

## פרק 6 המשבר באשראי החוץ-בנקאי בישראל בתחילת 2009

אביה ספיבק

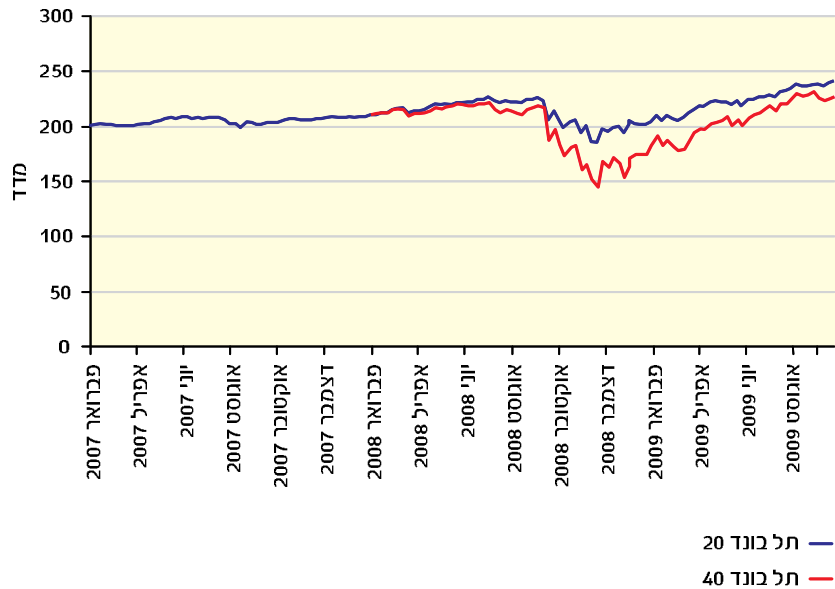
### א. הקדמה

ב־30 באוגוסט 2009 הודיע הטייקון לב לבייב שהחברה שבשליטתו, "אפריקה ישראל", אינה יכולה לעמוד בפירעון חובותיה למלווים המוסדיים – איגרות חוב בסך כולל של כתשעה מיליארד שקל. גם חברת "צים" בשליטת "החברה לישראל" הודיעה הודעה דומה ב־10 בספטמבר 2009 בנוגע לחוב של 1.3 מיליארד שקל. למרבה המזל, ההודעות לא הגיעו שישה עד שמונה חודשים לפני כן, שכן מפולת בחברות הגדולות האלה היתה יכולה לגרור את כל שוק ההון למטה ולייצר משבר כלכלי ישראלי באשראי החוץ-בנקאי שנותנים הגופים המוסדיים ואולי גם באשראי הבנקאי, נוסף על הלחצים על הגופים המוסדיים (קופות גמל וקרנות נאמנות) לממש נכסים עקב פדיונות הציבור.

בינואר 2009 עמד שוק האשראי החוץ-מוסדי על כרעי תרנגולת: מדד התל בונד ירד ב־21.4 אחוז יחסית לשיאו בסוף יוני 2008 (שיא השפל היה ב־18 בנובמבר 2008 – לאחר נפילת "ליהמן ברדרס" – ירידה של 34.3 אחוז), ובעיקר ירדו איגרות החוב של חברות הנדל"ן. באופן שקול, איגרות החוב של חברות הנדל"ן נסחרו בתשואות שהעידו על חשש מפשיטת רגל. הנפקות חדשות של איגרות חוב קונצרניות נעצרו לחלוטין. במרץ 2009 כבר התחילה התאוששות כללית בשוק איגרות החוב, בגלל הורדות הריבית של בנק ישראל וקניית איגרות חוב ממשלתיות, והתאוששות זו העלתה את איגרות החוב של חברות הנדל"ן (להלן תרשים 1).

\* עבודה זו נכתבה במסגרת הסדנה של מכון ון ליר על המשבר הכלכלי העולמי בשנת 2009. ברצוני להודות ליועצי העבודה, פרופ' ישי יפה והמשנה למנכ"ל "מגדל" ענת לוי, על תרומתם לעבודה זו, ולמשתתפי הסדנה על הערותיהם. הפרק השני, על הרפורמה בפנסיה, הוא חלק ממחקר מדיניות מס' 8 "מערכת הפנסיה בישראל לאחר 15 שנות רפורמה" עם לאה אחרות, שהתפרסם במסגרת התוכנית לכלכלה וחברה במכון ון ליר בירושלים.

תרשים 1: מדדי תל בונד 20 ו-40, פברואר 2007-ספטמבר 2009



בספטמבר 2009, לעומת זאת, כבר היה מוסכם על הכול שהשלב החמור של המשבר הכלכלי העולמי – ואתו החששות ליציבות המערכת הכלכלית בישראל – מאחורינו (אף שהמשבר הריאלי בעולם עוד לא הסתיים לגמרי), ולכן ההודעות של שני הטייקונים לא יצרו אפקט דומינו. הן לא נתפסו כאמירה הנוגעת למצב הכללי של השוק, אלא כבעיה מסוימת בין הטייקונים ובין בעלי החוב שלהם. יתרה מזו, מכיוון שכבר התחילה התאוששות כללית בעולם קל יותר להגיע להסדרים של פריסת חוב שמתבססים על ציפיות להתאוששות ריאלית של החברות ולעליית ערך נכסיהן. במצב הרגיש של תחילת 2009, כאשר היה חשש ליציבותו של כל גוף במערכת הכלכלית, סביר מאוד שהכרזה על אי-תשלום חובות היתה מעוררת פניקה והיה צורך בהתערבות ממשלתית כדי לייצב את השוק.

העיתוי הממוזל של ההודעות האלה מאפיין את הסיפור הישראלי של שוק ההון, הבנקים והגופים המוסדיים: לא בזכות מדיניות נבונה של פיקוח על הגופים המוסדיים לא נכנס השוק למשבר, אלא בזכות מזל. באופן פרדוקסלי, חוסר הגמישות של הרגולטורים בהכנסת מוצרים חדשים כגון איגוח משכנתאות (הדרוש תיקוני חקיקה ניכרים והסכמה בין רגולטורים) פעל לטובת השמרנות הפיננסית והיציבות של השווקים. אבל המדיניות הכללית של המפקחים והממשלה תרמה

למיני-משבר פיננסי בשוק איגרות החוב הקונצרניות, והמזל מנע מהמיני-משבר להפוך למשבר מלא שהיה מצריך התערבות ממשלתית גדולה.

## **ב. הרפורמות בפנסיה והעברת כספי החוסכים מהמדינה אל השוק החופשי**

הרקע המוסדי לשוק ההון החדש היה תהליך שנמשך עשור ומחצה שבו הועברו ההשקעות לטווח ארוך מהשקעה באיגרות חוב ממשלתיות מיוחדות לתוכניות הפנסיה – איגרות חוב מיועדות – להשקעה בשוק ההון החופשי. לפני תוכנית הייצוב של 1985 השקיעו כל שלושת הערוצים לחיסכון לטווח ארוך – קרנות פנסיה, ביטוח מנהלים וקופות גמל – את חלק הארי של חסכונות הציבור באיגרות חוב מיועדות. בדרך זו הלאימה הממשלה את החיסכון במשק לצרכיה, למימון החוב הענקי בשנים שלפני 1985. הצמצום הניכר בגירעון בתקציב הממשלה הסיר את המניע העיקרי להלאמה זו, ונפתחה הדרך ליציאת הממשלה משוק ההון (בן בסט 2001).

במסגרת הרפורמה בשוק ההון הפסיקה הממשלה את הנפקת איגרות החוב המיועדות בכמה שלבים, ובד בבד ניתן היתר כללי לחברות במגזר הפרטי לגייס הון בצורה של איגרות חוב קונצרניות כבר בשנת 1987. בשלב הראשון, בשנת 1987, הפסיקה הממשלה להנפיק אג"ח לקופות הגמל. בהקשר זה ראוי לציין את משבר קופות הגמל בשנת 1996, שהתבטא בירידה ניכרת של ערך נכסי קופות הגמל בעקבות ירידת ערך השוק של איגרות החוב של המדינה. במקרה זה פרשה המדינה – משרד האוצר ובנק ישראל – רשת ביטחון לאיגרות החוב החופשיות (הלא קונצרניות) של המדינה. בשלב השני, בשנת 1991, הופסקה הנפקת איגרות חוב מיועדות לפוליסות ביטוח חדשות. עם זאת, האוצר ממשיך להנפיק איגרות חוב מיועדות לצבירות החדשות בפוליסות ותיקות עד היום. בשלבים הבאים צומצמה הנפקת איגרות החוב המיועדות לקרנות הפנסיה: ב-1995, עם סגירת קרנות הפנסיה הוותיקות ופתיחת קרנות הפנסיה החדשות, ירדה ההנפקה מ-93 אחוז מהנכסים בקרנות הפנסיה הוותיקות לשבעים אחוז בחדשות. במסגרת הרפורמה בשנים 2003-2004 ירדה ההנפקה לשלושים אחוז לקרנות הפנסיה הוותיקות והחדשות מ-2004 ואילך.

תהליך הרפורמה לווה בשינוי הבעלות על ערוצי החיסכון לטווח ארוך. בשנת 1985 היו קרנות הפנסיה הגדולות – מבטחים, מקפת, קג"מ ואחרות – בבעלות ההסתדרות והעובדים המבוטחים. ביטוח המנהלים היה מרוכז בידי חברות הביטוח הגדולות – "מגדל", "כלל", "הפניקס" ו"הראל" – וקופות הגמל הגדולות – עוצמה, גדיש ותמר – היו שייכות לכנקים הגדולים – לאומי, פועלים ודיסקונט, בהתאמה. בשנת 2003 מונה לקרנות הפנסיה הוותיקות, שהיו סגורות למצטרפים חדשים מאז 1995, מנהל מיוחד, מטעם המפקח על הביטוח, וההסתדרות איבדה את בעלותה על הקרנות הגירעוניות הללו. החקיקה קבעה מבנה של מנהלה לקרנות הפנסיה

הוותיקות, שהמנהל העומד בראשה ממונה מטעם המפקח על הביטוח ומדווח לו. לאחר התפיסה של הקרנות נמכרו קרנות הפנסיה החדשות שהיו בבעלות הקרנות הוותיקות במכרז, והסכום שהתקבל – מעל מיליארד שקל – שימש להפחתת הגירעון של הקרנות הוותיקות. במכרז בשנת 2004 רכשה "מגדל" את קרן מקפת החדשה, "כלל" רכשה את מיטבית מקג"מ, ו"מנורה" רכשה את מבטחים החדשה. מאז 2004 התרחשו מיזוגים בין קרנות פנסיה חדשות, בין השאר בין אלו שהיו שייכות קודם לכן לחברות הביטוח שקנו את הקרנות החדשות. ב-2005 מכרו הבנקים את קופות הגמל לבתי השקעות ולחברות ביטוח, על פי החקיקה של ועדת בכר. תמהיל הבעלות על החיסכון לטווח ארוך השתנה אפוא שינוי מהותי. החלק הציבורי שלו כמעט נעלם, והחלק הפרטי, שהיה מבוזר בין כל חלקי המגזר הפיננסי – בנקאות, ביטוח ובתי השקעות – נעשה ריכוזי יותר, ורובו בידי חברות הביטוח.

### ג. המדיניות הממשלתית לעידוד שוק איגרות החוב הקונצרני

מדיניות הממשלה המסורתית מאז תוכנית הייצוב של 1985 גרסה שצריך להחליש את השליטה של הבנקים בשוק ההון ובמשק. בסדרה של רפורמות נאלצו הבנקים להיפרד מרוב החזקותיהם הריאליות (ועדת ברודט בשנת 1995) ומהחזקותיהם בחברות לניהול כספים – קופות גמל וקרנות נאמנות (ועדת בכר בשנת 2005). חזונה של ועדת בכר היה תיווך פיננסי חוץ-בנקאי שמנהל את כספי לקוחותיו ומשכלל את שוק ההון, ומביא חידושים פיננסיים בנוסח שיצרו החברות "ליהמן ברדרס", "גולדמן סאקס", ו"מריל לינץ", בהנחה שהתחרות הפיננסית תיעל את הקצאת כספי החוסכים בין הפעילויות במשק. אבל בנקי ההשקעות האמריקניים הגדולים בדרך כלל סירבו להשתתף בשוק ההון הישראלי החדש<sup>1</sup>, ואת קופות הגמל קנו חברות חדשות או קיימות לניהול כספים (כמו קרן מרקסטון בעלת פריזמה או אקסלנס) וחברות הביטוח.

בשנים 2003–2007 פעלו גורמים רבים שהשפיעו על ההתפתחות המואצת של השוק החוץ-בנקאי:

- המשבר שעברה המערכת הבנקאית בשנים 2001–2003 חייב אותה למדיניות שמרנית ולהעלאת הלימות ההון, עם דרישות הפיקוח על הבנקים ומגבלותיו ללווה יחיד או לקבוצת לוויים.
- הרפורמות שהפנו את הגופים המוסדיים לשוק ההון: הרפורמה של 2003 בקרנות הפנסיה הוותיקות והחדשות שהורידו את משקל איגרות החוב

1 "בר סטרנס" (שפשט את הרגל ב-2008) נכנס לשותפות של 50% במגדל שוקי הון בשנת 2005, ויצא ממנה לאחר מכן בשנת 2008.

המיועדות משבעים לשלושים אחוז מתיק ההשקעות, ורפורמת בכר שחייבה הפרדה בין הבנקים לקופות הגמל בשנת 2005.

- ירידת הגירעון בתקציב המדינה, וממילא ירידה בצורכי הגיוס של המדינה.
- הליך אישורי ההנפקה של רשות ניירות ערך לא היה יסודי דיו: הרשות עודדה הנפקות, אגב פגיעה מסוימת ברמת הבריקה, למשל במהירות אישור ההנפקות.
- גיוס המדינה, שהיה מוטה לכיוון השקלי ולגיוסים דולריים בחו"ל בערבויות האמריקניות מ-2003, הותיר מחסור באיגרות חוב צמודות מדד כי המשקיעים עדיין לא היו מוכנים למהפכה השקלית. איגרות החוב הקונצרניות צמודות המדד מילאו מחסור זה.
- שינוי כללי החשבונאות בקופות הגמל ב-2005 והמעבר לשערוך לפי ערך השוק (mark to market), שביטל את היתרון של פיקדון נושא תשואה קבועה בבנקים כעוגן תשואה. פיקדון כזה אינו נזיל, ולכן העדיפו קופות הגמל להשקיע באיגרות חוב סחירות שהן נזילות.
- בשל שינוי כללי המיסוי על רווחי הון בהמלצות ועדת רבינוביץ' (2002) בוטלו הפיקדונות הצמודים של משקי הבית בבנקים, והוחלפו בקרנות נאמנות שמשקיעות בשוק ההון.
- אמנם המלצות ועדת רבינוביץ' השוו את המיסוי על השקעות בחו"ל וכישראל כדי לפתוח את הדרך להשקעה בחו"ל, אבל ההשקעות של הישראלים בחו"ל היו קטנות יחסית, וכך נוצר ביקוש גדול להנפקות מקומיות.
- עליות השערים בבורסות בארץ ובעולם הקלו על גיוס אשראי מהיר וזול.

#### ד. התפתחות סך האשראי במשק

בלוח 1 להלן רואים את ההשלכות של המדיניות הממשלתית על מצרפי האשראי. בין 2003 ל-2007 עלה סך האשראי שמקורו במגזר הפיננסי ב-131 מיליארד שקל, והוא ניתן לכל המשק – למגזר העסקי, למשקי הבית ולממשלה. מתוך התוספת הזאת 101 מיליארד שקל הגיעו מהגופים המוסדיים ורק שלושים מיליארד שקל מהבנקים. סך האשראי גדל בקצב שנתי ממוצע של שלושה אחוזים – האשראי הבנקאי גדל בקצב של 1.1 אחוזים, והמוסדי – בקצב של 6.3 אחוזים בממוצע לשנה. קצב הגידול הכולל של האשראי היה קטן מקצב הצמיחה של המשק, שהיה בסביבות חמישה אחוזים בשנה – זו התפתחות מתונה בהחלט. ומכאן שהמינוף הכולל במשק הישראלי ירד, בניגוד למה שקרה במדינות רבות בעולם. גורם יסודי חשוב זה היה אחת הסיבות ליציבות הפיננסית של

המשק הישראלי.<sup>2</sup> גידול מתון זה הסתייע בירידה של סך ביקושי האשראי מצד הממשלה מ-354 מיליארד ל-326 מיליארד שקל בשנים אלו בזכות הגירעונות התקציביים הקטנים של הממשלה. העלייה באשראי למשקי הבית היתה מתונה, ולכן נותר אשראי רב למגזר העסקי. ואמנם, האשראי של הגופים המוסדיים למגזר העסקי בשנים אלו עלה פי יותר משלושה, מ-58 ל-197 מיליארד שקל. מדיניות הממשלה עשתה אפוא "שאיבה פנימה" [crowding in] של האשראי למגזר העסקי (בניגוד ל"דחיקה החוצה" [crowding out], שמתרחשת כאשר הממשלה לווה כסף בשוק ההון ומקטינה את חלקו של המגזר העסקי). ואמנם, האשראי למגזר העסקי גדל בשנים האלה בקצב שנתי של 6.4 אחוזים, ואת כל העלייה, שאפילו קיזזה את הירידה הקלה של האשראי מהבנקים בגובה תשעה מיליארד שקל, יש לתלות בגופים המוסדיים. כמו שהוסבר לעיל, הבנקים למדו את הלקחים מהמשבר של 2002–2003, והפיקו על הבנקים מצדו הדיק את הפיקוח והעלה את דרישות הלימות ההון מהבנקים, ויישם מגבלה על אשראי ללקוח גדול יחיד – קבוצת לווים. שאלה מעניינת היא אם הבנקים מיינו את הסיכונים והפנו לשוק ההון את הלווים הפחות מושכים מבחינתם, מה שמכונה בשפת הביטוח "איסוף שמנת" (creaming). לפי דוחות הפיקוח על הבנקים, הלווים הטובים הם שבחרו להנפיק בשוק הקונצרני. המנפיקים הראשונים היו בעיקר חברות גדולות ומבוססות, ובשלב השני הנפיקו גם חברות קטנות ומסוכנות יותר.<sup>3</sup> הדוחות מסבירים שהלווים הגדולים העדיפו את השוק הקונצרני מהסיבות הבאות: א. לא להגיע למגבלת קבוצת לווים – וכך להשאיר אפשרות ללוות מהבנקים במקרה הצורך; ב. התנאים בשוק הקונצרני היו נוחים יותר עקב ירידת התשואות של העקומים הממשלתיים; ג. קל לגייס הון בשוק הקונצרני ואין צורך בערבויות ובקובננטים; ד. עליית שוק המניות הקלה את גיוסי האשראי.<sup>4</sup> הם מוסיפים ואומרים שעם הזמן עודדו הבנקים לווים-בכוח שלהם להנפיק בשוק הקונצרני, חלקם לווים פחות טובים, חברות קטנות יותר וידועות פחות. בשלב השלישי הבנקים עצמם השקיעו את הנוסטרו שלהם באגרות חוב קונצרניות, השקעה שאין לה קשר מוסדי עם מחלקת האשראי (בשל "החומות הסיניות" בין החלקים האחרים לנושאים אלו בבנקים). כדאי לציין שהלווים הגדולים – הטייקונים – לוו כספים גם מהבנקים, ולעתים הבטוחות שלהם היו המניות של הטייקונים. צריך לזכור שאם יש הליך של פשיטת רגל וכינוס נכסים, למניות השליטה יש ערך מזערי כי במצב של פירוק אין מאחוריהן נכס ממשי.

2 גורם אחר הוא שיעור החיסכון הגבוה יחסית של משקי הבית בישראל, בהשוואה לשיעור החיסכון האפסי בארצות הברית ובבריטניה.

3 אלו גם הממצאים של דוד רוטנברג ומיכל זילברברג במחקרם שנעשה במסגרת הפיקוח על הבנקים: רוטנברג וזילברברג 2008.

4 דיון רחב בנושא זה נמצא בדוח הביניים של ועדת הודק: הודק ואחרים 2009. ראו גם להלן.

לוח 1: יתרות האשראי במשק, 2003–2008: אומדן התפלגות האשראי במשק לפי מגזרים מלווים ולווים, ולפי סוגי מכשירים (במיליארדי שקלים, מחירי דצמבר 2008)

למשקי בית					למגזר העסקי					
2008	2007	2006	2005	2003	2008	2007	2006	2005	2003	
284	272	261	254	244	556	590	536	501	460	1. אשראי מהמגזר הפיננסי
278	266	255	249	238	408	393	383	384	402	א. מהבנקים
278	266	255	249	238	401	386	378	380	395	הלוואות
177	169	164	165	161						מתוכן: אשראי לדיור
43	47	49	51	53	5	8	11	11	11	מתוכן: אשראי מכוון
					7	8	6	5	7	איגרות חוב (סחירות)
1	1	1	1	0	72	109	85	66	38	ב. מקופות גמל
1	1	1	1	0	2	2	2	2	2	הלוואות
					71	108	83	64	36	אג"ח
0	0	0	0	0	32	38	28	19	5	ג. מקרנות פנסיה
0	0	0	0	0	2	2	1	1	1	הלוואות
					30	36	26	18	5	אג"ח
5	5	5	5	5	43	49	40	32	15	ד. מחברות ביטוח
5	5	5	5	5	6	6	6	3	1	הלוואות
					38	43	34	28	15	אג"ח
0	0	0	0	1	133	126	129	115	96	2. אשראי מתושבי חוץ
0	0	0	0	1	103	100	97	92	78	הלוואות
					30	26	32	23	18	אג"ח
					0	0	0	0	0	מזה: לא סחירות
284	272	261	254	244	689	717	665	616	556	סך האשראי מהמגזר הפיננסי ומתושבי חוץ
					49	51	26	18	4	3. איגרות חוב סחירות בידי המגזר הפרטי הלא פיננסי
284	272	261	254	244	738	768	691	634	559	סך האשראי מכל המגזרים
284	272	261	254	244	514	496	483	477	476	הלוואות
					166	186	125	88	47	איגרות חוב סחירות
					58	87	82	69	37	איגרות חוב לא סחירות

מקור: נתוני בנק ישראל ואגף שוק ההון במשרד האוצר, ועיבודי החטיבה למידע ולסטטיסטיקה בבנק ישראל

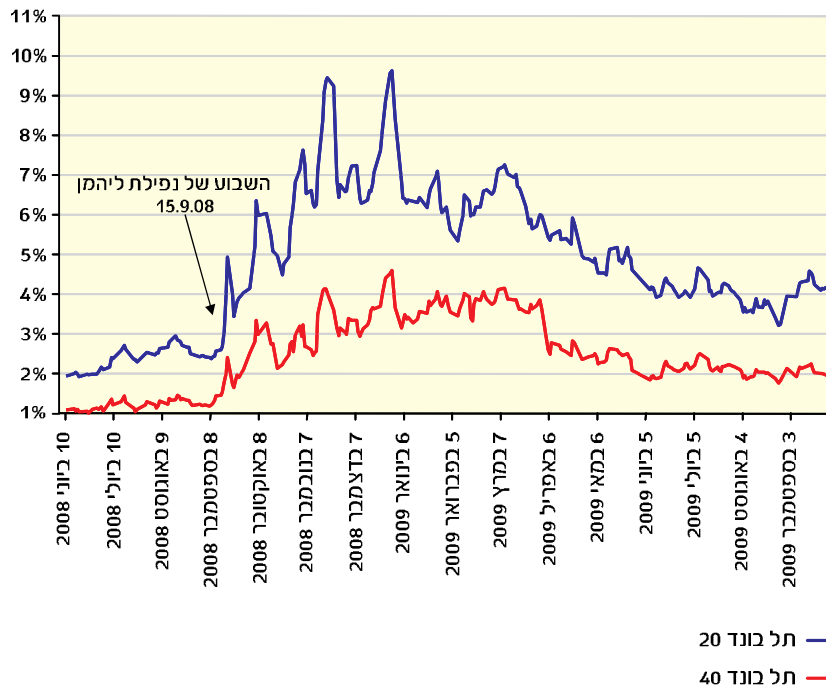
סך האשראי במשק (נטו)					לממשלה				
2008	2007	2006	2005	2003	2008	2007	2006	2005	2003
<b>1,260</b>	<b>1,188</b>	<b>1,148</b>	<b>1,115</b>	<b>1,058</b>	<b>421</b>	<b>326</b>	<b>351</b>	<b>360</b>	<b>354</b>
743	720	698	687	690	56	61	60	54	50
681	653	634	630	637	2	2	2	2	4
177	169	164	165	161					
48	55	60	62	64					
62	67	64	56	53	54	59	58	52	46
<b>143</b>	<b>167</b>	<b>160</b>	<b>151</b>	<b>132</b>	<b>70</b>	<b>57</b>	<b>75</b>	<b>84</b>	<b>94</b>
8	8	8	7	8	6	6	6	6	5
135	159	153	143	125	64	52	69	79	89
<b>259</b>	<b>186</b>	<b>182</b>	<b>178</b>	<b>146</b>	<b>227</b>	<b>148</b>	<b>154</b>	<b>159</b>	<b>141</b>
2	3	2	2	2	0	0	0	0	1
256	184	180	177	144	227	148	154	158	140
<b>116</b>	<b>115</b>	<b>108</b>	<b>100</b>	<b>89</b>	<b>68</b>	<b>60</b>	<b>63</b>	<b>63</b>	<b>68</b>
11	11	11	8	6	0	0	0	0	0
106	103	97	92	83	68	60	63	63	68
<b>239</b>	<b>252</b>	<b>279</b>	<b>267</b>	<b>240</b>	<b>106</b>	<b>126</b>	<b>149</b>	<b>152</b>	<b>144</b>
110	108	106	104	93	7	8	9	12	15
129	145	172	163	147	99	118	140	140	129
32	39	45	49	49	32	39	45	49	49
<b>1,499</b>	<b>1,440</b>	<b>1,427</b>	<b>1,382</b>	<b>1,298</b>	<b>526</b>	<b>452</b>	<b>501</b>	<b>512</b>	<b>498</b>
					121	105	91	92	80
					<b>648</b>	<b>557</b>	<b>591</b>	<b>605</b>	<b>578</b>
					14	15	17	20	26
					381	353	372	372	334
					253	189	202	213	218



**ה. התפתחות האשראי והערכת החסר של הסיכון של האשראי הקונצרני, והשפעת האידיאולוגיה התחרותית על ההימנעות מרגולציה**

בתרשים 2 להלן רואים את התפתחות פרמיית הסיכון של שני מדרי התל בונד העיקריים, תל בונד 20 ותל בונד 40, מעבר לאיגרות החוב הממשלתיות הצמודות המקבילות לה. מרווחים של אחוז אחד לתל בונד 20 שרואים בשנת 2008 הם נמוכים מדי, גם אם החברות הן הגדולות במשק, והם מבטאים אומדן סיכון נמוך מדי. אומדן הסיכונים הנמוך לא פסח גם על המרווח בין אג"ח של ממשלת ישראל ובין אג"ח של ממשלת ארצות הברית, שלפרק זמן קצר (במאי 2007) היה מעט מתחת לאפס (להלן תרשים 3). לאחר מכן, בזמן התפרצות המשבר, עלתה פרמיית הסיכון בעקביות עד לשיא מקומי של 2.63 אחוזים בינואר ולמקסימום של 3.38 אחוזים בנובמבר 2008, ומאז חזרה לסביבות 1.5-2 אחוזים, כפי שהיתה לפני המשבר.

**תרשים 2: מרווח התשואות בין מדרי תל בונד לאיגרות חוב ממשלתיות צמודות, יוני 2008 - ספטמבר 2009**

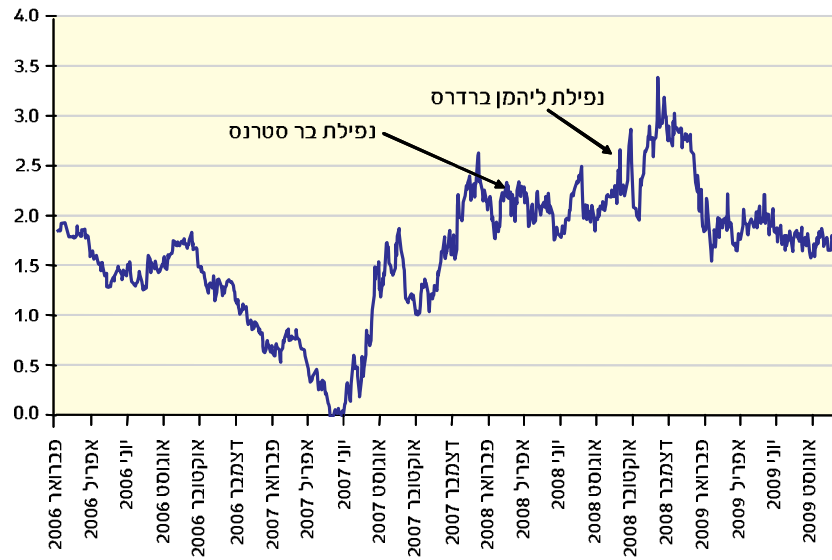


הערכת החסר של הסיכון בישראל היתה חלק ממגמה כלל-עולמית. מחלקות בבנקים מרכזיים שבאחריותן היתה יציבות פיננסית התריעו על תופעה זו של עליית התיאבון לסיכון ועל ההתעלמות מהסיכון.<sup>5</sup> תופעה זו, שהיתה ברקע של המשבר הכלכלי העולמי, נבעה בין השאר מריביות עולמיות נמוכות שהנהיגו הבנקים המרכזיים בהובלת ארצות הברית כדי לאושש את המשקים לאחר המשבר של 2001-2002.

להתעלמות מהסיכון בישראל תרמה גם התפתחות התחרות על תשואות בין קופות הגמל, מנהלי כספים וקרנות הפנסיה, תחרות שהסיכון בה כמעט לא הובא בחשבון. תחרות זו התפתחה בגלל הניידות בין הקופות והקרנות שהנהיג האוצר ובשל המהירות שבה יכלו להשוות ביצועים של הקרנות והקופות בעקבות הדיווח החודשי באתר של אגף שוק ההון במשרד האוצר (גמל נט ואחרים). התחרות על כספו של החוסך התבטאה בפרסומים אגרסיביים בתקשורת – בעיקר בעיתונות – שבהם פרסמו קרנות את התקופה הטובה ביותר שלהן. גופים שונים ארגנו "תחרות" בין כמה קרנות: הם חילקו את תיק ההשקעות בין כמה קרנות, והקרן שהשיגה את התשואה הנמוכה ביותר בפרק זמן נתון הוצאה מניהול הכספים וקרן אחרת נבחרה במקומה לפרק הזמן הבא. האוצר עודד את התחרות מתוך התפיסה, שהתבררה כמוטעית, שתחרות על תשואות קצרות טווח בשוק ההון מביאה לתוצאות היעילות ביותר. וכך נגררו קרנות פנסיה וקופות גמל שהיו צריכות להשקיע בנכסים בעלי סיכון סביר ולדאוג לתשואה בזמן הארוך לתחרות על תשואות בזמן הקצר. החברות עודדו את מנהלי הכספים שלהן להשיג תשואות גבוהות יותר על ידי מתן בונוסים לאלו שאמנם השיגו תשואות אלו. וכך גם המנהלים העדיפו להתעלם מהסיכונים בחתירה אל הבונוסים הגבוהים.

5 ראו בנק ישראל 2004; 2005, ובעיקר 2005, עמ' 15 ואילך. אפילו אלן גרינספן הודה בעדותו שתובא להלן שאף על פי שכבר בשנת 2005 היה מודע לתמחור נמוך מדי של הסיכון הוא נמנע מלנקוט צעדי מדיניות פעילה כדי לתקן את המצב.

**תרשים 3: פער התשואות בין ישראל לארצות הברית, איגרות חוב ממשלתיות לעשר שנים**



תופעות אלו בישראל משקפות את המגמות הכלליות בעולם, שהיו הרקע למשבר הכלכלי: ההתעלמות מהסיכון, הדירוג הלא נכון של המוצרים הפיננסיים, וההנחה שאם ניתן לשוק ולחוסכים את כל המידע, תוביל התחרות ליעילות ולאופטימום. האמונה בשוק שמפקח על עצמו ומווסת את עצמו הגיעה מפי האיש הנערץ ביותר בעולם הפיננסי, יו"ר הבנק המרכזי של ארצות הברית, לא פחות. בספרו האוטוביוגרפי מ-2007 הוא כותב:

The resulting advance of global financial markets has markedly improved the efficiency with which the world's savings are invested... As I saw it, from 1995 forward, the largely unregulated global markets, with some notable exceptions, appeared to be moving smoothly from one state of equilibrium to another. Adam Smith's invisible hand was at work on a global scale. But what does that invisible hand do? ... Given the trillions of dollars of daily cross-border transactions, few of

which are publicly recorded, indeed how can anybody be sure that an unregulated global system will work? Yet it does, day in and day out. Systemic breakdown occur, of course, but they are surprisingly rare. Confidence that the global economy works the way it is supposed to work requires insight into the role of balancing forces. (Those forces regrettably seem more evident to economists than to the lawyers and politicians who do the regulating.)...

The inevitable mistakes and euphorias of participants in the global marketplace and the inefficiencies spawned by those missteps produce economic imbalances, large and small. Yet even in crisis, economies seem inevitably to right themselves... [crisis] creates opportunities to reap abnormally high profits in the buying or selling of some goods, services and assets. The scramble by market participants to seize those opportunities...eliminate both the abnormal profit margins and the inefficiencies that create them (Greenspan 2007, 367-368).

גרינספן אומר לעיל שהשווקים הפיננסיים כמוהם ככל שוק: הם יעילים ואין צורך להפריע לתחרות בהם – "היד הנעלמה" של אדם סמית פועלת גם בשווקים הפיננסיים. נכון שלפעמים יש משברים, אבל הם נפתרים מעצמם, כי הרי במצב זה אפשר להבחין שנכסים מסוימים נמכרים בשוק הפיננסי מתחת לערכם ולכן יהיה מי שיקנה אותם. השוק יתקן את עצמו, ולכן הרגולציה מיותרת. בהמשך הפרק הוא מתאר כיצד הצליח כיו"ר הבנק המרכזי של ארצות הברית את הרגולציה בהתאם לאמונתו זו, ואין לו אלא שבחים למכשירים הפיננסיים החדשים – CDS (credit default swap) ואיגרות חוב מגובות במשכנתאות – אשר לדעתו משכללים את השוק ואינם זקוקים לשום רגולציה. ספרו של גרינספן יצא לאור בשנת 2007, כאמור, ובעיתוי לא נעים למאסטרו (כשם ספרו מלא ההערצה של בוב וודורד, מחשובי העיתונאים בווישינגטון) התברר ששני המכשירים האלה היו ביסוד המשבר הכלכלי האחרון. ואמנם, בעדותו בפני הקונגרס ב-23 באוקטובר 2008 הודה גרינספן בטעותו:

"You had the authority to prevent irresponsible lending practices that led to the subprime mortgage crisis. You were advised to do so by many others," said Representative Henry A. Waxman of California, chairman of the committee. "Do you feel that your ideology pushed you to make decisions that you wish you had not made?"

Mr. Greenspan conceded: "Yes, I've found a flaw. I don't know how significant or permanent it is. But I've been very distressed by that fact."

לשאלת חבר הקונגרס: "האם אתה מרגיש שהאידיאולוגיה שלך דחפה אותך לקבל החלטות שהיית מעדיף שלא היו מתקבלות?" משיב גרינספן: "כן, מצאתי פגם. איני יודע כמה הוא חשוב או קבוע, אבל אני מוטרד מאוד מעובדה זו" (Andrews 2008). אין שום ספק שהאידיאולוגיה הזאת השפיעה גם על מקבלי החלטות בשאר העולם, וישראל בכלל זה.<sup>6</sup> כדאי לציין שהמחקר הכלכלי בשנים האחרונות מדגיש את חשיבות המידע שיש לצרכנים והיצרנים בשוק, ואת התמריצים שעומדים בפניהם. שוק ההון הוא אחת הדוגמאות הקלאסיות למידע לא סימטרי שפוגם ביעילות התחרות בו.<sup>7</sup>

### ו. המשבר באיגרות החוב הקונצרניות בישראל

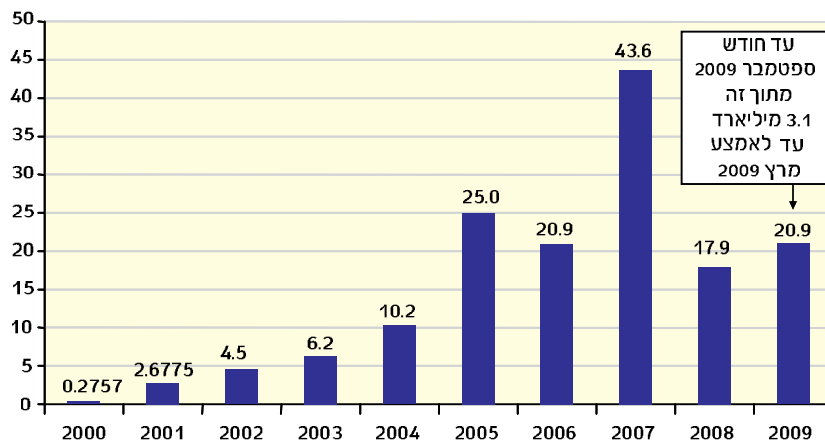
התוצאה של הזעזוע בעולם הפיננסי, החיבור של שוק ההון הישראלי לשוקי ההון העולמיים ותנאי הרקע הגרועים של הנפקת איגרות החוב שפירטנו לעיל הביאו למשבר בשוק איגרות החוב הקונצרני. המשבר התבטא בעלייה תלולה של המרווחים ובריידת מדדי תל בונד 20 ו-40, ופרץ בעקבות נפילת חברת "ליהמן ברדרס" ב-15 בספטמבר 2008, אז טיפס המרווח של תל בונד 40 מ-2.7 ל-4.9 אחוזים בשלושה ימים. לאחר חודשיים (ב-19 בנובמבר 2008) הגיע המרווח ל-9.4 אחוזים, ולאחר מכן הוסיף להיות גבוה – סביב שבעה אחוזים – עם עוד שיא של 9.6 אחוזים בסוף השנה. בזמן כתיבת דברים אלו, ספטמבר 2009, התייצב המרווח סביב ארבעה אחוזים. המרווח של תל בונד 20 היה נמוך הרבה יותר, אבל היה לו דפוס דומה, עם שיא בגובה 4.8 אחוזים בסוף שנת 2008 (ראו תרשים 2, לעיל עמ' 100). בד בבד עם השינויים במרווח ירד מדד תל בונד 40 מ-220 לפני המשבר ל-150 בשיא המשבר, ב-15 בספטמבר 2008 (ראו תרשים 1, לעיל עמ' 100). עם זאת, השפל במדד לא קרה בדיוק בזמן השיא במרווח, שהיה בסוף שנת 2008.

6 בשיחה שהתקיימה באותו זמן בין כותב מאמר זה ובין בכיר באגף שוק ההון באוצר הוא הביע במפורש את הדעה שאם למשתתפים בשוק יהיה כל המידע ותהיה ניידות חופשית, התחרות תדאג שהשוק יתפקד כהלכה. העקרונות שנוסחו בהוצאות הממונה על שוק ההון ידין ענתבי הם חזרה ברוכה מעקרונות אלו.

7 ב-2001 זכה ג'וזף סטיגליץ בפרס נובל על תרומתו לשטחי מחקר אלו.

חוסר האמון הכללי בשוק התבטא בעצירת כל ההנפקות החדשות כמעט (תרשים 4 להלן): בין ינואר לאמצע מרץ הנפיקו 3.1 מיליארד שקל. סך ההנפקות בשנת 2008 היה 17.9 מיליארד שקל, מעט יותר מרבע מההנפקות בשנת 2007 (סך ההנפקות המדווחות של 2009 עד היום כבר עובר את 2008, והוא בגובה 20.9 מיליארד שקל). השפעות אלו את סך האשראי מן הגופים המוסדיים למגזר העסקי מ-197 מיליארד שקל בסוף 2007 ל-147 מיליארד שקל בסוף 2008. הבנקים הגדילו את האשראי למגזר העסקי רק ב-15 מיליארד שקל בשנת 2008, וכך כיווץ המשבר באיגרות החוב הקונצרניות את סך האשראי למגזר העסקי והחריף את המשבר הכלכלי הריאלי (ראו לוח 1, לעיל עמ' 00).

תרשים 4: הנפקות איגרות חוב קונצרניות במיליארדי שקלים



אף על פי שהמשבר היה מרוכז במגזר הנדל"ן הוא השפיע על כל ענפי איגרות החוב הקונצרניות. בסוף 2008 נסחרו שני שלישים מהן בתשואה (צמודת מדרד!) מעל עשרה אחוזים, ובאמצע אפריל 2009 ירד המספר למחצית, ורבע עדיין נסחרות בתשואה מעל שלושים אחוז. מתוך איגרות חוב מסוכנות מאוד אלו היו הנדל"ן 85 אחוז (להלן לוח 2). ענף הנדל"ן היה בעייתי גם בדרך שבה הנפיק את איגרות החוב שלו: רק 47 אחוז מהן היו מדורגות. הנדל"ן היה 34 אחוז מכל ההנפקות, והפירעונות שלו ב-2009 היו 37 אחוז מהסך הכולל (להלן לוח 3).

מבט אל המשבר הכלכלי: פרספקטיבה ישראלית ובינלאומית

לוח 2: התפלגות התשואות של איגרות החוב הקונצרניות

29 בדצמבר 2008

מתוך סך איגרות החוב (באחוזים)	מספר סדרות	מתוך סך איגרות החוב (באחוזים)	ערך נקוב במונחי הון רשום	מתוך סך איגרות החוב (באחוזים)	ערך נקוב במיליוני שקלים, במונחי שווי שוק	רמת התשואה
20	88	43	66,618	54	75,149	עד 6 אחוזים
15	67	20	31,115	20	28,136	6-10 אחוזים
11	50	12	19,025	11	15,244	10-15 אחוזים
8	37	5	8,178	4	5,996	15-20 אחוז
12	53	5	7,524	3	7,847	20-30 אחוז
15	67	10	14,903	5	6,956	30-50 אחוז
17	74	6	8,602	2	2,923	מעל 50 אחוז

12 באפריל 2009\*

מתוך סך איגרות החוב (באחוזים)	מספר סדרות	מתוך סך איגרות החוב (באחוזים)	ערך נקוב במונחי הון רשום	מתוך סך איגרות החוב (באחוזים)	ערך נקוב במיליוני שקלים, במונחי שווי שוק	רמת התשואה
30	132	53	82,549	63	94,323	עד 6 אחוזים
16	71	20	30,897	19	29,374	6-10 אחוזים
11	47	9	14,114	8	11,768	10-15 אחוזים
8	35	3	4,633	2	3,673	15-20 אחוז
9	40	5	7,332	3	4,204	20-30 אחוז
11	49	7	10,320	3	5,150	30-50 אחוז
15	65	5	7,490	1	2,235	מעל 50 אחוז

\* באפריל 2009 85 אחוז מהסדרות בעלות תשואה הגבוהה משלושים אחוז הן סדרות של חברות נדל"ן.

לוח 3: מאפייני הנפקת אג"ח

התפלגות הפירעון ב-2009 (באחוזים)	התפלגות איגרות חוב סחירות לפי ענפים (באחוזים)	ענף
12	17	החזקות והשקעות
14	22	בנקאות
37	34	נדל"ן
11	7	תקשורת
7	4	מסחר ותעשייה
19	16	אחר

שיעור חוב מדורג (באחוזים)	שיעור סדרות מדורגות (באחוזים)	מספר סדרות	ענף
87	60	708	סך הכול איגרות חוב סחירות
80	47	291	בינוי ונדל"ן
88	67	103	החזקות והשקעות
100	100	77	בנקים
87	69	80	שירותים

הקשיים בענף הנדל"ן נבעו מכך שחברות ישראליות בעלות נכסים מקומיים טובים השתמשו בשמן המקומי הטוב כדי ללוות מהגופים המוסדיים<sup>8</sup> ולהשקיע בנדל"ן בחו"ל: במזרח אירופה, במוסקבה, בניו יורק ובלאס וגאס. חשיפת הגופים המוסדיים לשווקים ספקולטיביים בחו"ל ייבאה לישראל את המשבר העולמי, דרך בועת הנדל"ן במקומות האלה, שהתפוצצה עם המשבר (והיתה הזרז למשבר שהחל בארצות הברית).

8 גם הבנקים לא נמנעו מלהלוות לחברות הנדל"ן הגדולות להשקעותיהן בחו"ל. התמונה נתבהר עוד יותר עם הליכי הסדר החוב של "אפריקה ישראל" וחברות אחרות.



המשבר בשוק איגרות החוב הקונצרניות הוא אפוא תוצאה אבסורדית של מבנה שוק ההון הישראלי: ישראל צלחה את המשבר בהצלחה רבה מהסיבות שהזכרנו לעיל: המשבר של 2002-2003 עורר שידור מערכות בבנקים ומיתן את האפשרות ליצירת בועת נדל"ן מקומית. אלא שטייקונים ואחרים לוו בישראל כדי להצטרף להשקעה בבוועות הנדל"ן בעולם, וכך ייבאו את הסיכון העולמי אל המשקיעים המוסדיים בישראל. הגופים המוסדיים, שעל פי רוב לא היו מעוניינים בחשיפה ישירה גבוהה לחו"ל או, לחלופין, היו מסוגלים לנהל את החשיפה שלהם לחו"ל לפי התפתחות המשבר, הסתכנו בלי שתכננו זאת ובלי שיכלו לשלוט על הסיכון. החשיפה של הגופים המוסדיים לסיכון הועצמה בגלל כוח השוק הנמוך שלהם ומעמד החוב שלהם מול מעמד החוב של הבנקים, וכן בגלל טעות במבנה של איגרות החוב הקונצרניות, ואי-יצירה של תניות פיננסיות (covenants), אשר משנות את תנאי האיגרת כאשר משתנים תנאי החוב של החברה. תניה אפשרית היא העלאה אוטומטית של הריבית כאשר יורד הדירוג של החברה. הממונה על שוק ההון מינה את ועדת חודק לנתח את הכשלים בהנפקות ולהציע תיקונים לעתיד. בזה עוסק הפרק הבא בעבודה.

## ז. דוח הביניים של ועדת חודק

ועדת חודק הוקמה כדי להגן על כספי החוסכים הפנסיוניים על ידי שיפור תהליך ההשקעה של גופים מוסדיים באיגרות חוב לא ממשלתיות והתמודדות עם גל ההנפקות המתחדש.<sup>10</sup> קנה מידה טוב להשוואת מתן אשראי מוסדי הוא מתן אשראי בנקאי. הוועדה מצאה שבמועד מתן האשראי היו לבנקים אינטרס חזק יותר וגם כוח רב יותר לנהל משא ומתן על תנאי האשראי מאשר לגופים המוסדיים. הגופים המוסדיים מפזרים את הסיכון של האשראי, אין חשש ליציבותם, והם אינם ביחסים עסקיים ארוכי טווח עם הלווים, ולכן פעמים רבות הם חשופים להנפקה בשיטת פקס, שבה הם צריכים להחליט מיד על קניית ההנפקה – take it or leave it. לבנקים יש גם מידע פנימי רב על הלווה, מה שאסור לחלוטין לגופים המוסדיים. כל זה מביא להנפקה של איגרות חוב נחותות ופוגע בחוסכים הפנסיוניים. כותבת הוועדה ברוח שלה:

9 תזכורת לתיאבון המופרז לסיכון ניתנה במשבר האחרון של נסיכות המפרץ דובאי. לפי העיתונות, טייקונים ישראלים גדולים כמו סמי עופר, יצחק תשובה, לב לבייב ובני שטיינמץ היו בקשרי עסקים כלשהם עם הנסיכות.

10 חברי הוועדה היו: עו"ד דוד חודק – יו"ר, ענת לוין (שהיתה גם יועצת למיזם של ון ליר), אהרון קצרגינסקי, עו"ד דן אבנון, גילי כהן, רו"ח אריק פרץ. יועצי הוועדה היו עו"ד דוידה לחמן-מסר ופרופ' אסף חמדני. ראו חודק ואחרים 2009.

בשונה מישראל, כפי שתואר לעיל בשווקים המפותחים בעולם קיימים כלים שונים להבטחת פירעונן של איגרות חוב, ובכלל כן תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות, אשר הנן כלי נפוץ בידי הגופים המוסדיים המשמש למעקב אחר יכולת ההחזר 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 מידי. אמות מידה אחרות מגבילות את יכולת החברה למכור או לשעבד נכסים מהותיים (negative pledge, certain sale of assets) או להתמזג עם חברה אחרת (merger restriction). מטרתן של מגבלות אלה היא להגן על המלווים, 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, לעתים עצם קביעת אמות מידה פיננסיות לא רק שתקנה למחזיקי איגרות החוב כלים לפעולה, אלא אף תמנע מלכתחילה את כניסתה של החברה למצבים שבהם מחזיקי איגרות החוב נדרשים לנקוט פעולות כנגדה.

יצוין כי שכיחותן של תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות בשווקים המפותחים בעולם מוסברת, בין היתר, בקיומו של ניסיון רב שהצטבר לאורך תקופה של עשרות שנים במסגרת מערכות היחסים בין החברות המנפיקות לגופים המוסדיים הרוכשים את איגרות החוב עבור ציבור החוסכים. כך למשל, אחד הסעיפים הנפוצים ביותר בשטרי נאמנות של איגרות חוב המונפקות בשווקים המפותחים הנו שעבוד שלילי (negative pledge). למרות שלא ניתנה בטוחה להבטחת פירעון איגרת החוב, הרי מתן השעבוד השלילי מבטיח כי החברה לא תשעבד אף אחד מנכסיה, אלא כמוסכם בתנאי איגרת החוב ובהיעדר הסכמה, אם תהיה לכך השפעה מזיקה על בעלי איגרות החוב הנוכחיים. במדגם איגרות חוב בארצות הברית נמצא כי 63 אחוז מן הסדרות כללו שעבוד שלילי, כאשר 83 אחוז מהסדרות בדירוג BBB כללו שעבוד שלילי ו-87 אחוז מהסדרות, שמדורגות מתחת לדירוג השקעה או שאינן מדורגות, כללו שעבוד זה. כלומר ככל שדירוג הסדרה נמוך יותר, כך סעיף שעבוד שלילי נפוץ יותר בשטר הנאמנות. בנוסף, באנגליה 80 אחוז מאיגרות החוב הנבדקות כללו שעבוד שלילי, ואילו בגרמניה 83 אחוז מאיגרות החוב הנבדקות כללו שעבוד שלילי. יודגש כי סדרות בודדות כללו בטוחה ספציפית לצורך הבטחת החזר החוב. נתונים אלה בולטים לעומת השוק הישראלי, שבו איגרות חוב לא רק שאינן כוללות התניה מסוג 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. 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 לקטגוריות משנה. בישראל לא פותחה חלוקה זו, כך שרוב איגרות החוב הנן מסוג נושים רגילים (חודק ואחרים 2009, 21).

חשוב להדגיש שדווקא בשיטה שבה מבטיחים הבנקים את זכויותיהם כמלווים שעבוד של נכסים אינו השיטה המועדפת על רוב בעלי איגרות החוב הקונצרניות. מן הראוי להזכיר שאיגרות החוב בבסיסו של המשבר היו דווקא איגרות חוב מגובות בנכסים (CDO — collateralized debt obligation) – במקרה זה במשכנתאות. מתברר שגיבוי בנכסים אינו ערובה לקבל את הכסף בחזרה, וגם לא להתנהגות אחרת של הלווה.

המלצות הוועדה מכוונות להגדיל את כוחם של הגופים המוסדיים בתהליך ההנפקה, להגביר את השקיפות, ליצור בקרה נכונה של ההנהלה והדירקטוריון על תהליכי ההנפקה, כולל אנליזה של החברות, ולהגדיל את כוחם של הגופים המוסדיים מול הנושים האחרים במצב של חדלות פירעון של החברות. בשלב טרום ההשקעה נדרשת קבלת החומר שבעה ימים מראש כדי למנוע את התופעה של הנפקות פקס, בהן הגוף המוסדי נמצא בלחץ לקבל או לדחות את ההנפקה מיד. נדרש גם ניתוח מקיף של החברה המנפיקה ושל איגרות החוב המונפקות, וכן אישור ועדת ההשקעות של המשקיע המוסדי מעבר לסף מסוים. במהלך חיי החוב מומלצות דרישות גילוי מחברות פרטיות, וכן שילוב תניות ואמות מידה פיננסיות מזעריות אשר מקלות את המעקב אחרי החברה הלווה ומאפשרות פיצוי למלווה אם מצבה של החברה מידרדר. תניות כאלה הן, למשל, שעבוד שלילי – איסור לשעבר נכס אחר של החברה ללא הסכמת המלווים – או הזכות להעמדת החוב לפירעון מדי במקרה של הפסקת דירוג, העמדה של סדרה אחרת לפירעון מדי, שינוי שליטה, מיזוג, ועוד. תניות פיננסיות מומלצות הן העלאת הריבית מיד עם ירידה בדירוג החוב והעמדת החוב לפירעון מדי אם החברה חרגה משורה של תניות פיננסיות ואחרות, למשל הגדלת המינוף שלה.

אם הלווה פושט את הרגל ומגיעים להסדר חוב לכל הנושים יש בחו"ל סיווג של איגרות החוב לפי הבכירות בחוב. הוועדה ממליצה למסד הסדרים כאלה בישראל, ושוועדת ההשקעות תקבע את שיעור ההשקעה באג"ח ואת היקפה לפי הסיווג הבא: איגרות חוב מובטחות – איגרות חוב שעומדים מאחוריהן ביטחונות – שעבודים על נכסי החברה; איגרות חוב לא מובטחות בכירות – איגרות חוב שאין להן ביטחונות אבל במקרה של הסדר חוב הן זכאיות לעדיפות בהסדר (בקבוצת כל איגרות החוב);

איגרות חוב לא מובטחות נדחות – איגרות חוב שלא מוגנות בזמן הסדר חוב, לא על ידי שעבוד ולא על ידי בכירות בהסדר, הן האחרונות בסדר העדיפויות.

### ניתוח דוח ועדת חודק

להלן כמה עניינים שעולים מדוח הביניים של ועדת חודק:

- המלצות הוועדה מדגימות שוב את הטענה הרגילה כנגד הרגולציה: שהיא מגיבה מאוחר מדי לשינויים שקורים במשק. בעיקר כאשר מתברר שבניגוד לתורה המקובלת – לא הנהיגו בישראל את מה שמקובל בעולם המפותח: כאשר החלו להנפיק איגרות חוב קונצרניות בהיקפים גדולים לא אימצו הרשויות המפקחות – רשות ניירות ערך ואגף שוק ההון – את אמות המידה הבינלאומיות להנפקות אלו, בעיקר לגורמים מוסדיים.
- דוח הוועדה חושף מצב עגום: המנפיקים שלטו בשוק כמעט בועתי, ויכלו ללחוץ על הקונים להסכים לתנאי ההנפקה שלהם בלי לתת להם זמן לדיון או לניתוח. מצב זה נוצר, כמו שתיארנו לעיל, בגלל מדיניות הממשלה האגרסיבית לעודד את יצירת שוק ההלוואות החלופי.
- אם יאומצו המסקנות שבדוח (שהוא עדיין במעמד של דוח ביניים) יגדל כוחם של הגופים המוסדיים לדאוג לכספי הפנסיה שהם מנהלים. קבלת החומר שבעה ימי עסקים מראש והחייב בניתוח מקיף, כמו הדרישה לאישור ועדת השקעות מעבר לסף מסוים, ייצרו תרבות ניהול כספים רצינית יותר. התניות ואמות המידה הפיננסיות יוסיפו כוח לגופים המוסדיים בזמן קיום החוב, וזה יגביל התנהגות לא שקולה של הלווים. האיום בפירעון מידי יכול למנוע מינוף יתר שיגדיל את הסיכון לכספי הפנסיה מעבר לסיכון שהיה בזמן יצירת החוב, וכך גם בנוגע לתניות אחרות. יכולת האיום של הגופים המוסדיים מאזנת מעט את חוסר הסימטריה ביניהם ובין הבנקים, שכוחם רב לעומת מי שמקבלים מהם אשראי. הכוח של הבנקים נובע מהשעבודים על הנכסים, מהתחדשות ההלוואות בכל תקופה, כך שהם יכולים "לסגור ללווה את הברז", ומעצם היותם מלווים מעטים ולכן גדולים.
- נושא מעניין הוא השפעת הרגולציה הזאת על המבנה הענפי ועל התחרות בין המשקיעים המוסדיים בענף הפנסיוני. מאחר שנדרש ניתוח מקיף של איגרות החוב הקונצרניות אי-אפשר עוד להסתפק בדירוג של חברות הדירוג כדי להחליט על השקעה בנייר הערך הזה. התוצאה היא שרק משקיע שיש לו אנליסטים משלו יוכל להתקיים בשוק, וממילא נקבעת רמה מזערית לגודל החברה – כזו שיכולה לממן ניתוח עצמאי.

- בהנחה שהמבנה של שוק הפנסיה היום יישאר כמו שהוא, הגיוני שעמית הפנסיה ישקיעו בצמיחת המשק הישראלי. השקעה באיגרות חוב קונצרניות עם דירוג גבוה היא אחד מאפיקי ההשקעה שאמורים להיות סולידיים, והיא משלימה את ההשקעה במניות בחברות ישראליות מכאן ואת ההשקעה באיגרות חוב ממשלתיות מכאן (יש גם היגיון רב בהשקעה בחו"ל, אבל זה נושא אחר). המטרה של הרגולציה ושל התרבות העסקית שצריכה להיווצר בישראל היא שהשוק הזה באמת יהיה סולידי. קשה להתווכח אפוא עם מסקנת ועדת חודק שהנורמות העסקיות בישראל צריכות להתיישר לפי הנורמות המקובלות בעולם המפותח.
- יש שתי הסתייגויות יסודיות מקבלת המלצות הוועדה כפשוטן: ראשית, צריך לפתור את בעיית היסוד של עודף ההיצע של חיסכון פנסיוני המושקע בשוק המקומי בגלל הטיית הביתיות (home bias), על ידי הגדלת ההשקעה של הגופים המוסדיים בשוקי חו"ל. שנית, צריך להיזהר מעודף רגולציה, ויש להשאיר בה גמישות מספקת כדי לתת לשווקים לפעול ביעילות הרצויה.

#### ח. סיכום ומסקנות

עבודה זו מתעדת את יצירת שוק האשראי החוץ-בנקאי בישראל ואת הכשלים שהתגלו באופן חד וברור בזמן המשבר הכלכלי העולמי. העבודה מראה ששוק זה סבל מאותם חוליים של השוק הפיננסי העולמי: תמריצים לא נכונים למנהלי הכספים, תחרות על תשואות אגב התעלמות מהסיכון, תמחור חסר של הסיכונים וחוסר פיקוח מתאים. חוסר הפיקוח המתאים התבטא באי-תיאום בין הרשויות המפקחות ובחוסר בראייה כוללת של המפקחים את הכוחות הפועלים בשוק ההון ואת התוצאה שלהם. הכוחות האלה התבטאו במלוא עוצמתם בעולם, וחשוב שישראל תלמד מהטעויות שנעשו שם. התוצאה היתה שרק בזכות המזל (ואולי בזכות רשת הביטחון הקמצינית<sup>11</sup>) לא נוצר משבר שבו נוטשים המפקדים את הגופים המוסדיים אגב יצירת פניקה ומכירת חיסול של נכסים, מה שהיה מוביל להרס של שוק ההון החדש. עם זאת, חייבים להדגיש שבזכות פיתוחו של שוק האשראי החוץ-בנקאי נוצר גיוון במקורות האשראי למגזר העסקי, גיוון שתורם

11 מתוך משרד האוצר 2009, פרק 6, עמ' 198: "ביום 14 בדצמבר 2008 החליטה ממשלת ישראל על סיוע ממשלתי לחוסכים בחיסכון הפנסיוני. [...] הוחלט להעניק הגנה על כספי החיסכון הפנסיוני לחוסכים שגילם במועד קבלת ההחלטה היה 57 ומעלה, בכפוף לתקרות שנקבעו בהחלטה, ובלבד שהתקיימו תנאים מסוימים, כגון שהעמית הגיע לגיל פרישה, הסכום שעליו חלה ההגנה ישולם כקצבה, והעמית ביקש לקבל את ההגנה".

ליציבותם של הבנקים, ואפשר להם להגדיל את הלימות ההון. במובן זה תרמו ההתפתחויות האלה לעמידותו של המשק הישראלי בזמן המשבר הכלכלי העולמי. המשבר המתועד בעבודה זו נוצר לא רק בגלל החוליים המשותפים לשוק הפיננסי העולמי, אלא גם בגלל בעיה מקומית של חוסר שיווי משקל בשוק ההנפקות. בגלל הטיית הביתיות העדיפו הגופים המוסדיים להיחשף חשיפה מזערית לחו"ל, והתוצאה היתה עודף ביקוש לניירות ערך מקומיים, בעיקר כאלו שנתפסו בעלי סיכון נמוך כמו איגרות חוב קונצרניות.<sup>12</sup> כל עוד לא נפתרה הבעיה הזאת, יש חשש לעוד בועה בשוק איגרות החוב הקונצרניות, שבה שוב יתוחרר הסיכון לא נכון. יש לפתור בעיה זו על ידי מתן אפשרויות נוחות למשקיעים מוסדיים להשקיע בחו"ל. הממשלה יכולה, למשל, לגדר את הסיכון של השקעות המוסדיים בחו"ל על ידי עסקה של החלף תמורת התשלומים שהיא חייבת במט"ח שמקורם בחוב המדינה לחו"ל. עוד יכולה הממשלה ליצור גוף עסקי שמשקיע בחו"ל בשביל הגופים המוסדיים וכך מקל על חלק מהם את ההשקעה בכל מיני דרכים.

שיקולים אלו שופכים אור על ההמלצות של דוח ועדת חודק. מכיון שבעיית היסוד היתה יצירת עודפי ביקוש להנפקות, הפתרון הנוהלי והמשפטי המוצע בדוח – להקשות על המנפיקים לנצל את מעמדם העדיף בשוק – אולי לא יצלח. ברור שההצעות של הדוח יפעלו ביעילות רבה הרבה יותר אם יינתן פתרון גם לבעיית היסוד של עודפי ההנפקות.

הדיון בעבודה זו התמקד בתפקודו של שוק ההון החוץ-בנקאי. מי שיעסוק בלקחים מהאירועים שנותחו בעבודה זו יהיה חייב להידרש גם למקורות החיסכון בשוק זה – חיסכון שהוא בעיקרו לפרישה – ובשאלה אם הגופים המוסדיים והשוק מטפלים כראוי בסיכונים הרובצים לפתחם של החוסכים במסגרת המוסדית הנתונה בישראל, לטווח ארוך ובעיקר לפרישה. בין השאלות הגדולות על סדר היום היא מהי המידה הרצויה לביטוח הדור המבוגר כנגד חלק מהסיכונים הללו שמעניק לו הדור הצעיר באמצעות כלי מדיניות שמפעילה הממשלה. כלים אלו הם היום הרובד הראשון של הביטוח הלאומי הנותן קצבאות זקנה ושארים, ואיגרות החוב המיועדות המונפקות לקרנות הפנסיה. בחינת התאימות של כלים אלו לסוג הסיכונים שעומדים בפני הגמלאים צריכה לעמוד במרכז הדיון הציבורי בלקחי המשבר הפיננסי.

12 הטיית הביתיות קיימת גם מחוץ לישראל. המחקרים מוכיחים שעל ידי פיזור ההשקעה בין ארץ הבית לחו"ל משיגים סיכון נמוך יותר לאותה רמת תשואה. מובן שבמקרים נקודתיים פיזור כזה מביא לתשואה נמוכה יותר, כמו בשנים האחרונות שבהן שוק המניות הישראלי מניב תשואה גבוהה יותר לעומת השקעה בחו"ל, ולכן קרנות פנסיה שהשקיעו בחו"ל הגיעו לתשואה נמוכה יותר. בטווח הארוך פיזור ההשקעה אמור להביא לתוצאות טובות יותר.

## ביבליוגרפיה

- אחדות, ל' וא' ספיבק, 2010. מערכת הפנסיה בישראל לאחר 15 שנות רפורמה, ירושלים: התוכנית לכלכלה וחברה, מכון ון ליר בירושלים.
- בן בסט, א' (עורך), 2001. ממעורבות ממשלתית לכלכלת שוק, תל אביב: עם עובד.
- בנק ישראל, 2004. דוח יציבות פיננסית לשנת 2003, ירושלים: בנק ישראל.
- בנק ישראל, 2005. דוח יציבות פיננסית לשנת 2004, ירושלים: בנק ישראל.
- חורק, ד', ע' לוין, א' קצרגינסקי, ד' אבנון, ג' כהן וא' פרץ, 2009. הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות רכישת איגרות חוב לא ממשלתיות: דוח ביניים להערות הציבור, ירושלים: משרד האוצר, אגף שוק ההון, [http://ozar.mof.gov.il/hon/2001/hon\\_dep/memos/chodek.pdf](http://ozar.mof.gov.il/hon/2001/hon_dep/memos/chodek.pdf)
- משרד האוצר, 2009. דוח שנתי 2008, ירושלים: משרד האוצר, הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון.
- רוטנברג, ד' ומ' זילברברג, 2008. מאפייני הפירמות העסקיות בעלות חבות לבנקים שהנפיקו אגרות חוב בשנים האחרונות בכורסה לניירות ערך בתל אביב, ירושלים: בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים, יחידת המחקר.

Andrews, E. L., 2008. "Greenspan Concedes Error on Regulation", *The New York Times*, 24.10, [www.nytimes.com/2008/10/24/business/economy/24panel.html](http://www.nytimes.com/2008/10/24/business/economy/24panel.html)

Woodward, R., 2000. *Maestro: Greenspan's Fed and The American Boom*, New York: Simon & Schuster.

Greenspan, A., 2007. *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*

## קריאה נוספת

- דו"ח של בנק ישראל על המשבר שיצא בשנת 2011, אחרי כתיבת דו"ח זה שנעשתה בזמן אמת. בעיקר כדאי לראות את העמודים 52, 55, 60, 65.
- ברוידא ק', מ' שמש וצ' ארדמן 2011. ישראל והמשבר העולמי 2007-2009, ירושלים: בנק ישראל.

## דיון: המשבר בשוק איגרות החוב

מתדיינים: מיקי קהן, ישי יפה, גתית גרשגורן

המסגרת הדיונים במכון ון ליר בירושלים, נידון המשבר בשוק איגרות החוב הקונצרניות, בפרט לנוכח הדיון הציבורי הער אז באפשרות הסיוע לחברות גדולות הנמצאות במשבר חובות. פרופ' אביה ספיבק הציג את הנתונים העיקריים על המשבר בשוק זה, ואת התובנות העולות מהם. לאחר מכן הציג מיקי קהן, מנהל יחידת שוק ההון בבנק ישראל, את מצב האשראי במשק מנקודת ראותו של הבנק. פרופ' ישי יפה דן בבעייתיות בקיומן של קבוצות עסקים גדולות בישראל ובמדינות אחרות; וד"ר גתית גרשגורן, מנהלת המחלקה הכלכלית ברשות ניירות ערך, הסבירה את עיקרי "תוכנית החילוץ" שהציעה הרשות בעת המשבר. הדיון שהתנהל לאחר הדברים האלה עסק בעיקר באפשרות לסייע לחברות שאינן יכולות לעמוד בתשלומי חובותיהן. המפגש התקיים ב-19 באפריל 2009 במכון ון ליר בירושלים.

**פרופ' אביה ספיבק** הציג נתונים ראשוניים על שוק איגרות החוב ועל הסיכונים למשבר כלכלי שמקורו בשוק זה (ראו המאמר לעיל בפרק זה). בראשית דבריו הוא הציג את העובדות המוסכמות בעת המפגש על המשבר הריאלי בעולם, שמקורו במשבר כלכלי. בישראל עיקר המשבר הוא ריאלי, ומקורו בחו"ל. למשבר הריאלי בישראל מתלווה משבר כלכלי מסוים שמתמקד בשוק איגרות החוב. מוסכם ששוק איגרות החוב הקונצרני חשוב למניעת מחנק אשראי, והבנקים אינם מסוגלים להחליף שוק זה. יש להמשיך ולמצוא דרך לקיים שוק זה, אך מכך לא נובע שחייבים לפעול להצלת קבוצות העסקים הגדולות ("הטייקונים"). עוד יש לזכור שהטיפול בשוק איגרות החוב חייב לבוא מתוך הבנה של מקורות המשבר, ושהטיפול יניח את היסודות לשוק נכון יותר בעתיד, שהוא חיוני למשק מודרני. הוצגו נתונים עדכניים לאפריל 2009 על חלקן של איגרות חוב קונצרניות הנסחרות בריבית של עשרה אחוזים ומעלה, במונחי שווי שוק: 18 אחוז מסך שווי השוק, לעומת 26 אחוז מהשוק בסוף שנת 2008. בסדרות איגרות החוב המסוכנות בלט ענף הנדל"ן; 85 אחוז מהסדרות בעלות התשואה הגבוהה ביותר (מעל שלושים אחוז ריבית) הן איגרות חוב מענף זה. ענף הנדל"ן התבלט בסדרות אג"ח רבות, בשיעור נמוך של סדרות מדורגות ובפירעונות רבים לשנת 2009. במקרים רבים מדובר בנדל"ן בחו"ל, שמומן בכספי משקיעים ישראלים. מתוך כ-35 מיליארד שקל שאמורים להיפרע מהרבעון השלישי של 2008 ועד סוף שנת 2010, כעשרה מיליארד שקל הם של חברות נדל"ן. על הסכום הזה בעצם נסב הדיון – האם יש לסייע בהחזרת החובות בעת המשבר אם לאו?



הודגש שבעת המשבר בשוק איגרות החוב לא היה משבר בקופות הגמל הבשלות, וגם לא התרחש משבר מקרו קלאסי של בריחת השקעות מישראל, פיהות ואינפלציה. מצב זה לווה בחיסכון לאומי גבוה, שעמד ברקע של עודף בחשבון השוטר. בשנים 2003-2008, שבהן היתה צמיחה ניכרת במשק, גדל סך האשראי במשק בשיעורים דומים. אבל בשנים האלה לא הגדילה הממשלה את האשראי שלווה מהמגזר הפיננסי והבנקים לא הגדילו את סך האשראי שהלוו למגזר העסקי (ראו לוח 1 לעיל עמ' 00). מכאן שחלה תופעה של שאיבה פנימה, כאשר הלחץ על האשראי החוץ-בנקאי להתפתח ולגדול הביא להתפתחות לא מאוזנת של האשראי. להתפתחות זו תרמו גם היעדרה של האופציה צמודת המרד באיגרות חוב ממשלתיות, שינוי כללי המיסוי על רווחי הון והשקעות לפי המלצות ועדת רבינוביץ', עליות השערים בעולם, ועוד. כל אלו הביאו לצמיחה מהירה של המגזר הפיננסי, שבתחרות על דמי ניהול של מיליארדי שקלים יצר התנהגות מוטת טווח קצר להשקעות פנסיוניות שאמורות להיות לטווח ארוך. בשנות ההתפתחות המהירה של שוק האשראי האמינו הרגולטורים בפרסום התשואות ובמתן המידע לציבור, כך שהשוק יעשה בעצמו את הרגולציה הטובה ביותר. אבל בשל מורכבות המכשירים הפיננסיים לא הבין הציבור את המידע כראוי והתקבלו תוצאות הפוכות. בזמן האחרון החל אגף שוק ההון באוצר לשנות מדיניות זו.

פרופ' ספיבק הציג את הפיגור הטבעי של הרגולציה אחרי המציאות ואת חוסר התיאום שבין הרגולטורים (המפקח על הבנקים בבנק ישראל, אגף שוק ההון במשרד האוצר ורשות ניירות ערך). הוצג גם הקושי של הגופים המוסדיים הקטנים לעשות ניתוח עצמאי של חובות קונצרניים, ללא הסתמכות על חברות הדירוג. הסתמכות של גופים רבים על אותה חברת דירוג יוצרת חוסר איוון בשוק.

הוצגו ההבדלים העיקריים שבין אשראי בנקאי רגיל לאשראי באמצעות איגרות חוב קונצרניות. בבסיס אלו עומד האיסור על מידע פנימי על הלווים, שהוא גורם מרכזי באשראי בנקאי. זאת ועוד, שוק איגרות החוב הקונצרניות אינו מתבסס על בטוחות. במקום זאת הוא נוטה להתבסס על פיזור הסיכונים. אבל בישראל ישנה בעיה עיקרית של מיעוט משקיעים מוסדיים ומיעוט לוויים גדולים, ועל כן פיזור הסיכונים מוגבל. ישנה גם בעיה של מחסור בנזילות. פגם ניכר בהתנהלות שוק איגרות החוב בשנים האחרונות היה היעדר השימוש בתניות להקטנת הסיכון. עם זאת, בשוקי איגרות החוב במדינות אירופה התגלו אותן הבעיות, שייתכן שהן בגדר חבלי לידה של שוק זה.

מסקנות ראשונות מהמשבר בשוק איגרות החוב הקונצרני עשויות להיות שרפורמת בכר היתה חיובית מכמה בחינות. ראשית, המפקח על הבנקים יכול היה להסדיר את ענייני הבנקים ולוודא שאין להם חובות גדולים מדי, מכיוון שגופים אחרים יכלו לספק את הגידול בביקוש לאשראי במשק. שנית, השוק הקונצרני

יכול לספוג הפסדים ללא זעזוע של המערכת הפיננסית, כמו שהיה קורה אם היו הבנקים סופגים הפסדים דומים, אבל זה נעשה על חשבון החוסכים לפנסיה. ישנו ויכוח אם הבנקים היו מעניקים אשראי עם סיכון רב כפי שהעניקו הגופים המוסדיים. ייתכן שאפשר לומר שהשינוי המוסדי היה חיובי בעיקרו, אך נדרש שינוי גדול ברגולציה עליו. נוסף על כך יש צורך לשפר את התפקוד של חברות הדירוג. ולבסוף, ייתכן שהאטיות של המערכת הממשלתית בישראל בבחינת מכשירים פיננסיים חדשים ובאישורם פעלה לטובת הציבור, מכיוון שכך נמנע השימוש במכשירים מסוכנים אלו.

הוזכרו הכלים הראשוניים שהפעילה הממשלה לסייע לשוק ההון בעת המשבר: בנק ישראל קנה איגרות חוב ממשלתיות כדי להוריד את התשואות וליצור ביקוש לאיגרות חוב קונצרניות; משרד האוצר הקים את קרנות המנוף; אגף שוק ההון במשרד האוצר הביע נכונות להוריד את תדירות הדיווח על התשואות. זאת ועוד, רשות ניירות ערך הציעה לתת ערבות ממשלתית להנפקות איגרות חוב קונצרניות שממנות מיזמים של תשתית. תוכנית זו עמדה במרכז הדיון הציבורי בעת המפגש. לבסוף הוצגו כמה לקחים בסיסיים מהעולם לבניית המגזר הפיננסי בישראל. ראשית, דרושים ראייה כוללת ופיקוח כולל על כל חלקי המגזר. שנית, שלא כדרך החשיבה לפני כמה שנים, המגזר הפיננסי אינו מנוע צמיחה ראוי למשק. שלישית, יש הטוענים שצריך למצוא דרך להגביל את הרווחים של המגזר כדי לא ליצור תמריצים לא נכונים. עם זאת, יש לאפשר למגזר הפיננסי מומחיות כדי להקצות נכון את ההון במשק. ורביעית, יש לשקול אם את כספי החיסכון לפנסיה יכולים לנהל ארגונים ללא מטרת רווח.

**מיקי קהן** הרגיש ששוק האשראי התייצב, והתשואות מתחילת שנת 2009 החלו לרדת ברוב הענפים, אם כי עדיין ישנה בעיה בענף הנדל"ן. עדיין חסר אשראי במשק, וייתכן שהבנקים צריכים להגדיל את היקף האשראי. שלא כבמשבר של שנת 2002, הבנקים לא הגדילו את האשראי ביחס לתוצר בתקופת המשבר. מבחינת יציבות הבנקים זה נתון חיובי, אך כעת יש מחסור באשראי. באשר לאי-השימוש בתניות ובביטחונות, צוין שאמנם גם במדינות אחרות היה הרבר מקובל, אך ההיקף של איגרות החוב האלה מתוך סך שוק איגרות החוב היה מצומצם, כעשרה אחוזים בלבד בארצות הברית.

**פרופ' ישי יפה** הציג את הבעייתיות שבקבוצות העסקים הגדולות. קבוצות אלו קיימות בכל העולם (דרום קוריאה, הודו, איטליה ועוד), חוץ מבארצות הברית ובאנגליה. ישנה טענה שבשלבם מוקדמים של ההתפתחות הכלכלית במדינה מסייעות החברות הענקיות האלה להתפתחות הכלכלה במדינה, ובעצם הן מחליפות את המוסדות החסרים. כשקשה להבטיח את קיומם של חוזים, קל יותר

לקיים עסקים בתוך הקבוצה; כששוק ההון לא מפותח, קל יותר לנהל מעין שוק הון פנימי בקבוצה; כשהאוניברסיטאות חלשות, החברות מכשירות בעצמן את העובדים המקצועיים. ייתכן שטענות אלו נכונות, אך כוחן יפה בעיקר למדינות בשלבי התפתחות מוקדמים מאוד. לקבוצות העסקים הגדולות ישנם חסרונות רבים. בכללם אפשר למנות הגבלת תחרות ודחיקת מתחרים, קשרים בין שווקים (multi market contact), קשרי הון-שלטון וניסיונות להשפיע על הרגולציה (rent seeking). זאת ועוד, בקבוצות האלה בדרך כלל ישנה נטייה להוריש את השליטה בקבוצה לבני משפחה. כאשר השליטה מועברת במשפחה ולא לפי הכישורים, ניהול בעייתי של בן משפחה לא מוכשר יכול להוביל לבעיה מקרו-כלכלית.

יש ויכוח מקצועי אם קבוצות העסקים הגדולות מועילות בשלביה הראשונים של המדינה, אבל בספרות הכלכלית יש תמימות דעים שהן פוגעות בכלכלה ובדמוקרטיה של מדינות מפותחות. חוץ משתי מדינות, לא הצליחו מדינות להיפטר מהקבוצות האלה. קבוצות העסקים כה מושרשות, מקושרות לרגולטורים ודוחקות את המתחרים, עד שאי-אפשר לעשות זאת. כשישנה הזדמנות כזאת בעת משבר, צריך לנצל אותה כי הקבוצות מזיקות לתחרות ולכלכלה.

ד"ר ג'תית גרשגורן הסבירה שהרעיון שבבסיס התוכנית של רשות ניירות ערך לביטוח הנפקות היה החשש שוועדות ההשקעות של הגופים המוסדיים תמשכנה לזהות הזדמנויות טובות אך לא תעזנה להשקיע בשל החשש מנפילה. מדובר בביטוח מפני אסון אפשרי, כדי לאפשר לאשראי להמשיך ולזרום במשק, וגם מכיוון שאין רצון שהבנקים יעניקו את כל האשראי החדש במשק וייתכן גם שהבנקים אינם מסוגלים לכך. נוסף על כך, פועלת הרשות לכך שהדרישות הרגולטוריות מחברות שמנפיקות אג"ח תהיינה ברורות יותר ודומות יותר לדרישות מחברות שמנפיקות מניות.

עניינים עיקריים שעלו בדיון:

- א. התהליך שאירע בשנים האחרונות הוא אי-הבאת הסיכון בחשבון. המנפיקים ניצלו את המצב הזה, נהנו מכסף זול והשתמשו בו לקניית קרקעות מפוקפקות במחירים מופקעים, מתוך הנחה לא מבוססת שאפשר יהיה להרוויח מהן. היה צריך לצפות שהפירמידה הזאת לא תחזיק מעמד לאורך זמן, ועל כן ההצעה להציל את החברות הללו היא מופקרת. בדרך כלל גם לא מדובר בטייקונים, ולא תהיה לפעולה הזאת השפעה מהותית על התוצר ועל התעסוקה.
- ב. בשל העיכוב בהכרעה בעניינן של החברות המנפיקות הן מממשות נכסים, וזהו דבר מבורך. אין סיבה שהציבור הישראלי יממן מכיסו את הצלתן של החברות האלה. לא יקרה דבר מהותי אם הבעלות על כמה חברות תעבור לגורמים אחרים.

- ג. ייתכן שזמן המשבר אינו הזמן המתאים לפרסום הנחיות חדשות ומחמירות של המפקח על הבנקים מדי שבוע בשבוע. הפיקוח ההדוק אמנם אפשר את היציבות בבנקים, אך כעת יש לאפשר לבנקים להעניק אשראי רחב.
- ד. יש לעשות שינויים ברגולציה כך שהמשקיעים המוסדיים יוכלו למנות דירקטורים חיצוניים בחברות שהם משקיעים בהן, ובעתיד לדאוג שבעלי השליטה לא יחזיקו ביותר מעשרה או עשרים אחוזים מהחברה. ישנן הנהלות טובות דיין ברוב החברות, וישנו ממשל תאגידי טוב דיו לניהול החברות גם ללא בעלי השליטה, המאיימים בתוצאות השליליות של נפילתם האפשרית.
- ה. יש לאפשר למשקיעים המוסדיים להחזיק חלקים גדולים יותר בסדרות אג"ח, על חשבון משקיעים שרגישים למשיכות ולפיקדונות, כמו קרנות נאמנות. רק משקיעים אלו, שרואים לטווח ארוך, יכולים להגיע להסדרים הוגנים עם חברות שנמצאות בקשיים, לטובת המשקיעים. הם יכולים להמתין למימוש נכסים, ועוד. המשקיעים התלויים בהפקדות ובמשיכות, לעומתם, כבר מביאים בחשבון את ירידת הערך ומחפשים את הפתרון המהיר, עם הפסד מסוים למשקיעים בהם.
- ו. חברות הדירוג בישראל מפגרות אחר הנעשה בעולם בתחום הדירוג. כל שפת הדירוג והכלים שהחברות מציעות למנהלי הכספים אינם מספקים. בישראל ישנם מנהלי כספים רבים שנסמכים על חברות הדירוג, ועל כן יש לפעול לשינוי בתחום הזה במהרה.
- ז. האוכלוסייה, ובעיקר העיתונות, התרגלו לפרסום התשואות החודשי של מכשירי ההשקעה, ויהיה קשה מאוד להפסיק אותו. הדבר מצטרף לבעיית השימוש הנזיל בקופות הגמל, שבעצם משמשות היום קרנות נאמנות עם הטבות מס. אפשר, וצריך, להעביר את הקרנות האלה למסלולים פחות רגישים, של קרנות פנסיה.
- ח. מבחינה היסטורית, לאחר כל משבר ישנה הגברה של הרגולציה שפוגעת ברווחים קלים. במשך השנים נוצרים פיתוחים טכנולוגיים שמאפשרים השקעות חדשות וישנה דרישה ציבורית להפחתת הרגולציה. לאחר מכן שוב מתחולל משבר, וחוזר חלילה. גם בישראל וגם במדינות העולם היתה דרישה להפחית את הרגולציה, וכך אכן נעשה. כעת באופן טבעי נראה הגברה של הרגולציה.
- ט. אל מול תוכנית הסיוע של רשות ניירות ערך, ישנן קרנות סיוע של הממשלה לעסקים קטנים ובינוניים, שמעסיקים את עיקר המועסקים במדינה והם הנפגעים העיקריים מהמשבר הריאלי. בקרנות האלה בודקים היטב מה יהיה

השימוש בכסף הציבורי. אם רוצים לסייע לחברות ציבוריות, יש לדרוש מהן את אותם התנאים, לברר מדוע אין להן חלופות לגיוס חוב ציבורי, ואם הן יכולות לממש נכסים ולוודא מה יהיה השימוש בכסף. היום החברות הציבוריות לא נותנות דין וחשבון לציבור, אלא רק לבעל השליטה כאשר הן מעניקות לו דיבידנד.

החברות לא מודיעות מה הן מתחייבות לעשות בהלוואה הנוכחית, ובדרך כלל מדווחות שהשימוש יהיה לפי שיקול דעת הדירקטוריון. עד כה רשות ניירות ערך הניחה שכאשר יתבקשו המשקיעים המוסדיים לרכוש אג"ח הם יבררו היטב את ייעוד ההלוואה, אולם הדבר לא נעשה כאשר היה מדובר בכספים הישירים של ציבור המשקיעים. על כן אין לסמוך על כך שהדבר יעשה כאשר מדובר בכסף ממשלתי שמגיע מהציבור. כדי לברוק היטב את ההלוואות תידרש רשות ניירות ערך להקים מנגנון זהה לזה של קרנות המנוף, שמקשות מתן הלוואות.

יא. יש לזכור שאיגרות חוב הן קודם כול חוב ולאחר מכן נייר ערך. בחוב שאינו מוחזר יש לטפל ככזה, ואחת היא אם מדובר בחברה ציבורית או לא. אם ישנם אמצעים אחרים לטיפול במשבר על ידי העצמה של המשקיעים המוסדיים, יש לעשות זאת מכיוון שזהו פתרון נכון יותר וזול יותר.

יב. למשקיעים בגופים המוסדיים יש לאפשר ייצוג רב יותר בגופים האלה, אפשרות להתערב במינוי ההנהלות, ועוד. היום המשקיעים המוסדיים לכאורה מייצגים את הציבור, אך לאמיתו של דבר הם פועלים באופן פרטי לחלוטין עם בעלי שליטה פרטיים.

יג. אנו מחילים על המערכת הפיננסית את אותם עקרונות שאנו מבקשים להחיל על מערכות יצרניות אחרות – דה-צנטרליזציה, בעלות פרטית ורווח מרבי – ויש בזה בעייתיות. ייתכן שהמערכת הזאת צריכה לפעול שלא למטרות רווח, כמו בריאות וחינוך. יש לשאול אם לציבור מגיעה איזושהי שליטה בכספי ההשקעה שלו.

יד. יש לוודא שלדירקטוריונים ולהנהלות של החברות המנהלות את הכספים תהיה השפעה אפסית על ועדות ההשקעה. בתחום זה ישנה בעיה מובנית מכיוון שההנהלות הן שממנות את ועדות ההשקעה. ישנה בעייתיות רבה כאשר ועדות השקעות של "כלל" נדרשות להחליט אם להשקיע בחברות שבבעלותו של בעל השליטה ב"כלל".

טו. למוצרי החיסכון בעצם אין צרכן. פרסום התשואות נעשה בין היצרן למושוק. יש להשקיע בחינוך הציבור, ועד אז להגן על הצרכנים ככל האפשר.