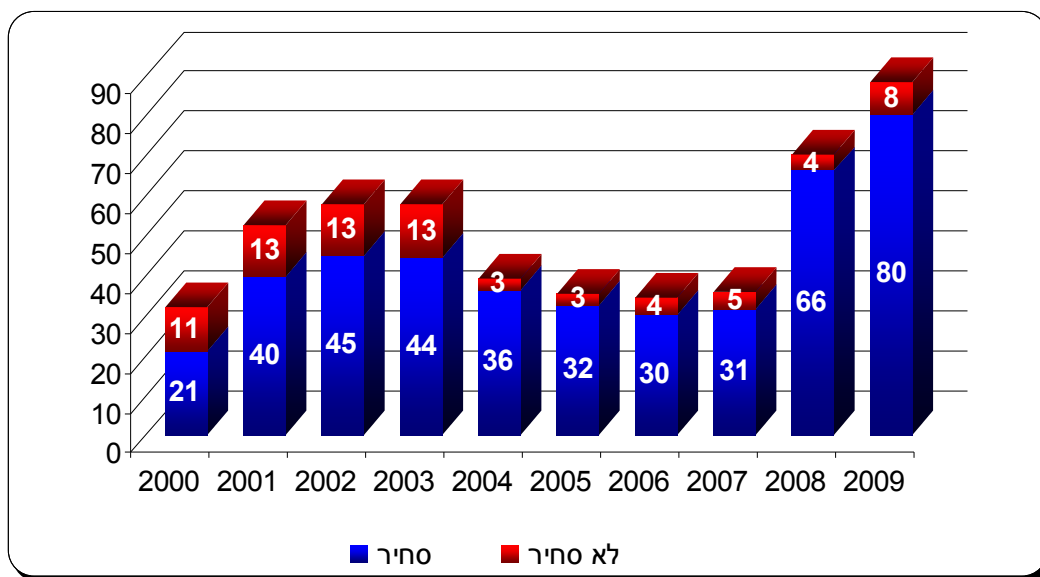


מקור: עיבוד אגף שוק ההון, משרד האוצר לנתוני בנק ישראל

הגידול במקורות חוץ בנקאיים לסקטור העסקי לעומת מקורות בנקאיים התרחש הן על רקע השינויים הרגולטוריים, שתוארו בהרחבה בפרק הראשון, והן על רקע הקטנת גיוסי הממשלה ומגמת הצמיחה שאפיינה את המשק הישראלי באותן שנים.

בשנים 2003-2007 נהנה המשק הישראלי מגאות ומיציבות מחירים. כך למשל, יחס חוב תוצר של הממשלה, שהינו מהנתונים החשובים המצביעים על איתנות המשק, ירד במהלך שנים אלו למעלה מ-20 נקודות אחוז. להפחתת היקף החוב חשיבות רבה, מכיוון שהיא מביאה להקטנת הוצאות הריבית ומפנה את מקורות הממשלה להשקעות בתחומים אחרים. התפנית החיובית שחלה במשק הישראלי בשנת 2003 והעלייה בצמיחה במהלך השנים האחרונות הובילו להקטנת הגירעון הממשלתי וכתוצאה מכך לצמצום גיוסי החוב של הממשלה בשוק ההון.

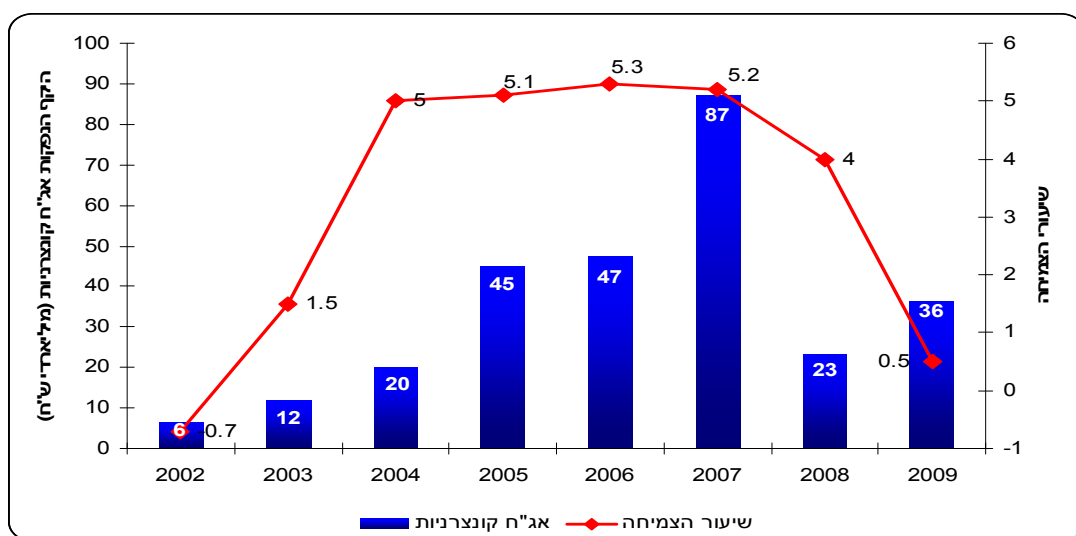
תרשים 2: היקף הנפקות איגרות חוב ממשלתיות (במיליארדי ש"ח)



מקור: עיבוד אגף שוק ההון, משרד האוצר לנתוני יחידת החוב הממשלתית, משרד האוצר

לצד הירידה בגיוס ההון הממשלתי, היקף הנפקת איגרות חוב לא ממשלתיות עלה לרמת שיא של 87 מיליארד ש"ח בשנת 2007.

תרשים 3: שיעור הצמיחה במשק והיקף הנפקות איגרות חוב לא ממשלתיות (במיליארדי ש"ח)

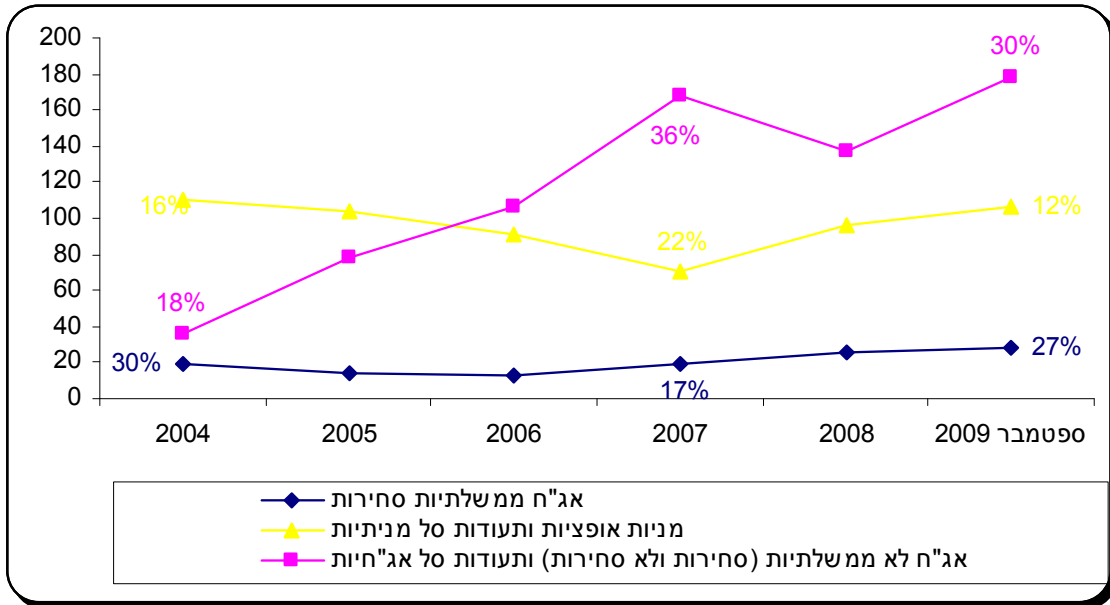


מקור: עיבוד אגף שוק ההון, משרד האוצר לנתוני הבורסה לניירות ערך ובנק ישראל

2.3. הגידול בביקוש הגופים המוסדיים לאיגרות חוב לא ממשלתיות

לאור האמור, גדל בהדרגה רכיב איגרות החוב הלא ממשלתיות בתיק ההשקעה של הגופים המוסדיים. בשנת 2004 השקיעו הגופים המוסדיים 18% מנכסיהם באיגרות חוב לא ממשלתיות, בעוד שבשנת 2007 שיעור זה עלה ל-36%. במקביל, הגופים המוסדיים הגדילו את השקעתם במניות והקטינו את השקעתם באיגרות חוב ממשלתיות.

תרשים 4: התפלגות תיק ההשקעות של הגופים המוסדיים⁷



מקור: עיבוד אגף שוק ההון, משרד האוצר

⁷ הנתונים מתייחסים לקרנות פנסיה חדשות, קופות גמל ופוליסות ביטוח משתתפות ברווחים.

3. זיהוי החולשות בשוק איגרות החוב הלא ממשלתיות

כפי שתואר בפרק המבוא, שוק ההון היה הראשון שנפגע מהמשבר הפיננסי העולמי. הקשיים הרבים שעלו סביב גיבוש הסדרי חוב הדגישו את קיומם של חולשות מהותיות בתהליך ההשקעה של גופים מוסדיים באיגרות חוב לא ממשלתיות, במיוחד בכל הקשור לגיבוש מערכת היחסים בין החברות המנפיקות לבין הגופים המוסדיים אשר משקיעים את כספי החוסכים באיגרות חוב.

ניתן לאפיין חולשות אלו בשתי בעיות מרכזיות. האחת, בעיית "איכות המוצר", דהיינו העדרם של אמצעים מספיקים באיגרות החוב להבטחת זכויות החוסכים. הבעיה השנייה היא מידת קיומו של יחס הולם ומפצה בין רמת הסיכון שמגלמת איגרת החוב לבין גובה הריבית שהיא מעניקה.

בפרק זה נתאר תחילה את שתי הבעיות הבסיסיות בשוק איגרות החוב - בעיית "איכות המוצר" ובעיית התמחור - ואחר כך נעמוד על החולשות המבניות בתהליך הנפקת איגרות חוב לא ממשלתיות.

3.1 בעיית "איכות המוצר": העדר אמצעים מספיקים להבטחת פירעון החוב

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

שוק איגרות החוב הלא ממשלתיות בישראל, מאז ייסודו ועד היום, התכנס למודל אחיד ובסיסי, תוך העדר מרכיבים מהותיים הקיימים בשוקי איגרות החוב המפותחים בעולם. תבנית זו פוגעת הן בהגנה שמקבל ציבור החוסכים בישראל והן בגיוון של שוק החוב, ואינה נותנת מענה הולם למגוון הסיכונים שחשופים להם מחזיקי איגרות החוב לאורך כל חיי החוב.

בשונה מישראל, כפי שיתואר בהרחבה בפרק הבא, בשווקים המפותחים בעולם קיימות דרכים שונות להבטחת פירעון של איגרות חוב או להענקת כלים לניהול החוב, ובכלל כן תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות, אשר הינן כלי נפוץ למעקב אחר יכולת החזר של החברה ולגיבוש פעולה מבעוד מועד בעת חשש לגביית החוב. כך למשל, אמת מידה פיננסית מסוג מגבלת מינוף (limit of indebtedness) מגבילה את רמת המינוף של החברה. במקרה שהחברה חורגת מהיחס שנקבע בתנאי איגרת החוב, לבעלי איגרת החוב יש זכות להעמידה לפירעון מיידי. אמות מידה אחרות מגבילות את יכולת החברה למכור או לשעבד נכסים מהותיים (certain sale of assets) (negative pledge) או להתמזג עם חברה אחרת (merger restriction). מטרתן של מגבלות אלה היא להגן על המלווים, למנוע שינוי חד צדדי לרעת מחזיקי איגרות החוב על ידי החברה המנפיקה ובמידת הצורך לאפשר קיום משא ומתן עם החברה המנפיקה בשלב מוקדם יחסית, שבו לחברה עדיין יש יכולת לפרוע את חובה.

ביחס לחלק מן אמות המידה הפיננסיות, כגון מגבלת מינוף שתוארה לעיל, לחברה שליטה גדולה יחסית על עמידתה בהן. לפיכך, לעיתים עצם קביעת אמות מידה פיננסיות לא רק שתקנה

למחזיקי אגרות החוב כלים לפעולה, אלא אף תמנע מלכתחילה את כניסתה של החברה למצבים בהם מחזיקי אגרות החוב נדרשים לנקוט בפעולות כנגדה.

יצוין כי שכיחותן של תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות בשווקים המפותחים בעולם מוסברת, בין היתר, מקיומו של ניסיון רב שהצטבר לאורך תקופה של עשרות שונים במסגרת מערכות היחסים בין החברות המנפיקות לגופים המוסדיים הרוכשים את אגרות החוב עבור ציבור החוסכים.

כך למשל, אחד הסעיפים הנפוצים ביותר בשטרי נאמנות של אגרות חוב המונפקות בשווקים המפותחים הינו שעבוד שלילי (**negative pledge**) – התחייבות החברה לאי יצירת שעבודים נוספים. תניה זו לא מעמידה לרשות המלווים בטוחה להבטחת פירעון אגרת החוב, אלא יוצרת התחייבות לפיה החברה לא תשעבד אף אחד מנכסיה, אלא כמוסכם בתנאי אגרת החוב. במדגם של אגרות חוב שבוצע בארצות הברית על ידי הועדה נמצא ש-83% מהסדרות בדירוג BBB כללו שיעבוד שלילי ו-87% מהסדרות, שמדורגות מתחת לדירוג השקעה או שאינן מדורגות, כללו שיעבוד זה. כלומר, ככל שדירוג הסדרה נמוך יותר, כך סעיף שיעבוד שלילי נפוץ יותר בשטר הנאמנות. בנוסף, באנגליה 80% מאגרות החוב הנבדקות כללו שיעבוד שלילי, ואילו בגרמניה 83% מאגרות החוב הנבדקות כללו שיעבוד שלילי. יצוין כי מדגמים אחרים שנערכו בזמנים אחרים הניבו תוצאות מעט שונות. במדגם שנערך בארצות הברית בשנים 2000-2003 התחייבות לאי יצירת שעבודים הופיעה ב-67.4% מתוך 3,033 התשקיפים שנבדקו.⁸ במדגם נוסף שנערך בשנים אלה הופיעה התחייבות לאי יצירת שעבודים ב-42.5% מן התשקיפים.⁹ מכל מקום, מן המדגמים השונים ניתן להסיק כי התחייבות לאי יצירת שעבודים הינה נפוצה מאד בשוק האמריקאי.

נתונים אלה בולטים לעומת השוק הישראלי, שבו אגרות חוב לא רק שאינן כוללות התחייבות לאי יצירת שעבודים (שעבוד שלילי) אלא אף מתירות לחברה את הזכות לשעבד את נכסיה לטובת נושים חדשים ללא כל מגבלה, ובכך למעשה הן גורמות לבעלי החוב הקיימים להיות נחותים ביחס לנושים חדשים, ובפרט כאשר החברה נקלעת למשבר פיננסי.

לדוגמא, אגרת חוב, שהנפיקה חברת החשמל בבורסה של סינגפור בשנת 2009, כוללת מגוון רחב של זכויות, ובהם שעבוד צף על נכסי החברה והתחייבות לא לפגוע בשעבוד הצף, התחייבות לאי יצירת שעבודים נוספים בעתיד (שעבוד שלילי), התחייבות לשמור לדירוג לאגרת החוב ועוד. אגרת החוב מעניקה למחזיקים זכות אישית להעמיד את החוב לפירעון מידי עקב שינוי שליטה, בקרות אירוע בעל השפעה מהותית שלילית על יכולת הפירעון של החברה ועוד. לעומת זאת, אגרת חוב, שהנפיקה חברת החשמל, בהנפקה פרטית בישראל, גם כן בשנת 2009, אינה כוללת זכויות אלה, והחברה רשאית לשעבד את נכסיה כפי רצונה ואינה מוגבלת בהיקף המינוף. להשוואה בין הנפקות חברת חשמל בישראל ובחוו"ל ראה נספח ד'.

כלי נוסף שאינו קיים בישראל, אשר נזכר לעיל, הוא האפשרות לחלק את סוגי הנושים הרגילים בין נושים רגילים בכירים לנושים רגילים נדחים, כאשר כל קטגוריה יכולה להיות מחולקת לתת קטגוריות.

⁸ Chava, Kumar and Warga (2004) from Fixed Income Security Database.

⁹ Billet, King and Mauer (2005).

בתקופות של גאות כלכלית החברות המנפיקות מצליחות לשלם את חובן, ואין צורך בפירעון מוקדם של החוב עקב חריגה מתניות ואמות מידה. ואמנם, בעת משבר מתברר עד כמה הגבלות אלו, המעגנות את זכויות הגופים המוסדיים, חשובות וחיובות להוות חלק בלתי נפרד מתנאיה של כל הנפקה.

בניגוד למצופה ולמרות גודלם, הגופים המוסדיים אינם מצליחים לתרגם את היותם שחקן אשראי מרכזי בשוק ההון לכדי השפעה משמעותית על תנאי איגרות חוב שהם משקיעים בהן; ניתן לזהות שלושה גורמים עיקריים למצב זה:

א. העדר תשתית פנימית מספקת בקרב חלק מן הגופים המוסדיים, שתאפשר מעורבות פעילה בשלב ההנפקה.

ב. מאפייניהם של הגופים המוסדיים מקשים על ניהול משא ומתן משמעותי מול המנפיק. לאור הפיזור בקרב הגופים, הן מבחינת מספרם והן מבחינת הפיזור הפנימי בתוך תיק ההשקעות של כל גוף מוסדי, וחוסר יכולתם לשתף פעולה טרם ההנפקה, ונוכח היצע קשיח של הון פנוי להשקעה לצד התחרות הגבוהה ששוררת ביניהם – גוף מוסדי בודד מתקשה להשפיע באופן משמעותי על תנאי הנפקת איגרות חוב, לטובת החוסכים באמצעותו.

ג. טרם הספיקה להתפתח פרקטיקה של דרישת הגנות באמצעות תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות.

3.2 קיומו של יחס הולם ומפצה בין רמת הסיכון לבין גובה הריבית

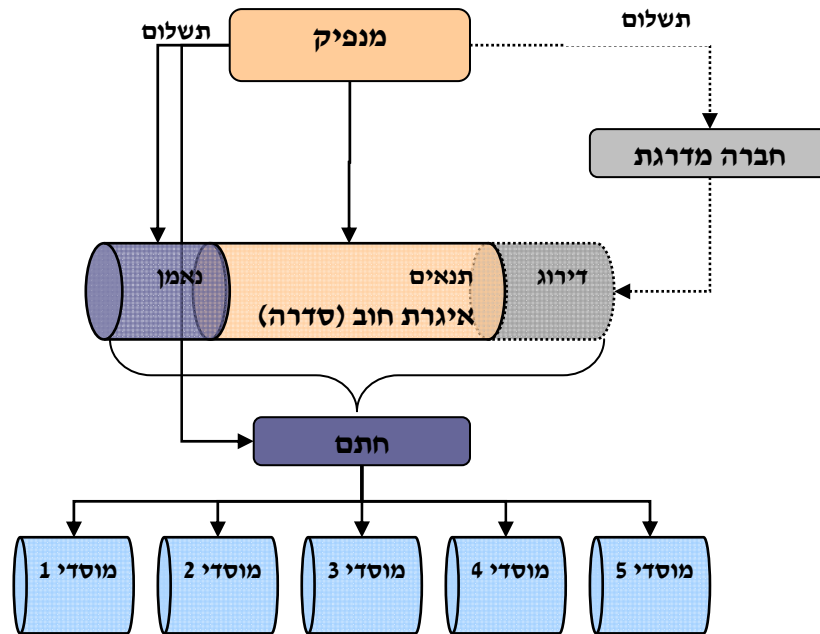
הנחת המוצא היא כי מחיר איגרת החוב צריך מצד אחד לפצות את המשקיע בגין סיכון האשראי ומצד שני לשקף את היקף וטיב הזכויות הגלומות באיגרת החוב. ככל שרמת הסיכון גבוהה יותר, כך הפיצוי למשקיע בדמות שיעור הריבית שיקבל אף הוא צריך להיות גבוה יותר. ייתכן כי לגופים המוסדיים ישנו קושי אובייקטיבי לוודא כי קיימת הלימות בין רמת הסיכון לגובה הריבית שנושאת איגרת החוב, בעיקר על רקע העדר מגוון של איגרות חוב היוצרות בסיס להשוואה בין איגרות חוב שונות, וזאת בנוסף על רקע בעיות מבניות שחלקן אף גלובאליות, כמו עודף הכסף הפנוי להשקעה בשוקי ההון והאשראי, ירידת שיעורי הריבית ועוד.

מטרתו של תהליך ניהול הסיכונים היא לוודא כי קיימת הלימות בין המחיר לבין "איכות המוצר", אשר באה לידי ביטוי ברמת סיכון האשראי ובהיקף וטיב הזכויות הגלומות בשטר הנאמנות, ולכן חשוב לעמוד על פיתוח תהליך ניהול הסיכונים והפיקוח עליו, אך תהליך זה כשלעצמו הינו עקר ללא פיתוח מדרג השוואתי. העדר מגוון איגרות חוב, אשר שונות ברמת הבכירות (מובטחות, לא מובטחות בכירות, לא מובטחות זוטרות) ובהיקף התניות ואמות המידה הקיימות בהן, יוצר חד גוניות בשוק איגרות החוב ומקשה על קביעת מחיר האיגרת ביחס לרמת הסיכון.

3.3 "שוק של מוכרים"

בשלב הנפקת איגרות החוב פועלים לרוב חמישה שחקנים עיקריים: החברה המנפיקה, חברת הדירוג, החתם, הנאמן והגוף המוסדי. כפי שיוסבר להלן, לכל אחד מהגורמים הללו אין תמריץ מספק, לנהל משא ומתן על תנאי איגרת החוב.

תרשים 7: תהליך הנפקת איגרת חוב



מצב דברים זה בא לידי ביטוי בשני רבדים עיקריים:

א. הגופים המוסדיים, הנדרשים לקבלת החלטת השקעה עבור ציבור החוסכים, אינם מקבלים מידע רלוונטי נוסף מהחברה מעבר למידע הנדרש על פי הוראות הדין, ביחס להנפקת איגרות חוב לא סחירות אך גם ביחס להנפקת איגרות חוב סחירות. כמו כן, קיימת בעיה ביחס לעיתוי שבו מתקבל המידע. בהנפקות רבות המידע הנדרש מתקבל בידי הגופים המוסדיים במועד סמוך מאוד להנפקה, כך שהזמן הקצר העומד לרשותם אינו מאפשר להם לעמוד על טיב ההנפקה כמתבקש.

ב. שטר הנאמנות מתקבל כ"מוצר מוגמר" מבלי שלגופים המוסדיים יש היכולת לדרוש תנאים בסיסיים שיבטיחו את זכויותיהם לאורך כל חיי החוב. גם אם קיימת יכולת כזו, הרי שנדיר, אם בכלל, שהחברה המנפיקה מסכימה לבצע שינויים בתנאי איגרת החוב שהיא מעוניינת להנפיק.

כפועל יוצא של איכותו של המוצר, לגופים המוסדיים לא ניתנת ההגנה הראויה במסגרת שטר איגרת החוב ושטר הנאמנות, ומשכך ציבור החוסכים לגיל פרישה אינו זוכה לזכויות שהיו מוקנות לו, לו הכשלים בתהליך הנפקת איגרת החוב היו נפתרים.

נבחן להלן את התמריצים של כל אחד מהשחקנים בשוק הנפקות איגרות החוב הלא ממשלתיות:

3.3.1 החברה המנפיקה

הלכה למעשה, החברה המנפיקה מוכרת סוג של "מוצר מדף" ("מוצר מוגמר"). החברה המנפיקה בוחרת בחתם, כך שמול שניהם עומד מספר רב של גופים מוסדיים, והם נוקטים באסטרטגיה של "הפרד ומשול", שנסמכת על העובדה שלכל גוף מוסדי יש תחליף בדמות גוף מוסדי אחר, ולכן החוב יגויס על פי התנאים הרצויים לחברה. **לחברה אין אינטרס להעניק תנאים עודפים לגופים המוסדיים הרוכשים את איגרות החוב, שכן כל תנאי עודף משמעותו מגבלה כלכלית על פעילותה.** לכן, בפועל, הגופים המוסדיים מתקשים להשפיע על תהליך ההנפקה ולשנות באופן ממשי את תנאי איגרת החוב, ולרוב, ובפרט בהנפקה סחירה, עומדות בפניהם שתי בחירות בלבד: לרכוש את איגרת החוב כפי שהיא מוצעת או לא לרכוש אותה.

3.3.3 חתמים

האינטרס של החתם הוא שההנפקה תצא אל הפועל, היות והוא מקבל תשלום מתוך תמורת ההנפקה. במידה והחתם לא יסכים לתנאי ההנפקה כפי שמבקשת החברה, החברה עשויה להשתמש בשירותיו של חתם אחר.

בחלק מן המדינות המפותחות ניגוד עניינים זה נפתר באמצעות בנק השקעות שמוביל את ההנפקה ונסמך על המוניטין שלו. בישראל ענף החיתום מתנהל באופן שונה, ומעבר לכך, במקרים מסוימים חברות החיתום קשורות בקשרי החזקה לגופים המנהלים כספים עבור אחרים או לחברות עסקיות. במצב עניינים זה החתם אינו משמש מסננת מספקת לאיכות איגרת החוב המונפקת.

יתרה מזאת, בחלק מן ההנפקות בישראל אין שימוש בחתם כלל, אלא רק במפיץ, ובמקרים אלה, הפוטנציאל של החתם לשמש כמסננת איכותית אינו קיים אפילו מראש.

3.3.3 נאמנים

כמו החתם גם הנאמן מתמנה על ידי החברה המנפיקה ושכרו משולם על ידה. הגופים המוסדיים אינם מעורבים כלל בבחירת הנאמן, ועל כן במידה והנאמן לא יסכים לתנאי שטר הנאמנות, החברה עשויה להחליפו בנאמן אחר מבלי שתחול עליה כל סנקציה שהיא. הנאמן אינו מייצג את הגופים המוסדיים טרם ההנפקה בשלב המשא ומתן על תנאי שטר הנאמנות. יתרה מזאת, נאמן אשר פועל באקטיביות מקטין את הביקוש של החברות לשירותיו בעתיד. **יוצא אפוא, כי הנאמן לבדו אינו יכול לשמש מסננת אפקטיבית לאיכות איגרת החוב המונפקת.**

למודל המציע להגדיל את סמכויות הנאמן בחלק מן ההנפקות ראה מאמר המציע לייסד מסלול "נאמן על" (supertrustee) וולונטרי בנספח ד-1.

3.3.4 גופים מוסדיים

כפי שתואר בהרחבה בפרקים הקודמים, לאורך השנים האחרונות הגופים המוסדיים הגדילו משמעותית את שיעור השקעתם באיגרות חוב לא ממשלתיות, והם המחזיקים העיקריים באיגרות חוב אלה עבור ציבור החוסכים. אף על פי כן, הגופים אינם מצליחים להגן על טובתם של החוסכים במשא ומתן מול החברות המנפיקות על תנאי ההנפקה. **השפעתם המוגבלת של הגופים המוסדיים על תנאי ההנפקה ועמידתם מול איגרות חוב שהן בבחינת "מוצר מוגמר" נובעות ממספר בעיות בסיסיות:**

בעיית הפיזור. בקרב הגופים המוסדיים קיים פיזור רב, הן מבחינת מספרם הרב של הגופים והן מבחינת הפיזור הפנימי בתוך תיק ההשקעות של כל גוף מוסדי:

א. פיזורם של הגופים המוסדיים. בשלב ההנפקה חוסר הסימטריה בין הבנקים לגופים המוסדיים במשא ומתן מול החברות נוצר על רקע השוני במבנה המערכת הבנקאית לעומת השוק החוץ בנקאי (להרחבה בנושא השוני בין הפעילות של הגופים המוסדיים למערכת הבנקאית ראה נספח ג'). בניגוד למערכת הבנקאית הריכוזית, שיש בה מספר מועט של בנקים גדולים, בענף החיסכון הפנסיוני פועלים עשרות רבות של גופים מוסדיים. בהנפקה סחירה לציבור החברה המנפיקה מגייסת חוב מקרנות פנסיה, קופות גמל, חברות ביטוח, קרנות נאמנות וגורמים נוספים, ולכן גוף מוסדי בודד מתקשה לדרוש תנאים משופרים. בנוסף, העובדה שבהנפקה סחירה הבעלות על החוב ניתנת להעברה מקטינה את התמריץ של הגופים לנהל משא ומתן על תנאי החוב. **בהנפקות סחירות, ובמידה פחותה בהנפקות לא סחירות, הגופים המוסדיים מתקשים להשפיע על תנאי איגרת החוב בדרך של קבלת בטוחות או תניות ואמות מידה, וזאת במיוחד לאור "בעיית הטרמפיסט", אשר מקטינה את התמריץ של גוף מוסדי בודד להשקיע משאבים בניהול משא ומתן (כשל זה מתואר בספרות המקצועית גם כהשפעה חיצונית חיובית).**

ב. הפיזור בתוך תיק ההשקעות של הגופים המוסדיים. פרט לפיזורם של מחזיקי איגרות החוב, בתוך תיק ההשקעות של הגופים המוסדיים קיים פיזור רב בין איגרות חוב שונות. תקנות ההשקעה מגבילות את הגופים המוסדיים להשקעה של 10%-15% בלבד בסדרה בודדת ו-5% 10% בתאגיד בודד¹⁰. אסטרטגיית ההשקעה של הגופים המוסדיים היא פיזור, ובמקרים רבים המגבלות החוקיות אינן מהוות מגבלות אפקטיביות, שכן בפועל החשיפה לתאגיד בודד היא נמוכה יותר מהמגבלות החוקיות. **להשקעה מפוזרת יש יתרונות רבים, אך תוצאת לוואי שלה היא חוסר יכולת ותמריץ של גוף מוסדי בודד לנהל משא ומתן מול החברה טרם ההנפקה ולעקוב אחר החוב במהלך חייו.**

¹⁰ סעיפים 2.41 ו-4.1 ג. לתקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), התשכ"ד-1964 ותקנות 5 ו-43 לתקנות הפיקוח על עסקי ביטוח (דרכי השקעת ההון והקרנות של מבטח וניהול התחייבויותיו), התשס"א-2001. ההשקעה היא פונקציה של הדירוג: ככל שהדירוג גבוה יותר, כך ניתן להשקיע יותר באותה איגרת החוב או באותו תאגיד.

היצע הכסף הפנוי להשקעה בידי הגופים המוסדיים. בשנים האחרונות היקף נכסי החיסכון הפנסיוני הלך וגדל, ובמקביל לכך השינויים הרגולאטורים אפשרו לגופים להשקיע את הכספים במגוון רחב של אפיקים בשוק ההון. ההיצע הרב של כסף פנוי להשקעה בידי הגופים המוסדיים, הניזון מזרם קבוע של הפקדות כספים חדשות, גם בתקופות גאות וגם בתקופות שפל, גרמו לגופים המוסדיים, כפי שהדבר קרה גם בחו"ל, לייצר ביקוש קשיח יחסית להשקעה בניירות ערך ולתור באופן תמידי אחר השקעות חדשות בשוק ההון. סביבת הריביות הנמוכה בשנים האחרונות, הן בישראל והן בחו"ל, רק הגבירה את הביקוש של גופים אלה להשקעות בשוק ההון.

ברור על כן, שגופים מוסדיים נאלצו "להתפשר" על תנאי הנפקות מתוך הבנה, שלכל גוף מוסדי שידרוש ניהול משא ומתן "אמיתי" מול החברה המנפיקה יש תחליף בדמות גוף מוסדי אחר עם הון זמין להשקעה. דינאמיקה זו מקבלת משנה תוקף נוכח הנטייה של הגופים המוסדיים להשקיע אחוזים גבוהים מתיק ההשקעות בישראל (**home bias**); נטייה זו מושפעת, בין היתר, משיקולים של הכרת השוק המקומי, השקעה בנכסים צמודי מדד וכיוצא בזה; הנטייה להשקעה בשוק ההון המקומי מגדילה עוד יותר את הביקוש לאיגרות חוב מקומיות, דבר אשר מעניק, כאמור, יתרון לחברה המנפיקה.

תחרות מוגברת בין הגופים המוסדיים. בתנאי תחרות מעדיפים חלק מהגופים המוסדיים להיות דומים למתחריהם מבחינת תמהיל הסיכון שלהם וסוגי ניירות הערך שהם רוכשים, מאשר לקחת את הסיכון שהם "יפגרו" בתשואות שהם משיגים אחר מתחריהם. בהקשר זה, סבורה הוועדה כי יש לבחון דרכים להגדיל את התחרות ארוכת הטווח בשוק המוסדי.

בעיית מידע הפנים. ליבת פעילותם של הגופים המוסדיים הוא ניהול תיק השקעות מבוסס בין סוגים שונים של נכסים. במצב זה, גופים מוסדיים אינם יכולים לדרוש מחברה ציבורית מידע נוסף מעבר למידע השוטף המועבר באמצעות הדיווחים הפומביים השונים, וזאת מחשש לשימוש במידע פנים. כך למשל, אם גוף מוסדי אשר רוכש איגרת חוב המונפקת למשקיעים מוסדיים ירצה לדרוש מידע מפורט ביחס לתזרים המזומנים הצפוי של החברה, הרי במידה ומניותיה של החברה המנפיקה נסחרות בבורסה, הגוף המוסדי יעמוד בפני בעיה של מידע פנים בבואו לסחור במניות החברה. עקב חשש מעבירת מידע פנים, גופים מוסדיים נמנעים מלדרוש מידע שאינו ציבורי, אף שמידע זה נחוץ לבחינת ההשקעה באיגרת החוב ולמעקב אחר מצב החוב. יצוין כי החשש מפני מידע פנים מקבל משנה תוקף במשק ריכוזי, ולכן בעיית מידע הפנים בולטת במשק הישראלי לעומת שוקי הון גדולים בעולם.

3.4 סיכום

מכל האמור לעיל עולה כי קיימים מספר חולשות לאורך תהליך ההשקעה של הגופים המוסדיים באיגרות חוב לא ממשלתיות, החל מהשלב בו החברה המנפיקה פונה לגופים המוסדיים במישרין או באמצעות החתם, דרך השלב בו אמור היה להתנהל משא ומתן "אמיתי" של הגופים המוסדיים מול החברה המנפיקה בעת גיבוש תנאי איגרת החוב וקבלת המידע הרלוונטי מהחברה, וכלה בשלב המעקב של הגופים המוסדיים אחר ההשקעה לאורך חיי החוב.

לחתם ולנאמן אין תמריץ כלכלי מספק לפעול לשיפור תנאי ההנפקה. לצד זאת, גם הגופים המוסדיים מתקשים לנהל משא ומתן על תנאי איגרת החוב מול החברות המנפיקות. דינאמיקה זו נוצרת בענף בו פועלים עשרות גופים מוסדיים, אשר פעולותיו של גוף אחד משפיעות על דרך פעולתו של גוף אחר או מספר גופים אחרים. גוף אחד עשוי לדרוש מהחברה המנפיקה התחייבות מסוימת כתנאי להשקעה באיגרת החוב, אולם החברה אינה חייבת להיענות לדרישה מעין זו, היות וישנם גופים רבים אחרים המסכימים לוותר על אותו התנאי.

למעשה, בעיני החברה המנפיקה לכל משקיע מוסדי יש תחליף בדמותו של משקיע מוסדי אחר. בהינתן עובדה בסיסית זו, קטנה היכולת של הגופים המוסדיים, גם הגדולים שבהם, לנהל משא ומתן אפקטיבי מול החברות המנפיקות. החברה מתנהלת מול המוסדיים במצב של "הפרד ומשול", אשר מתאפשר הן עקב האסימטריה באינפורמציה והן עקב "בעיית הטרמפיסט" בשוק המוסדי. היות וכל גוף מוסדי מחזיק חלק קטן מסך ההנפקה, ולחלק זה השפעה מזערית על תשואת התיק, לא משתלם לו להשקיע מאמצים לבדו במשא ומתן מול החברה המנפיקה. בעיה מערכתית זו נובעת מסוג התחרות הקיימת בשוק האשראי החוץ בנקאי, שבו יש מספר רב של מלווים מול לווה בודד, שהיא החברה המנפיקה. לא נעלם מעיני הוועדה כי גם לכל חברה מנפיקה יש תחליף בדמות חברה מנפיקה אחרת, בישראל או בחו"ל, אולם נטית הביתיות (**Home Bias**) של הגופים המוסדיים חזקה יותר.

מכאן עולה, כי החברה המנפיקה היא הגורם הדומיננטי שמכתיב את כללי המשחק בשוק ההנפקות. מבחינתה היא מוכרת סוג של "מוצר מוגמר", בבחינת **"take it or leave it"**. פרט לחברה המנפיקה אף שחקן בשוק אינו מלווה את איגרת החוב ברציפות ובאופן שוטף משלב ההנפקה ועד לסוף חייה, זאת במיוחד בשוק הסחיר אך גם בשוק הלא סחיר.

לאור הפיזור בקרב הגופים המוסדיים, הן מבחינת מספרם הרב של הגופים והן מבחינת הפיזור הפנימי בתוך תיק ההשקעות של כל גוף מוסדי, וחוסר יכולתם לשתף פעולה טרם ההנפקה, ונוכח היצע קשיח של הון פנוי להשקעה לצד התחרות השוררת ביניהם והעדר ניסיון ארוך טווח בהשקעה בשוק ההון - המציאות היא כי בפועל הגופים המוסדיים אינם מצליחים לתרגם את היותם ציר מרכזי בהשקעה באיגרות החוב בשוק ההון לכדי השפעה משמעותית על תנאי הנפקת איגרות החוב, לטובת החוסכים באמצעותם.

בניגוד למדינות המפותחות בעולם, אשר בקרב הגופים המוסדיים בהן קיימת תרבות ארוכת שנים של השקעה בשוק ההון, הגופים המוסדיים בישראל החלו להשקיע בשוק איגרות החוב בשיעורים משמעותיים רק בשנים האחרונות. עובדה זו מסבירה באופן חלקי את היעדרה של פרקטיקה ביחס להכללת תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות בשטרי הנאמנות להגנת זכויות החוסכים.

הותרת המצב על כנו הינה קיבועו של כשל שוק בהתנהלותם של הגופים המוסדיים, המפריע לתפקודו היעיל והתקין של שוק ההון הישראלי ופוגע בזכויות החוסכים אשר כספם מושקע באיגרות חוב לא ממשלתיות.

לפיכך יש לקבוע אמצעים נוספים, שלפיהם יפעלו הגופים המוסדיים, ושיסייעו לחיזוק זכויות החוסכים וליצירת מגוון של איגרות חוב. קביעת אמצעים אלו תהווה נדבך נוסף בפיתוחו של שוק איגרות החוב הישראלי ותבטיח את המשך תרומתו לפיתוח שוק האשראי החוץ בנקאי אשר מהווה מרכיב חשוב בצמיחתה של הכלכלה הישראלית.

4. שוקי איגרות חוב בשווקים המפותחים בעולם

לצורך עבודת הועדה נבדקו שוקי איגרות החוב בארצות הברית, אנגליה וגרמניה¹¹. במסגרת זאת, נבחנו תשקיפי חברות, נערכו התייעצויות עם מומחים מהשוק האמריקאי והאנגלי ונערך מחקר אמפירי-כמותני, אשר משווה את שכחותן של תניות ואמות מידה באיגרות חוב של חברות מארצות הברית, אנגליה וגרמניה. מהנתונים, כפי שיפורטו להלן, עולה כי בנושאים מסוימים שוקי ההון במדינות אלה מתנהלים באופן מפותח ומשוכלל יותר לעומת שוק ההון הישראלי, ובפרט בכל הקשור בהבטחת זכויות מחזיקי איגרות החוב.¹²

אחד המאפיינים העיקריים של שוקי איגרות החוב המפותחים הינו התייחסות לבכירות החוב, דהיינו למדרג הקדימות בעת פירעון החוב. במסגרת זאת ישנה הבחנה בין נושים מובטחים בכירים ונושים מובטחים נדחים. גם בתוך קבוצת הנושים הרגילים קיימת הבחנה בין נושים בכירים לנושים נדחים. מאפיין עיקרי נוסף של שוקי איגרות החוב הינו פיתוח נרחב של תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות אשר, בין היתר, מגבילות את יכולת החברה לבצע פעולות מסוימות ללא אישור מחזיקי איגרות החוב. המטרה של כל האמצעים הללו היא ליצור כלים רבים ומגוונים להגנה על זכויות המחזיקים.

4.1 בכירות החוב

כחלק מגיוון ואופטימיזציה של אפשרויות גיוס החוב על ידי החברות, התפתחה הבחנה נוספת בין סוגי איגרות חוב, אשר נסמכת על יחס של בכירות קבוצת נושים מסוימת על פני רעותה. הבחנה זו מבוססת על יחסים חוזיים בין שתי הקבוצות, והיא מחייבת בין הקבוצות לבין עצמן ובין לבין החברה בכל הקשור ביחס שבין שתי קבוצות נושים אלה.

ראשית, קיימת חלוקה מסורתית בין חוב מובטח לחוב שאינו מובטח. חוב הינו מובטח (secured) אם נכס מסוים של החברה משועבד כנגד החוב וכן במקרה של שיעבוד צף על רכוש החברה. חוב שאינו מובטח (unsecured) מגובה רק בהתחייבות של המנפיק להחזירו. בתוך הקטגוריה של חוב מובטח ניתן למצוא לעיתים קרובות חלוקה בין רמות הבכירות של הנושים המובטחים – senior ו-junior, על פי סדר גביית החוב מן הבטוחות על ידי הנושים בעת פירוק.

¹¹ במסגרת זאת נבדקו סדרות איגרות חוב הנסחרות בבורסות הבאות: NYSE, NASDAQ, Frankfurt, SIX, Luxembourg, Munich, LSE.

בארצות הברית נבדקו 117 סדרות של איגרות חוב של 23 חברות אמריקאיות, בדירוגים שנעו בין BBB ל-AAA, ובמח"מים, היקפי הנפקה וענפי פעילות שונים. בנוסף נבדקו 40 סדרות המדורגות מתחת ל"דירוג השקעה" ו-40 סדרות לא מדורגות. מודגש כי תוצאות המדגם מהוות אינדיקציה בלבד לשוק האמריקאי בכללותו.

באנגליה נבדקו 120 סדרות של איגרות חוב של חברות שונות, בדירוגים, מח"מים, היקפי הנפקה וענפי פעילות שונים. מודגש כי תוצאות המדגם מהוות אינדיקציה בלבד לשוק האנגלי בכללותו.

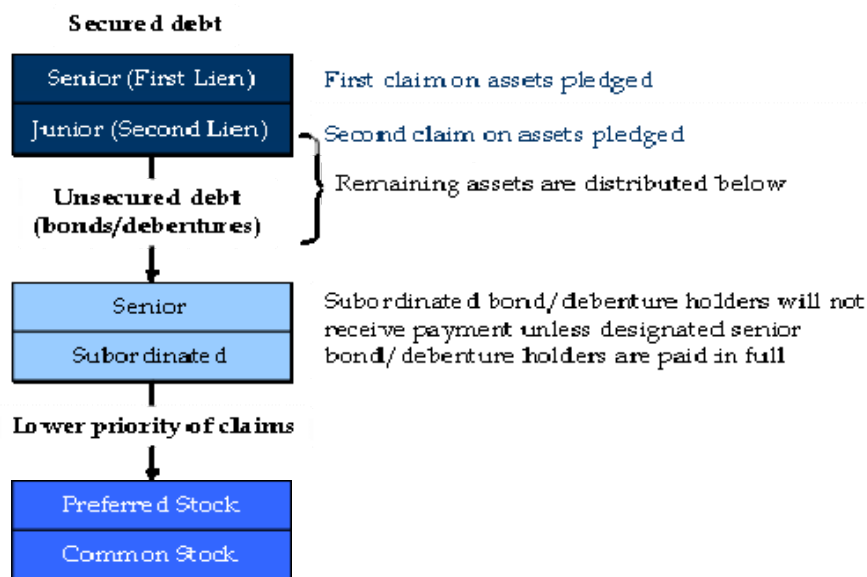
בגרמניה נבדקו 100 סדרות של איגרות חוב של חברות שונות, בדירוגים, מח"מים, היקפי הנפקה וענפי פעילות שונים. מודגש כי תוצאות המדגם מהוות אינדיקציה בלבד לשוק הגרמני בכללותו.

¹² להרחבה בעניין זה ראה ספר:

Wolfgang Schön and Horst Eidenmüller (editors), *The Law and Economics of Creditor Protection: a Transatlantic Perspective* (2008).

בתוך הקטגוריה של נושים רגילים – המחזיקים בחוב שאינו מגובה בבטוחות – ישנו גם פיתוח שאינו קיים בישראל, והוא חלוקה בהתאם לתניות חוזיות בין חוב בכיר (senior) לחוב נדחה (subordinated). משמעות הדבר היא כי נושה בכיר, אף כי הינו נושה רגיל, זכאי להיפרע מאת החברה לפני שהיא פורעת את חובה לנושה הנדחה על פניו. התוצאה של פיתוחים אלה, למשל, היא כי מצבו של נושה מסוג junior secured או senior unsecured טוב בהרבה מנושה נדחה שחובו אינו מובטח בבטוחה – subordinated. מבנה החוב עשוי להשתנות מחברה לחברה, בהתאם למידת הגיוון שהיא בוחרת להעניק לנושה.

תרשים 5: מבנה חוב לדוגמא



בארצות הברית אף כי רובן המכריע של איגרות החוב אינן מובטחות בשעבודים, הן סווגו כחוב בכיר (דרגות שונות של senior unsecured), קרי איגרות חוב לא מובטחות אך במעמד בכיר יותר מאיגרות חוב נדחות מבחינת סדר גביית החוב על ידי הנושים בעת פירוק. באנגליה 43% מהסדרות במדגם סווגו כחוב בכיר ובגרמניה 80% מהסדרות במדגם סווגו כחוב בכיר.

יוסבר כי יחסי הבכירות והנדחות בין שתי הקבוצות אינם משנים את כללי עדיפות הנושים בפירוק, דהיינו נושים משתי הקבוצות (הבכירה והנדחית) נחשבים לנושים בלתי מובטחים, יחד עם נושים בלתי מובטחים אחרים. ביחסים בין נושים מקבוצת איגרות החוב הבכירות והנדחות לבין נושים בלתי מובטחים אחרים (כגון ספקים), הם יטופלו באופן שווה פרו-רטת פרי-פאסו באותה דרגת עדיפות. עם זאת, ביחסים בין שתי הקבוצות בינן לבין עצמן, תניה חוזית המעגנת את הבכירות או הנדחות, לפי העניין, של איגרת החוב, היא בעלת תוקף¹³.

¹³ לשם דוגמא והמחשת היחס, נניח שסך החוב הבלתי מובטח של החברה הינו 10,000 ש"ח והוא מורכב מחוב לספקים בסך של 2,000 ש"ח, חוב לבעלי איגרות חוב בכירות בסך של 3,000 ש"ח וחוב לבעלי איגרות חוב נדחות בסך של 5,000 ש"ח. במקרה של פירוק, כל נושה מכל אחת משלוש הקבוצות (ספקים, איגרת חוב בכירה, איגרת חוב נדחית) יקבל חלק יחסי מחובו במסגרת פירוק כיחס היקף החוב של החברה כלפיו לעומת כלל החוב הבלתי מובטח (למשל - ספקים 20% מן החוב). במקרה בו, בעת פירוק, כלל הנושים הבלתי מובטחים קבוצה, זכאים רק ל- 6,000

סיווג זה מקובל בשוקי הון וחוב מפותחים, לרבות בארצות הברית ואנגליה, והוא מאפשר לחברות ליצור אופטימיזציה נוספת בגיוס החוב על ידי החברה. קיימת שאלה משפטית, האם היחס בין בעלי איגרות החוב הבכירות לבין בעלי אגרות החוב הנדחות יחול גם בעת פירוק החברה. דהיינו, האם יוכל בעל איגרת חוב נדחית להתכחש להתחייבותו החוזית ולדרוש לבטל את עדיפות איגרות החוב הבכירות בעת פירוק. אנו סבורים שבית משפט בישראל ייתן תוקף לתניה חוזית זו גם בעת פירוק, שכן אין במערכת יחסים פנימית זו בין נושים בלתי מובטחים בכירים ונדחים, על פי התקשרותם החוזית, כדי לפגוע בעקרונות דיני הפירוק.

4.2 תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות

בשונה מישראל, איגרות החוב במדינות המפותחות כוללות תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות מגוונות, אשר הפרה או חריגה מהן מאפשרת, בהתאם לקבוע בהן, דרישה לפירעון מוקדם של איגרת החוב (טבלה 3 להלן). כמו כן התניות החוזיות קובעות את סדר הקדימות במקרה של חדלות פירעון. מספר תניות ואמות מידה נמצאו כנפוצות במיוחד בשווקים הבינלאומיים.

מבדיקת חברות מנפיקות בארצות הברית עולה כי גם חברות גדולות ויציבות הנפיקו איגרות חוב בליווי תניות ואמות מידה. כך למשל, איגרות החוב של PHIZER, Johnson & Johnson, General Electric – חברות ענק בדירוג בינלאומי AAA¹⁴, הכילו בין שלוש לחמש תניות ואמות מידה, ואיגרות חוב מדורגות נמוך יותר, או של חברות קטנות יותר, הכילו מספר רב יותר של תניות ואמות מידה. כלומר, ככל שדירוג החברה נמוך יותר וסיכון ההשקעה בחברה גבוה יותר, המשקיעים מקבלים הגנה טובה יותר באמצעות עיגון מספר רב יותר של תניות ואמות מידה בתנאי איגרת החוב, שיספקו להם את ההגנה הנדרשת בעת הרעה במצבה הפיננסי של החברה.

מתוצאות המחקר האמפירי-כמותי שערכה הועדה ניתן ללמוד על שכיחותן הגבוהה יחסית של תניות ואמות מידה (Covenants) בשווקים המפותחים בעולם (טבלה 1 בעמוד הבא)¹⁵.

ש"ח, אזי הספקים יקבלו 1,200 ש"ח, בעלי אגרות החוב הבכירות יקבלו 3,000 ש"ח, דהיינו את מלוא חובם ובעלי איגרות החוב הנדחות יקבלו 1,800 ש"ח בלבד, דהיינו 36% מן החוב כלפיהם. ביחס שבין החוב הבכיר לחוב הנדחה בעלי איגרות החוב הבכירות יקבלו את מלוא הסכום המיועד להם ולבעלי איגרות החוב הזוטרות, עד פירעון מלוא חובם של בעלי איגרות החוב הבכירות; רק לאחר מכן תחולק היתרה (אם תהיה) בין בעלי איגרות החוב הנדחות.

¹⁴ הדירוג של חברת General Electric הופחת ל-AA, אך ביום ההנפקה היה דירוגה AAA.

¹⁵ יובהר כי תוצאותיו של כל מדגם תלויות בבסיס המדגם (אילו איגרות חוב נבדקו, מבחינת רמת הדירוג, גודל ההנפקה, גודל החברה, הנפקות סחירות ולא סחירות וכיו"ב) ובמועד עריכת המדגם. לתוצאות מדגם נוסף, שנערך בארצות הברית בשנת 2004, ראה: Chava, Kumar and Warga (2004) from Fixed Income Security Database.

טבלה 1: שכיחותן של תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות באיגרות חוב של חברות מארצות

הברית, אנגליה וגרמניה¹⁶

Covenants	גרמניה	אנגליה	ארצות הברית	תניות ואמות מידה
Merger Restrictions	31%	20%	96%	1. תניית מיזוג ¹⁷
Certain Sales of Assets	32%	27%	96%	2. מגבלה על מכירת נכסים מסוימים ¹⁸
Restriction on Activities	77%	76%	83%	3. מגבלה על פעילויות ¹⁹
Negative Pledge	82%	73%	74%	4. שעבוד שלילי ²⁰
Limitation on Sale-and-Leaseback	17%	12%	60%	5. מגבלה על מכירה וחכירה ²¹
Restrictive Covenant	31%	28%	46%	6. קובנטט מגביל ²²
Change of Control	24%	35%	40%	7. שינוי שליטה ²³
Negative Covenant	30%	27%	39%	8. קובנטט שלילי ²⁴
Cross Default	75%	75%	37%	9. חדלות פירעון צולבת ²⁵
Limit of Indebtedness	17%	19%	26%	10. מגבלת מינוף ²⁶
Limitation on Subsidiary Debt	13%	11%	23%	11. מגבלה על חוב חברת בת ²⁷
Restricted Payments	15%	17%	19%	12. מגבלת תשלומים ²⁸
Ratings Trigger	8%	11%	15%	13. הורדת דירוג ²⁹
Collective Action Clause	14%	19%	14%	14. סעיף פעולה ייצוגית ³⁰

¹⁶ האחוזים מתבססים על 190 סדרות איגרות חוב של חברות אמריקאיות, 75 סדרות איגרות חוב של חברות אנגליות ו-71 סדרות איגרות חוב של חברות גרמניות.

¹⁷ **תניית מיזוג (merger restrictions)** – קובנטט מגביל או שלילי אשר מונע מהמנפיק להתמזג עם ישות אחרת.

¹⁸ **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.

¹⁹ **מגבלה על פעילויות (restriction on activities)** – התניה שלילית העשויה לשים מגבלות על פעילויות העסקיות של המנפיק.

²⁰ **שעבוד שלילי (negative pledge)** – החברה מתחייבת כי היא לא תשעבד אף אחד מנכסיה אם תהיה לכך השפעה מזיקה על בעלי איגרות החוב הנוכחיים.

²¹ **מגבלות על מכירה וחכירה של נכסים (limitations on sale-and-leaseback)** – קובנטט מגביל או שלילי אשר מונע מהמנפיק למכור נכסים (או להעלים אותם מהמאזן בדרך אחרת מסיבות חשבונאיות) ואחר כך להחכיר אותם בחזרה מן הבעלים החדשים.

²² **קובנטט מגביל (restrictive covenant)** – סעיף, הדומה בעיקרו לקובנטט שלילי, אשר מהווה התחייבות של המנפיק להימנע מכל פעילות אשר עשויה להיחשב כמזיקה לבעלי איגרות החוב.

²³ **שינוי שליטה (change of control)** התניה אשר מאפשרת לבעלי איגרות החוב למכור את ניירות הערך חזרה למנפיק בעת השתלטות על החברה, מיזוג או ארגון מחדש למניעת השתלטות אשר בעקבותיו קטנים נכסי החברה באופן משמעותי.

²⁴ **קובנטט שלילי (negative covenant)** – סעיף מגביל שמטרתו למנוע ממנפיק להעניק הטבות לבעלי המניות על חשבון בעלי איגרת החוב.

²⁵ **חדלות פירעון צולבת (cross default)** – התניה לפיה איגרת חוב חדלת פירעון, כלומר כנמצאת במצב של פשיטת רגל (ואז תועמד לפירעון מיידית), אם נייר ערך אחר של המנפיק חדל פירעון.

²⁶ **מגבלת מינוף (limit of indebtedness)** – קובנטט מגביל או שלילי, אשר מגביל את כמות החוב שהמנפיק יכול לקחת.

²⁷ **מגבלה על חוב של חברת בת (limitation on subsidiary debt)** – קובנטט מגביל או שלילי, אשר מגביל את רמת החוב שחברות הבת של המנפיק יכולות לגייס.

²⁸ **מגבלת תשלומים (restricted payments)** – קובנטט מגביל או שלילי, אשר מגביל את יכולתו של המנפיק לספק מזומנים, נכסים או ניירות ערך לבעלי מניות, לשלם חוב נדחה, לבצע רכישה עצמית של מניות או לחלק דיבידנדים.

²⁹ **הורדת דירוג (ratings trigger)** – סעיף המאפשר לבעלי איגרות החוב להחזיר את איגרות החוב למנפיק במקרה שהדירוג יורד מתחת לרמה מסוימת, שנקבעה מראש.

³⁰ **סעיף פעולה ייצוגית (collective action clause)** – סעיף המעניק לרוב מיוחד (supermajority) של בעלי איגרות חוב את האפשרות לבצע שינויים משמעותיים בתנאי איגרת החוב.

בשלושת השווקים שנבדקו, השוק האמריקאי, השוק האנגלי והשוק הגרמני, ברוב התשקיפים הופיעה התחייבות לאי יצירת שעבודים. התחייבות זו הינה בעלת חשיבות גבוהה עבור מחזיקי איגרות החוב, שכן היא מונעת מצב בו החברה משנה באופן משמעותי את מבנה ההון ומצבת הנכסים שלה, אשר מהווים רכיב חשוב בכושר הפירעון של החברה, ללא הסכמתם. להרחבה בדבר הרציונל אשר בגינו הפכה התחייבות זאת לכה נפוצה, ראה סעיף 8.4 בדבר התחייבות לאי יצירת שעבודים (שעבוד שלילי) בפרק השמיני.

במדגם שערכה הועדה של איגרות חוב שנסחרו בשוק האמריקאי בשנת 2009 הופיעה התחייבות לאי יצירת שעבודים ב-74% מן התשקיפים שנבדקו. מטבע הדברים, מדגמים אחרים שנערכו בזמנים אחרים הניבו תוצאות מעט שונות. במדגם שנערך בארצות הברית בשנים 2000-2003 התחייבות לאי יצירת שעבודים הופיעה ב-67.4% מתוך 3,033 התשקיפים שנבדקו.³¹ במדגם נוסף שנערך בשנים אלה הופיעה התחייבות לאי יצירת שעבודים ב-42.5% מן התשקיפים.³² מכל מקום, מן המדגמים השונים ניתן להסיק כי התחייבות לאי יצירת שעבודים הינה נפוצה מאד בשוק האמריקאי.

חשובה במיוחד ההתייחסות לשוק האשראי הגרמני. השוק הגרמני הינו בעל מאפיינים המוכרים לנו היטב בישראל: מוטה בנקאות, ריכוזי באופן יחסי לעומת המדינות האנגלו-סקסיות ונסמך על מערכת משפט ממשפחת ה-Civil Law. מהמדגם שערכה הועדה עלה כי סעיף שעבוד שלילי הופיע ב-82% משטרי הנאמנות בשוק הגרמני.

גם סעיף שינוי שליטה ומגבלת מיזוג נפוצים מאד בשוק האמריקאי; סעיפים אלה נחוצים במקרים בהם יש חשיבות למוניטין בעל שליטה להבטחת פירעון החוב, או לחילופין על מנת למנוע מיזוגים ו/או שינויי שליטה המלווים בהרעת מצבה הפיננסי של החברה (לדוגמא, עקב נטילת חוב נוסף בהיקף גבוה למימון רכישת החברה).

סעיף חדלות פירעון צולבת (Cross Default) הופיע ב-75% משטרי הנאמנות שנבדקו באנגליה ובגרמניה. סעיף חשוב זה מהווה "דגל אדום" עבור מחזיקי איגרות החוב, ומאפשר להם להעמיד את החוב לפירעון מיידי, במידה וחוב אחר של המנפיק הועמד לפירעון מיידי. משמעות הסעיף היא, שלמחזיקים ניתנת האפשרות לפעול מבעוד מועד להבטחת זכויותיהם, ולא לחכות להידרדרות פיננסית נוספת אשר תפחית את סיכוייהם לגביית החוב.

סעיף נפוץ נוסף הינו סעיף **מגבלה על פעילויות (Restriction on Activities)**, התניה שלילית העשויה לשים מגבלות על פעילויותיו העסקיות של המנפיק. סעיף זה הופיע ביותר מ-75% מן הסדרות שנבדקו. בנוסף, איגרות חוב רבות הכילו **קובננט מגביל (Restrictive Covenant)** – אשר מהווה התחייבות של המנפיק להימנע מכל פעילות אשר עשויה להיחשב כמזיקה למחזיקים.

³¹ Chava, Kumar and Warga (2004) from Fixed Income Security Database.

³² Billet, King and Mauer (2005).

5. שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים ליצירת פרקטיקות נאותות

במדינות רבות בעולם השוק פיתח, באופן וולונטרי ועצמאי, כלים לרגולציה עצמית ויצירת סטנדרטיזציה בתחום ההשקעות, ובפרט במתן אשראי באמצעות רכישת איגרות חוב.

בחלק הראשון של פרק זה תתואר בקצרה פעולתם של ארגונים אלה, אשר מייצגים את הגופים המוסדיים ופועלים באקטיביות להנחלת נורמות שישפרו את איכות ההשקעות שהם מבצעים לטובת החוסכים באמצעותם. בחלק השני של פרק זה תינתנה דוגמאות לפעולות האקטיביות שנקטו הגופים המוסדיים לשיפור השקעותיהם באיגרות חוב.

5.1. ארגוני גג של גופים מוסדיים

ארגוני הגג מייצגים עשרות גופים מוסדיים ובראשם עומדת ועדה, בה חברים בעלי תפקידים בכירים מהגופים המוסדיים עצמם. פעילותם של ארגוני הגג נותנת מענה לבעיות, הנובעות מהפיזור הרב הקיים בתיק ההשקעות של הגופים. כל אחד מן הגופים בנפרד מעוניין להשיא את התשואה על השקעתו, אולם עקב הפיזור שבגיננו שיעור ההשקעה באיגרת חוב מסוימת מתוך כלל תיק ההשקעות הינו נמוך, חלק מעלויות הניתוח אינן משתלמות עבורו. ארגוני הגג נועדו לנטרל בעיה זאת, על ידי פעולה משותפת במספר אפיקים מרכזיים:

א. **שיתוף מידע.** ארגוני הגג מקיימים מערכי מחקר עצמאיים העוסקים בנושאים רבים ומפיצים את המידע בקרב חבריהם, למשל, מידע בנושא חברות המצויות בקשיים פיננסיים. גופים המושקעים בחברות אלו יטו לבחון באופן ביקורתי יותר הצעות העולות להצבעה באסיפות הכלליות שלהן; בד בבד יטו הגופים המוסדיים לדון עם מנהלי החברה על מהלכים לשיפור ביצועיה. בנוסף, רשימות המיקוד (focus lists), אשר מרכזים ארגוני הגג וזמינות רק להם, כוללות את החברות שהפגינו ביצועים ירודים, ויוצרות עבורן תמריץ לשפר את ביצועיהן.

ב. **פורום מקצועי.** ארגוני הגג מהווים שחקן מרכזי בשוק ההון ומקיימים שיח ער עם מכלול הגורמים המשפיעים על פעילות הגופים המוסדיים. ארגוני הגג נהנים מיתרון לגודל המאפשר להם לפעול יחדיו לקידום נושאים שונים בתחום הממשל התאגידי וההשקעה של גופים מוסדיים³³.

ג. **הנחיות לשיפור הפרקטיקות הנאותות (best practices).** ארגוני הגג, באמצעות חבריהם, מגבשים הנחיות שמטרתן לשפר ולייעל את הנורמות הנהוגות בשוק המוסדי. נדון בדוגמא להנחיות אלה בסעיף הבא.

הפיקוח העצמי שיוצרים ארגוני הגג מיתר, לפחות באופן חלקי, את הצורך בהתערבות רגולטורית, ולעתים אף עדיף עליו.

³³ למשל, ארגוני הגג מפרסמים באופן עיתי "מסמך מדיניות" המשקף את השקפת עולמם באשר לשלל נושאים הנוגעים לממשל תאגידי בתוך כך: זכויות ההצבעה של בעלי המניות; מעורבות ואופן בחירת דירקטורים; תשלומים להנהלה ולדירקטורים וכיו"ב. חלק מהמלצות הגופים המוסדיים אומצו בחקיקה.

5.2 פעילותם של ארגוני גג של גופים מוסדיים בתחום האשראי

דוגמא לפעילותו הענפה של ארגון גג לשיפור איכות המוצר שגופים מוסדיים משקיעים בו הינו השולחן העגול לאשראי (The Credit Roundtable) בארצות הברית. השולחן העגול לאשראי מורכב מכ-65 גופים גדולים, המנהלים כספים בהיקף של מעל 2 טריליון דולר.

השולחן העגול נוסד באביב 2007, ושם לעצמו למטרה לשפר את ההגנות הניתנות למחזיקי איגרות החוב – וזאת לאור קצב הגידול המהיר בהנפקות בתקופה זו. נרחיב לגבי שני תחומי פעילות חשובים של השולחן העגול לאשראי.

פעולה אקטיבית של הגופים המוסדיים לשיפור תהליך ההנפקה. בארצות הברית, מדינה עם מערכת פיננסית מוטת שוק הון ומגוון של שחקנים בצד הביקוש, ישנו קושי לבצע אנליזה מעמיקה בתקופה של ריבוי הנפקות. בהקשר זה יצוין כי למרות הזמן הקצר העומד לרשות המשקיעים המוסדיים לקבל החלטת השקעה, איגרות החוב בארצות הברית כוללות באופן מובנה מספר של תניות ואמות מידה, המבטיחות את זכויותיהן.

חרף קיומן של תניות ואמות מידה בהיקף נרחב בשוק האמריקאי, המשקיעים המוסדיים נוקטים בפעולה אקטיבית לשיפור מצבם – הן בכדי לשפר עוד יותר את זכויותיהם כמחזיקי איגרות חוב, כפי שתואר בסעיף הקודם, והן בכדי לשפר את יכולתם לנהל משא ומתן מול החברות המנפיקות.

בחודש מרץ 2009 פנה השולחן העגול לאשראי (The Credit Roundtable) לרשות ניירות ערך בארצות הברית (SEC), בבקשה לסייע לה בהארכת משך הזמן שבו מתקבל החומר הנלווה להנפקה, על מנת שיעמוד לרשותם זמן מספק לקבלת החלטת השקעה³⁴.

במקרים אלה, ארגוני הגג מהווים פלטפורמה לזיהוי חולשות בשוק ולפעולה משותפת לפתרון.

להרחבה בדבר פעילותם של המשקיעים המוסדיים בארצות הברית לשיפור תהליך ההנפקה ראה מצגת בנספח ה-2.

פעולה אקטיבית של הגופים המוסדיים לשיפור איכות איגרות החוב. בתחום זה, השולחן העגול לאשראי הציב לעצמו שתי מטרות מרכזיות: שיפור זכויות מחזיקי איגרות החוב, בדרך של הגדלת היקף ההגנה הניתנת להם באמצעות תניות ואמות מידה; וחינוך שחקני הביקוש לאיגרות חוב לחשיבותן של תניות ואמות מידה.

בחודש יולי 2008 פרסם ה"שולחן העגול לאשראי", בשיתוף פורום חוב (Fixed Income Forum), המלצות מעודכנות ביחס לתניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות,

³⁴ המשקיעים המוסדיים בארצות הברית מתארים מצב של "הנפקות פקס", בדומה לשוק הישראלי. בהנפקה ממוצעת, בשעה 9:00 מודיע החתם, באמצעות מערכת בלומברג, על קיומה של ההנפקה, המשקיעים בוחנים את פרטי ההנפקה ומגישים הצעה; בשעה 9:15 ההנפקה נסגרת למשקיעים חדשים; בשעה 11:00 העסקה יוצאת לפועל ונקבע מחיר סופי. המשקיעים המוסדיים מלינים על מצב זה, שבו יש להם לעיתים רק חמש עשרה דקות לביצוע בדיקת נאותות (Due Diligence) וניהול משא ומתן על תנאי איגרת החוב מול החברה, לצד ביצוע אנליזה מקיפה הכוללת ניתוח של תנאי שטר הנאמנות, היסטוריית האשראי של הלווה והמחיר המתאים.

אשר ראוי שיופיעו באיגרות חוב המדורגות בדירוג השקעה³⁵. להמלצות הפורום ראה **נספח ה-3**.
ההמלצות גובשו על ידי גופים מוסדיים מובילים בארצות הברית: קרן הפנסיה הגדולה בעולם -
CalPERS, מנהלת קרן איגרות החוב הגדולה בעולם - Fidelity, PIMCO, The Vanguard Group ורבים נוספים.

חברי הפורום דנו בהרחבה בתניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות אשר חשוב שיופיעו בכל הנפקה,
וגיבשו ניסוח שימש בבחינת סמן (best practice) לתעשייה. המסמך דן בהרחבה בשלושה
נושאים מהותיים בהשקעה באיגרת חוב: תניית שינוי שליטה, מנגנונים להעלאת ריבית כתוצאה
משינויים ביכולת ההחזר של החברה (Step-Up Coupons) ותניית שיעבוד שלילי (התחייבות
לאי יצירת שעבודים).

המסמך מציג את הפרקטיקה הקיימת ואת השינוי המוצע, ואף מכיל ניסוחים משפטיים של
ההמלצות, כך שניתן יהיה להכניסן ישירות לשטר הנאמנות של איגרת החוב.

**בארצות הברית יש שימוש נרחב בתניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות, אך הגופים המוסדיים
מלינים על כך שמגוון הניסוחים מקשה על ביצוע אנליזה משווה, ולכן הם פועלים במשותף
ליצירת סטנדרטיזציה של ניסוחי תנאי איגרות החוב.**

³⁵ The Credit Roundtable in association with the Fixed Income Forum: *"Improving Covenant Protections in the Investment Grade Bond Market"*, December 17, 2007 (updated as of July 2, 2008), available at:

<http://www.iimemberships.com/downloads1/creditrtable/Covenant%20White%20Paper%20revised%207-2-08.DOC>

חלק שני:
המלצות סופיות

6. שימוש ועדת השקעות בכלים המומלצים על ידי הועדה

המלצות הועדה מתרכזות בשלושה אפיקים מרכזיים:

ג. ביסוס הליך מסודר (אנליזה) של אופן פעולתם של הגופים המוסדיים טרם החלטה על רכישת איגרת חוב לא ממשלתית עבור ציבור החוסכים; אפיק זה יאפשר בחינה טובה ומעמיקה יותר של תנאי איגרת החוב (סחירה ולא סחירה) והזכויות המוקנות למחזיק בה, כמו גם של היחס בין הריבית שמעניקה איגרת החוב לסיכון האשראי הגלום בה.

ד. קביעת סוג המידע שגוף מוסדי יהיה חייב לקבל קודם לרכישה ולאורך חיי החוב של איגרת חוב של תאגיד לא מדווח. במצב הקיים, תאגיד לא מדווח אינו מחויב להעביר לגופים המוסדיים מידע כלשהו, ולכן באופן תדיר מידע מהותי אינו מועבר להם.

ה. שיפור איכות המוצר הנרכש על ידי הגופים המוסדיים עבור ציבור החוסכים; זאת באמצעות המלצה על שימוש בתניות ואמות מידה, אשר הועדה סבורה שהן מינימאליות.

כפי שהוסבר בהרחבה בפרק הקודם, בשווקים המפותחים בעולם השוק פיתח באופן עצמאי וולונטרי כלים לרגולציה עצמית ויצירת סטנדרטיזציה בתחום השקעות, ובפרט במתן אשראי באמצעות רכישת איגרות חוב.

בהעדר מנגנונים מסוג זה בישראל, המלצות הועדה מתוות פרקטיקות נאותות (best practices) לועדות השקעות, אך יובהר כי ועדת השקעות (או מדרג הסמכויות בגוף המוסדי) רשאית לסטות מהן על פי שיקול דעתה המקצועי וכחלק ממדיניות ההשקעות וניהול הסיכונים הכללי של כל גוף וגוף. אשר על כן, כפי שכתבה הועדה בדו"ח הביניים, הועדה סבורה כי:³⁶

ככלל, שטרי נאמנות או איגרות החוב עצמן כוללים תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות (Covenants) והגבלות (Limitations) שונות על החברה המנפיקה. תפקידם של אלה הוא לקבוע את "גבולות המגרש" ולהגביל את דרגות החופש של החברה המנפיקה, באם יש בכך כדי לפגוע בנושים – מחזיקי אגרות החוב. התניות ואמות המידה נקבעות בדרך כלל במסגרת משא ומתן בין רוכשי איגרות החוב לבין החברות המנפיקות, אך בשל הכשלים בשלב ההנפקה אין תמריצים מתאימים לקיומו של משא ומתן זה, וגם אם אלו קיימים, הרי שריבוי המשקיעים ופעילותם הנפרדת לצד אי נכונותה של החברה המנפיקה לבצע שינויים, אינם מאפשרים זאת.

הועדה סבורה כי קיים קושי לקבוע מראש רשימה סגורה של תניות ואמות מידה אשר יתאימו לכל הנפקה של איגרת חוב. ככלל, יש לקבוע תניות ואמות מידה בהתאם לתנאי השוק, סוג החברה (למשל, חברת אחזקות מול חברה עם פעילות ריאלית), מגזר הפעילות, איתנותה הפיננסית, כלי ניהול החוב העומדים לרשות המחזיקים ושאר התנאים המוצעים לשם הגנה על זכויות המחזיקים והבטחת

³⁶ סעיף 6.7 להמלצות הביניים.

פירעון החוב. התניות ואמות המידה המופיעות בדו"ח זה משקפות את עמדת הועדה בנוגע להגנות הבסיסיות הדרושות להשקעת כספי ציבור החוסכים באיגרות חוב לא ממשלתיות.

הועדה מדגישה כי אמות המידה והתניות המופיעות בדו"ח זה אינן מהוות רשימה סגורה ואין בהן כדי לפטור את הגופים המוסדיים מן הצורך לדרוש – ולעיתים אף להתעקש – על קיומן של תניות ואמות מידה נוספות בשטר הנאמנות במקרים המתאימים, בהתבסס על מצב החברה ועל תנאי ההנפקה.

הועדה מודעת לכך כי בנסיבות מיוחדות קיים הגיון ברכישת איגרת חוב, גם אם לא כל התניות ואמות המידה המינימאליות נכללות במסמכי איגרת החוב. לפיכך ממליצה הועדה לממונה על שוק ההון לאפשר לגוף מוסדי להשקיע באיגרת חוב, גם אם אחת או יותר מהתניות ואמות המידה המינימאליות אינן מופיעות בשטר הנאמנות, ובלבד שיתקבל לכך אישור מתועד ומנומק מראש של ועדת השקעות (על בסיס החלטת מסגרת או החלטת אד הוק).

יובהר כי הגורם המקצועי האמון על השימוש בכלים עליהם המליצה הועדה הינו הגוף המוסדי בהתאם למדרג הסמכויות הקיים בו – דירקטוריון, ועדת השקעות, ועדת אשראי ועובדי מערך ההשקעות, ובסמכותו לסטות מהמלצות אלה בשני אופנים:

א. **החלטת מסגרת** – הגוף המוסדי רשאי לקבוע מדיניות, מתועדת ומנומקת, שתפרט את המקרים בהם תאושר סטייה מהתניות החוזיות ואמות המידה המינימאליות עליהן המליצה הועדה.

למשל, ועדת השקעות עשויה לקבוע פרופיל של חברות אשר לא תידרש מהן תניה זו או אחרת. לחילופין, למשל, ועדת השקעות עשויה לקבוע מראש כי מגבלת מינוף, המגבילה את יכולת החברה לגייס חוב נוסף, שתיקבע ברמה מספקת, תהווה תחליף לתניית שעבוד שלילי, המגבילה את יכולת החברה לשעבד נכסים לטובת נושים מאוחרים או תחליף לדרישת פירעון מיידי בעת שינוי שליטה.

ב. **החלטת אד הוק** – ביחס לרכישת איגרת חוב ספציפית, ועדת השקעות רשאית לאשר אד הוק סטייה מן התניות החוזיות ואמות המידה הפיננסיות המומלצות.

7. המלצות סופיות

בפרק זה יובאו המלצות הועדה. המלצות מוצגות לפי סדר כרונולוגי של תהליך ההשקעה של הגוף המוסדי, וכוללות תשעה סעיפים:

א. הרחבת התשתית ליצירת משא ומתן בין הגופים המוסדיים לחברות המנפיקות לפני ההנפקה:

1) קביעת פרק זמן של שבעה ימי עסקים לפחות לקבלת המידע מאת החברה המנפיקה לפני מועד ההנפקה/ההתחייבות המוקדמת.

2) 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. רכישת איגרות חוב על ידי גופים מוסדיים מתאגידים שאינם מדווחים (חברות פרטיות):

1) קביעת סוג המידע שגופים מוסדיים ידרשו לקבל לפני השקעה בהנפקה.

2) קביעת סוג המידע (שוטף ומיידית) שגופים מוסדיים יקבלו במהלך חיי החוב.

3) חובת מינוי נאמן בהנפקת איגרת חוב של תאגיד שאינו מדווח.

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) הקמת נציגות מטעם הגופים המוסדיים, שתפעל במשותף במהלך המשא ומתן מול החברה המנפיקה לפני ההנפקה.

3) ייסודם של פורומים משותפים לגופים המוסדיים בישראל, לצורך שיתוף פעולה ביניהם לגיבוש פרקטיקות נאותות (best practices), כפי שהדבר קיים בשווקים מפותחים בחו"ל.

ו. המלצה לייסוד מסלול "נאמן על" וולונטרי.

ז. סיווג איגרות החוב תוך התייחסות לסוגים השונים כפונקציה של בכירות/נדחות החוב לעומת חובות אחרים של החברה המנפיקה.

ח. גיבוש מדיניות על ידי הגוף המוסדי ביחס לרכישת איגרת חוב בשוק המשני.

ט. חובת רישום איגרת חוב לא סחירה בלשכת רישום.

7.1. הרחבת התשתית למשא ומתן בין הגופים המוסדיים לחברות המנפיקות

לפני ההנפקה

כפי שתואר בהרחבה בפרק העוסק בזיהוי החולשות בשוק איגרות החוב הלא ממשלתיות (הפרק השלישי), בניגוד למצופה ולמרות גודלם, הגופים המוסדיים אינם מצליחים לתרגם את היותם גורם בעל משמעות בשוק ההון לכדי השפעה משמעותית על תנאי איגרות החוב שהם משקיעים בהן. על רקע זה, מוצע להרחיב את התשתית למשא ומתן בין הצדדים, באמצעות יצירת "כללי משחק" אשר יתנו מענה לבעיית האסימטריה באינפורמציה ובכוח המיקוח. להלן המנגנונים המוצעים על ידי הוועדה, להגדלת התשתית למשא ומתן בין הגופים המוסדיים לחברות המנפיקות בשלב ההנפקה.

7.1.1. מועד קבלת מידע לפני הנפקה של איגרת חוב

א. הוועדה ממליצה לממונה על שוק ההון, כי על מנת להבטיח שהגופים המוסדיים יבחנו בצורה מהימנה ומעמיקה את פרטי ההנפקה, יש לקבוע שגוף מוסדי יהיה רשאי להשקיע באיגרת חוב, רק אם קיבל את מסמכי ההנפקה זמן מינימאלי לפני ההנפקה.

ב. מסמכי ההנפקה:

1) טיוטת תשקיף המפורסמת לציבור, דו"ח הצעת מדף או "מזכר ההנפקה" (על מזכר ההנפקה ראו סעיף 7.5 להלן), לפי העניין.

2) תנאי איגרת החוב;

3) שטר הנאמנות על נספחיו;

4) הודעה עדכנית של חברת הדירוג וכל מסמך נלווה אליהם, ככל שקיים;

ג. מועד מסירת מסמכי ההנפקה:

1) מסמכי ההנפקה יימסרו לגוף מוסדי **שבעה ימי עסקים לפחות** לפני המועד בו עליו להגיש הזמנה או הצעה לרכישת אותן איגרות חוב או לפני המועד בו עליו להגיש התחייבות מוקדמת לרכישת אותן איגרות חוב.

2) על אף האמור בסעיף (1), הוראה זו לא תחול ביחס לכמות ו/או מחיר איגרת החוב ו/או הריבית שהיא תישא;

3) יובהר כי המלצה זו חלה גם לגבי דו"ח הצעה להנפקה על פי תשקיף מדף.

ד. יובהר כי המלצה זו חלה גם לגבי הרחבת סידרה, אלא אם התקיימו התנאים המצטברים הבאים:

1) במסמכי ההנפקה של הסדרה המקורית אושרה סדרה גדולה יותר, וההנפקה הנוכחית הינה במסגרת הרחבת הסדרה המונפקת בפועל להיקף שאינו עולה על ההיקף שצויין במסמכי ההנפקה של הסדרה המקורית.

2) הסדרה המקורית הונפקה לכל היותר שישה חודשים לפני המועד בו בוצעה הרחבה לסדרה הקיימת.

- 3) במהלך התקופה מאז הנפקת הסדרה המקורית ועד להרחבתה לא חל שינוי בדירוג של הסדרה ולא הוחלפה חברת הדירוג ללא נימוק.
- ה. הועדה ממליצה לממונה להחיל הוראה זו למשך 12 חודשים, ובתום תקופה זו לבחון את נחיצותה או לאפשר הקלות בהוראה זו לגבי סוגי תאגידים מסוימים אשר לגופים המוסדיים קיימת היכרות עם פעילותם.

7.1.2. פרסום הערות המשקיעים למסמכי ההנפקה

- א. לעתים פונים המשקיעים לחברה המנפיקה או למי מטעמה, על מנת לקבל הבהרות ביחס לאמור במסמכי ההנפקה או בבקשה לבצע שינויים במסמכי ההנפקה (להלן: "הערות המשקיעים"). במקרים רבים, להערות המשקיעים יש ערך רב עבור יתר המשקיעים.
- ב. הועדה ממליצה לרשויות הרלוונטיות לבחון אפשרות לחייב את החברה המנפיקה לפרסם באופן מרוכז ופומבי את השאלות וההבהרות שהפנו אליה המשקיעים ואת התשובות אותן היא סיפקה והשינויים שנערכו בעקבות ההערות. פרסום זה יבוצע עד 48 שעות לפני ההנפקה. פרסום זה יביא להרחבת הבסיס ליצירת משא ומתן בין החברה המנפיקה לבין הגופים המוסדיים ויגדיל את יכולתם של הגופים המוסדיים להשפיע על תנאי איגרת החוב.

7.2. הכנת אנליזה כתובה על ידי גוף מוסדי טרם רכישה בשוק הראשוני

- א. הועדה ממליצה לממונה על שוק ההון לחייב גוף מוסדי בהכנת אנליזה כתובה וחתומה שמית על ידי עובד הגוף המוסדי או מי מטעמו, אשר תמליץ על רכישה או אי רכישה של איגרת החוב המוצעת.
- ב. בחוזר אגף שוק ההון "ניהול סיכונים אשראי אגב פעילות השקעות" שמספרו 2007-9-15 נקבעו קווים מנחים לקביעת מדיניות השקעות כוללת על ידי הדירקטוריון, ובמסגרתם ועדת ההשקעות, או ועדת אשראי, לפי העניין, אחראית לקבוע כללים לתמחור אשראי בהתחשב בסיכון העסקה³⁷.
- ג. במסגרת זאת, בעת רכישה בשוק הראשוני הועדה ממליצה כי גוף מוסדי יבצע אנליזה לאיכות איגרת החוב על בסיס דו"חות כספיים של שלוש שנים לפחות, ככל שניתן, ותוך התייחסות לפרמטרים הבאים, ככל שהם רלוונטיים:

1) מאפייני המנפיק

א) מצבו העסקי של המנפיק, ובכלל זה:

(1) הענף בו פועל המנפיק ומעמדו התחרותי;

(2) פרטים אודות בעלי השליטה, הדירקטוריון והנהלת החברה;

(3) פרטים אודות הממשל התאגידי של המנפיק;

³⁷ חוזר אגף שוק ההון "העמדת אשראי לא סחיר על ידי גופים מוסדיים – תשתית לתמיכה ניהולית, מקצועית ותפעולית" שמספרו 2007-9-16 מרחיב על הוראות חוזר 2007-9-15 ביחס לאשראי לא סחיר.

(4) פרטים אודות האסטרטגיה של המנפיק.

(ב) מצבו הפיננסי של המנפיק, ובכלל זה:

- (1) תזרים מזומנים חזוי, לרבות אמידת כושר החזר של החברה לגבי החוב העתיד להיות מגויס באמצעות איגרת החוב;
- (2) ניתוח רווחיות, נזילות, נגישות למקורות מימון ויחסים פיננסיים. לדוגמאות ליחסים פיננסיים ראה סעיף ג) בהמלצה 7.4.3 להלן.

(2) מאפייני איגרת החוב

(א) תנאי איגרת החוב:

- (1) תנאים כלכליים עיקריים; במסגרת בחינת התנאים הכלכליים ייבחן סיכון ניירות הערך מול התשואה המוצעת;
- (2) זכויות משפטיות מרכזיות;
- (3) ייעוד תמורת ההנפקה תוך התייחסות לסוגיה האם החברה המנפיקה הגדירה את ייעוד ההנפקה כ"כללי" או שהחברה הגדירה באופן ספציפי את ייעוד התמורה.

(ב) התייחסות לסבירות להחזר החוב והתייחסות לשיעור גביית החוב במקרה של חדלות פירעון, בשימת לב לפחות לאלה:

- (1) קיומם של שעבודים (קבועים או צפים) המבטיחים את פירעון החוב; במסגרת בחינת השעבודים תיבחן היכולת לממש את השעבוד ומשך זמן המימוש;
- (2) קיומה של התחייבות לאי יצירת שעבודים (שעבוד שלילי);
- (3) קיומן של תניות חוזיות נוספות ואמות מידה פיננסיות;
- (4) דירוג איגרת החוב, באם ניתן.

(3) התאמת ההשקעה למגבלות הדין ולמדיניות הגוף המוסדי, ובכלל זה:

- (1) התאמה למגבלות חשיפה ללווה, לקבוצת הלווים לה הוא שייך ולענף בו הוא פועל;
- (2) התאמה למדיניות הגוף המוסדי ביחס להיקף ההשקעה הרצוי באיגרות חוב בהן קיימים האמצעים שפורטו בסעיף ב) לעיל.

(4) בחינה של מסמכי איגרת החוב על ידי יועץ משפטי של הגוף המוסדי או מטעמו.

7.3. רכישת איגרות חוב על ידי גופים מוסדיים מתאגידים שאינם מדווחים

7.3.1. קבלת מידע לפני הנפקה מתאגיד שאינו מדווח - מזכר ההנפקה

א. הועדה ממליצה לממונה על שוק ההון לחייב גוף מוסדי שבוחן השקעה באיגרת חוב (לא סחירה) שמנפיק תאגיד שאינו מדווח (ואשר לא יהפוך לתאגיד מדווח בעקבות ההנפקה) לקבל מן החברה המנפיקה את המידע המפורט להלן במסגרת מסמך שייקרא להלן **"מזכר ההנפקה"**:

1) דו"חות כספיים (סולו ומאוחד) שנתיים מבוקרים ודו"חות כספיים (סולו ומאוחד) רבעוניים סקורים, והכל לתקופות הנדרשות על פי תקנות פרק י' לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיטוטת תשקיף – מבנה וצורה), תשכ"ט-1969 (להלן: **"תקנות פרטי תשקיף"**).

הדו"חות יכללו גם את מספרי ההשוואה הנדרשים על פי תקנות פרק י' לתקנות פרטי תשקיף. למען הסר ספק, אין חובה שהתאגיד יערוך דו"חות כספיים לפי תקנות פרטי תשקיף, וההפניה לתקנות מתייחסת רק לתקופות הדו"חות ולתקופות הנוגעות למספרי השוואה.

2) התקיימו "סימני אזהרה" בתאגיד, כהגדרת המונח בתקנה 10(ב)14 לתקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומיידיים), התש"ל – 1970 (להלן: **"תקנות דו"חות תקופתיים ומיידיים"**) - יצרף התאגיד דו"ח תזרים מזומנים חזוי במתכונת המפורטת בתקנה האמורה.

3) פרטים אודות איגרות חוב שהנפיק המנפיק, בהתאם לתקנה 13 לתקנות פרטי תשקיף.

4) פרטים בדבר היבטי המימון של המנפיק (סולו ומאוחד) בהתאם לפריט 26 לתוספת הראשונה לתקנות פרטי תשקיף.

5) פרטים אודות תעודות התחייבות, הלוואות ויתרות חובה לזמן ארוך, בהתאם לתקנה 16 לתקנות עריכת דו"חות כספיים.

6) פרטים אודות סך החובות המובטחים בבטוחות וסך החובות שאינם מובטחים בבטוחות, בהתאם לתקנה 32(5) לתקנות פרטי תשקיף.

7) פרטים אודות פעילות התאגיד ותיאור התפתחות עסקיו בהתאם לפריט 2 לתוספת הראשונה לתקנות פרטי תשקיף.

8) תיאור קצר של כל אחד מתחומי פעילות התאגיד בהתאם לפריט 3 לתוספת הראשונה לתקנות פרטי תשקיף. על אף האמור, אם התאגיד דיווח בדו"חותיו הכספיים על מגזרים עסקיים כהגדרתם בכללי החשבונאות המקובלים, התאגיד יהיה פטור מדיווח על פי סעיף זה.

9) פרטים אודות החזקות בעל שליטה או בעלי שליטה, לרבות קרובי בעל שליטה, בחברה המנפיקה, תוך פירוט שמו של כל בעל שליטה והשיעור שהוא ובני משפחתו מחזיקים במצטבר במניות החברה המנפיקה (ללא דילול ובדילול מלא).

10) פרטים אודות המניות שמחזיק כל נושא משרה בחברה המנפיקה (ללא דילול ובדילול מלא).

11) פרטים בדבר עסקאות עם בעלי שליטה בהתאם לתקנה 54 לתקנות פרטי תשקיף.

- 12) זהות דירקטורים ונושאי משרה במנפיק.
- 13) פרטים בדבר ייעוד תמורת ההנפקה בהתאם לפרק ו' לתקנות פרטי תשקיף.
- 14) יובאו פרטים בדבר המקרקעין ושאר הרכוש הקבוע המהותי של התאגיד בהתאם לפריט 19 לתוספת הראשונה לתקנות פרטי תשקיף.
- 15) שימשה הערכת שווי מהותית בסיס לקביעת ערכם של נתונים במזכר ההנפקה, לרבות קביעה כי אין צורך בשינוי ערכם של נתונים כאמור, יצרף התאגיד פרטים בדבר השווי המוערך, שם עורך הערכת השווי ותאריך הערכת השווי. התאגיד יתחייב למסור לגוף המוסדי את הערכת השווי המלאה, על פי דרישה.
- 16) יובאו פרטים בדבר הסכמים של המנפיק בהתאם לפריטים 30 ו-31 לתוספת הראשונה לתקנות פרטי תשקיף.
- ב.** כל הפרטים במזכר ההנפקה יהיו נכונים למועד שלא יקדם ליום המאזן של הדו"ח הכספי האחרון שהיה צריך להיות מצורף למזכר ההנפקה (אלא אם על פי תקנות ניירות ערך או החלטות רשות ניירות ערך הרלוונטיות לפרטים המבוקשים – יש לתת את המידע למועד אחר).
- ג.** מזכר ההנפקה יהיה חתום על ידי החברה המנפיקה באמצעות מנכ"ל החברה ובעל התפקיד הבכיר ביותר בתחום הכספים שלה. המזכר יכלול סעיף שבו החברה מצהירה, שהמידע המופיע בתזכיר הינו מידע שניתן להתבסס עליו לצורך בחינת ההנפקה המוצעת על ידי החברה.

7.3.2. קבלת מידע שוטף ומידי במהלך חיי החוב מתאגיד שאינו מדווח

- א.** הועדה ממליצה לממונה על שוק ההון לחייב גוף מוסדי לוודא טרם השקעה באגרת חוב המונפקת על ידי תאגיד לא מדווח, כי קיימת התחייבויות של החברה המנפיקה כלפי הגוף המוסדי למסירת מידע שוטף ומידי במהלך חיי החוב, לרבות מידע על פי דרישת הנאמן, כפי שיפורט לעיל.
- ב.** החברה המנפיקה תמסור לגופים המוסדיים, לרבות באמצעות הנאמן, דיווח רבעוני, כמפורט להלן:

- 1) דיווח האם עמדה החברה המנפיקה מנפיק בכל התנאים וההתחייבויות לפי שטר הנאמנות, לרבות עמידתה בתניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות שנקבעו בשטר הנאמנות; זאת בהתאם לפריט 5 לתוספת השמינית לתקנות דו"חות תקופתיים ומידיים.
- 2) דו"חות כספיים (מאוחד וסולו) רבעוניים סקורים.

הדו"חות יכללו את מספרי ההשוואה הנדרשים על פי תקנות פרק י' לתקנות פרטי תשקיף. למען הסר ספק, אין חובה שהתאגיד המדווח יערוך דו"חות כספיים לפי תקנות פרטי תשקיף, וההפניה לתקנות מתייחסת רק לתקופות הנוגעות למספרי השוואה.

- (3) התקיימו "סימני אזהרה" בתאגיד, כהגדרתם בתקנה 10(ב)(14) לתקנות דו"חות תקופתיים ומיידיים, יצרף התאגיד דוח תזרים מזומנים חזוי במתכונת המפורטת בתקנה האמורה.
- (4) הדיווח הרבעוני יימסר לא יאוחר מחודש מהמועד בו היה נדרש המנפיק לפרסם את הדו"חות הרבעוניים אילו היה תאגיד מדווח.
- (5) הדיווחים יהיו חתומים על ידי החברה באמצעות מנכ"ל החברה ובעל התפקיד הבכיר בתחום הכספים של החברה.

ג. המנפיק ימסור לגופים המוסדיים, לרבות באמצעות הנאמן, דיווח שנתי, כמפורט להלן:

- (1) דיווח האם עמדה החברה המנפיקה בכל התנאים וההתחייבויות לפי שטר הנאמנות, לרבות עמידה בתניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות שנקבעו בשטר הנאמנות; זאת, בהתאם לפריט 5 לתוספת השמינית לתקנות דו"חות תקופתיים ומיידיים.
- (2) התקיימו "סימני אזהרה" בתאגיד, כהגדרתם בתקנה 10(ב)(14) לתקנות דו"חות תקופתיים ומיידיים, יצרף התאגיד דוח תזרים מזומנים חזוי במתכונת המפורטת בתקנה האמורה.
- (3) דו"חות כספיים (סולו ומאוחד) שנתיים מבוקרים.
- הדו"חות יכללו את מספרי ההשוואה הנדרשים על פי תקנות פרק י' לתקנות פרטי תשקיף. למען הסר ספק, אין חובה שהתאגיד המדווח יערוך דו"חות כספיים לפי תקנות פרטי תשקיף, וההפניה לתקנות מתייחסת רק לתקופות הנוגעות למספרי השוואה.
- (4) פרטים בדבר עסקאות עם בעלי שליטה כנדרש על פי תקנה 22 לתקנות דו"חות תקופתיים ומיידיים.
- (5) פרטים אודות איגרות חוב שהנפיק המנפיק, כנדרש על פי תקנה 10(ב)(13) לתקנות דו"חות תקופתיים ומיידיים, לרבות לגבי איגרות חוב שלא הונפקו לציבור.
- (6) פרטים בדבר היבטי המימון של המנפיק (סולו ומאוחד) בהתאם לפריט 5 בתוספת הראשונה לתקנות דו"חות תקופתיים ומיידיים.
- (7) פרטים בדבר המקרקעין ושאר הרכוש הקבוע המהותי של התאגיד בהתאם לתקנות 18-20 לתקנות עריכת דוחות כספיים שנתיים.
- (8) פרטים בדבר הסכמים של המנפיק בהתאם לפריטים 30 ו-31 לתוספת הראשונה לתקנות פרטי תשקיף.
- (9) פרטים אודות תעודות התחייבות, הלוואות ויתרות חובה לזמן ארוך, בהתאם לתקנה 16 לתקנות עריכת דו"חות כספיים.
- (10) סך החובות המובטחים בבטוחות וסך החובות שאינם מובטחים בבטוחות בהתאם לתקנה 38 לתקנות עריכת דו"חות כספיים שנתיים.
- (11) במידה ובמזכר ההנפקה נקבע ייעוד תמורת ניירות ערך שאינם למטרות כלליות, יובאו פרטים בדבר שימוש בתמורת ניירות הערך בהתאם לתקנה 10ג לתקנות דו"חות תקופתיים ומיידיים.
- (12) הדיווח השנתי יימסר לא יאוחר משישים יום מהמועד בו היה נדרש המנפיק לפרסם את הדו"חות השנתיים אילו היה תאגיד מדווח.

13) הדיווחים יהיו חתומים על ידי החברה באמצעות מנכ"ל החברה ובעל התפקיד הבכיר בתחום הכספים של החברה.

ד. מידע מיידי

החברה המנפיקה תמסור לגופים המוסדיים, לרבות באמצעות הנאמן, דו"חות באופן מיידי בקרות אחד או יותר מן המקרים המנויים להלן:

- 1) פרטים לעניין תעודות התחייבות, כאמור בתקנה 35א' לתקנות דו"חות תקופתיים ומידיים.
- 2) כל אירוע, או שינוי מהותי במצבת הנכסים וההתחייבויות של התאגיד, שיש בו כדי להשפיע באופן מהותי על כושר הפירעון של החברה, בפרט ביחס לסדרה הספציפית.
- 3) החלטה על "חלוקה" כמשמעה בחוק החברות, התשנ"ט-1999.
- 4) הדיווח המיידי יימסר במועד שנקבע בתקנה 30 לתקנות דו"חות תקופתיים ומידיים.
- 5) הדיווחים יהיו חתומים על ידי החברה באמצעות מנכ"ל החברה או בעל התפקיד הבכיר בתחום הכספים של החברה.

ה. מידע על פי דרישת הנאמן

- 1) החברה המנפיקה תתחייב להעביר לנאמן מסמכים ו/או פרטים ו/או מידע, כפי שידרשו באופן סביר על ידי הנאמן, בהתאם לשיקול דעתו הסביר, לשם ישום והפעלת הסמכויות, הכוחות והרשאות של הנאמן ו/או באי כוחו על פי שטר הנאמנות, בכפוף להתחייבות הנאמן לסודיות (NDA) ובכפוף למתן הרשאה לנאמן לפעול בהסתמך על המידע.
- 2) הנאמן יהיה רשאי להעביר את המידע שיימסר לו לגופים המוסדיים, בכפוף להתחייבות הגופים המוסדיים לסודיות בנוסח שיוסכם לפני ההנפקה ויצורף כנספח לשטר הנאמנות.

7.3.3. מינוי נאמן להנפקה של תאגיד שאינו מדווח

- א.** הגופים המוסדיים הם מהמחזיקים הגדולים בהנפקת איגרות חוב לא סחירות (הן על ידי תאגידי מדווחים והן על ידי תאגידי לא מדווחים), אולם הדין הקיים כיום קובע חובת מינוי נאמן רק בעת הנפקה של איגרת חוב לציבור, וזאת על אף העובדה שקיימים מרכיבים רבים דומים בין השקעה של גוף מוסדי באיגרת חוב סחירה לבין השקעה באיגרת חוב לא סחירה.
- ב.** לאור האמור, ממליצה הועדה, שלגבי איגרת חוב לא סחירה שתונפק לארבעה גופים מוסדיים לפחות, ימונה נאמן לאיגרת החוב (אלא אם כן נקבע על ידי הצדדים גורם מוביל מביניהם להנפקה, לרבות בדרך של הסכם בין נושים (Inter-creditor agreement)).
- ג.** הועדה ממליצה לממונה להחיל את הוראות חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ביחס לנאמן ושטר הנאמנות.
- ד.** במסגרת שטר הנאמנות החברה תתחייב כי היא תשא בכל הוצאות ההנפקה של איגרת חוב לא סחירה, ובהן מיסים, הוצאות סבירות של טיפול משפטי במקרה של הליכים שינוהלו על

ידי הנאמן בשם מחזיקי איגרות החוב, הוצאות סבירות הקשורות בהערכת מצב החוב, הסדרי החוב, הליכי פירעון, הליכי גבייה, הערכות שווי וכדומה, ובכלל זה תשלומים לנאמן.

7.4. תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות

7.4.1. קביעה מפורשת ביחס לנושאים מסוימים

הועדה ממליצה בפני הממונה על שוק ההון, לחייב את הגופים המוסדיים שלא להשקיע באגרות חוב אשר מסמכיה אינם כוללים קביעה מפורשת ביחס לנושאים הבאים:

- א. קביעה מפורשת האם תירשם איגרת החוב למסחר בבורסה או במערכת המסחר למשקיעים מוסדיים המופעלת על ידי הבורסה ("רצף מוסדיים").
- ב. קביעה מפורשת בדבר דירוג איגרת החוב, לרבות האם החברה מתחייבת, או שאינה מתחייבת, להחזיק בדירוג של אותה חברה מדרגת לאורך כל חיי איגרת החוב, לרבות התייחסות לשינויים בדירוג.
- ג. החברה המנפיקה תתחייב מראש כי במקרה של הפסקת דירוג או החלפת חברת דירוג, היא תנמק בפני הגופים המוסדיים מדוע הוחלפה חברת הדירוג.
- ד. קביעה מפורשת האם קיימות הגבלות על החברה המנפיקה (למעט אם החברה המנפיקה הוא בנק או חברת ביטוח) בחלוקת דיבידנד או רכישה עצמית של מניות.
- ה. קביעה מפורשת באשר לדין החל ולמקום השיפוט במקרה של מחלוקת בין החברה המנפיקה לגופים המוסדיים המחזיקים באיגרות החוב.

7.4.2. תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות מינימאליות

הועדה ממליצה לממונה על שוק ההון לחייב את הגופים המוסדיים לקבוע מדיניות ביחס להיקף התניות ואמות המידה הרצויות באיגרות חוב מסוגים שונים. תניות ואמות מידה אלו יעניקו זכות לגופים המוסדיים המחזיקים באיגרת החוב להעמידה לפירעון מיידי בקרות אחד או יותר מן המקרים המנויים להלן:

א. הפרת התחייבות לאי יצירת שעבודים - שעבוד שלילי

1) במקרה בו החברה המנפיקה לא העניקה לגופים המוסדיים בטוחה הולמת להבטחת פירעון החוב, מומלץ לקבוע התחייבות חוזית לפיה החברה מתחייבת שבמידה ותשעבד בעתיד נכס מנכסיה, היא תשעבד את הנכס האמור גם לטובת מחזיקי איגרות החוב נשוא ההנפקה, באופן שהשעבוד יירשם ויחול באופן יחסי (פרו ראטה) ובאותה דרגה (פרי פאסו) גם לגביהם, אלא אם כן התקבלה לכך הסכמה מראש של המחזיקים, באסיפה מיוחדת.

(2) התחייבות זו תחול גם לגבי העברה של נכסים לחברות בנות ו/או שעבוד נכסים בידי חברות בנות בבעלות ושליטה מלאה של החברה, לבד או יחד עם בעל השליטה או עם חברה בת אחרת בבעלות מלאה של בעל השליטה. יובהר כי מגבלות השעבוד לא יחולו על חברות בת כאמור, שעיקר מהותן הינה ניהול פעילות עסקית והן לא תיחשבה כחברות בנות הכפופות להתחייבות לאי יצירת שעבודים. לגבי הנפקת איגרות חוב בחברות אחזקה, יש להתאים את תנאי שטר הנאמנות למקורות הפירעון של אותה חברת אחזקות.

(3) **הועדה ממליצה כי להתחייבות לאי יצירת שעבודים (שעבוד שלילי) ייקבעו חריגים, המקובלים בשוקים המפותחים בעולם. חריגים אלה נחוצים לצורך הבטחת פעולתה השוטפת, התקינה וההוגנת של החברה. השולחן העגול לאשראי התייחס בהרחבה לניסוח המומלץ להתחייבות לאי יצירת שעבודים (ראה נספח ה-3), והחמיר יותר מהמלצות הועדה המובאות להלן. להלן החריגים המוצעים על ידי הועדה:**

(א) החלפת השעבוד השלילי בבטוחה מספקת בגובה הסכום העומד לפירעון במועד ההחלפה.

(ב) **שעבוד נכס קיים לצורך מימון חוזר של הלוואה בגינה שועבד אותו נכס, בגובה יתרת הלוואה במועד המימון החוזר (מחזור חוב).**

(ג) שיעבוד מלאי וחייבים לצורך מימון הון חוזר. יובהר כי מלאי של חברות נדל"ן לא ייחשב כהון חוזר לצורך סעיף זה.

(ד) **מגבלת הנכסים המוחשיים.** החברה רשאית ליטול הלוואה המובטחת בשעבוד ובלבד שבעת ההתחייבות, סך ההלוואות המובטחות בשעבוד, למעט ההלוואות המובטחות בשעבודים המותרים בחריגים דלעיל, ולרבות אותה הלוואה חדשה, לא עולה על שיעור מסוים (לא מהותי), כפי שייקבע, מהיקף הנכסים המוחשיים של הקבוצה כפי שמופיע בדוחות הכספיים של החברה (consolidated net tangible assets) למועד נטילת הלוואה³⁸. יובהר כי במקום שיש חברות בנות כאמור בסעיף ב לעיל, מגבלת הנכסים המוחשיים תהא על הקבוצה המאוחדת, במקום שאין חברות בנות כאמור בסעיף ב לעיל מגבלת הנכסים המוחשיים תהא על החברה סולו.

(ה) **פעילות בנכסים פיננסיים,** המוסדרת במסגרת חוק נכסים פיננסיים - מתן ביטחונות, בין אם על דרך של שיעבוד ובין אם על ידי העברת בעלות (לרבות הסדרי קיזוז והעברות לתיחום חשיפה) לצורך פעילות בנכסים פיננסיים או במכשירים פיננסיים ונגזרים (אופציות, הסכמי החלף, חוזים עתידיים, השאלות, מכירות בחסר, הסכמי רכישה מחדש (ריפו) והסכמים פיננסיים דומים). סך הבטחונות

³⁸ הגדרת הנכסים המוחשיים לפי המסמך של השולחן העגול לאשראי (נספח ה-3): סך הנכסים המוחשיים של החברה על פי הדוחות הכספיים האחרונים, בניכוי התחייבויות שוטפות ובניכוי נכסים בלתי מוחשיים כגון: מוניטין, מסים נדחים, פטנטים, סמני מסחר, שמות מסחריים, זכויות יוצרים וכדומה.

כאמור לא יעלה על שיעור מסוים (לא מהותי), כפי שיקבע, מהיקף הנכסים השוטפים/המוחשיים נטו של החברה.

ו) **שיעבוד לצורך מימון רכישת נכס חדש (שסל"ן)**. שיעבוד ספציפי לטובת מי שמימן רכישת נכס חדש על ידי החברה, ושנוצר להבטחת המימון שניתן לצורך רכישת אותו נכס, לרבות מימון הנדרש לחידוש נכס ושיפורו.

ז) **רכישת נכס המשועבד לצד ג'**. נכסים וזכויות שנרכשו על ידי החברה כשרובץ עליהם שיעבוד קיים שנרשם כדין.

ח) **שיעבוד שנוצר מכוח דין מיוחד**. שיעבודים ו/או עיכבון ו/או בטוחות אחרות על נכסי החברה, אשר נוצרים מכוח דין מיוחד (למשל על פי פקודת מיסים (גבייה)), או דרישות רגולטור, ועל פי תנאיהם.

4) הועדה ממליצה למשקיעים המוסדיים לעגן באיגרת החוב את דרישות המידע השוטף והמיידית, הנדרשות לאכיפה ומעקב אחר התחייבות החברה לאי יצירת שיעבודים.

ב. הפרת תניית שינוי שליטה

1) **סעיף שינוי שליטה יקים זכות להעמיד את איגרת החוב לפירעון מיידי במקרה של שינוי שליטה, בכפוף למפורט להלן:**

א) יתקבל אישור להעמדת סדרת איגרות חוב לפירעון מיידי על ידי אסיפה מיוחדת של מחזיקי סדרת איגרות החוב, ברוב של 75%, כמקובל ביחס להחלטה על העמדה על פירעון מיידי, כמקובל ביחס ליתר התניות ואמות המידה.

ב) אסיפת מחזיקי איגרות החוב, להצבעה על העמדת הסדרה לפירעון מיידי, תתקיים תוך 30 ימי עסקים מהמועד בו דיווחה החברה המנפיקה לנאמן אודות הכוונה לבצע שינוי שליטה (כמשמעות המונח שליטה בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968) ואירוע העברת השליטה אכן אמור להתבצע בפועל. מטבע הדברים, במהלך האסיפה ייתכן ויידונו גם חלופות להעמדה לפירעון מיידי, כגון: שינויים בתנאי אגרת החוב או העמדת בטוחות נוספות להבטחת פרעון אגרת החוב.

2) **מדיניות הגוף המוסדי**. כמו לגבי יתר התניות ואמות המידה, מומלץ כי האורגנים הרלוונטיים בגופים המוסדיים יגבשו מדיניות, אשר תתייחס למקרים שבהם יידרש שינוי בתניות ואמות מידה ובכלל זה שינוי שליטה (החלטת מסגרת). במסגרת מדיניות זאת, תינתן התייחסות, **בין היתר**, למקרים הבאים:

דוגמאות למקרים בהם ייתכן כי תנית שינוי שליטה נחוצה:

א) העמדת האשראי לחברה המנפיקה התבססה, במידה רבה, על המוניטין של בעל השליטה בחברה.

ב) רכישת השליטה בוצעה במינוף משמעותי, כאשר המקורות העיקריים להחזר האשראי שנטל בעל השליטה החדש אמורים לנבוע מהוצאת כספים מהחברה, כגון

משיכת דיבידנד בהיקף יוצא דופן (עסקת LBO) או הפחתת הון באישור בית משפט.

ג) מקום שיש חברות אחזקה ציבוריות יש לבחון בחברות הבנות תניות מתאימות להבטחת הגנה הנדרשת לציבור המחזיקים בעת שינוי שליטה בחברת האחזקות.

דוגמאות למקרים בהם אין בהכרח מקום לדרוש קיומה של תניית שינוי שליטה:

ד) מקרים בהם ועדת השקעות סבורה כי אלמנטים אחרים בתנאי איגרת החוב מפצים על היעדרה של תניית שינוי שליטה, למשל, מקום בו איגרות החוב מובטחת בביטחונות ראויים (כגון במקרה שמתקיים $LTV < 100\%$ ³⁹). לאלמנטים נוספים לעניין זה, ראה המלצה 7.2 בדבר הכנת אנליזה.

ה) מקום בו עצם שינוי השליטה זכה לאישור מטעם רשות, אשר בוחנת, בין היתר, את השפעת בעל השליטה על יציבות החברה המנפיקה.

ו) במקרה של מכירת חלק מן השליטה, כל עוד בעל השליטה הקודם נשאר בעל שליטה דומיננטי. על מנת להגביר את הודאות מציעה הועדה לקבוע מבחן כמותי לפיו תניית שינוי שליטה לא תחול במקרה של מכירת/העברת חלק מאמצעי השליטה, אם לאחר העברת אמצעי השליטה, בעל השליטה הקודם (לרבות קבוצת בעלי שליטה קודמים) מחזיק (שלא באמצעות הסכמים לשליטה משותפת עם מחזיק אמצעי השליטה החדש) בלפחות מחצית מאמצעי השליטה שבידי קבוצת השליטה.

ז) מקום בו בין בעל השליטה החדש ובין החברה המנפיקה קיימות חברות ציבוריות נוספות.⁴⁰

ג. עילות נוספות לפירעון מיידי

1) אם בוצעה הפרה יסודית של תנאי איגרות חוב ושטר נאמנות, ובכלל זה אם יתברר כי מצגי החברה באיגרות החוב או בשטר הנאמנות אינם נכונים ו/או מלאים, והכל אם נתן הנאמן הודעה לחברה לתקן את ההפרה והחברה לא תיקנה הפרה כאמור תוך 14 ימים ממתן ההודעה.

2) קיים חשש ממשי שהחברה המנפיקה לא תפרע במועד סכום כלשהו שיגיע ממנה בקשר לאגרות החוב.

3) קיים חשש ממשי שהחברה המנפיקה לא תעמוד בהתחייבויותיו המהותיות כלפי המחזיקים.

³⁹ Loan To Value (LTV) = יחס גובה החוב לערך הבטוחה.

⁴⁰ טול לדוגמה מקרה בו א' הינו בעל שליטה בחברה ציבורית ב', שהינה בעלת שליטה בחברה ציבורית ג'. הועדה סבורה, כי תניית שינוי השליטה צריכה לחול על איגרות החוב של ג', במקרה בו ב' מוכרת את השליטה ב-ג'. כמו כן, התנייה תחול על איגרות החוב של ב', במקרה בו א' מוכר את השליטה ב-ב'. אולם, התנייה לא צריכה לחול על איגרות החוב של ג' מקום בו א' מוכר את השליטה ב-ב' (על אף שמבחינה משפטית גם במקרה זה יחול שינוי בשליטה ב-ג').

- (4) החברה המנפיקה לא עמדה בתשלומים על פי תנאי איגרת החוב או ביתר התחייבויותיו המהותיות כלפי המחזיקים.
- (5) במקרה שאיגרות החוב מדורגות – אם תפסקנה להיות מדורגות לתקופה העולה על 60 יום רצופים, עקב סיבות ו/או נסיבות שהינן בשליטת החברה בלבד.
- (6) בוצע מיזוג ללא קבלת אישור מוקדם של מחזיקי איגרות החוב, אלא אם כן הצהיר המנפיק או החברה הקולטת, לפי העניין, כלפי מחזיקי איגרות החוב, לרבות באמצעות הנאמן, לפחות עשרה ימי עסקים לפני מועד המיזוג, כי לא קיים חשש סביר שעקב המיזוג לא יהיה ביכולתה של החברה הקולטת לקיים את ההתחייבויות כלפי המחזיקים.
- (7) בוצעו מכירה או שינוי של כל או כמעט כל (substantially all) נכסי או פעילות החברה, לפי העניין.
- (8) הועמדה לפירעון מיידי (שלא ביוזמת החברה המנפיקה) סידרה מהותית אחרת של איגרות חוב של החברה המנפיקה או חוב מהותי אחר של החברה המנפיקה.
- (9) ניתן צו פירוק קבוע וסופי ביחס למנפיק על ידי בית המשפט.
- (10) ניתן צו פירוק זמני על ידי בית המשפט או תתקבל החלטה בת תוקף לפירוק החברה המנפיקה (למעט פירוק למטרות מיזוג עם חברה אחרת ובלבד שהחברה הקולטת נטלה על עצמה את מלוא התחייבויותיה כלפי מחזיקי איגרות החוב) וצו או החלטה כאמור לא בוטלו בתוך 45 יום ממועד מתן הצו או קבלת ההחלטה, לפי העניין.
- (11) הוטל עיקול על נכסי החברה המנפיקה, כולם או רובם, והעיקול לא יוסר במועד סביר שייקבע.
- (12) בוצעה פעולה של הוצאה לפועל כנגד נכסי החברה המנפיקה, כולם או רובם, והפעולה לא תבוטל תוך 45 ימים מיום ביצועה.
- (13) מונה כונס נכסים קבוע למנפיק ו/או לנכסיו, כולם או רובם.
- (14) מונה כונס נכסים זמני למנפיק ו/או לנכסיו, כולם או רובם, והמינוי לא יבוטל תוך במועד סביר שייקבע.
- (15) החברה המנפיקה הפסיקה או הודיעה על כוונתה להפסיק את תשלומיה, או חדלה או שהודיעה על כוונתה לחדול להמשיך בעסקיה, כפי שאלו יהיו מעת לעת.
- (16) ניתן צו הקפאת הליכים או אם הוגשה על ידי החברה המנפיקה בקשה לעשות הסדר עם נושי החברה המנפיקה לפי סעיף 350 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (למעט למטרות מיזוג עם חברה אחרת ו/או שינוי במבנה החברה המנפיקה, לרבות פיצול ולמעט עשיית הסדרים בין החברה ובעלי מניותיה שאין בהם כדי להשפיע על יכולת הפירעון של איגרת החוב).

17) במקרה של איגרת חוב הרשומה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב – אם הבורסה השעתה את המסחר באיגרת החוב, למעט השעייתה בעילה של היווצרות אי בהירות, כמשמעות עילה זו בחלק הרביעי לתקנון הבורסה, ואם ההשעיה לא בוטלה תוך זמן סביר, כפי שייקבע.

ד. ועדות השקעה ייקבעו מדיניות לעניין החלת התניות ואמות המידה על תאגידים הנמצאים בבעלות החברה המנפיקה.

7.4.3. תניות חוזיות ואמות מידה מומלצות

א. הועדה סבורה כי במסגרת תהליך ההשקעה על הגופים המוסדיים לשקול לדרוש את קיומן של תניות ואמות מידה נוספות, מעבר לאלו שנקבעו כמינימאליות כאמור 7.4.2 לעיל.

ב. הועדה ממליצה כי במסגרת קביעת מדיניות ההשקעה באיגרות חוב לא ממשלתיות ועדת ההשקעות תתייחס לשיעור ההשקעה באיגרות חוב הכוללות תניות ואמות מידה נוספות, ובכלל זה:

(1) מנגנון אוטומטי של תוספת ריבית עם הורדת דירוג.

(2) זכות לגופים המוסדיים המחזיקים באיגרת החוב להעמידה לפירעון מיידי בקרות אחד או יותר מן המקרים המנויים להלן:

א) בוצעה הרחבת סידרה של איגרת חוב המגובה בבטוחה ספציפית ללא קבלת אישור מוקדם של מחזיקי איגרות החוב; זאת למעט אם בתנאי ההנפקה המקוריים אושרה סידרה גדולה יותר וההנפקה הינה במסגרת הרחבת הסדרה המונפקת בפועל להיקף הסדרה המקורית עליה דובר.

ב) ירידת הדירוג מדירוג מינימלי מסוים, כפי שנקבע במסמכי איגרת החוב.

ג) חריגה מאמות מידה פיננסיות, שנקבעו מתוך הקבוצות הבאות (במסגרת זאת תתחייב החברה לדווח אחת לרבעון על עמידתה ביחסים שנקבעו):

(1) מינוף פיננסי, לדוגמא:

- יחס חובות לא מובטחים לנכסים לא משועבדים
- שיעור ההון העצמי (מוחשי) מסך המאזן
- סכום מינימום של הון עצמי (מוחשי)
- יחס החוב להון עצמי (מוחשי)
- יחס חוב פיננסי ברוטו ל-CAP (חוב פיננסי בתוספת הון עצמי)
- יחס חוב פיננסי נטו ל-CAP נטו

(2) יחסי רווחיות, לדוגמא:

- שיעור EBITDA מסך המכירות

- יחס חוב פיננסי ל-FFO (Funds From Operation)
- יחס FFO להוצאות מימון
- (3) יחסי נזילות, לדוגמא:
 - יחס שוטף מינימלי
 - יחס מהיר מינימלי
 - מינימום הון חוזר (ההפרש בין סכום הרכוש השוטף לסכומן של ההתחייבויות השוטפות)
- (4) יחסי יעילות / יחסים תפעוליים, לדוגמא:
 - יחס חוב (נטו) ל-EBITDA
 - יחס חוב פיננסי ל-FFO
 - יחס NOI (Net Operating Income) לשירות חוב

7.5. שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים

הועדה קוראת לממונה על שוק ההון ולממונה על ההגבלים העסקיים לפעול ליצירת תשתית, שתאפשר לגופים המוסדיים לפעול יחדיו, תוך שימת דגש על קביעת הכללים שימנעו פגיעה בתחרות. ככל שתתפתח הסדרה עצמית של הגופים המוסדיים, הועדה ממליצה כי הממונה על שוק ההון יקטין את מעורבותו ביחס לתוכן איגרת החוב. הועדה ממליצה כי שיתוף הפעולה בין הגופים המוסדיים יתמקד בשלושה מישורים:

7.5.1. מיסוד מנגנון "נציגות דחופה", אשר תפעל מטעם הגופים המוסדיים לצורך ביצוע שינוי זמני בשטר הנאמנות, בכפוף להחלטת החברה המנפיקה. קיומה של הנציגות ייקבע מראש במסגרת תנאי שטר הנאמנות.

בסמכות הנציגות דחופה, יהיה לאשר חריגה זמנית מתנאי שטר הנאמנות ללא אישור אסיפת מחזיקי איגרות חוב⁴¹. הועדה ממליצה כי הנציגות הדחופה תפעל לפי העקרונות הבאים:

א. מינוי הנציגות הדחופה:

- (1) ההחלטה בדבר מינוי הנציגות הדחופה תתקבל על ידי החברה המנפיקה.
 - (2) מינוי הנציגות יתבצע על ידי הנאמן.
- ב. **חברי הנציגות הדחופה:** בחירת חברי הנציגות הדחופה תתבצע על ידי הנאמן. ככלל, בנציגות יכהנו שלושה מחזיקים גדולים באיגרת החוב. בשל ניגודי עניינים, סירוב של מחזיק לכהן בנציגות או העדר מידע אודות שעור ההחזקות של כל מחזיק, ייתכן כי חברי הנציגות לא יהיו

⁴¹ יובהר כי במקרה של צורך במינוי נציגות לשם עריכת הסדר חוב עם החברה תמונה נציגות על ידי אסיפת מחזיקי איגרות החוב.

המחזיקים הגדולים ביותר. חברי הנציגות יצהירו על ניגודי עניינים בפני הנאמן. הנאמן יחליט האם יש בניגודי העניינים בכדי לפסול את הגוף מכהונה בנציגות.

(1) **תוקף המינוי:** תוקף המינוי של נציגות דחופה יוגבל לחודשיים.

(2) **סמכויות הנציגות הדחופה, ללא אישור אסיפת מחזיקי איגרות החוב:**

(א) וויתור חד פעמי על מילוי אמות מידה פיננסיות, לתקופה שלא תעלה על שלושה חודשים.

(ב) דחייה חד פעמית של מועדים לביצוע התחייבות של החברה, לתקופה שלא תעלה על שלושה חודשים.

(3) **אחריות:** פטור מוחלט מאחריות להחלטות הנציגות, למעט במקרה של פעולה זדונית.

7.5.2. הקמת נציגות מטעם הגופים המוסדיים, שתפעל במשותף במהלך המשא ומתן מול החברה המנפיקה לפני ההנפקה

מוצע לבחון מנגנונים לשיתוף פעולה של גופים מוסדיים לפני ההנפקה, ברוח פעולתה של הסינדיקציה הבנקאית. מנגנונים אלה יאפשרו את קיומו של משא ומתן אפקטיבי יותר בין הגופים המוסדיים לבין החברה המנפיקה בכל הקשור לקביעת תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות. למען הסר ספק, יובהר שאין הכוונה לניהול משא ומתן לגבי שיעור הריבית בהנפקה. ככל שתפתח פרקטיקה של ניהול משא ומתן על תנאי ההנפקה, הועדה ממליצה לממונה על שוק ההון להקטין את מעורבותו בקביעת פרקטיקות השקעה.

כך למשל, ניתן לחשוב על מנגנון נציגות וולונטרית, אשר תרכז את המשא ומתן מול החברה המנפיקה לפני ההנפקה ותהא מעורבת בגיבוש תנאי איגרת החוב ושטר הנאמנות. החברה המנפיקה תחליט האם למנות נציגות מעין זו או לבחור במסלול הנפקה רגיל.

7.5.3. ייסודם של פורומים משותפים לגופים המוסדיים בישראל, לצורך גיבוש פרקטיקות נאותות (best practices), כפי שהדבר מקובל גם בשווקים מפותחים בעולם. להרחבה בנושא זה, מוצע לקרוא את הפרק העוסק בשיתוף פעולה בין גופים מוסדיים ליצירת פרקטיקות נאותות (הפרק החמישי) ואת נספחים ה-2 וה-3.

7.6. נאמן על

הועדה ממליצה לרשויות לבחון אפשרות לקיומו של מנגנון וולונטרי, אשר יופעל על פי החלטת החברה המנפיקה, ובמסגרתו יינתנו סמכויות רחבות ל"נאמן על" (Super-trustee), ובהן האפשרות לעקוב באופן הדוק ויומיומי אחר התנהלותה של החברה ולנהל משא ומתן על אי עמידה זמני (waiver) בתניות ואמות מידה שנקבעו בשטר הנאמנות. מוצע שמנגנון זה של "נאמן על" יעמוד כחלופה מקבילה למנגנון של נאמן רגיל, וכל חברה מנפיקה תחליט על סוג הנאמן

שילווה את איגרת החוב שמונפקת על ידה. להרחבה ראה מאמר העוסק ב"נאמן על" בנספח ה-1.⁴²

7.7. סיווג איגרות חוב

- א.** בשוקי האשראי המפותחים בעולם ניתן לזהות קטגוריות רבות של איגרות חוב. הועדה ממליצה לפעול להנהגת קטגוריזציה של איגרות חוב, אשר תאפשר פילוח איכותי יותר של איגרות החוב בשוק ההון הישראלי, כפי שתואר בפרק הרביעי לדו"ח זה. איגרות חוב לא ממשלתיות יסווגו לכל הפחות לפי שלוש הקטגוריות הבסיסיות הבאות: חוב מובטח, חוב לא מובטח בכיר, חוב לא מובטח נדחה. יצוין כי בשוקי החוב המפותחים קיימות קטגוריות נוספות, שהועדה מניחה כי תתפתחנה בישראל עם התפתחותו של השוק.
- ב.** הועדה ממליצה לממונה על שוק ההון לשקול לחייב את ועדות ההשקעות של הגופים המוסדיים לקבוע מדיניות ביחס לרכישת איגרות חוב המסווגות לפי שלוש הקטגוריות האמורות לעיל, תוך התייחסות גם לאיכות התניות החוזיות ואמות המידה הפיננסיות הנכללות במסגרת שטר הנאמנות. כמו כן הועדה ממליצה להציג את השקעת הגופים המוסדיים באיגרות חוב תוך פילוח ההשקעה לפי קיומן של תניות ואמות מידה פיננסיות.
- ג.** להלן פירוט שלוש הקטגוריות הבסיסיות לסיווג איגרות חוב:

1) איגרות חוב מובטחות

- א)** איגרות חוב ייחשבו כמובטחות רק אם להבטחתן ניתן שעבוד ספציפי ראשון בדרגה או שעבוד צף משולב באמות מידה פיננסיות, ללא זכות לחברה המנפיקה לרישום שעבודים נוספים לטובת צדדים אחרים ללא הסכמת מחזיקי איגרות החוב.
- ב)** במקרה של שעבוד ספציפי – במועד הנפקת איגרת החוב ערך השעבוד יהיה שווה או יעלה על גובה החוב שהונפק בסדרה (LTV נמוך מ-100%) ויהיה בר מימוש כלכלי, וזאת על בסיס הערכת שווי הבטוחה על ידי מעריך שווי חיצוני, בלתי תלוי ובעל מומחיות בהערכת נכסים מסוג הנכס המשועבד.
- ג)** למחזיקי איגרות החוב תומצא חוות דעת עורך דין בדבר היות השעבוד בר אכיפה מבחינה משפטית בדרגה בה נרשם ושהוא נרשם כדין.
- ד)** העברת תמורת איגרות החוב מהנאמן לחברה המנפיקה תותנה בהשלמת רישום השעבודים לטובת מחזיקי איגרות החוב וקבלת חוות הדעת, כמפורט לעיל.
- ה)** למחזיקי איגרות החוב תומצא הערכת שווי של הנכס המשועבד אחת לשנה כאשר בין הערכת שווי אחת לשנייה ימסרו למחזיקים דיווחים על שינויים מהותיים בשווי הנכס המשועבד.

⁴² Amihud, Yakov, Garbade, Kenneth and Kahan, Marcel, *A New Governance Structure for Corporate Bonds* (January 1998); or Amihud, Yakov, Garbade, Kenneth and Kahan, Marcel, *An Institutional Innovation to Reduce the Agency Costs of Public Corporate Bonds*. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 13, No. 1, Spring 2000.

- (ו) לא ניתן יהיה להרחיב את סדרת איגרת החוב ללא הסכמת המחזיקים; הסכמה עשויה להינתן מראש במסגרת תנאי איגרת החוב.
- (ז) ירידה בשווי הנכסים המשועבדים, מתחת לשווי הסדרה שבמחזור אשר לא תתוקן בדרך הקבועה בשטר הנאמנות תוך 90 ימים ממועד הירידה, תיחשב כעילה לפירעון מיידי.
- (ח) יכול ששטר הנאמנות יקבע מנגנון שחרור השעבוד באופן יחסי להתקדמות פירעון איגרת החוב, ובלבד שעבור כל שחרור משעבוד תימסר חוות דעת לפיה ערך השעבוד עולה על היתרה הבלתי מסולקת (LTV נמוך מ 100%).
- (2) **איגרות חוב לא מובטחות בכירות**, כמתואר בפרק הרביעי לדו"ח זה.
- (3) **איגרות חוב לא מובטחות נדחות**, כמתואר בפרק הרביעי לדו"ח זה.

7.8. גיבוש מדיניות ביחס לרכישת איגרת חוב בשוק המשני

הוועדה ממליצה לממונה על שוק ההון לקבוע כי כל גוף מוסדי יידרש לקבוע נהלים והנחיות לאורגנים הרלוונטיים העוסקים בהשקעות בכל הקשור להשקעה באגרות חוב בשוק המשני, באופן שמתייחס לדוח הוועדה ולהמלצותיה.

7.9. חובת רישום איגרת חוב לא סחירה בלשכת רישום

- א.** בשל העדר מידע ויכולת מעקב של גופים מוסדיים אחר איגרות חוב לא סחירות ותנאיהן, הוועדה ממליצה לממונה על שוק ההון להקים "לשכת רישום" לאיגרות חוב לא סחירות.
- ב.** הוועדה ממליצה כי כל איגרת חוב לא סחירה שמונפקת לגופים מוסדיים תירשם בלשכת הרישום. לשכת הרישום תיתן מספר אחיד מזהה לאיגרת החוב, תשמור את מסמכי איגרת החוב ותעקוב אחר דירוג איגרת החוב. הוועדה ממליצה כי לאחר בחינת פעילותה בפועל של לשכת הרישום ישקול הממונה על שוק ההון לאפשר לה להעניק שירותים נוספים.

תחולת ההמלצות

- א.** המלצות הוועדה בדבר התחייבות לאי יצירת שעבודים (שעבוד שלילי) ושינוי שליטה לא יחול על תאגידים בנקאיים לצורך הנפקות הון עצמי.
- ב.** המלצות הוועדה אינן חלות על איגרות חוב המונפקות בידי מדינה ומלוות המונפקים על ידי בנק ישראל.

ג. בשלב זה, הועדה סבורה שאין לחייב את הגופים המוסדיים לפעול על פי ההמלצות המפורטות לעיל בנוגע לסוגי אגרות החוב הבאים: ניירות ערך מסחריים, מתן אשראי ספציפי (tailor made), מוצרי מדדים (כהגדרתם בתקנון הבורסה), מוצרים מובנים הכוללים, בין היתר, תעודות פיקדון, איגרות חוב מגובות בנכסים (כגון: CDO, CLN ואחרים) ואיגרות חוב שתשואתן מותנית בביצועי נכס בסיס כלשהו, כגון: מדדים, ריביות, שערי חליפין, סחורות וכיו"ב.

8. עמדת הועדה ביחס לסוגיות מרכזיות

8.1. הצורך במעורבות רגולטורית ביחס להשקעות הגופים המוסדיים באיגרות

חוב

הועדה סבורה כי יש צורך במעורבותו של הממונה על שוק ההון על מנת לעודד את הגופים המוסדיים לשקול תניות ואמות מידה כחלק משיקול ההשקעה באיגרות חוב, כפי שעושים גופים מוסדיים בשווקים המפותחים בעולם.

אופי הכספים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים כחיסכון לטווח ארוך ובינוני, ייעודם העיקרי כהכנסה עתידית של החוסכים לגיל פרישה, והאינטרס הציבורי בהבטחת כספי הפנסיה של הציבור מחייבים התייחסות שונה של גורמי הפיקוח והרגולציה ביחס לאופן ההשקעה הרצוי ורמת ההגנה הדרושה עבור ציבור החוסכים, אשר אינם זהים בהכרח לאלו של גורמי הפיקוח ביחס משקיעים אחרים. מדינת ישראל הכירה בחשיבותו העצומה של החיסכון הפנסיוני של הציבור, ועל כן יצרה תמריצי מס המעודדים את הציבור לחסוך לגיל פרישה⁴³. כידוע, תמריצים אלה אינם ניתנים בעד סוגי השקעות אחרים, כגון חיסכון באמצעות קרנות נאמנות או מנהלי תיקים.

על רקע חשיבותו הראשונה במעלה של החיסכון הפנסיוני של הציבור, עולה ביתר שאת הצורך לוודא כי תהליך ההשקעה באיגרות חוב מתבצע בצורה ראויה, ובכלל זה כי הגופים המוסדיים פועלים לשיפור איכות המוצר שהם רוכשים עבור ציבור החוסכים. אינטרס פיקוחי זה תורם גם לפיתוח שוק הון יעיל.

על פי אקסיומת יסוד של התיאוריה הכלכלית הבסיסית, לכל מוצר יש מחיר, שבשוק תחרותי נקבע במפגש בין ביקוש להיצע. לפי גישה זו, היעדרן של תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות יתומחר בתשואה גבוהה יותר על החוב לעומת חוב אשר כולל זכויות אלה. אולם, קיומו של מנגנון קביעת מחירים אינו פוטר את הרשויות המפקחות ממעורבות והכוונה, כאשר מתגלים פערי אינפורמציה, כשלים במנגנון המחירים, כשלים הנובעים מהשפעות חיצוניות (externalities) או כשלים אחרים. יתר על כן, ככל שמדובר בשיקולי יציבות, מקובל שרשויות הפיקוח עוסקות גם בסוגיות של איכות המוצר. הרגולציה של מוסדות בנקאיים, לדוגמא, עוסקת גם באיכות ההלוואות של מוסדות בנקאיים. כאמור בפתח הדברים, מתפקידו של הממונה על שוק ההון, הביטוח והחיסכון לוודא כי אופן ההשקעה של הגופים המוסדיים שבפיקוחו עולה בקנה אחד עם האינטרס הציבורי בהבטחת חיסכון פנסיוני נאות לציבור.

מציאות זו ממחישה את העיקרון, כי המטרה להבטיח את יעילות השווקים, לשם הקצאה יעילה של מקורות במשק ומקסום פוטנציאל הצמיחה לטובת הצרכנים, הולכת יד ביד עם המטרה להבטיח את איכות המוצרים הנצרכים. עיקרון זה יפה גם לשוק ההון, שנסחרים בו מוצרים

⁴³ בעניין זה, נשיא בית המשפט העליון בדימוס, מר אהרון ברק והשופטים ט' שטרסברג-כהן, א' א' לוי קבעו בפסק הדין שניתן בבג"צ 6432/02 (שעסק בעתירת איגוד קופות הגמל הענפיות בנושא של הסדרת מוסד ועדת ההשקעות) ש"היתרון העיקרי בהשקעת כספים בקופת גמל הינו בכך שהשקעות אלה מותרות בניכוי בהתאם להוראות הקבועות בסעיף 47(ב) לפקודה. יתרון זה ניתן כדי לעודד השקעות בקופות גמל, אשר להן חשיבות חברתית רבה. הן נועדו להבטיח כי לרשות העמיתים בהן יעמדו כספים שישימשו למטרות חברתיות שונות".

מורכבים, בעלי משך חיים ארוך, שלעתים קשים הבנה גם למומחים ושהם בעלי השפעה על טיב והיקף חסכוניות הציבור לגיל פרישה.

עקב השוני ההיסטורי בנסיבות התפתחותו של שוק ההון הישראלי, לא התפתחו בישראל פרקטיקות המקובלות בעולם. בשוק הסחיר, החברות המנפיקות מוכרות "מוצר מדף" בעל תנאים נמוכים יחסית, מבלי שלגופים המוסדיים יש יכולת מספקת להשפיע על תנאיו. היות והשוק כולו פועל במתכונת זו, איכותם של רוב המוצרים בשוק, מבחינת התניות ואמות המידה שהם מכילים, ירודה בהשוואה למקובל בעולם.

ייתכן ובמרוצת השנים פרקטיקות אלה תתפתחנה והאיכות של איגרות החוב בישראל תשתפר, אך קיימת סבירות כי עקב מאפיינים אחרים של המשק הישראלי – משק קטן, שלבנקים מעמד מרכזי בו, מאופיין בריכוזיות גבוהה ובמבנה של פירמידות שליטה, רווי לעיתים בניגודי עניינים, בעל שחקנים מעטים בצד הביקוש לניירות ערך ובעל נטייה חזקה לשוק המקומי (home bias) – פרקטיקות אלה לא תתפתחנה ללא הכוונה רגולטורית.

לאור הפער בין איכות איגרות החוב בישראל לעומת השווקים המפותחים, סבורה הועדה כי יש לפעול למען שיפור איכות המוצר שרוכשים גופים מוסדיים עבור ציבור החוסכים לגיל פרישה.

8.2. ניהול סיכונים

הצעדים עליהם ממליצה הועדה, לרבות שיפור ההגנות החוזיות המוענקות לגופים המוסדיים, הינם חלק בלתי נפרד מניהול סיכונים.

בשנים האחרונות, לפני פרוץ המשבר הפיננסי העולמי, הוסדרה התשתית לניהול סיכונים בקרב גופים מוסדיים בשורה ארוכה של תקנות וחוזרים, הנוגעים להיבטים שונים של ניהול סיכונים.⁴⁴ המלצות הועדה מהוות נדבך משלים לתשתית ניהול הסיכונים הקיימת בקרב הגופים המוסדיים. ניהול סיכונים של גוף מוסדי מתבטא במגוון דרכים כגון פיזור ההשקעות על פני מכשירים פיננסיים, מנפיקים וסקטורים שונים.

הועדה סבורה כי שיפור איכות אגרות החוב בכל הנוגע להגנות המוענקות למחזיקים בהן הינו צעד חיוני ליכולת הגופים המוסדיים לנהל את הסיכונים הטמונים בהשקעה באפיק זה; וזאת במיוחד לאור הנקודות הבאות⁴⁵:

⁴⁴ ראה לעניין זה תקנה 8(א) לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח) (דירקטוריון וועדותיו), תשס"ז-2007; חוזר ביטוח 2003/17 – ניהול חשיפה למבטחי משנה; חוזר גופים מוסדיים 2007-9-15 – ניהול סיכונים אשראי אגב פעילות השקעות; חוזר גופים מוסדיים 2007-9-16 – העמדת אשראי לא סחיר על ידי גופים מוסדיים תשתית לתמיכה ניהולית, מקצועית ותפעולית; חוזר גופים מוסדיים 2008-9-10 – חוזר תיקונים והבהרות לחוזרי אשראי ועדכון לוחות הזמנים ליישום; חוזר ביטוח 2006-1-14 – תפקידי אקטואר ממונה ומנהל סיכונים של מבטח ומארג היחסים שלהם עם בעלי תפקידים אחרים; חוזר גופים מוסדיים 2009-9-7 – חוזר טיפול בחובות בעייתיים ופעולות גופים מוסדיים לגבי גבית החוב.

⁴⁵ יובהר כי הועדה סבורה שרמת הגנה זהה אינה *במכרם* רצויה עבור משקיעים אחרים, בעלי אופק ויעוד השקעה שונים.

ראשית, במצב הנוהג בישראל כיום, שבו רוב איגרות החוב המונפקות חסרות תנאים בסיסיים להגנת המחזיקים בהן, אין בכוחו של ניהול סיכונים ברמת הגוף המוסדי הבודד להגן על ציבור החוסכים מפני סיכון סיסטמטי בשוק איגרות החוב, כפי שיוסבר להלן.

בשנים האחרונות, לפני פרוץ המשבר הפיננסי העולמי, הוסדרה התשתית לניהול סיכונים בקרב גופים מוסדיים בשורה ארוכה של תקנות וחוזרים, הנוגעים להיבטים שונים של ניהול סיכונים.⁴⁶ המלצות הועדה מהוות נדבך משלים לתשתית ניהול הסיכונים הקיימת בקרב הגופים המוסדיים.

בהקשר זה יוסבר כי אלמנט מרכזי באסטרטגיית ניהול הסיכונים של הגופים המוסדיים הינו פיזור. הגופים המוסדיים מפזרים את השקעותיהם בין אפיקי השקעה שונים ובין ניירות ערך של מנפיקים שונים, כך שלהתממשות סיכון ביחס לנכס אחד מתיק ההשקעות תהיה השפעה שולית על תשואת התיק כולו.

למרות הפיזור הרב, ניהול סיכונים, ללא שיפור איכות המוצר, אינו מהווה תרופה למצב בו רוב איגרות החוב הינן במעמד נחות ביחס לנושים אחרים (**effectively subordinated**) וחסרות תנאים בסיסיים להגנת המחזיקים בהן. כאשר לרשות הגופים המוסדיים לא עומדים כלים לטיפול בסיכון עם התממשותו, ציבור החוסכים לגיל פרישה חשוף לסיכון סיסטמטי בשוק איגרות החוב.

למעשה, שיפור ההגנות החוזיות באגרות החוב משמעותו מתן כלים לניהול הסיכון בעת קרות האירוע המחייב זאת. בעזרת כלים אלה, לגופים המוסדיים תינתן האפשרות הן לעקוב אחר הסיכון, למשל באמצעות מעקב אחר אמות מידה פיננסיות, והן לפעול מול החברה בשלב בו עדיין "יש מה להציל".

שנית, הצורך בניהול סיכונים לאורך כל חיי החוב, ולא בשלב הרכישה בלבד, מתחדד עקב משך החיים הארוך המאפיין איגרות חוב לא ממשלתיות.

במוצרים בעלי מח"מ בינוני-ארוך, המתאימים להשקעת כספים המיועדים לגיל פרישה, קיים קושי אובייקטיבי לאמוד מראש את יכולת הפירעון של החברה לטווח הארוך ואת הסבירות שתקלע לקשיים פיננסיים, ועל כן עולה החשיבות של יצירת כלים לניהול החוב בשלב ההנפקה.

שלישית, יצירת סוגים שונים של חוב, כפי שמציעה הועדה, תסייע בתמחור נכון יותר של איגרות חוב ובשיפור תהליכי ניהול הסיכונים הקשורים בהשקעה באיגרות חוב. גם בהיבט זה שיפור ושכלול איכות המוצר הינו חלק בלתי נפרד משיפור הליכי ניהול הסיכונים בקרב הגופים המוסדיים.

⁴⁶ ראה לעניין זה תקנה 8א) לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח) (דירקטוריון וועדותיו), תשס"ז-2007; חוזר ביטוח 2003/17 – ניהול חשיפה למבטחי משנה; חוזר גופים מוסדיים 2007-9-15 – ניהול סיכונים אשראי אגב פעילות השקעות; חוזר גופים מוסדיים 2007-9-16 – העמדת אשראי לא סחיר על ידי גופים מוסדיים תשתית לתמיכה ניהולית, מקצועית ותפעולית; חוזר גופים מוסדיים 2008-9-10 – חוזר תיקונים והבהרות לחוזרי אשראי ועדכון לוחות הזמנים ליישומם; חוזר ביטוח 2006-1-14 – תפקידי אקטואר ממונה ומנהל סיכונים של מבטח ומארג היחסים שלהם עם בעלי תפקידים אחרים; חוזר גופים מוסדיים 2009-9-7 – חוזר טיפול בחובות בעייתיים ופעולות גופים מוסדיים לגבי גבית החוב.

בשווקים המפותחים בעולם קיימות פרקטיקות מתקדמות של גיוסי חוב, ואיגרות החוב מציעות מספר פרמטרים לבחינתן: מחיר המוצר, סוג המוצר ואיכות המוצר, קרי מחיר האיגרת, סוג האיגרת – מובטחת, בכירה או נחותה – בריבית קבועה או משתנה וכיו"ב, ואיכות האיגרת מבחינת הזכויות שהיא מעניקה למחזיקים בה.

מגוון מוצרי חוב בעלי איכות שונה, תורמים לתמחור נכון ומדויק יותר של סיכונים, שכן הם מחדדים את היכולת של המשקיע להבחין בסיכון ובהתאמה לתמחר אותו. בשוק משוכלל יש מקום הן למוצרים "איכותיים" והן למוצרים "נחותים"; אולם בשוק הישראלי זה פקטו כמעט כל המוצרים הינם נחותים (effectively subordinated).

בהיעדר היצע מגוון, הרי שבמצב של משבר – הגופים המוסדיים יחזיקו מוצר נחות ובעל שיעור גבייה (recovery) נמוך. במילים אחרות, בעת התממשות תרחיש קיצון של משבר אשראי רחב היקף, הגופים המוסדיים יחסרו את הכלים לניהול סיכונים.

ההבחנה בין סוגי חוב על פי בכירות החוב, לצד פיתוח תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות, כפי שמציעה הועדה, ייצרו מוצרים שונים, כפי שמקובל בשווקים המפותחים. גיוון זה יסייע לזיהוי נכון יותר של סיכונים ותמחורם בהתאם, הן בשוטף והן בעיתות משבר.

8.3. רכישת איגרת חוב מתאגיד שאינו מדווח

חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 והתקנות שהותקנו מכוחו, קובעים את כללי הגילוי והדיווח שחבה בהם חברה שמנפיקה ניירות ערך לציבור. במסגרת זו, החברה נדרשת לפרסם מידע מגוון הכולל פרטים רבים, הנוגעים לעסקי החברה ומהותיים להצגת פעילותה. כמו כן, החברה נדרשת לפרסם כל פרט שעשוי להיות חשוב למשקיע סביר אשר שוקל להשקיע באותה חברה.

לעומת זאת, אין כיום, לא מכוח הוראות דין ולא מכוח הוראות רגולציה אחרות, התייחסות לסוג המידע, למרכיביו ולפרטיו שחייבת למסור חברה פרטית שמנפיקה איגרת חוב לא סחירה (תאגיד שאינו מדווח). היקף המידע ותוכנו, שמוסרת חברה כזו למשקיעים מוסדיים נתון ברוב המקרים לשיקול דעתה ומונע מתוך הבנה, שמסירת מידע בהיקף יחסית מינימלי, יספק ברוב המקרים מספיק גופים מוסדיים שיסכימו להשתתף באותה הנפקה. הבנה זו מייטרת את הצורך מצד החברה המנפיקה להיעתר לדרישתו של גוף מוסדי מסוים שחפץ לקבל מידע נוסף מעבר למידע אותו מסרה החברה ליתר המשקיעים המוסדיים.

הנחת היסוד בבסיס הפטור שניתן לחברה פרטית המנפיקה איגרת חוב לא סחירה מפרסום תשקיף היא, שבידי הגופים המוסדיים יש מספיק כלים, מספיק "כוח" ומספיק ידע כדי לבחון כנדרש את החברה, לאמוד את טיב פעילותה ולעמוד על היבטים שונים הנוגעים לאופי החברה ולסיכונים הטמונים בה. זאת ועוד, לאור גודלם של הגופים המוסדיים ומעמדם בשוק ההון הניח המחוקק שהגופים יוכלו לדרוש ולקבל כל מידע חיוני עבורם לצורך קבלת החלטה השקעה.

אולם, וכפי שפורט בהרחבה בפרק השלישי, שעסק בזיהוי החולשות בשוק איגרות החוב הלא ממשלתיות, הנחה זו התבררה כהנחה אשר פעמים רבות אינה עולה בקנה אחד עם המציאות המאפיינת את שוק ההון הישראלי. החברה המנפיקה היא הדומיננטית בתהליך ההנפקה וככזו

היא מנווטת ומנהלת את תהליך ההנפקה, ולכן פעמים רבות נתקלים הגופים המוסדיים בקושי לקבל את המידע לו הם זקוקים בעת בחינת החברה ולצורך מעקב שוטף לאורך חיי החוב.

לאור זאת, גיבשה הועדה שורה של המלצות שמטרתן להסדיר את המידע הבסיסי שיועבר לגופים המוסדיים הרוכשים איגרות חוב לא סחירות, תוך התייחסות למידע שיועבר לפני ההנפקה (מזכר ההנפקה), מידע שיועבר בתדירות שנתית, מידע שיועבר בתדירות רבעונית ומידע שיועבר באופן מיידי עם קרות אירועים חריגים אשר יש בהם כדי להשפיע על כושר הפירעון של החברה. המלצות הועדה, המפורטות בסעיף 7.3, כוללות רק את המידע החשוב ביותר לקבלת החלטת השקעה ומעקב אחר החוב. כמובן שהגופים המוסדיים יהיו רשאים לדרוש מידע נחוץ נוסף.

חשוב לציין, כי מדבריהם של גורמים שהופיעו בפני הוועדה ומשיחות עם גופים מוסדיים עלה כי גם ביחס לחברות שהן תאגידיים מדווחים ("חברות ציבוריות") קיים מידע רלוונטי לקבלת החלטת השקעה באיגרת חוב סתירה, אשר אינו מופיע בתשקיף או בדו"חות אחרים שמפרסמת החברה ואשר הגופים המוסדיים מתקשים לקבל אותו מן החברות המנפיקות.

8.4. התחייבות לאי יצירת שעבודים - שעבוד שלילי

הרציונל לשעבוד השלילי, המוסבר גם בספרות המקצועית, נעוץ בכך כי משלא הוצעו בטוחות הולמות להבטחת פירעון הלוואה, בין בנכסים קיימים או עתידיים, לרבות בשעבוד שני בעדיפותו, מחזיקי איגרות החוב רשאים להסתמך על כושר החזר של החברה ובגיבוי נכסיה הבלתי משועבדים של החברה להבטחת פירעון החוב במקרה והיא אינה עומדת בתשלומי החוב. במילים אחרות, מטרת השעבוד השלילי הינה למנוע מצב, שבו החברה לאחר הנפקת איגרת החוב משעבדת את נכסיה, בשעבוד ספציפי או שוטף לטובת בעלי חוב קיימים או חדשים ובכך מרעה את מצבם של מחזיקי איגרות החוב הנוכחיים.⁴⁷

כאשר משקיע בוחן אפשרות לרכוש איגרת חוב, הוא רואה לנגד עיניו את תזרים המזומנים של החברה (יחס כיסוי חוב), את רמת המינוף ואת היקף הנכסים הלא משועבדים. החלטת ההשקעה מתקבלת בהתבסס על יכולת החזר של החברה ומבנה ההון והנכסים שלה.⁴⁸ במצב זה, ובפרט כאשר מדובר בהלוואה לתקופה ארוכה, אך נכון יהיה כי החברה תתחייב שלא תשעבד את נכסיה לטובת חובות שניטלו לאחר מכן, אלא בחריגים שמטרתם לאפשר פעילות שוטפת כמו גם נטילת הלוואה לצורך רכישת נכס חדש (שסל"ן). מטרתה של התחייבות לאי יצירת שעבודים הינה להבטיח למשקיע, כי לא יבוצעו שינויים דרסטיים במצבת הנכסים הלא משועבדים של החברה, שעל בסיסה, בין היתר, קיבל החלטת השקעה.

בניגוד לסוגי אשראי אחרים, חשיבותה של התחייבות לאי יצירת שעבודים גבוהה במיוחד ביחס לאיגרות חוב שרוכשים הגופים המוסדיים עבור החוסכים באמצעותם, שכן הן מתאפיינות לרוב

⁴⁷ זאת הן כתוצאה מהרעת מבנה הנכסים של החברה והן כתוצאה מצניחת מחירים בסדרה המקורית הלא מובטחת כאשר החברה מנפיקה סדרה מובטחת.

⁴⁸ כך למשל, המלווה עשוי להסכים לוותר על שעבוד ספציפי, כאשר היקף הנכסים הלא משועבדים בחברה גבוה מהיקף החוב הלא מובטח.

במשך חיים ארוך. במוצרים בעלי מח"מ בינוני-ארוך קיים קושי אובייקטיבי לאמוד מראש את יכולת הפירעון של החברה לטווח הארוך ואת הסבירות שתיקלע לקשיים פיננסיים. זאת ועוד, ככל שמועד פירעון ההלוואה רחוק יותר, כך המשקיע זקוק להגנה רבה יותר משינויים דרסטיים במבנה ההון, ההתחייבויות והנכסים של החברה.

התפוצה הרחבה של השעבוד השלילי, על ניסוחיו השונים, בשווקים המפותחים בעולם (ראה הרחבה בפרק הרביעי) בולטת לעומת השוק הישראלי, שבו איגרות חוב רבות מעניקות לחברה את הזכות לשעבד את נכסיה לטובת נושים חדשים ללא כל מגבלה, ולעיתים אף ללא עדכון מחזיקי איגרות החוב הקיימים, ובכך למעשה הן גורמות למחזיקים הקיימים להיות נחותים (**effectively subordinated**) ביחס לנושים החדשים.

על רקע זה, הועדה סבורה כי בהיעדר בטוחה מתאימה להבטחת פירעון איגרות החוב, הרי שתניה חוזית הכוללת התחייבות החברה לאי יצירת שעבודים, בחריגים הנדרשים להבטחת פעילותה השוטפת והתקינה של החברה, הינה כלי מומלץ להבטחת פירעון איגרת החוב.

בדו"ח הביניים ניסחה הועדה את המלצתה בצורה כללית, מתוך תקווה שהשוק יפתח פרקטיקות וניסוחים באופן עצמאי וולונטרי. עקב אי הבהירות שהתעוררה, לצד העדר תשתית לשיתוף פעולה בין גופים מוסדיים לקידום נושאים מקצועיים כגון גיבוש נוסח לתניות ואמות מידה, כפי שעושים הגופים המוסדיים בחו"ל, מצאה הועדה לנכון לפרט בהרחבה את החריגים המקובלים להתחייבות לאי יצירת שעבודים.

לאור האמור, הועדה ממליצה כי במקרה בו החברה המנפיקה לא סיפקה שיעבוד ספציפי מתאים (שעבוד קבוע על נכס מנכסי החברה), או שעבוד צף, מומלץ שהגופים המוסדיים ידרשו מן החברה לכלול באיגרת החוב התחייבות לא יצירת שעבודים, תוך שילובם של החריגים שעקרונותיהם פורטו בהמלצה 7.4.2 לפרק הקודם, בשינויים שיראו להם מתאימים.⁴⁹

יובהר ויודגש כי המלצות הועדה מחייבות את האורגנים הרלוונטיים בגופים המוסדיים, בהתאם למדרג הסמכויות הקיים בהם – החל בדירקטוריון, דרך ועדת השקעות וועדת אשראי וכלה בעובדי מערך ההשקעות – לנהל תהליך קבלת החלטות מובנה, שבמסגרתו יבצעו אנליזה מעמיקה ויודאו את קיומם של כלים לניהול סיכונים לאורך חיי החוב, לרבות בחינת הצורך בהתחייבות לאי יצירת שעבודים.⁵⁰ תהליך מובנה זה יתחשב במאפייני החברה המנפיקה.

⁴⁹ יובהר כי ההתחייבות לאי יצירת שעבודים (שיעבוד שלילי) אינה יוצרת שיעבוד או זכות קניינית בנכס מסוים, אלא היא מהווה התחייבות חוזית שהפרתה מהווה עילה להעמדה לפירעון מיידי של איגרת החוב.

⁵⁰ לשם המחשה, אפשר שאמת מידה פיננסית, המגבילה באורח אפקטיבי את יחס החובות הלא מובטחים לנכסים הלא משועבדים, תהווה תחליף סביר להתחייבות לאי יצירת שעבודים שיעבוד שלילי.

8.5. מגבלות על שינוי שליטה

הועדה סבורה כי במקרים מסוימים תנית שינוי שליטה הינה אמצעי יעיל ונחוץ להגנה על זכויות המחזיקים. **שינוי שליטה בחברה המנפיקה עשוי להשפיע לרעה על יכולת פירעון החוב, בעיקר בשני המקרים הבאים:**

א. העמדת האשראי לחברה המנפיקה התבססה, במידה רבה, על המוניטין של בעל השליטה בחברה.

ב. רכישת השליטה בוצעה במינוף משמעותי, כאשר המקורות העיקריים להחזר האשראי שנטל בעל השליטה החדש אמורים לנבוע מהוצאת כספים מהחברה, באמצעות משיכת דיבידנד או באמצעות הפחתת הון באישור בית משפט.

המלצת הועדה עולה בקנה אחד עם המגמה בעולם. תנית שינוי שליטה, בניסוחים שונים, או מגבלת מיזוג, מופיעות בחלק גדול משטרי הנאמנות בשווקים המפותחים בעולם. גם גופים מוסדיים מובילים בארצות הברית⁵¹, אשר התאגדו יחד וגיבשו המלצה ביחס לתניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות אשר ראוי שיופיעו באיגרות חוב בדירוג השקעה (ראה פרק חמישי ונספח ה-3), הסכימו כי קיימת חשיבות רבה לקיומה של תנית שינוי שליטה. הגופים אף המליצו כי מיזוג החברה המנפיקה לתוך חברה אחרת ייחשב כשינוי שליטה ומכירת עיקר (substantially all) נכסי החברה גם כן ייחשב כשינוי שליטה.

על רקע כל האמור לעיל, המליצה הועדה בדו"ח הביניים לכלול בשטר הנאמנות תניה המעניקה לגופים המוסדיים עילה לדרוש פירעון מיידי במקרה של שינוי שליטה. הועדה ניסחה את המלצתה בצורה כללית, מתוך תקווה שהשוק יפתח פרקטיקות וניסוחים באופן עצמאי וולונטרי. עקב אי הבהירות שהתעוררה, לצד העדר תשתית לשיתוף פעולה בין גופים מוסדיים לקידום נושאים מקצועיים כגון גיבוש נוסח לתניות ואמות מידה, כפי שעושים הגופים המוסדיים בחו"ל, ולאחר למידת תגובות הציבור והעמקת המחקר בשווקים המפותחים בעולם, **מוצאת הועדה לנכון להרחיב את היריעה ביחס לטעמים הקיימים, לדעתה, ליצירת איזונים הולמים כנגד מתן זכות למחזיקי איגרות החוב להעמיד את האיגרת לפירעון מיידי עקב שינוי שליטה בחברה המנפיקה:**

א. חשיבות זהות בעל השליטה ליכולת הפירעון של החברה משתנה מחברה לחברה, בהתאם למאפייני החברה. הווה אומר, לא בכל חברה קיימת חשיבות לזהות בעל השליטה.

ב. שינוי שליטה אינו בהכרח משפיע לרעה על יכולת הפירעון של החברה. ישנם מקרים בהם השליטה מועברת לבעל שליטה אשר יש לו את היכולת להוביל את החברה לתוצאות כספיות טובות יותר, ולשפר את יכולת הפירעון שלה.

ג. חשש מפני מתן למחזיקי איגרות החוב עמדת כוח לא מידתית ביחס לחברה המנפיקה.

ד. תניות ואמות מידה, אשר מגבילות את יכולת החברה להרע את מצבם של מחזיקי איגרות החוב, למשל באמצעות קביעת מגבלת מינוף, קביעת מגבלת הפחתת הון או קביעת תנית שעבוד שלילי שעשויות, במקרים מסוימים, להוות תחליף ראוי לתנית שינוי שליטה. מסיבה

⁵¹ קרן הפנסיה הגדולה בעולם - CalPERS, Fidelity, PIMCO, The Vanguard Group ורבים נוספים.

זו המליצה הועדה בדו"ח הביניים לאפשר לועדת השקעות לסטות, על פי שיקול דעתה המקצועי, מתניית שינוי שליטה.

8.6. מנגנון למשא ומתן בין החברה המנפיקה לגופים המוסדיים סביב שינוי

זמני של תנאי שטר הנאמנות - נציגות דחופה

סוגיה מרכזית שעלתה לאחר פרסום דו"ח הביניים של הועדה הינה, במילים פשוטות, שלחברה "אין עם מי לדבר" במהלך חיי החוב. בעת גיבוש שטר הנאמנות נקבעות בשר הנאמנות של איגרת החוב המונפקת תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות. תניות ואמות מידה אלה נקבעות בשלב ההנפקה, אך הן ילוו את החברה לאורך כל חיי החוב.

אפשר שהחברה תבקש לפעול באופן החורג מן התניות ואמות המידה, ולשם כך תצטרך לקבל את אישור מחזיקי איגרות החוב. בנוסף, אפשר שעקב קשיים פיננסיים החברה תימצא, ללא יכולת לשלוט בכך, בהפרה זמנית של אמות מידה פיננסיות, ותרצה לקבל את הסכמתם למתן דחייה זמנית (waiver) לעמידה בתנאים.

במקרים אלה עולה החשש, כי אין בידי הגופים המוסדיים מנגנונים לבחינת בקשות אלה והתייחסות אליהן. מנגנונים אלה נדרשים גם לטיפול בבקשות שבשגרה וגם לטיפול בבקשות הנובעות מקשיים פיננסיים אליהם נקלעה החברה. כפי שהוכיח גל הסדרי החוב של העת האחרונה, מנגנון ההצבעה באסיפות כלליות עשוי להיות מסורבל מאד, והבעיה מתחדדת ביחס לאישור חריגות זמניות משטר הנאמנות.

חשוב לציין כי במקרים רבים לחברה יש שליטה על הפרתן של התניות החוזיות ואמות המידה הפיננסיות שהועדה המליצה כמינימאליות. בנוסף, יצוין כי בארצות הברית תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות הינן חלק בלתי נפרד מתנאי כל הנפקה, ושינוי התניות ואמות המידה נעשה תוך שימוש במנגנון של אישור באסיפה הכללית.

עם זאת, ובמטרה לעודד את השימוש באמות מידה פיננסיות במסגרת שטרי הנאמנות בישראל, הועדה ממליצה להסדיר במסגרת שטר הנאמנות את פעילותה של "נציגות דחופה" במהלך חיי איגרת החוב.

הפרת תנאי מתנאי איגרת החוב תעמיד עילה לפירעון מיידי של החוב, אלא אם החברה פנתה לנאמן בבקשה להקים נציגות דחופה, אשר בסמכותה לאשר חריגה (waiver) זמנית מתנאי שטר הנאמנות, ללא אישור אסיפת מחזיקי איגרות החוב. עקרונות מוצעים לפעולתה של הנציגות הדחופה הוצגו בהמלצה 7.5.1 לפרק ההמלצות.

כמו כן, סבורה הוועדה כי המלצתה בדבר בחינת מודל "נאמן על" יכולה לחפות על הפיזור הרב הקיים בין רוכשי איגרת החוב ועל הקושי של החברה המנפיקה להתדיין על בקשות לחריגה זמנית או בצורה דחופה עם מחזיקי אגרות החוב (נספח ה-1).

8.7. פורום משותף לגיבוש פרקטיקות נאותות

כפי שתואר בפרק השלישי והרביעי, בעוד שבישראל הימצאותן של תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות בשטרי הנאמנות נדירה, בארצות הברית הגופים המוסדיים רשאים לפעול במשותף לשיפור מצבם כמחזיקי איגרות חוב, לטובת החוסכים באמצעותם. למעשה, תהליך החשיבה שמרכזת הועדה, שמטרתו שיפור תהליך ההנפקה ושכלול איכות איגרות החוב המונפקות בישראל, נעשה בארצות הברית בעיקר על ידי יוזמה וולונטרית ועצמאית של הגופים המוסדיים. האקטיביות של הגופים המוסדיים בארצות הברית ממחישה את החשיבות הרבה של פעולה משותפת לשיפור ושכלול השקעותיהם באיגרות חוב. במקרים מעין אלה, פעולה משותפת של השוק הפרטי מייתרת את הצורך במעורבות רגולטורית.

נספח א': כתב המינוי לוועדה

י"ט באייר התשס"ט

13 במאי 2009

שה. 2009-9525

לכבוד

גב' ענת לוין

מר אהרון קצרגינסקי

מר דן אבנון

מר גילי כהן

מר אריק פרץ

גב' ענת פייער

נכבדיי,

הנדון: ועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות

רכישת איגרת חוב לא ממשלתית

שוק ההון הישראלי עבר בשנים האחרונות שינויים רבים. שינויים אלו כללו את הרפורמה בקרנות הפנסיה ואת הרפורמה המבנית בשוק ההון, במסגרתה נמכרו קופות הגמל וקרנות הנאמנות מהבנקים לגופים אחרים. רפורמה זו, לצד השינויים שבוצעו בכללי ההשקעה של הגופים המוסדיים ולצד הצמיחה החיובית שרשם המשק הישראלי, הובילו לשינוי בהיקף ובהרכב תיק האשראי העסקי במשק, במיוחד בכל הקשור להתפתחות המואצת שרשם שוק האשראי החוץ בנקאי.

במסגרת התפתחות זו, גדל שיעור ההשקעה של הגופים המוסדיים באיגרות חוב לא ממשלתיות. בחודש פברואר 2009 הסתכם היקף ההשקעה של הגופים המוסדיים (קרנות פנסיה, קופות גמל, קרנות השתלמות וחברות ביטוח ביחס לכספי המשתתף ברווחים) באיגרות חוב לא ממשלתיות ב- 139 מיליארד ש"ח, המהווים כ- 22% מהיקף נכסי הגופים המוסדיים, בהשוואה ל- 45 מיליארד ש"ח בסוף שנת 2003 (כ- 12% מסך הנכסים).

לגידול בחלקם של הגופים המוסדיים בשוק איגרות החוב הלא ממשלתיות בישראל ישנה השלכה משמעותית על איכותו ופיתוחו העתידי של שוק ההון בכלל ושוק איגרות החוב הלא ממשלתיות בפרט, בכל הקשור למערכת היחסים בין החברות העסקיות הלוות לבין הגופים המוסדיים אשר משקיעים את כספי החוסכים באיגרות חוב אלו.

המשבר הפיננסי העולמי הדגיש את הצורך בייסודה של מערכת יחסים ברורה יותר בין הנאמן של איגרת החוב לחברה המנפיקה ולגופים המוסדיים. כך למשל, במקרים רבים בהם קיים חשש לפירעון החוב, לא ברור מספיק באילו צעדים על הנאמן או על אחרים לנקוט כדי להבטיח את זכויות הגופים המוסדיים באיגרות החוב.

כמו כן עלה, כי איגרות חוב רבות, הן ציבוריות והן פרטיות, אינן מקנות לגופים המוסדיים המחזיקים בהן אמצעי בקרה על יכולת המנפיק לפרוע את חובו על פי איגרות החוב ושטר הנאמנות.

לכן, לאור האמור, הנני ממנה אתכם לכהן כחברי ועדה שתפקידה לבחון ולהמליץ על פרמטרים איכותיים, כמותיים ומשפטיים לגביהם יידרשו הגופים המוסדיים להתייחס לפני שיעניקו אשראי ללווים בדרך של רכישת איגרת חוב לא ממשלתית המונפקת לציבור או בהנפקה פרטית לגופים מוסדיים.

פרמטרים אלו יובאו בחשבון על ידי האורגנים הרלוונטיים בגופים המוסדיים (דירקטוריונים, וועדות ההשקעה ומערכי ההשקעות) כתהליכים פנימיים מקדימים למתן האשראי על ידם, וזאת במסגרת מילוי חובת הנאמנות המוטלת על הגופים המוסדיים כלפי החוסכים באמצעותם.

הועדה מתבקשת להמליץ באופן מדורג על פני זמן, על שורה של המלצות שעיקרן שיפור התהליכים הפנימיים הקשורים להשקעה של הגופים המוסדיים באיגרות חוב, למערכת היחסים הרצויה עם הנאמן לאיגרת החוב ולהיקף המידע שיהיה על התאגיד שהנפיק את איגרת החוב למסור לגופים המוסדיים, זאת – בשלב הקודם לביצוע ההשקעה, בשלב ביצוע ההשקעה ובשלב החזקת איגרת החוב, לרבות במקרה של גיבוש הסדרים לגבי איגרות החוב שהונפקו.

באם סבורה הוועדה כי נכון וראוי לנסח או לאמץ מתכונת חדשה או קיימת של שטר נאמנות לדוגמא שיגדיר טוב יותר את מערכת היחסים המשולשת בין המנפיק, הנאמן ומחזיקי איגרות חוב שהינם גופים מוסדיים - היא מוסמכת לעשות כך.

הועדה אינה מתבקשת לדון באיגרות חוב ממשלתיות, או בהלוואות לחברות עסקיות ("tailor made") שאינן מונפקות כאיגרות חוב לציבור או לקבוצה גדולה של משקיעים מוסדיים.

עו"ד דוד חודק ישמש כיו"ר הועדה.

פרופ' אסף חמדני ישמש כיועץ לוועדה.

גב' דידי לחמן מסר תשמש כיועצת לוועדה.

גב' ענת פייער תשמש כמרכזת הועדה.

אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר יעמיד לרשות הועדה את האמצעים המנהליים שיהיו דרושים לעבודתה.

המלצותיה המיידיות של הוועדה יוגשו במסגרת דו"ח ביניים של הוועדה עד ליום ה- 15 ביולי 2009, כך שאלו תוכלנה להיות מוטמעות בתהליכי העבודה של הגופים המוסדיים כבר במהלך השנה הנוכחית ותהווה מצפן לפעילותם.

המלצותיה הסופיות של הועדה יוגשו עד ליום ה- 15 באוקטובר 2009.

אני מודה לכם על כי הסכמתם ליטול על עצמכם את ההשתתפות בוועדה ומאחל לכם בהצלחה.

בכבוד רב,

ידין ענתבי

הממונה על שוק ההון ביטוח וחיסכון

נספח ב': תגובות הציבור לקול קורא ולדו"ח הביניים

להלן הגורמים אשר הופיעו בפני הועדה טרם פרסום דו"ח הביניים:

מר אהוד ארנון, בנק דיסקונט לישראל בע"מ
ד"ר אהוד שפירא, הפניקס אחזקות בע"מ
מר גד סואן ומר נתי שילה, איגוד החברות הציבוריות (ע"ר)
מר גיל גזית, מידרוג בע"מ
גב' דורית סלינגר, S&P מעלות בע"מ
מר זהר טל ומר שלומי ברטוב, שערי ריבית בע"מ
מר חנן פרידמן, מר יוני טל, מר צחי דרוקר, מר רוני אגסי, מר שי קומפל, איגוד חברות הביטוח בישראל (ע"ר)
מר יונתן לוי ומר איתן רוס, מגדלור השקעות (אס.אר.אי) 2009 בע"מ
מר מנחם ובר, אל. אס. אר. פי. קרדיט ריסק פרודקטס בע"מ
פרופ' יעקב עמיהוד, בית הספר סטרן למנהל עסקים, אוניברסיטת ניו יורק
מר שמואל לב, אנליסט אי.אמ.אס שירותי ניהול השקעות בע"מ

Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP

להלן הגורמים אשר שלחו תגובות בכתב לדו"ח הביניים (חלקם אף הופיע בפני הועדה):

גב' איריס ציבולסקי-חביליו
מר גד סואן, איגוד החברות הציבוריות (ע"ר)
גב' דורית סלינגר, S&P מעלות בע"מ
מר יוסי לוי, More Than Finance LTD
מר יצחק דוכן, "גילעד" גמלאות לעובדים דתיים בע"מ
מר יריב פילוסוף, גיזה זינגר אבן
גב' לינה לוי-דרגוצקי, חברת מקורות
נגה קינן ורגינה אונגר, פורום מנהלי כספים ראשיים
גב' נטלי משען-זכאי, פישר בכר חן וול אוריון ושות'
מר רוני וינוגרד, ארנון שגב ושות'
איגוד חברות הביטוח בישראל (ע"ר) והתאחדות חברות לביטוח חיים בע"מ

איגוד הבנקים

איגוד קרנות ההשקעה במקרקעין

הפיקוח על הבנקים

הפניקס השקעות בע"מ

קבוצת אידיבי

Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP

נספח ג': השוני בין אופי הפעילות של הגופים המוסדיים לעומת

המערכת הבנקאית

ניתן לעמוד על טיבו של הכשל המבני בשוק איגרות החוב לאור השוואת שוק איגרות החוב הלא ממשלתיות למערכת הבנקאית. הן רכישת איגרת חוב והן מתן הלוואה מהווים אמצעי למתן אשראי לחברה לטובת מימון פעילותה העסקית בתנאים מוסכמים ומוגדרים מראש. אולם, קיים שוני משמעותי בין אופי עסקאות האשראי המנוהלות על ידי המערכת הבנקאית לבין אופי עסקאות האשראי המנוהלות על ידי הגופים המוסדיים. מקורו של שוני זה טמון בארבעה מאפיינים מרכזיים של המערכת הבנקאית:

א. אי-יכולת לפזר הלוואה. במערכת הבנקאית מרבית ההלוואות הן בגדר עסקאות "אחד-על-אחד": מול החברה הלווה עומד בדרך כלל בנק אחד, שיש לו מערכת יחסים ארוכת טווח עם החברה. הבנק המלווה אינו יכול לפזר את סיכון האשראי הכרוך בהלוואה זו, כלומר בדרך כלל הוא אינו יכול להחזיק רק בחלק מההלוואה, כפי שהגופים המוסדיים מחזיקים רק באחוזים בודדים מסדרות איגרות חוב הנסחרות בשוק ההון. בנוסף, בניגוד לאיגרת חוב שהבעלות עליה ניתנת להעברה, הבנק אינו יכול למכור את ההלוואה, ולכן מרגע מתן ההלוואה הבנק ילווה את החברה למשך כל חיי החוב. **העובדה כי במערכת הבנקאית הגורם שמגבש את תנאי הלוואה הוא גם הגורם המחזיק בהלוואה מקלה באופן משמעותי על מעקב אחר החוב.**

ב. מינוף. ההון העצמי שהבנקים נדרשים להעמיד הוא פונקציה של היקף וסוג ההלוואות שאותם הם מעמידים למלווים השונים. על כן, אופי ההלוואות ורמת הסיכון של אותן הלוואות משפיעה על רמת המינוף של כל בנק, ולכן מחיקת הלוואות עשויה להשפיע על ההון העצמי של הבנק ולערער במקרים מסוימים את יציבותו. ברור שקשר זה אינו קיים בקרב הגופים המוסדיים.

ג. שימוש במידע פנים. ליבת פעילותו של הבנק מתבססת על מידע פנים. הבנק חשוף למידע רב במסגרת ניהול חשבונות החברה, והוא יכול לדרוש מהחברה כל מידע נוסף הנחוץ לו, הן מידע ציבורי והן מידע פנים.

ד. ריכוזיות. המערכת הבנקאית בישראל ריכוזית מאד, ופועלים בה מספר מצומצם של בנקים גדולים ומספר מועט של בנקים בינוניים וקטנים. עקב מספרם המועט של הבנקים לחברה יש יכולת פחותה לפעול באסטרטגיה של "הפרד ומשול" ולעבור מבנק לבנק בכדי לקבל הלוואה בדרישות הנמוכות ביותר.

השוני בין אופי הפעילות של הגופים המוסדיים לעומת המערכת הבנקאית בא לידי ביטוי בשני שלבים עיקריים בחיי החוב:

א. עליונות הבנק במעמד מתן האשראי

עקב מספרם המועט של הבנקים והסתמכותם על היסטוריית האשראי של החברה באותו הבנק, לחברה יש יכולת מוגבלת לעבור בנק על מנת לקבל הלוואה בתנאים טובים יותר. הבנק

מהווה הגורם הדומיננטי במשא ומתן, והוא מכתוב את תנאי העסקה, את אופי הבטוחות, את התניות החוזיות ואמות המידה הפיננסיות, את התנאים לפירעון מוקדם של החוב וכל תנאי אחר שיכול להבטיח את פירעון החוב.

במקרים מסוימים לבנק יש יכולת להכתיב לחברה תנאים, אשר יכולים לבוא על חשבון מחזיקי איגרות החוב. נניח מצב בו לחברה יש חוב בורסאי, והיא נוטלת הלוואה נוספת מהבנק. ברוב המקרים החברה תבטיח את פירעון הלוואה לבנק בשעבוד. בעלי איגרות החוב, אשר במצב הנוכחי ברוב המקרים אינם מקבלים שיעבוד ספציפי על נכסי החברה ובניגוד לשוק האמריקאי אף אינם מקבלים שעבוד שלילי, יידחקו לאחר הבנק בסדר הנושים. זאת למרות שבמועד הנפקת איגרת החוב לא היה קיים חוב בנקאי. במשבר הנוכחי, אשר הביא לגיבוש הסדרי חוב בין חברות שגייסו חוב לבין בנקים ומחזיקי איגרות חוב, בלטו התנאים המשופרים שזכו להם הבנקים ויכולתם המוגברת לנקוט באמצעים להבטחת החוב.

ב. הפעלת "אמצעי לחץ" במהלך חיי החוב

הבנק שולט במידה כזו או אחרת על הפעילות הפיננסית של החברה. בפני הבנק עומדים מגוון אמצעים להפעלת לחץ על החברה להבטחת גביית החוב, כגון: צמצום מסגרות אשראי, החזרת שיקים ועוד.

לעומת זאת, הגופים המוסדיים אינם יכולים להתערב בניהול הפיננסי של החברה, ואף חל עליהם איסור להיות חשופים למידע פנים על החברה (מכיוון שבדרך כלל הם סוחרים בניירות ערך אחרים של אותה חברה). בנוסף, הגופים המוסדיים מפוזרים, ולכן לכל מוסדי בפני עצמו חסר תמריץ גדול מספיק לפעול להפעלת לחץ על החברה.

ליבת פעילותו של הבנק הינה מתן אשראי. העובדה שהלוואות שמעניק הבנק אינן נזילות ואינן ניתנות לפיזור, והן הגורם המכריע שיכול לערער על יציבותו של הבנק, יוצרת תמריץ חזק בקרב הבנק לנטר את מצב החוב באופן שוטף ואף יומיומי. הכלי המרכזי העומד בפני הבנק לניטור החוב הינו מידע פנים, ועל בסיס מידע זה לבנק יש מגוון אמצעים להפעלת לחץ על החברה במידה והיא אינה עומדת בהתחייבויותיה.

בשונה מכך, מתן אשראי אינו העיסוק המרכזי של הגוף המוסדי, והוא נהנה מפירעון החוב רק בעקיפין באמצעות גביית דמי ניהול מסך הנכסים. פרט לכך, מתן אשראי הוא אפיק השקעה אחד מתוך מספר אפיקי השקעה שעומדים לרשות הגוף המוסדי. לכן, אי פירעון חוב של חברה מנפיקה מסוימת אינו אמור להשפיע באופן משמעותי על הנכסים המנוהלים. זאת בגלל הפיזור הרחב של תיק ההשקעות של הגופים המוסדיים בין מנפיקים שונים ובין סוגי נכסים שונים. על אף האמור לעיל, ברור שאין בהבדל זה בכדי לגרוע מהחובות שצריכות לחול על גוף מוסדי בעת מתן אשראי על ידו.

לסיכום, חשוב להבין שההבדלים בין שני סוגי אשראי אלו נובעים מ"ממבנה גנטי" שונה של כל אחד מהם, ועל כן אין לצפות שהאשראי החוץ בנקאי יתנהג באופן זהה לאשראי הבנקאי, כפי ששני שווקים אלו אכן מתנהגים באופן שונה גם במדינות אחרות.

עם זאת, ברור שהאשראי החוץ בנקאי נחוץ ואף חיוני לצורך פיתוחו של שוק האשראי העסקי בישראל, להמשך צמיחתו של שוק ההון הישראלי, ולהמשך שגשוגה של הכלכלה הישראלית, כפי שאשראי זה תופס חלק מרכזי בכל שוקי האשראי המפותחים בעולם. לכן יש לתמוך בהמשך קיומו כמרכיב מרכזי בענף האשראי העסקי, תוך ביצוע ההסדרות המתאימות להתמודדות עם החולשות המאפיינות אותו.

**נספח ד': תנאים עיקריים של הנפקות חברת חשמל,
בישראל ובארצות הברית**

<u>ארצות הברית (2009)</u>	<u>ישראל (2009)</u> (לא סחירה)	<u>ישראל (2006)</u>	
שעבוד שלילי, למעט חריגים מסוימים.	אין. החברה רשאית להנפיק חוב נוסף ללא הגבלה.	אין. החברה רשאית להנפיק חוב נוסף ללא הגבלה.	שעבוד שלילי
שעבוד צף על הנכסים הנוכחיים והעתידיים של החברה.	אין.	אין.	שעבוד צף
<ol style="list-style-type: none"> שינוי שליטה. אירועים בעלי השפעה מהותית על החברה. חדלות פירעון צולבת (Cross Default), בסכומים של מעל 25 מיליון דולר. שינוי או מכירת עיקר עסקי החברה. אי תשלום קרן או ריבית במועד, חדלות פירעון או פשיטת רגל של החברה ונכסיה, עיקולים בסכומים מהותיים. 	<ol style="list-style-type: none"> אי תשלום קרן או ריבית במועד, פירוק, עיקול בסכום מהותי, מינוי כונס נכסים או הוצאה לפועל בסכום מהותי. 	<ol style="list-style-type: none"> אי תשלום קרן או ריבית במועד, פירוק, עיקול בסכום מהותי, מינוי כונס נכסים או הוצאה לפועל בסכום מהותי. שינוי עיקר עסקי החברה, אשר יצור סיכון ממשי לזכויות המחזיקים על פי איגרת החוב. 	עילות לפירעון מיידי (אירועים המקנים אופציית מכר (put) למחזיקים, אירועי הפרה ואירועי האצה)
<ol style="list-style-type: none"> הימנעות מפעולות שיפגעו בשעבוד הצף. התחייבות לקבלת דירוג, כל עוד קיים חוב בגובה 25 מיליון דולר לפחות. ניהול עסקים במהלך תקין. 	<ol style="list-style-type: none"> אין התחייבות לרשום את האג"ח במסלוק הבורסה (נש"ר) או במערכת "רצף מוסדיים". טריגר דירוגי: ירידת דירוג תגרור עליית ריבית לתקופה של כשנה או עם יציאת החברה מ"רשימת המעקב עם השלכות שליליות" של חברת הדירוג. 	<ol style="list-style-type: none"> ניהול עסקים במהלך תקין. 	התחייבויות החברה