

המוסדיים נגועים - ולכן הם שותקים

07:10 | 31.3.2009 מאת אתי אפללו

>> הגופים המנהלים את חסכוניות הציבור גילו בחודשים האחרונים שהלוואות לא רק נותנים - צריך גם להתאמץ כדי לגבות אותן, ולהיאבק נגד מי שמעוניין לדחות או לצמצם את החזר החוב. בעגת השוק החדשה קוראים לזה "אקטיוויזם מוסדי".

אלא שחלק מהמנהלים מצויים במצב לא פשוט - האינטרסים של העמיתים שלהם (אנחנו) אינם זהים לאינטרסים של בעלי השליטה בגופים שהם מנהלים (בעלי ההון). חברות הביטוח ובתי ההשקעות מנהלים את ביטוחי המנהלים, קופות הגמל, קרנות הנאמנות וקרנות הפנסיה שלנו, ומתוקף זה יש להם מטרה אחת - לדאוג להחזר מלוא החוב. אלא שלבעליהם יש לעתים מטרות מנוגדות - למשל, לדחות את פירעון החוב ככל שניתן. בשוק ההון הישראלי המצומצם יש

עוד חוזר הניגוד

היקף סדרות האג"ח של הקבוצה**	היקף הכספים* שמנהל המשקיע המוסדי	קבוצה	משקיע מוסדי
25	56	אי.די.בי	כלל ביטוח
12	40	דלק	הפניקס ואקסלנס
1	6.6	צור שמיר	ביטוח ישיר

כמעט לכל גוף מוסדי בעלים עם אינטרסים נוספים. רוב חברות הביטוח הן חלק מקונצרנים שמחזיקים בחברות נוספות, או שלבעלים בהן יש אינטרסים נוספים.

למשל, כלל ביטוח - המחזיקה בגוף הגמל

השני בגודלו בשוק, בתיק ביטוחי המנהלים השני בגודלו ובקרן הפנסיה השלישית בגודלה - היא חלק מקבוצת אי.די.בי. כך גם אקסלנס והפניקס, השייכות לקבוצת דלק שבשליטת יצחק תשובה. ביטוח ישיר היא חלק מקבוצת צור שמיר שבשליטת משפחת שניידמן, שנקלעה באחרונה לקשיי נזילות. גם ללב לבייב, ששוק ההון צופה לו קשיים בהחזר האג"ח, יש בית השקעות. למשפחת רחמני, בעלי איילון ביטוח, חוב לשוק ההון - וכך גם לאלני אלעזרא, מבעלי הכשרה ביטוח.

מצב זה גורם לכמה סוגים של ניגודי עניינים. הראשון - כשהגוף המוסדי משקיע באג"ח של חברות שקשורות לקבוצה שאליה הוא משתייך או נותן להן הלוואה. אם חברות אלה ייקלעו לקשיים, הגוף המוסדי יהיה בדילמה - עד כמה להילחם על כספי העמיתים, כלומר להילחם בחברות שהן חלק מקבוצת העסקים שלו. עד כמה, למשל, יהיו מנכ"ל כלל שי טלמון ומנכ"ל אקסלנס דוד ברוך מוכנים להיאבק בבעלי הבית שלהם אם וכאשר תעלה על השולחן דרישה של בעלי האג"ח לקבל מניות - ובכך לדלל את אחזקותיהם של אותם בעלי בית?

קשה להיות אקטיוויסט

אפשר לנחש שבגלל הסדרי חוב כמו זה שצפוי כיום, לגוף מוסדי שהוא חלק מקבוצה עסקית גדולה תהיה בעיה להיות אקטיוויסט גם כלפי גופים אחרים שאינם קשורים אליו. הסיבה: אקטיוויזם כלפי חברות שאינן חלק מקבוצת העסקים שלו לא יאפשר לו להפלות לטובה חברות שהן חלק מקבוצת העסקים שלו כשאלה ייקלעו למשבר.

ואכן, שני בכירים בחברות הביטוח הגדולות הביעו באחרונה תמיכה בדחיית הפירעונות של אג"ח קונצרניות שבהן השקיעו את כספי העמיתים: טלמון, מנכ"ל כלל מקבוצת אי.די.בי, הציע תוכנית לדחיית פירעונות אג"ח קונצרניות שכוללת גם רכיב מסוים של פיצוי לעמיתים; ואילו יאיר המבורגר, מבעלי הראל, אמר בשיחה עם בנימין נתניהו כי יש להבטיח בחקיקה שחברות שזקוקות לכך יוכלו לדחות את פירעונות האג"ח.

שלושת הגופים המוסדיים הגדולים שנראה כי אין להם ניגודי אינטרסים הם פסגות, הנמצאת בבעלות קרן יורק; קרנות הפנסיה הוותיקות, המנהלות בידי המדינה; וחברת הביטוח מגדל, הנמצאת בבעלות ג'נרלי. ואכן, שני הגופים העיקריים המרימים את נס האקטיוויזם המוסדי הם קרנות הפנסיה הוותיקות ופסגות. קרנות הפנסיה הוותיקות אימצו כללי הצבעה באסיפות כלליות של חברות שבהן הן משקיעות - למשל בענייני אישור בונוסים להנהלות החברות. פסגות נוקטת קו אקטיוויסטי קיצוני באסיפות בעלי אג"ח של חברות שמגיעות להסדרי חוב. מגדל, אף שרכשה כמה נכסים מבעלי הון כמו תשובה ואליעזר פישמן, מתנגדת לכל חקיקה שמשמעותה דחייה של פירעונות אג"ח.

גם הרגולטור מודע לבעיית ניגודי העניינים, ועל כן הורה לכל הגופים המוסדיים לאמץ עקרונות יסוד ברורים וגלויים שעל פיהם יפעלו למען העמיתים בהסדרי גביית חוב.

קוזה נוסטרו

ניגוד עניינים מסוג נוסף קיים בתוך הגוף המוסדי, שפועל הן כמנהל כספי ציבור והן כמשקיע של כספיו שלו - כספי הנוסטרו. ניקח לדוגמה גוף מוסדי שיש לו בנוסטרו אחזקות באג"ח של חברת אחזקה מסוימת, שיכולה לפרוע את החוב רק מדיווידנדים שתקבל מחברה בת - שגם לה יש אג"ח. כספי העמיתים, לעומת זאת, מושקעים באג"ח של החברה הבת. עד כמה יהיה הגוף המוסדי מוכן להילחם, כמחזיק אג"ח של החברה הבת בכספי העמיתים, נגד דיווידנד ענק שהחברה מתכוונת להעלות לחברת האחזקות?

לבסוף, ככל שחברות נוספות מגיעות להסדרי חוב, גם הבנקים נכנסים לתמונה ועולה סוג נוסף של ניגודי עניינים - בין המוסדיים לבין הבנקים. כאשר חברה נכנסת להליך של הסדרת חוב, הבנקים שנתנו לה הלוואות והמוסדיים שגייסו אג"ח יצטרכו להיאבק ביניהם על החובות ועל אופן הגבייה שלהם.

חוששים מהבנקים

הבנקים שרגילים לסגור את הבעיות עם הלוואים, לבצע פריסת חובות חדשה ולהגיע להסדרים בתוך חדר סגור, חרדים ממצב שבו אחד המוסדיים - בעל חוב חוץ-בנקאי - יחליט שלא להגיע להסדר, ויגרור את החברה ואת הבנקים עמה לבית המשפט. הבנקים גם חוששים ממצב שבו המוסדיים ידרשו מניות בחברות בתמורה לפריסת חוב, וידללו בכך בטוחות שלהם עצמם.

לא ברור כמה ישמחו המוסדיים להילחם בגופים חזקים כמו הבנקים לטובת העמיתים שלהם. בתי השקעות תלויים בבנקים להפצת המוצרים שלהם. ליועצים בבנקים השפעה ניכרת על בתי השקעות: הם אלה שקובעים במידה רבה מה ירכוש הציבור. בנוסף, הבנקים עדיין מחזיקים בחלק קטן (פחות מ-10%) מהגופים המוסדיים - לבנק הפועלים אחזקות בכלל ביטוח, ולבנק לאומי אחזקות במגדל.

"שאלה גדולה של מחיר"

<< פרופ' דן גלאי, יו"ר סיגמא בית השקעות ומרצה באוניברסיטה העברית, מדגיש בעיה שעשויה להתעורר במיחזור החובות בשוק הראשוני: "מהן התשואות שיצטרכו חברות להציע על האג"ח? הרי בשוק נסחרות אג"ח רבות בתשואות גבוהות מאוד. חברות טובות מציעות כיום 20% בשוק, כך שמתעוררת פה שאלה גדולה של מחיר", הוא מסביר.

לגבי ההצעות המועלות כיום סבור גלאי כי תוכניתו של פישמן בעייתית מפני שאינה מבחינה בין חברה לחברה: "יש חברות שתוספת של 1% לריבית מפצה על דחיית התשלום שלהן, ויש כאלה שדורשות תוספת של 5%. הסיכון שונה, ולכן גם על הפיצוי להיות שונה".

על תוכנית גושן הוא אומר כי מדובר בתוכנית טובה אך קשה לביצוע. תוכנית המנוף, לדבריו, פותרת את הבעיה רק באופן חלקי: "עד כה הושקה קרן אחת,

והיא עתידה להשקיע בעיקר ב-15-10 חברות גדולות. הסיוע לא יחלחל לחברות הקטנות", הוא מוסיף.

שרית מנחם

"הנושא המרכזי אינו הצלת הטייקונים"

<< "באף אחת מהתוכניות הנושא המרכזי אינו הצלת הטייקונים, אלא פתרון לשוק המוסדי", מסביר צבי לובצקי, הבעלים של בית ההשקעות אי.בי.אי ואחד ממייסדיו.

לדבריו, "מטרת התוכניות היא לייצב את השוק ולא להציל את הטייקונים. בהקשר זה ישנה חשיבות רבה לייצור מכשירים - הן פרטיים והן ציבוריים - לרכישות רחבות של אג"ח קונצרניות בשוק, שמטבע הדברים ימתנו את רמות המחירים והתשואות שהן מכשול לכל התחלת פתרון.

"התוכנית שהציע יו"ר רשות ניירות ערך זוהר גושן", מוסיף לובצקי, "היא רחבת היקף יחסית, פשוטה ועם השפעה רבה על נושא מיחזור החוב. גם העלות הכלכלית נראית סבירה, בהנחה שלמרבית החוב הפתוח יש פתרון לטווח ארוך. התוכנית יכולה להיות תשתית ראשונית לייצוב השוק, אך היא מחייבת תוכניות משלימות רחבות בנושאים משפטיים ומסחריים שיתחייבו, בהנחה שלא ניתן למחזר את כל החוב באמצעות הנפקות מובטחות שבתוכנית".

שרית מנחם