# ריכוזיות, יציבות פיננסית, ומדיניות ציבורית בישראל: מה נעשה ומה נותר לעשות?

לוסיאן אריה בבצ'וק
אוניברסיטת הרווארד

אוניברסיטת בר-אילן, 5 ליוני 2012

# נושא ההרצאה (1)

- ועדת הריכוזיות, שהייתה לי הזכות לשרת כיועץ המקצועי שלה, התמקדה בבעיות הנובעות מהמבנה הנוכחי של המשק הישראלי.
- בעקבות אימוץ המלצות הוועדה ע"י הממשלה והמעבר לחקיקתן, נתבקשתי ע"י מארגני הכנס לעשות סיכום ביניים: מה כבר נעשה ומה נותר לעשות?

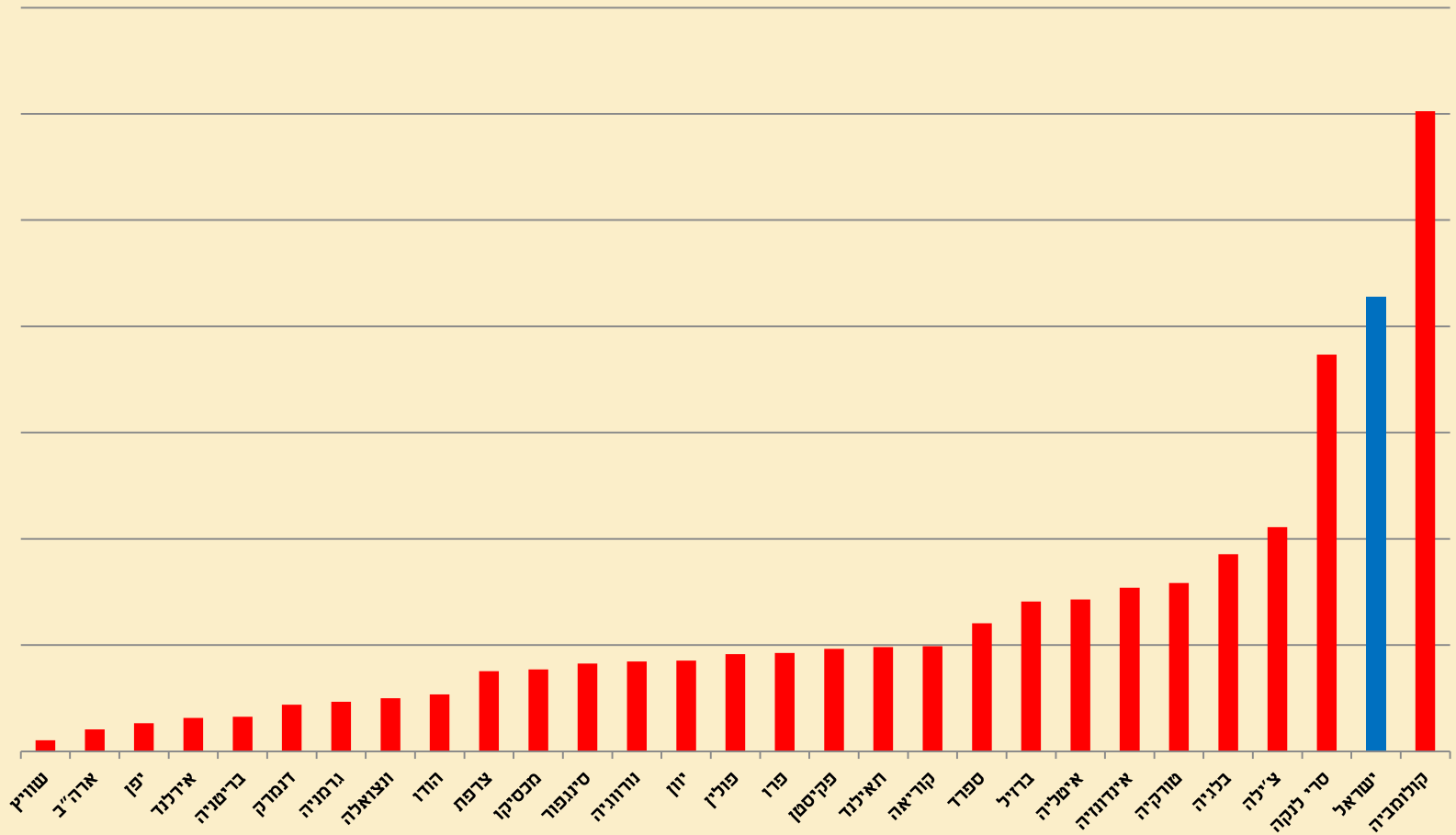
# נושא ההרצאה (2)

- אדון בארבעה נושאים:
  - מבנים פירמידאליים.
  - הפרדה בין קבוצות ריאליות ופיננסיות.
  - ריכוז ההשקעות בקרנות הפנסיה.
  - מינוף יתר והגנה על בעלי אג"ח קונצרני.

# פירמידות

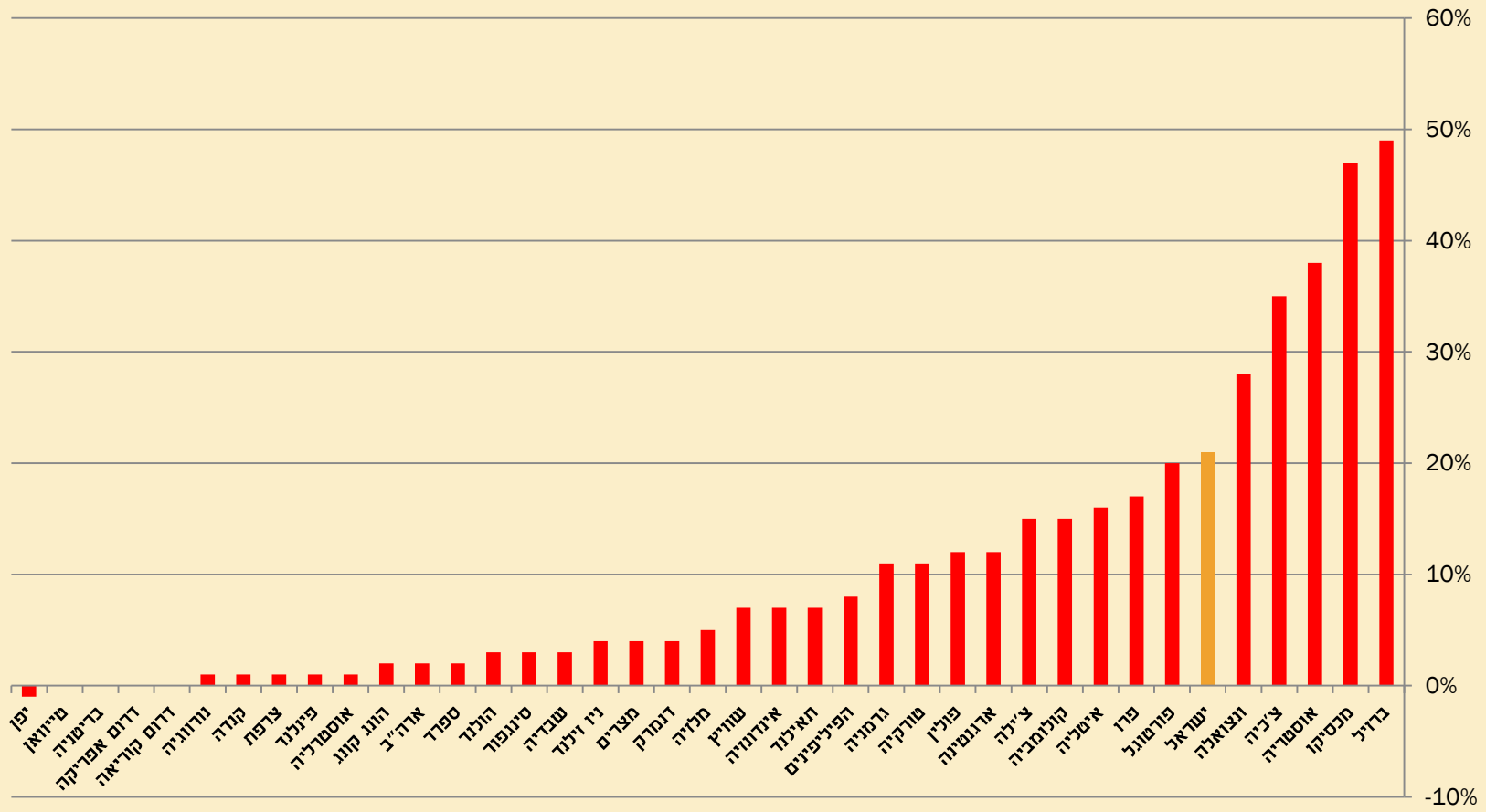


# רקע: מספר השכבות הממוצע - השוואה בינלאומית




**Source:** Masulis et al. 2011- Family Business Groups around the World: Financing Advantages, Control Motivations and Organizational Choices

# רקע: פרמיית השליטה הממוצעת - השוואה בינלאומית




**Source:** Dyck -Zingales (2004) ,Private Benefits Of Control: An International Comparison

# מבנים פירמידאליים: מה נעשה

- הועדה ראויה לשבח על כך שהחליטה לא להסתפק בשיפור משטר חברות בקבוצות קיימות, תוך קבלת המבנה הפירמידאלי שלהן כנתון, אלא להמליץ על התערבות מבנית: הגבלת מספר השכבות, לשתיים במבנים חדשים ושלושה במבנים קיימים.

# הצורך בהתערבות מבנית

- למרות שהגבלת מספר השכבות היא צעד חדשני, הנסיבות המיוחדות של ישראל מצדיקות התערבות מבנית כזאת:
  - ישראל "מובילה" בעומק הפירמידות שלה.
  - ישראל "מובילה" בגובה פרמיית השליטה, המשקפת את התועלת הפרטית שמפיקים בעלי שליטה.
  - כאשר פרמיית השליטה משמעותית, למבנים פירמידאליים יש נטייה לשרוד (ואף להתרחב) אפילו כאשר המשכיות המבנה הפירמידאלי אינה יעילה.
  - פירמידות מאפשרות עקיפה של האיסור על אפליה בזכויות הצבעה בין סוגי מניות הקיים בישראל מזה זמן רב.
  - ישראל כבר אינה מדינה מתפתחת שבה מבנה פירמידאלי יכול להיות נחוץ כדי להתמודד עם חסרונם של מוסדות ומנגנוני אכיפה חוזיים.

# מה נותר לעשות

- השלמת החקיקה המגבילה את מספר השכבות צפויה ליצור רווחי יעילות במשק ולשפר את ההגנה על המשקיעים.

- כצעד משלים ראוי לאמץ, לאחר תקופת מעבר הולמת, הגבלה לשתי שכבות גם עבור מבנים קיימים.

# הפרדה בין קבוצות פיננסיות וריאליות





# רקע

- בעקבות דו"ח ועדת ברודט בשנת 1995 נאסר על בנקים לשלוט בחברות ריאליות.
- אולם יצירת קומבינציה פיננסית-ריאלית בכיוון ההפוך לא הוסדרה: תאגידים פיננסיים משמעותיים במשק נשלטים ע"י קבוצות ריאליות (או בעלי שליטה שבידם נכסים ריאליים ופיננסיים).

# הפרדה: מה נעשה

- הצעת החוק שהוגשה בעקבות אימוץ המלצות ועדת הריכוזיות אוסרת על קומבינציות של תאגידים פיננסים משמעותיים (המנהלים נכסים בהיקף גבוה מ-40 מיליארד ש"ח) ותאגידים ריאליים משמעותיים (בעלי מכירות שנתיות או אשראי הגבוה מ-6 מיליארד ש"ח).

# מה נותר לעשות

- השלמת החקיקה תסייע בהתמודדות עם העיוותים והבעיות הנובעים מקומבינציות ריאליות-פיננסיות.
- כצעד משלים, ראוי לאמץ מגבלות חזקות יותר על בעלי שליטה ששולטים בתאגידים פיננסיים משמעותיים במיוחד (למשל, כאלו שנכסיהם עולים על 100 מיליארד שקלים) או בתאגידים ריאליים משמעותיים במיוחד (למשל, בעלי מכירות שנתיות או אשראי של למעלה מ-15 מיליארד שקלים).
- בעתיד, יש לבחון ולהתמודד עם העיוותים שנובעים מקומבינציות של ניהול כספים של אחרים (other people's money) יחד עם אספקת שירותים פיננסיים לקבוצות ריאליות תחת קורת הגג של קבוצה פיננסית אחת.

# הריכוזיות בהשקעות קרנות הפנסיה



# הבעיה (1)

- קרנות הפנסיה (ויתר קרנות החיסכון לטווח ארוך) משקיעות חלק משמעותי מתיקי ההשקעות שבניהולן במספר קטן של קבוצות ריאליות בשוק ההון הישראלי.
- ריכוזיות זו מחייבת את תשומת הלב של קובעי המדיניות. להגנה על החוסכים בקרנות הפנסיה ועל ערכן יש חשיבות ציבורית רבה בשל:
  - חוסר התחכום של רבים מהחוסכים.
  - תמריצי המס הניתנים ע"י המדינה לתיעול כספים לקרנות הפנסיה.
  - החשש שפגיעה בערך קרנות הפנסיה תחייב תמיכה ממשלתית.
  - החשש שלפגיעה בערך הקרנות יהיו השפעות סיסטמיות שיפגעו ביציבות המשקית.

# הבעיה (2)

- החששות לגבי ריכוזיות ההשקעות מתחזקים:
- לאור מסקנות ועדת חודק לפיהן לאג"ח הקונצרניות בישראל מבנה חוזי "באיכות נמוכה" שאינו מספק הגנה נאותה לבעליהן.
- החופש החוזי של בעלי שליטה בקבוצות עסקיות למשוך דיוידנדים מגדיל את הקורלציה (המתאם) בין הסיכונים של אג"ח שהנפיקו חברות שונות באותה קבוצה עסקית.

# מה נעשה ומה נותר לעשות?

- ועדת הריכוזיות הכירה בחשיבותו של הנושא והביעה דעתה כי "רמות המינוף וכן ריכוזיות האשראי במשק הישראלי מייצרות פוטנציאל להגברת הפגיעות הפיננסית והסיכון הסיסטמתי של המשק."

- חשוב לתרגם הכרה עקרונית זו למגבלות רגולטוריות אפקטיביות.

# הצורך בחיזוק הרגולציה הקיימת (1)

- המגבלות הנוכחיות – עד 10% מהתיק בקבוצה, ועד 40% מהתיק בחמש הקבוצות הגדולות ביותר – אינן מספיקות.
- המגבלות אינן מהוות אילוץ פרקטי ואינן מחייבות הקטנה של רמת הריכוזיות הנוכחית.
- אין סיבה לאפשר לקרן פנסיה המאגדת את חסכונותיהם לטווח הארוך של פרטים רבים להשקיע 40% מההון שבניהולה בחמש קבוצות ריאליות ישראליות.

# הצורך בחיזוק הרגולציה הקיימת (2)

- לקרנות הפנסיה יש נגישות לתפריט ענק של השקעות אפשריות מלבד הקבוצות הריאליות הגדולות של המשק הישראלי:
  - ני"ע של חברות ריאליות אחרות במשק הישראלי.
  - ני"ע של חברות פיננסיות במשק הישראלי.
  - ני"ע של חברות פיננסיות וריאליות ברחבי העולם.
  - אג"ח ממשלתי.
  - הלוואות ופיקדונות בבנקים.
  - השקעות בנדל"ן
  - הלואות למימון נדל"ן עסקי ופרטי.
  - קרנות Private Equity ו-Venture Capital.

# לקראת רגולציה אפקטיבית

- קובעי המדיניות צריכים לקבוע מגבלות משמעותיות שתוכלנה להביא להקטנת ריכוזיות ההשקעות.
- קביעה המגבלות יכולה להתבסס על המגבלות המשמעותיות יותר שכבר חלות בהצלחה על ריכוזיות האשראי בבנקים.
- ניתוח שמתבסס על המגבלות שמוטלות על הבנקים מביא למסקנה כי, לפחות לאחר תקופת מעבר מתאימה, המגבלות על קרנות הפנסיה צריכות להיות, לכל הפחות, כאלה שימנעו:
  - החזקה של מעל 5% מהתיק בני"ע של קבוצה ריאלית אחת.
  - החזקה של למעלה מ-25% מהתיק בני"ע של הקבוצות הריאליות הגדולות.

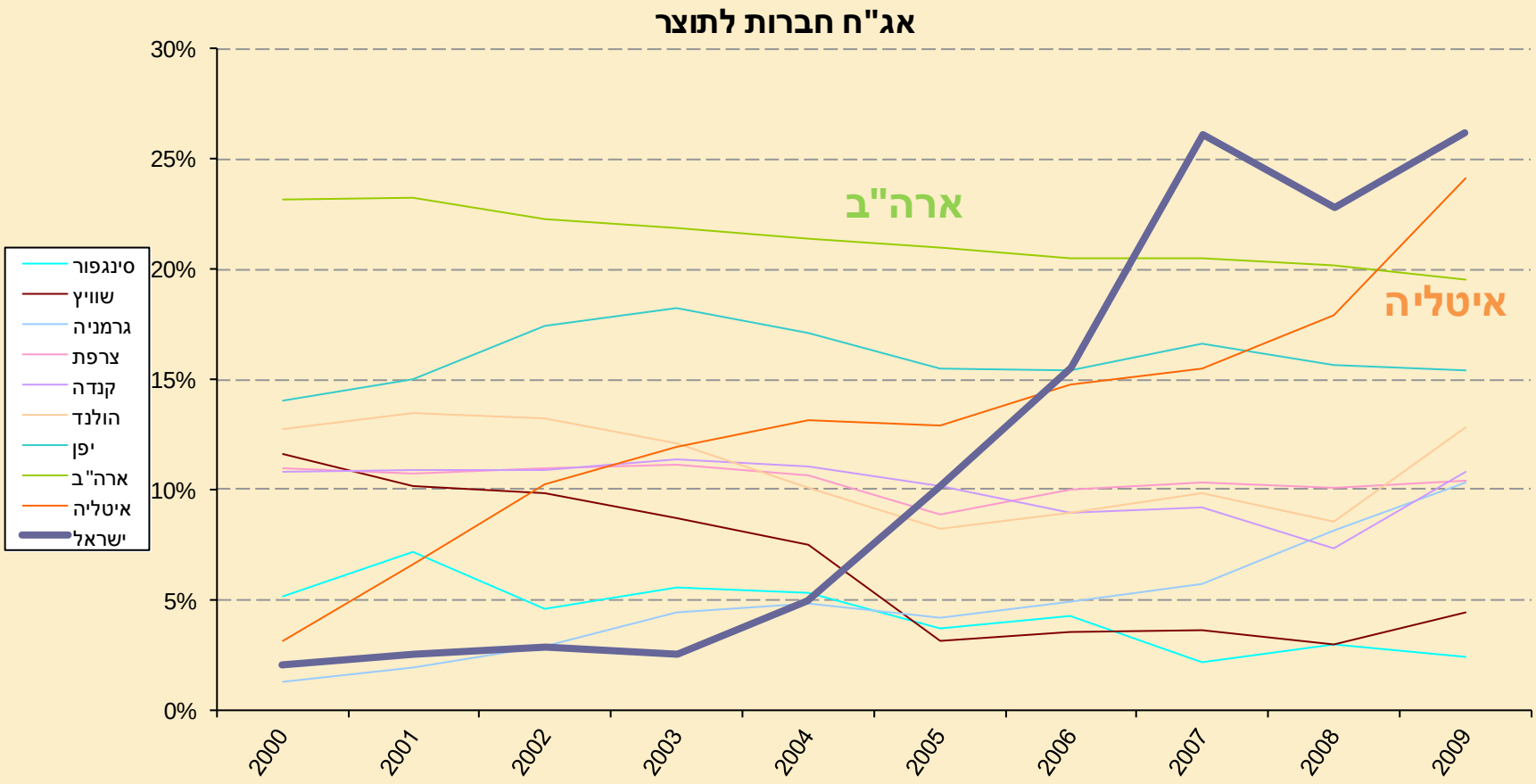
# מגבלות אפקטיביות יועילו לחוסכים ולמשק

- המגבלות יקטינו את סיכון לחוסכים ואת הסיכון הסיסטמי ליציבות הפיננסית.
- חלק מהזדמנויות ההשקעה בישראל, שכעת מנוצלות ע"י הקבוצות הגדולות אך ורק בשל זרימת כספי הפנסיה אליהן, ינוצלו ע"י קבוצות אחרות.
- לגבי כספי הפנסיה שזרמו לקבוצות הגדולות לשם השקעה בחו"ל, אין סיבה להניח שהתיווך של הקבוצות הישראליות הוא הדרך האופטימלית להשקעת כספי החוסכים בחו"ל.

# מינוף והגנה על בעלי אג"ח קונצרניות



# אג"ח חברות (קונצרני) ביחס לתוצר בהשוואה בינלאומית




**מקור: צבי אקשטיין**

# המבנה החוזי הנחות של אג"ח קונצרניות

- ועדת חודק הגיעה למסקנה כי לאג"ח הקונצרניים במשק הישראלי מבנה חוזי שלו "איכות מוצר" נמוכה, בשל חסרונן של תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות מקובלות להגנה על בעלי האג"ח.
- בפרט, חסרות הגבלות סטנדרטיות אפקטיביות על הקטנת "כרית הביטחון" של בעלי האג"ח באמצעות:
  - משיכת דיבידנדים בהיקף ניכר.
  - שיעבוד נכסים קיימים לטובת נושים חדשים.

# העלויות למשק ולמשקיעים

- מינוף יתר: לבעלי השליטה תמריץ להגדיל את החוב.
- רמה גבוהה מידי של לקיחת סיכונים.
- משיכת דיבידנדים גבוהה מידי, המביאה לרמות הון והשקעה נמוכות מידי.
- חברות עם הון עצמי שלילי וסיכון ממשי לחדלות פרעון ממשיכות להתנהל זמן רב מידי בלי לפעול להשגת הסדר או ארגון מחדש.
- "תספורות" תוך כדי השארת בעל השליטה במקומו.

# "תספורות" – הבעיה

- "תספורות" – אי תשלום חוב במלואו – הן בלתי נמנעות וקיימות בכל הכלכלות ובכל הזמנים: חוסר היכולת של חברות לפרוע חובות באופן מלא אינו ייחודי לישראל.
- כן ייחודי לישראל: השמירה של בעלי השליטה על שליטה מלאה גם לאחר אי פרעון חובות כמעט בכל הסדרי החוב.
- דפוס התנהגות זה מעלה חשש משמעותי שהטיפול בהסדרי חוב מוטה לטובת בעלי השליטה (בשל הכללים המשפטיים החלים, התנהגות המשקיעים המוסדיים, או שניהם).

# "תספורות" – מה לעשות

- הצעת החוק של משרד המשפטים הולכת בכוון הנכון של התמודדות עם ההטיה הקיימת לטובת בעלי השליטה. יש לחזקה ולאמץ הסדרים המשפטיים אשר:
- ראשית, יבטיחו בדיקה הולמת של האפשרויות לקבלת הצעות מתחרות מבעלי שליטה אלטרנטיביים – וימנעו מהשליטה להישאר בידי השליט הנוכחי בכל מקרה בו יתברר כי מצב בעלי האג"ח יוטב ע"י הזרמת הון מבעל שליטה אלטרנטיבי.
- שנית, במקרה שבעל השליטה נשאר במעמדו, יבטיחו שבעל השליטה לא יזרים לחברה ו/או לבעלי האג"ח ערך שיפחת מסך:
  - ערך המניות שתישארנה בידיו, ו-
  - ערך הוויתור על התביעות כלפיו.
- יתנו כלים אפקטיביים להחזרה לחברה של משאבים שהוצאו מהחברה באמצעות תשלומי דיבידנד ובדרכים אחרות בשנים שקדמו לאי-פירעון החובות.

# חברות בקשיים כספיים – הבעיה

- בגלל חסרונן של תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות כמקובל בעולם, חברות מגיעות להסדר מאוחר מידי.
- חברות בקשיים יכולות להימנע מארגון מחדש כל עוד הן עומדות בתשלומים המידיים גם כאשר הכתובת על הקיר ברורה והסיכוי לאי-פרעון חובות בעתיד גבוה.
- תקופת דמדומים ארוכה פוגעת בבעלי האג"ח ובמשק: חברות מתנהלות תקופה ארוכה עם בעל שליטה שלו תמריצים לא יעילים לקחת סיכונים, להוציא כספים, ולמשוך זמן גם על חשבון פגיעה בכרית הביטחון של הנושים הקיימים.

# חברות בקשיים כספיים – מה לעשות

- לאמץ הסדרים שיעודדו או יחייבו חברות שהסיכוי שלהן לא לפרוע את מלוא החובות גבוה לא לדחות את הכניסה להסדר או ארגון מחדש (על חשבון היעילות המשקית וההגנה על בעלי האג"ח).

# ההגנה על בעלי אג"ח עוד לפני כניסה לקשיים כספיים – מה לעשות

- חיזוק משמעותי של המגבלות הקיימות על משיכת דיבידנדים כדי למנוע משיכות במצבים של סיכון ממשי לאי פרעון חובות.

- החלת המלצות ועדת חודק לגבי כל אג"ח מונפקות – מן הראוי לסגור את הפרצה הנובעת מאי החלה על הנפקות אג"ח חדשות המבוססות על הרחבת סדרה קיימת.

# סיכום

- למשק הישראלי הצלחות רבות, ועומד לרשותו הון אנושי מעולה  בעל יכולות, כישרון, יוזמה ותושייה.
- יחד עם זאת, כדי למצות את מלוא הפוטנציאל של המשק, יש לטפל בשורה של בעיות מבניות.
- השלמת החקיקה שהומלצה ע"י ועדת הריכוזיות, והצעדים המשלימים שסקרתי בהרצאה זו, יתרמו להתמודדות עם בעיות מבניות אלו.