

**דברי פתיחה בפני ועדת החקירה הפרלמנטרית להתנהלות המערכת הפיננסית בהסדרי אשראי
ללוים עסקיים גדולים**

תפקיד הרשות

רשות ניירות ערך מופקדת על שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים. לגבי אגרות חוב, תפקיד הרשות בא לידי ביטוי לאורך כל חיי החוב - טרם הגיוס, במהלך הגיוס, בתקופת החוב ובמקרה הצורך גם בהליכי מימוש החוב וחדלות פירעון. כך - כתנאי לגיוס כספים מהציבור נדרש תאגיד המבקש לעשות זאת, לפרסם תשקיף לאחר קבלת היתר מרשות ניירות ערך. הרשות נותנת היתר רק לאחר שנחה דעתה כי התשקיף כולל את כל המידע החשוב לציבור המשקיעים על מנת לקבל החלטת השקעה, שמשמעה האם לקנות אגרות חוב או להימנע מכך.

חשוב להבין, כי הרשות אינה מביעה את דעתה באשר לכדאיות ההשקעה ורכישת אגרות חוב אלא מוודאת כי בפני ציבור המשקיעים מונח כל המידע הרלוונטי על מנת שיוכל לקבל החלטת השקעה מושכלת. במובן הזה, אין חוב לא טוב, יש ריבית לא מספיק גבוהה ושאלת כדאיות הסיכון הכרוך בהשקעה, נותרת לשיקול דעתו של כל משקיע.

לאחר הגיוס הרשות ממשיכה לפקח על הגילוי ומוודאת כי ציבור המשקיעים מקבל לידיו את מלוא המידע הרלוונטי.

במקביל מפקחת הרשות על גורמים נוספים המעורבים בהנפקה ובין היתר רואי החשבון המבקרים, על חתמים, נאמנים לאגרות החוב, קרנות נאמנות, מנהלי תיקים, יועצי השקעות ועוד. בכך נוצרת למעשה מעטפת שלמה שעניינה הוא הגנה על ציבור המשקיעים באגרות החוב באופן המקנה למשקיע את היכולת לדעת מהם הסיכונים אליהם הוא נחשף כאשר הוא קונה אגרות חוב ובהמשך הדרך, לאחר הנפקת אגרות החוב, לדעת האם חל שינוי לרעה בתנאי אגרות החוב או בעסקיו של התאגיד שהנפיק את אגרות החוב ובהתאם לכך להחליט האם ברצונו להמשיך להחזיק את אגרות החוב או למכור אותן.

במקרה בו מבקש משקיע למכור את אגרות החוב שברשותו, בא לידי ביטוי יתרון נוסף של חוב ציבורי, עליו ארחיב בהמשך, והוא היותו של החוב סחיר. הרשות מפקחת גם על פעילות הבורסה על מנת לאפשר מסחר תקין והוגן באגרות חוב ולאפשר למשקיע לקבל תשואה המותאמת להעדפת הסיכון שלו ולמצבו הפיננסי.

על אף כל שכבות ההגנה, מטבע הדברים, כל השקעה כרוכה בסיכון. הוראות הדין מקנות למשקיע הגנה במקרה בו מצבה של החברה מזדרדר ועוד טרם שהיא מגיעה למצב בו היא לא עומדת בהתחייבויותיה. במסגרת זו, על החברה למסור למשקיעים מידע מורחב כאשר ניתנו בידי המשקיעים כלים המאפשרים להם להגיב בהתאם. כך למשל קיימות בחוק עילות להעמדה לפירעון מידי עליהם לא ניתן להתנות, הוראות הנוגעות לשיעבודים עבור מחזיקי אגרות החוב, לדרכי

פעולתו של הנאמן לאגרות החוב ועוד. כאשר חברה לא עומדת בתשלום חובותיה, נכנסים לפעולה מנגנונים נוספים לגביהם ארחיב בהמשך.

לבסוף, במקרה בו גורם מסוים לא עמד בהוראות הדין או שהתרשל בתפקידו, קיימים מספר אפיקי אכיפה שנועדו להרתיע מראש מפני פעילות פסולה ולוודא כי גורם שהתנהל בצורה לא ראויה ייתן את הדין על כך. הרשות מפעילה את סמכויות האכיפה הפליליות והמנהליות שלה לפי הצורך ואופי המקרה, מציגה עמדות בבתי המשפט ותומכת כספית בתביעות ייצוגיות ונגזרות במקרים המתאימים לכך. בשנים האחרונות אנחנו עדים להתפתחות משמעותית בתחומים האלה בין היתר בשל הקמת בית המשפט הכלכלי וחקיקת חוק האכיפה המנהלית שהביאו לשינוי משמעותי בתחום האכיפה בשוק ההון בישראל.

חשיבות שוק ההון הציבורי לכלכלת ישראל

ככלל, ניתן לחלק את שוק החוב לשוק חוב ציבורי, במסגרתו מונפקות לציבור ונרשמות למסחר בבורסה אגרות חוב, ולשוק חוב פרטי במסגרתו מונפקות אגרות חוב או ניתנות הלוואות לגוף או למספר מצומצם של גופים, ללא מעורבות הציבור הרחב וללא רישום למסחר בבורסה.

שוק אגרות החוב הציבוריות התרחב מאוד מאז תחילת שנות האלפיים עד שנוצר בישראל שוק ער ופעיל, התורם רבות לצמיחה ולפעילות במשק.

פעילות עסקית מטבעה תלויה במקורות מימון דהיינו, בהזרמת כסף ממקור חיצוני. מערכת הבנקאות הישראלית מתאפיינת בריכוזיות גבוהה. מצב זה עשוי בין היתר, למנוע מחברות רבות גישה למקורות האשראי הבנקאיים ובהעדר חלופות מימון אפקטיביות, להגביר גם את הריכוזיות במגזר העסקי ולעכב את צמיחת המשק. שוק הון פעיל ומפותח, מהווה מקור זמין לגיוס אשראי, במקרים רבים בתנאים נוחים וגמישים מאלה שמציעה המערכת הבנקאית, ובכך מציב חלופת מימון מעשית ונגישה, תוך הסרת חסמים ועידוד הצמיחה במשק.

בצד ההיצע, שוק הון מפותח מאפשר לציבור להשקיע במגזרים שאינם זמינים לו באפיקים אחרים, כגון נדל"ן מניב, תעשייה, פארמה וטכנולוגיה, גז ונפט ועוד. ההשקעה בתחומים האמורים מתאפשרת גם בסכומים קטנים יחסית תוך שמירה על נזילות ואפשרות מימוש ההשקעה במקרה הצורך והכל, בשוק מפוקח המתאפיין בשקיפות גבוהה. יתרונות אלה, הנעדרים בדרך כלל מהשקעות באפיקים אחרים, מקנים אפשרות למשקיעים מהציבור ליהנות מאפיק השקעה משמעותי המגלם יתרונות רבים בהשוואה לאפיקים אחרים, כגון רכישת דירות.

השקיפות המוגברת המאפיינת את הפעילות בשוק ההון, מאפשרת קיום בקרה ציבורית שוטפת על אופן השקעת כספי הציבור, הסיכונים הנלווים לה, מערך היחסים שבין נותני האשראי למקבלי האשראי ועוד. הבקרה האמורה, מכווניה לא אחת את התנהגות הגופים המוסדיים בבואם לקבל החלטות השקעה, באופן המשרת את עניינם של ציבור המשקיעים.

חשוב להזכיר כי חברות המבקשות לגייס חוב ציבורי נדרשות לשלם מחיר משמעותי בדמות עמידה בהוראות הממשל התאגידי על העלויות הנלוות לו, חובות הגילוי השונות החושפות פעמים רבות מידע שהוא בגדר סוד מסחרי, פגיעה בפרטיות של נושאי המשרה, מגבלות על עסקאות בעלי עניין, מגבלות על שכר ועוד. יש חשיבות רבה בעידוד שוק החוב הציבורי ובשמירת האטרקטיביות שלו כך שעל אף המחיר שהחברות הפעילות בו נדרשות לשלם הוא ימשיך להיות אלטרנטיבה אפקטיבית לבנקים.

הדבר צריך לבוא לידי ביטוי בשלל אפיקים כגון פיתוח שוק האיגוח שאת החקיקה בענייני הרשות פועלת לקדם, ביטול פערים לא מוצדקים הגורמים להעדפת החוב הפרטי כגון העדר דרישות לפי ועדת חודק בחוב הפרטי הכרה בחברת אג"ח כחברת שכבה על פי חוק הריכוזיות ועוד.

אני סבורה כי יש חשיבות רבה לפעילות הועדה ולדוח שהיא עתידה לפרסם וכי אחד הלקחים המרכזיים שניתן להפיק מהאירועים בהם עוסקת הועדה נוגעים לצורך בעידוד ופיתוח שוק החוב הציבורי. בעבר, ועדות ציבוריות שחלקן החלו לפעול דווקא בעקבות כשלי חוב פרטיים, הסיקו

מסקנות שהכבידו דווקא על גיוס החוב הציבורי. אני סבורה כי נכון יהיה להימנע מגישה זו, על מנת שתוצאות דיוני הוועדה יהיו מיטביים.

רפורמות בהגנה על המשקיעים

כפי שציינתי לפני מספר דקות, גיוס חוב ציבורי מלווה במסכת מקיפה של מנגנוני הגנה לציבור המשקיעים הן בעת גיוס החוב והן לאורך חיי החוב.

משבר אגרות החוב שפקד את שוק החוב בשנת 2008 ואילך, חידד את הסיכונים הגלומים בו ואת הצורך בהידוק הרגולציה. המשבר התרחש בסמיכות למשבר הפיננסי העולמי ובמסגרתו נכנסו חברות רבות לחדלות פירעון ולהסדרי חוב. כלקח מן המשבר נערכה שורה של רפורמות במנגנוני ההגנה למחזיקי אגרות החוב המונפקות לציבור המשקיעים. היוזמה בעניינן של חלק מהרפורמות החלה עוד קודם למשבר והושלמה אחריו, אך חלקן הן תולדה ישירה של המשבר.

תוצאת הפעולות שננקטו היא מסכת מקיפה של מנגנוני הגנה לציבור המשקיעים באגרות חוב המונפקות לציבור, ושינוי דרמטי שחל באופן בו מתנהל שוק אגרות החוב הציבוריות. רבים ממנגנוני ההגנה האמורים נעדרים משוק החוב הפרטי.

בין הרפורמות העיקריות ניתן למנות את אלה, בקליפת אגוז:

חובות גילוי: גיוס חוב ציבורי מלווה בחובות גילוי נרחבות המייצרות שקיפות בכל הנוגע למצבו של התאגיד לו מוענק האשראי. שקיפות זו מבטיחה כי בידי המשקיעים יהיה כל המידע הרלוונטי במועד המאפשר בדרך כלל קבלת החלטות למנוע פעילות לא תקינה של החברות, לפעול בהקדם כדי לצמצם סיכונים להחזר החוב, ולפעול מול החברות הלוות.

בין היתר, נוגעות חובות הגילוי לתנאי האשראי; מצבו הפיננסי של מקבל האשראי וחריגה מתנאי האשראי. חובות דיווח נוספות ורחבות יותר קבועות במקרה בו יש חשש שמצבו הפיננסי של מקבל האשראי מתערער וכן אם החברה נכנסת להליכי הסדר מול המחזיקים היא נדרשת לגילוי רחב על מצבה, מצב נכסיה ופרטי ההסדר המוצע.

דיווחים נוספים עוסקים בהיבטים הנוגעים למתן האשראי על ידי הגופים המוסדיים. בעת גיוס האשראי נמסרים דיווחים אודות זהות והיקפי ההשקעה של המוסדיים במסגרת המכרז המקדים. כמו כן, ניתן גילוי אודות אופן הצבעת המוסדיים באסיפת מחזיקי האג"ח, בין היתר במקרה של המצאות מקבל האשראי בקשיים.

חובות ממשל תאגידי: על תאגיד שהנפיק אגרות חוב לציבור חלות הוראות ממשל תאגידי, המשוות בשינויים המתאימים את מעמדו לזה של החברות הציבוריות. בין היתר ניתן למנות את אלה: חובת מינוי דירקטורים חיצוניים ומינוי מבקר פנים וועדת ביקורת; תנאי כשירות ומגבלות בנוגע לזהות הדירקטורים ומנגנון מיוחד לאישור עסקאות חריגות של התאגיד עם בעה"ש.

חיזוק שומרי הסף: (א) **נאמן:** בעקבות המשבר החלה רפורמה במעמד הנאמן לתעודות התחייבות שחלקה הושלם וחלקה נמצא בהליכי חקיקה. הנאמן הוא גורם המפוקח על ידי הרשות, חודד תפקידו של הנאמן, נקבעו הוראות למניעת ניגוד עניינים, נקבעו תנאי כשירות והוראות דיווח, הוסדר נושא כינוס האסיפות ונקבעו עילות להעמדת החוב לפירעון מיידי;

(ב) חברות דירוג: הושלם תיקון חקיקה הקובע סמכויות פיקוח ואכיפה ביחס לחברות הדירוג, כמו גם הוראות למניעת ניגוד עניינים בעבודתן והוראות נוספות הנוגעות לדיווח לציבור אודות מתודולוגיות הדירוגים ומידע סטטיסטי הנוגע לאיכות הדירוג באופן שיאפשר להעריך את אמינות ואיכות עבודתן של חברות הדירוג

(ג) משקיעים מוסדיים: המלצות ועדת חודק עוגנו בהוראות החלות על גופים מוסדיים, שנכנסו לתוקף במהלך שנת 2010. בין היתר, קובעות ההוראות האמורות חובת הכנת אנליזה טרם רכישת איגרת חוב; חובה לקבוע מדיניות השקעות מנומקת באשר לסוגי איגרות החוב שיירכשו, תוך התייחסות לקיומן של זכויות משפטיות להגנה על השקעתם: תניות חוזיות (כגון שעבוד שלילי ושינוי שליטה) ויחסים פיננסיים (כגון יחסי מינוף) והטמעת השימוש ביחסים פיננסיים ככלי לבקרה ומעקב של הגוף המוסדי אחר החברה המנפיקה. בנוסף, כפי שצוין לעיל, נקבעה חובת גילוי על אופן הצבעה של גופים מוסדיים בהחלטות אסיפה כללית הנוגעות בין היתר לשינוי תנאי האג"ח ובכלל זה אישור פשרה או הסדר. על קרנות הנאמנות המפוקחות על ידי רשות ניירות ערך הוחלו כללים הנוגעים לגילוי בדבר מדיניות השקעות וקיום תהליך תומך השקעה.

הגנה על מחזיקי אג"ח מהציבור בעת הסדרי חוב: על מנת לאפשר לציבור למצות את יכולת המיקוח שלו במסגרת הסדרי החוב יזמה הרשות מספר פעולות במטרה להקל על הליך גיבוש ההסדר תוך שמירה על כללי הגילוי והשקיפות. במסגרת זו הוסדרה האפשרות הנוהגת כיום, למינוי נציגות למחזיקי האג"ח לשם ניהול משא ומתן עם החברה, לצד הנאמן. כמו כן נקבעה כי בהסדרי חוב ימונה מומחה אובייקטיבי שיהיה צד לגיבוש הסדר החוב ושיפעל תחת פיקוח בימ"ש לשם השגת הסדר מיטבי בראיית מחזיקי האג"ח. עוד ניתן לציין את קביעת האפשרות להגשת תביעה נגזרת ואת דחיית פירעון התחייבות של חברה ציבורית בקשיים כלפי בעל שליטה בה מפני התחייבות לציבור.

לסיכום: שוק החוב הציבורי הוא שוק מפוקח המאופיין בשקיפות ונזילות, יש לתמוך בפיתוחו על מנת שיהווה אלטרנטיבה אפקטיבית לשוק החוב הפרטי והבנקאי.

אשמח לענות על שאלותיכם.