

תיבה ד'-3: הסדרי חוב - התגברות התופעה והצעדים שיש לנקוט לצמצומה

בעקבות המשבר הפיננסי העולמי, שהחל בשלהי 2007 והגיע לשיאו בספטמבר 2008, נקלע שוק אג"ח החברות בישראל למשבר חמור, שהתבטא בעליות חדות של התשואות-לפדיון ובתנודתיות גבוהה של מחירי אג"ח אלו. העליות החדות בתשואות האג"ח באו על רקע החשש מהשפעת המשבר העולמי על הפעילות העסקית של החברות, ובפרט של חברות הנדל"ן הפעילות בחו"ל, שהפגיעה בהן הייתה קשה יחסית, בשל ירידות חדות של ערך נכסיהן. חברות רבות שהנפיקו אג"ח בשנות הגאות ועמדו לפני פירעון התקשו במיחזור החוב, וחלק מהן נאלצו להיכנס להליכים של הסדר חוב מול בעלי האג"ח. ההסדרים שנחתמו ואלו שבתהליכי גיבוש שונים מחברה לחברה, ומכילים מיגוון רחב של רכיבים - כגון, פריסה מחדש ודחיית תשלומי החוב תמורת פיצוי, המרת החוב במניות החברה, הזרמת הון על ידי הבעלים, ובחלק מהמקרים גם ויתור חד-צדדי של המלווים על חלק מהחוב ("תספורת").

מאז פרוץ המשבר נכנסו כ-90 חברות להליך של הסדר מול בעלי האג"ח. שיעורן של אלה בסך החברות שיש בידיהן אג"ח סחירות עמד ב-2009 על 8.4 אחוזים, וירד ב-2011 ל-4.5 אחוזים. במונחים של ערך נקוב, שיעור החוב שנכנס להסדר מסך היתרה

בשוק עמד על 6.4 אחוזים ב-2009 וירד ל-2.1 אחוזים ב-2011. שיעורים אלו גבוהים ביחס לעולם¹, אולם חשוב לציין כי הם מוטטים כלפי מעלה; זאת משום שבעולם הנתונים מתייחסים לחברות מדורגות בלבד, ואילו בישראל הם מתייחסים לחברות מדורגות ולא מדורגות גם יחד, ורוב החברות שנכנסו להסדר אינן מדורגות. מפילוח ענפי של החברות שנכנסו להסדר עולה כי 60 אחוזים מהן הן מענף הנדל"ן. אחת מהתופעות הבולטות, שהעלו את הנושא לסדר היום, היא מעורבותן של חברות מובילות במשק, המשתייכות לקבוצות עסקיות, בהסדרי חוב; למרות מספרן הקטן של חברות אלה, חלקן בסך החוב שנכנס להסדר עומד על כ-40 אחוזים.

העלייה החדה של תשואות האג"ח ברביע האחרון של 2011, על רקע החרפת משבר החובות באירופה, מגבירה את החשש כי אם המגמות בשוק יימשכו, חברות רבות יתקשו במיחזור החוב, ובהעדר מקורות אחרים חלק מהן יתקשו לפרעו. היקף האג"ח העומדות לפירעון ב-2012 מסתכם ב-29 מיליארדי ש"ח, כ-18 אחוזים מהן נסחרו בסוף 2011 בתשואה ריאלית גבוהה (מעל 12 אחוזים), שתקשה על החברות למחזר את החוב. זאת ועוד, בקבוצות עסקיות רבות יש לפחות חברה אחת שהאג"ח שלה העומדות לפירעון בשנים הקרובות נסחרו בשיעורי תשואה גבוהים.

על רקע העלייה החדה של מספר החברות שנכנסו להליכים של הסדר חוב והתגברות החשש מהתרחבות התופעה בשנים הקרובות, התעורר דיון ציבורי על הצורך בהתערבות של הרגולטור כדי להגן על ציבור החוסכים לפנסיה, שהם בין הנפגעים מהסדרים אלה. עיקר הביקורת מופנה כלפי בעלי השליטה בקבוצות העסקיות שנכנסו להסדר חוב, על שאינם נוקטים את כל האמצעים כדי להשיב את החוב במלואו. למיקוד הביקורת בבעלי השליטה בקבוצות העסקיות מספר סיבות: א. למרות מספרם הקטן, יתרת החוב שלהם מהווה כ-60 אחוזים מסך האג"ח הסחירות בשוק, ולכן לחדלות פירעון שלהם ייתכנו השלכות על יציבות המערכת הפיננסית ועל אמון המשקיעים בשוק ההון; ב. ריבוי המקרים של הסדרי חוב בקרב הקבוצות העסקיות עלול להפוך לנורמה ולמודל לחיקוי לחברות קטנות ובינוניות, ובכך להשפיע על מוסר התשלומים במשק; ג. בעלי השליטה בקבוצות העסקיות, שגייסו את החוב על בסיס המוניטין שלהם, משכו במרוצת השנים כספים רבים מהחברות באמצעות דיבידנדים והטבות שכר, ובכך הקטינו את יתרת הרווחים והמזומנים של החברות. לכן ישנה בשוק ציפייה כי הם יימנעו מחדלות פירעון על ידי הזרמת הון לחברה, אף שמשפטית הם אינם מחויבים לעשות זאת.

אחד התמריצים המרכזיים המניע את בעלי השליטה בחברה הנקלעת למצוקה פיננסית לעמוד בכל התחייבויותיו כלפי בעלי האג"ח הוא החשש מפגיעה במוניטין שלו, העלולה לפגוע ביכולתו לגייס חוב בעתיד. ריבוי המקרים של בעלי שליטה בחברות המובילות במשק שנכנסו להסדר חוב מאז פרוץ המשבר וההצלחה של חלקם לגייס חוב בשוק ההון לאחר מכן מאששים את ההשערה כי תמריץ זה אינו בא לידי ביטוי במידה מספקת במכלול השיקולים של השחקנים המרכזיים בשוק. הסיבות האפשריות לכך הן הריכוזיות הגבוהה בשוק, המחזקת את מעמדם של הלוחים הגדולים, והפוטנציאל לניגודי העניינים הנובע, בין היתר, מהחזקות צולבות של בעלי

¹ על פי נתוני חברת הדירוג S&P שיעור חדלות הפירעון של אג"ח מדורגות בעולם היה 4 אחוזים ב-2009 ו-1.1 אחוזים ב-2010.

שליטה בתאגידים ריאליים ופיננסיים². על רקע התפתחויות אלו גוברים הקולות המצדדים בהטלת סנקציות על בעלי שליטה שלא עמדו במלוא התחייבויותיהם, ועל שולחן הכנסת מונחות מספר הצעות חוק בכיוון זה. אף שנראה כי צעדי ענישה אכן עשויים להגביר את התמריץ של בעלי השליטה לעמוד בהתחייבויותיהם, יש לנקוט משנה זהירות בהחלתם, תוך בחינת ההשלכות של יישומם על זמינות האשראי החוץ-בנקאי למגזר העסקי, על פעילותן של החברות במשק ועל יציבות המערכת הפיננסית. כך, למשל, איסור על בעל שליטה לגייס חוב בשוק ההון עד לפירעון מלוא התחייבויותיו עלול לפגוע בפעילותן וביציבותן של חברות אחרות הנמצאות בשליטתו, וכתוצאה מכך להביא לשחיקת ערך המניות שלהן ולפגוע בזכויות של בעלי מניות המיעוט, שאין להם כל קשר להתנהלותו הכושלת של בעל השליטה בחברה הנתונה בקשיים. הירידה של ערך המניות תפגע גם בערך הביטחונות של הבנקים, שכן במקרים רבים המניות משועבדות כבטוחות להלוואות. צעד כזה עלול לפגוע גם במחזיקי האג"ח של החברות האחרות שבשליטתו, משום שפירעון החוב מסתמך במקרים רבים על יכולתה של החברה למחזר אותו בשוק ההון. הירידה בערך המניות והאג"ח של חברות אלו עלולה להדביק חברות נוספות בשוק, וכתוצאה מכך תהפוך בעיה נקודתית בחברה אחת לבעיה מערכתית, שתעצים את הזעזועים בשווקים הפיננסיים בעתות משבר; וזאת בפרט אם חדלות הפירעון תתרחש בחברה המשתייכת לאחת מהקבוצות העסקיות הגדולות. יתר על כן, הגברת התמריץ של בעלי השליטה לעמוד בהתחייבויותיהם באמצעות צעדי ענישה תיתן מענה חלקי בלבד לבעיה רחבה יותר הקיימת בשוק ההון, כפי שיפורט בהמשך.

הרפיון במשמעת השוק ורמות המינוף הגבוהות קיומם של הסדרי חוב ועליית שיעורם בתקופות של משבר אינם מצביעים בהכרח על כשל שוק; במקום שיש בו סיכונים, דינם להתממש לעיתים. זאת ועוד, במקרים שבהם החברה היא רווחית בדרך כלל, כניסה להסדר חוב על פי רוב עדיפה על פירוקה. עם כל זאת - התרחבות התופעה ומעורבותן של חברות מובילות במשק בהסדרי החוב הבליטו את קיומן של בעיות מהותיות בשוק ההון, המתעצמות בתקופות של משבר, ובראשן הרפיון במשמעת השוק, רמות המינוף הגבוהות³ והריכוזיות הגבוהה בשוק⁴. הרפיון במשמעת השוק התבטא, בין היתר: א. בתמחור חסר של הסיכונים, שאיפשר התפתחות לא מבוקרת של רמות המינוף; ב. באיכות האג"ח, שהונפקו על פי רוב ללא ביטחונות והתניות פיננסיות; ג. בבקרה לקויה על כושר הפירעון של החברות, שאיפשרה לחלקן להתנהל בחוסר אחריות, תוך נטילת סיכונים מופרזים ושחיקת יתרת הרווחים והמזומנים שלהן. רמות המינוף הגבוהות, שבחלק מהמקרים אינן בנות קיימא, לצד שחיקת כרית הביטחון, הגדילו את פגיעותן של החברות, ובכך הגבירו את השפעת הזעזועים במשק על כושר הפירעון שלהן. רמות המינוף הגבוהות גם

² הפרדת השליטה בין תאגידים ריאליים לפיננסיים היא אחת מהמלצות הוועדה להגברת התחרותיות במשק.

³ כך, למשל, רמת המינוף הממוצעת של עשרת הלוויים הגדולים עומדת על 0.87, וישנן חברות עם רמות מינוף הגבוהות מ-0.9.

⁴ כך, למשל, יתרת האג"ח של עשר הקבוצות העסקיות הגדולות היא כ-58 אחוזים מהיתרה בשוק.

מגבירות את התמריץ של בעלי המניות ליטול סיכונים, משום שחלק ניכר של הסיכון נופל על כתפיהם של בעלי החוב – תופעה המתגברת כשהחברה נמצאת בקשיים.

הגורמים המרכזיים לרפיון במשמעת השוק הם: א. חולשות במבנה התמריצים של הגופים המוסדיים, שבגללן הם אינם מפנימים כראוי את הסיכונים שציבור החוסכים חשוף להם; ב. חולשות במנגנוני ההגנה על זכויותיהם של המשקיעים, ובפרט תפקודם הלקוי של חלק מהנאמנים בפיקוח על יכולת המנפיקים לעמוד בהתחייבויותיהם, והעדר כלים משפטיים שיאפשרו למשקיעים להעמיד את החוב לפירעון מידי במקרה של הרעה מהותית בכושר הפירעון של המנפיק; ג. פוטנציאל לניגודי עניינים במערכת הקשרים שבין השחקנים המרכזיים בשוק.

לפיכך, הדרך היעילה לצמצום תופעת הסדרי החוב בטווח הארוך היא חיזוק מנגנוני ההגנה, שיפור מבנה התמריצים הקיים וצמצום הפוטנציאל לניגודי עניינים. לצד צעדים אלו, שביאו לחיזוק מעמדם של המשקיעים ולאכיפת משמעת שוק, נדרשים צעדים שיפעלו לצמצום הריכוזיות בשוק האשראי ולהורדת רמות המינוף הגבוהות, בפרט של הלוואים הגדולים, כדי למתן את החשיפה של השוק לזעזועים כלכליים ופיננסיים. חלק מהתיקונים הנדרשים נמצאים בתהליכי טיפול ויישום על ידי הרגולטורים השונים.

חיזוק מנגנוני ההגנה ושיפור מבנה התמריצים

חשיבותם של מנגנוני ההגנה גוברת כאשר החברה נקלעת למצוקה פיננסית, משום שבמקרה זה חלק גדול מהסיכון שהחברה נוטלת בא על חשבונם של בעלי החוב. אחת הפונקציות המרכזיות במנגנוני ההגנה על זכויותיהם של המשקיעים באג"ח היא הנאמן, שתפקידו לפקח באופן שוטף על עמידת המנפיק בהתחייבויותיו.

חיזוק מעמדם של המשקיעים והנאמן – חשיבות תפקידו של הנאמן מתחדדת לנוכח פיזורן של האג"ח בין משקיעים רבים, שכל אחד מהם מחזיק, בדרך כלל, בשיעור קטן יחסית מכל סדרה, ולכן אין להם תמריץ להשקיע את המשאבים הנדרשים לצורך מעקב אחר יכולת הפירעון של המנפיקים. מכאן שאי עמידתם של חלק מהנאמנים על המשמר כדי להבטיח את זכויותיהם של המשקיעים היא במקרים רבים בבחינת כשל שוק. לפיכך יזמה הרשות לניירות ערך חקיקה שנועדה לעגן במפורש את חובותיו של הנאמן ולחזק את מעמדו. חיזוק מרכזי של מעמד הנאמן במסגרת החוק המוצע מצוי בקביעת נסיבות שבהתקיימן תהיה עילה להעמדת האג"ח לפירעון מידי, מה שיאפשר למחזיקי האג"ח לפעול מול החברה המנפיקה בעוד מועד. הצעת החוק מטפלת במידה מסוימת גם בפוטנציאל לניגוד העניינים שבו מצוי הנאמן, בהיותו ממונה על ידי החברה המנפיקה, והיא המשלמת את שכרו. במסגרת החוק המוצע המשר כהונת הנאמן תעמוד להצבעה באספה כללית, שתתכנס בתדירות שנתית. החוק גם מסמך את שר האוצר להתקין תקנות בדבר חובת הדיווח של הנאמן לרשות ולמחזיקים, מה שיאפשר להם לפקח על פעילותו, ובמקרה הצורך – להחליפו. כדי לשפר את האפקטיביות של הנאמן יש לציידו בכלים משפטיים שיאפשרו לו לכפות על חברה כניסה להסדר חוב בשלבים מוקדמים במקרים שבהם קיימת סבירות גבוהה לאי פירעון החוב במועדו. החלת צעדים אלו תביא לחיזוק משמעותי של מעמד המשקיעים, שכן בקרה נאותה של הנאמן על כושר הפירעון של המנפיק עשויה למנוע, במקרים רבים, את התדרדרותן הפיננסית של החברות, ובמקרים אחרים היא

עשויה לאפשר כניסה להסדר חוב בשלבים מוקדמים יותר, ולכן - בתנאים הוגנים יותר למחזיקי האג"ח.

הגופים המוסדיים - לגופים המוסדיים יש תפקיד מרכזי באכיפת משמעת שוק, הן בהיותם המשקיעים המרכזיים בשוק האג"ח והן מתוקף תפקידם כמתווך הפיננסי העיקרי לטווח ארוך. המשבר הפיננסי הדגיש את קיומן של חולשות מהותיות בתהליך ההשקעה של הגופים המוסדיים, חולשות שהתבטאו באיכות האג"ח שהם רכשו עבור ציבור החוסכים ובתמחור חסר של הסיכונים. לחולשות אלו הייתה תרומה לא מבוטלת לרפיון במשמעת השוק, שגרם, בין היתר, לגידול לא מבוקר של רמות המינוף ולריכוזיות יתר בשוק האג"ח. אמנם ישום המלצות ועדת חודק הביא לשיפור באיכות האג"ח הנרכשות על ידי הגופים המוסדיים, אך בה בעת מתפתחים ערוצי השקעה העוקפים את המגבלות שקבעה הוועדה. כך, למשל, היקף ההלוואות הפרטיות שהמוסדיים העמידו למגזר העסקי גדל ב-2011 פי שניים ויותר⁵, בניגוד להשקעה באג"ח, הלוואות אלו אינן כפופות למגבלות, ורמת שקיפותן נמוכה.

שיפור מבנה התמריצים - התפתחות זו היא דוגמה אחת מרבות, הממחישות שהנחת היסוד אשר בבסיס מבנה התמריצים הקיים, כי הגברת התחרות על ידי הקלת הנייד בין תוכניות החיסכון תפעל לאכיפת משמעת שוק, לא פעלה במידה מספקת. עם הסיבות לכך נמנה הקושי שהיה כרוך בהשוואה נאותה בין אפיקי החיסכון השונים, וזאת בשל ריבוי המסלולים והעדר תקנים אחידים להצגת הביצועים; מצב זה, שאיפשר לגופים לשווק את מוצריהם על בסיס הצגה סלקטיבית של הנתונים, שיפר את מעמדם ביחס למתחרים. הממונה על שוק ההון נקט כמה מהלכים שמטרתם לטפל בבעיה זו - קביעת כללים אחידים לפרסום תשואה, צמצום מספרם של מסלולי החיסכון ועוד. נוסף על הגברת השקיפות על ידי צמצום ופישוט של אפיקי החיסכון, יש ליצור מנגנונים שיגבירו את התמריץ של מנהלי הגופים להגן על כספי החוסכים - כגון קשירת תגמולי המנהלים לביצועי הקופות בטווח הארוך וצידום של החוסכים בכלים נוספים שיאפשרו להם ליזום הליכים משפטיים במקרים של התנהלות רשלנית. עם זאת, שיפור מבנה התמריצים אינו מספיק כדי להבטיח כי הגופים המוסדיים יפנימו את הסיכונים שציבור החוסכים חשוף להם. לשם כך דרושה גם הגברת המעורבות של רשות הפיקוח על שוק ההון, שיכולה למתן את החשיפה של הגופים לסיכונים.

חיזוק הממשל התאגידי - כחלק מלקחי המשבר החלו מדינות רבות, ובהן ישראל, בתהליכי רגולציה במטרה לשפר את הממשל התאגידי בגופים המנהלים את החיסכון לטווח ארוך⁶. הכשלים שתוארו לעיל בהתנהלות המוסדיים מלמדים כי יש מקום להמשיך ולחזק את הממשל התאגידי בגופים המנהלים את חסכוניות הציבור. בין הצעדים הנדרשים: המשך הגברת השקיפות של העקרונות ותהליכי ההשקעה, חיזוק גורמי הבקרה ויצירת מנגנונים לצמצום הפוטנציאל לניגודי עניינים.

שיפור מבנה התמריצים וחיזוק הממשל התאגידי בשילוב עם העלאת רמת הפיקוח יניעו את המוסדיים להפנים ביתר שאת את הסיכונים הגלומים בהשקעות שהם מבצעים עבור ציבור החוסכים, ובכך יפעלו להגברת משמעת השוק.

⁵ מ-3 מיליארדי ש"ח ב-2010 ל-7.4 מיליארדים ב-2011.

⁶ ראו, למשל, "Pension Fund and Governance, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions NO. 18."

צמצום הריכוזיות והורדת רמות המינוף

אחד מהגורמים המרכזיים להתרחבות תופעת הסדרי החוב הוא, כאמור, רמות המינוף הגבוהות, בפרט של הלווים הגדולים, המגבירות את החשיפה של החברות לזעזועים. מאחר שהגדלת המינוף בשנים האחרונות התבצעה בעיקר באמצעות גיוסים בשוק ההון, והשחקנים המרכזיים בשוק הם הגופים המוסדיים, הדרך היעילה לצמצום הריכוזיות ולהורדת המינוף היא הידוק הרגולציה על המוסדיים. אחד הצעדים שעשויים לפעול באופן יעיל בכיוון זה הוא הקשחה משמעותית במגבלות החשיפה של הגופים המוסדיים ללווה בודד ולקבוצת לוויים, כפי שהמליצה הוועדה להגברת התחרותיות במשק. נוסף על כך מוצע לשקול התניה של גובה מגבלות החשיפה ברמות המינוף של הלווים. צעדים בכיוון זה יאלצו את הגופים המוסדיים להיות סלקטיביים יותר ברכישות האג"ח של הלווים הגדולים, וזה כשלעצמו יגביר את התמריץ של בעלי השליטה לעמוד בהתחייבויותיהם. מובן שכדי למנוע זעזועים בשוק יש להחיל צעד זה בהדרגה.

הדפוס המשותף לחברות הגדולות שנכנסו להסדר חוב הוא שילוב של רמות מינוף גבוהות ושחיקת יתרת המזומנים והרווחים שלהן באמצעות משיכת דיבידנדים גבוהים במהלך התקופה שלפני הכניסה להסדר. הגורם המרכזי לכך הוא שלמרות רמת המינוף הגבוהה, משיכת הדיבידנדים בתקופה של פריחה כלכלית אינה נתפסת על ידי בעלי המניות כצעד העלול לסכן את כושר הפירעון של החברה בתקופות של משבר. הקשחת התנאים לחלוקת דיבידנדים בחברות הנמצאות מעל רמת מינוף מסוימת תתמרץ את החברות להקטין את רמות המינוף, ותמנע מחברות שרמות המינוף שלהן אינן בנות קיימא לשחוק את כרית הביטחון שלהן תוך פגיעה בכושר הפירעון.

בסיכום, אף שעל פניו נראה כי הטלת סנקציות על בעלי הון שלא עמדו בהתחייבויותיהם תביא לצמצום תופעת הסדרי החוב, הרי שמעבר להשלכות אפשריות, לא רצויות, של צעדים מסוג זה על יציבות המערכת הפיננסית, הם יתנו מענה חלקי בלבד לבעיה. זאת משום שהתרחבות תופעת הסדרי החוב היא רק סימפטום לבעיות נרחבות יותר בשוק ההון, המתעצמות בתקופות של משבר, ובראשן רמות המינוף הגבוהות, הריכוזיות הגבוהה בשוק והרפיון במשמעת השוק. לכן הטיפול בתופעה צריך להתמקד בגורמים אלו. צמצום הריכוזיות והורדת רמות המינוף יפעלו למיתון החשיפה של המערכת הפיננסית לזעזועים ולחלוקה מאוזנת יותר של הסיכונים בין בעלי המניות לבעלי החוב, ואילו הגברת משמעת השוק תביא לתמחור הולם יותר של הסיכונים ולחיזוק מעמדם של המשקיעים, ובכך תגביר את התמריץ של החברות לעמוד בהתחייבויותיהן.