

שוק האג"ח ורגולציית הסיכונים

שוק האג"ח הקונצרני באחד העם, חווה בשנים האחרונות, גידול עצום בפעילות, הקף הפעילות גדל פי חמישה במשך שש שנים, ובמקביל גידול בהיקף הסדרי החוב, וכך הפך המושג "תספורת", הופך למושג יומיומי.

השאלה המעניינת היא מה עושה הרגולטור, קרי הרשות לניירות ערך במטרה להתמודד עם הסיכון הכרוך בהנפקות אג"ח, סיכון המתורגם לסיכון כספי הציבור, שהרי החלק הארי של חכשי האג"ח, הם הגופים המוסדיים, האמונים על כספי החיסכון אחר הטווח של הציבור.

רכישת אג"ח אינה רכישת תעודת ביטוח, וכל משקיע יודע כי באג"ח מגולם סיכון, אולם השאלה היא אם הסיכון נגזר אך ורק מפעילות העסקית של החברה? כאשר בודקים את הסיכון בהנפקות אג"ח בישראל, ניתן ללמוד כי הסיכון אינו נגזר רק מאופי פעילות העסקית של החברה המנפיקה, אלא מתחיל בשלבים מוקדמים יותר, והכונה למגבלות והדרישות העומדות בפני חברת המעוניינת לגייס כספים מהציבור. בדיקת שלושה כלים אשר מטרתם למזער סיכונים, מעידה על כשל רגולטורי, בשמירה על כספי המשקיעים וכספי הציבור.

הון עצמי - כאשר אדם מן הישוב, חברה, או איש עסקים מעוניינים באשראי בנקאי, אחד התנאים הבסיסיים אשר ידחש נתן האשראי, הוא הוכחת הון עצמי, ההון העצמי מעיד על המצב הפיננסי של נוטל האשראי ואילו היחס בין ההון העצמי לגובה האשראי מהווה מדד לסיכון. באופן תמוה, בשוק האג"ח הקונצרני של מדינת ישראל הון עצמי לא מהווה שיקול. ע"פ הנחיות הבורסה והרשות לני"ע:

- חברה בדירוג (A-) ומעלה יכולה להנפיק אג"ח בהיקף 200 מיליון שקל מבלי להציג הון עצמי.
- חברת בדירוג נמוך (מ-A-), רשאיות להנפיק סכומים דומים, עם הצגת הון עצמי בגובה 16 מיליון שקל בלבד, בכדי לסבר את אוזנו של הקורא, חשוב להבין כי חברות רבות אשר הגיעו להסדרי חוב ותספורת, החלו את דרכן בדירוג גבוה.
- חברות לא מדרגות יכולות להנפיק סכומים דומים עם הצגת הון עצמי של 24 מיליון שקל. במילים אחרות, הרשות לני"ע מאפשרת לחברות שאיתנותן הפיננסית מוטלת בספק, לקבל אשראי מכספי הציבור בהיקף של יותר מפי 12 מההון העצמי שלהן. האם בנק היה נתן אשראי של 200 מיליון שקל, ללא הון עצמי וללא בטחונות?

דרוג אג"ח - דרוג אג"ח מאפשר למשקיעים לעמוד על מצבה הפיננסי של החברה, ולהעריך את איתנותה הפיננסית, הדרוג מאפשר קבלת החלטת השקעה מושכלת. הפלא ופלא, בבורסה באחד העם, אין חובת דרוג. היותור על חובת הדרוג, משמעותו, העדר אינפורמציה רלוונטית למשקיעים לגבי החברה המנפיקה בעת ההנפקה, וחוסר באינפורמציה על שינויים במצב החברה לאורך חיי האג"ח, המשמעות – העלאת רמת הסיכון בהשקעה.

תשקיף - חברה המעוניינת להנפיק אג"ח מחויבת ע"פ חוק ניירות ערך בהגשת תשקיף, התשקיף אמור לתת למשקיע את כל המידע הדרוש אודות החברה המנפיקה, ומטרת גיוס ההון. בשנים האחרונות, בעקבות ועדת בכר, צמצמה הבורסה את חובת הגילוי בתשקיף, מעבר לכך הרשות לניירות ערך מאפשרת לבצע מספר הנפקות על פי תשקיף אחד, המכונה "תשקיף מדף", התשקיף תקף לשנתיים ובתקופה זו ניתן לבצע מספר הנפקות.

במילים אחרות כספי הציבור יושקעו היום ע"פ אינפורמציה שניתנה וסופקה לפני שנתיים. בעולם דינמי ורווי תהפוכות, לתת לגיטימציה להעברת כספי ציבור, על סמך מידע לא עדכני, גרמת במישרין, למינוף הסיכון הגלום בהשקעה.

וכך "מתחת לפנס" הרגולטור אשר אמון על כספי הציבור והמשקיעים, מכשיר במו ידיו את הקרקע להנפקות אג"ח בסיכון גבה, ל"תספורות" ולהסדרי חוב עתידיים.

ד"ר אופיר ברנע, הוא דיקאן הסטודנטים במרכז האקדמי למשפט ועסקים ברמת גן