



א' בחשוון ה'תש"פ
19 ספטמבר 2020

לכבוד,
ד"ר משה ברקת
הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון
רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון

שלום רב,

הנדון: חשיפת זהות התאגידים הלוויים באפיק ההלוואות הפרטיות הניתנות על ידי הגופים

המוסדיים

תקציר

1. כחלק מהפעילות המניבה תשואה עבור העמיתים בקרנות החיסכון לטווח ארוך, הגופים המוסדיים פועלים בשוק החוב ומספקים הלוואות פרטיות לגופים עסקיים. הלוואות אלו ניתנות לתאגידים באופן מותאם, כאשר תנאי ההלוואה מוסדרים בחוזה בין הגוף המוסדי (המלווה) לתאגיד ההלוואה.
2. היקף ההלוואות הפרטיות למגזר העסקי עומד על כ- 85 מיליארד שקלים, מהווה כ- 4.1% מסך החיסכון לטווח בינוני ארוך של הציבור¹ וצומח בקצב שנתי ממוצע של כ- 12.2%². כתוצאה מצמיחה מהירה זו של ההלוואות הפרטיות, שווי תיקי האשראי באפיק זה עקף בתחילת השנה הנוכחית את היקף ההחזקות באג"ח קונצרני (ראה נספח א').
3. על אף משקלו הגדול, זהו אפיק ההשקעה היחיד שאיננו מחויב בשקיפות מלאה כלפי הציבור, והגופים המוסדיים פטורים מגילוי זהותו של התאגיד המלווה. משמעות הדבר היא להלן:
 - א. נתח בלתי מבוטל מתיק החיסכון של הציבור, הגדל בקצב דו-ספרתי ומאופיין בסיכון, מתנהל במחשכים ובאופן שעלול לפגוע בזכויות ציבור החוסכים ואף לסכן את כספו.
 - ב. פגיעה ביכולתו של החוסך להגן על האינטרס האישי שלו, וכפועל יוצא, בזכות הקניין שלו.
 - ג. נשללת מעמיתים האפשרות לבחון את רמת הסיכון הגלומה בתיק ההשקעות, כמו גם את ההתאמה לעולם הערכים שלו, ובמקרים רבים משקפת את התנהלותו של הגוף המנהל כאשר הוא נדרש לייצג באופן אקטיבי את האינטרס של כלל העמיתים.
 - ד. פוטנציאל הכנסת שיקולים זרים להחלטות ההשקעה, וכפועל יוצא - הגדלת הסיכון בתיק החיסכון של הציבור.
4. על אף הטענה להצדקת חוסר השקיפות, לפיה חשיפת זהות הלוויים תייצר חיסרון יחסי מול הבנקים המתחרים כלפי אותם נוטלי אשראי עסקי - קיימים מספר גופים מוסדיים, שבחרו שכן לחשוף את זהות הלוויים. השקיפות המלאה בגופים אלה, מוכיחה שלא רק שאין ממש בטענה זו, אלא שהפער ברמת השקיפות בין גופים מוסדיים עלולים לעורר חשדות בנוגע לסיבת ההסתרה של זהות הלוויים, ולפגוע באמון העמיתים בגוף המנהל.

¹ הממונה על שוק ההון: פורסם הרכב הנכסים של חברות הביטוח, קרנות הפנסיה וקופות הגמל. [כאן](#)
² בנק ישראל: יתרות החוב של הלוויים במשק (האשראי מנקודת ראות הלוויים), אומדן חודשי. [כאן](#)



5. לאור זאת, אנו מבקשים מהממונה על שוק ההון, לחייב את הגופים המוסדיים לחשוף בדוח הנכס הבודד, המפורסם מדי רבעון,³ את זהות הלווים באפיק ההלוואות הפרטיות.⁴
6. להלן נציג את טיעוננו באופן מפורט.

זהות הנושאים בסיכון

1. זכות החוסך לדעת את זהות הלווים באפיקי החיסכון הפנסיוני נובעת מעצם היותו הנושא בסיכון. בשונה מפיקדון בנקאי, בו מתחייב הבנק בחוזה להשיב לכל מפקיד את סכום ההפקדה בצירוף הריבית הקבועה בחוזה, בחיסכון פנסיוני התשואה אינה מובטחת, כך שעל החוסך לבחור את הגוף המוסדי, את המוצר ואת המסלול, אשר לדעתו צפוי להשיג עבורו את התשואה המרבית ביחס לסיכון הרצוי.
 2. אי-חשיפת זהותם של הלווים מונעת מהחוסך הנושא בסיכון מידע מהותי הדרוש לשם תמחור הסיכון הגלום, לא רק בתיק ההלוואות, אלא בתיק המנוהל בכלל. להלן יוצגו מספר מגבלות המונעות את תמחור הסיכון של התיק עקב אי חשיפת זהותם של הלווים:
 - א. לא ניתן לדעת מהי החשיפה ללווה יחיד או לקבוצה עסקית אחת, ביחס לכלל הנכסים בהם מושקע הגוף, ובכך לא ניתן להעריך את רמת הפיזור בתיק.
 - ב. לא ניתן לתמחר את סיכון ההלוואות, לאור העובדה שקיימות הלוואות לא מדורגות או הלוואות בדירוג פנימי.
 - ג. לא ניתן להעריך את רמת הפיזור של כלל תיק השקעות, ותיק ההלוואות בפרט, עקב אי-סיווג סוגי הלוואות לפי ענף הפעילות.
 - ד. לא ניתן להעריך את רמת ניגודי העניינים בין השקעות באפיק ההלוואות הפרטיות, לבין השקעות באפיקים אחרים, כגון מניות או אג"ח קונצרני.
 3. בעניין זה יודגש, כי מובן שלא כל עמית מתעמק בתיק החיסכון הפנסיוני שלו עד לרמת הנכס הבודד. אולם, בעולם הייעוץ הפיננסי קיימים שחקנים המספקים לציבור החוסכים תובנות תומכות החלטה. בין השחקנים אלה ניתן למנות חוקרים, עיתונאים, פעילים חברתיים יועצים פנסיונים ופיננסיים וחברות FinTech.
- לפיכך, פרסום זהות הלווים באפיק ההלוואות הפרטיות יביא לטיוב יעיל יותר של החיסכון לטווח ארוך, בהתבסס על שקלול התשואה וביחס לסיכון הגלום בתיק המנוהל.**

אור השמש וביקורת ציבורית

4. הגוף המוסדי פועל בהתאם למדיניות ההשקעה שנקבעת על ידי וועדות ההשקעה, שהחלטותיה אינן שקופות ברובן, ולעמית לא מוענקת הזכות לקבוע את אופן ההקצאה בתיק ואת הכנסים הנרכשים בשמו. במבנה זה, נשללת מהעמית הזכות להתערב בשיקולי ההשקעה ו/או בקביעת מדיניות ההשקעה. זאת, על אף היותו כאמור הנושא בסיכון הגלום בהשקעה, ועל אף זכותו הקניינית לנהל את נכסיו עפ"י העדפותיו הכלכליות ולפי עולם הערכים שלו.

³ חוזר גופים מוסדיים 14-9-2015: חוזר גופים מוסדיים ברמת הנכס הבודד.
⁴ הכוונה ללווי הקצה, ולא ללווי ביניים, כגון מתווכים פיננסיים



5. האיזון בין הצורך לאפשר לגוף המוסדי לפעול לטובת כלל העמיתים בקרן ובין זכויותיו של כל עמית ועמית כפרט, מתקיים באמצעות החובה לשקיפות. פירוט נכסי הקרן עד לרמת הנכס הבודד מאפשר לעמית לבחון את רמת הסיכון הגלומה בתיק ההשקעות, את ההתאמה לעולם הערכים שלו, ובמקרים רבים אף את התנהלותו של הגוף המנהל, כאשר הוא נדרש לייצג באופן אקטיבי את האינטרסים של כלל העמיתים בקרן.
6. לעומת זאת, חוסר השקיפות באפיק ההלוואות הפרטיות איננו מאפשר לעמית לבחון את התנהלותו של הגוף המנהל, ובמקרים של הסדרי חוב, אפילו אין ביכולתו של העמית לדעת האם בוצע הסדר חוב בתאגיד שנטל הלוואה פרטית. הדברים אף יותר רלוונטיים בימים אלו, לאור הליכי הסדר חוב בעקבות משבר הקורונה.
7. נוסף ונאמר, כי העובדה שחלק מהגופים המוסדיים בחרו לפרסם את זהות הלווים, מאירה באור שלילי אותם גופים שעדיין 'מתעקשים' לנהל את כספי העמיתים באפיק ההלוואות הפרטיות במחשכים. פער שכזה ברמת השקיפות, עשויים לעורר חשדות בנוגע לסיבת ההסתרה של זהות הלווים לפגוע באמון העמיתים בגוף המנהל.

לפיכך, חשיפת זהות הלווים באפיק ההלוואות הפרטיות תאפשר לבחון את התנהלותו של הגוף המוסדי באמצעות שחקנים במרחב הציבורי (חוקרים, עיתונאים, פרשנים, פעילים חברתיים ועוד), תאפשר לחוסך להחליט האם ברצונו להמשיך לנהל את כספו באותו הגוף ותפעיל למעשה רגולציה של שוק.

ארביטראז' רגולטורי

8. תיק הנכסים של הגופים המוסדיים מורכב מאפיקי השקעה מגוונים, כאשר ההלוואות הפרטיות הן רק רכיב אחד. ההחלטה לגבי היקף ההשקעה באפיק כזה או אחר צריכה להתבסס אך ורק על השוואת התשואה ביחס לסיכון בין אפיקי ההשקעה השונים.
9. בפני הגופים המוסדיים המעוניינים לפעול בשוק החוב עומדים שלושה אפיקי השקעה שונים: הראשון, שוק החוב הסחיר, בו התאגידים המלווים מנפיקים אגרות חוב ציבוריות הנסחרות בבורסה; השני, שוק החוב הלא סחיר, בו התאגידים המלווים מנפיקים אגרות חוב למשקיעים מסווגים בלבד; השלישי, הלוואות פרטיות. בשני האפיקים הראשונים, אג"ח קונצרני סחיר ולא סחיר, הגופים המוסדיים מחויבים בשקיפות מלאה. קרי, פירוט שמות הנכסים, זהות הגוף המנפיק וענף הפעילות. לעומת זאת, באפיק הלוואות פרטיות, הגוף המוסדי איננו מחויב בגילוי פרטים אלה.
10. הפטור מגילוי זהות הלוואה באפיק אחד בלבד, מתוך שלושת אפיקי ההשקעה בשוק החוב, יוצר ארביטראז' רגולטורי, ואף עלול ליצור מוטיבציה להעדפת מתן אשראי דרך הלוואות פרטיות על פני רכישת אג"ח סחיר או לא סחיר, ולערב שיקולים זרים - מעבר להשוואת תשואה ביחס לסיכון של אלטרנטיבות ההשקעה. סיכון זה גובר, כאשר מתן הלוואה כרוך בניגודי עניינים, עלייה בחשיפה ללווה בודד, או לווה המאופיין בסיכון גבוה.

לפיכך, פרסום זהות הלווים באפיק ההלוואות הפרטיות יאין את הארביטראז' הרגולטורי שנוצר בפעילות המוסדיים בשוק החוב, ויימנע הכנסת שיקולים זרים להחלטות ההשקעה.

תחרות מול הבנקים

11. הטיעון העיקרי העומד בבסיס התנגדויות לחייב את הגופים המוסדיים לחשוף את זהות הלווים באפיק ההלוואות הפרטיות, הוא הרצון שלא ליצור מצב בו הגופים המוסדיים נמצאים בחיסרון יחסי אל מול הבנקים.⁵ הבנקים

⁵ פרוטוקול מס' 16, ישיבת ועדת החקירה הפרלמנטרית להתנהלות המערכת הפיננסית בהסדרי אשראי ללווים עסקיים גדולים. יום ראשון, כ"ט בטבת התשע"ט.



הם המתחרים ישירים שלהם, ואינם מחויבים לחשוף את זהות המלווים בתיק האשראי העסקי. הנחת היסוד העומדת ברקע הטיעון, היא שבשל חובת הסודיות, גופים עסקיים יעדיפו אשראי בנקאי על פני אשראי מוסדי. טענה זו משוללת יסוד מהסיבות הבאות:

א. קיימים מספר גופים מוסדיים, שכן בחרו לחשוף את זהות הלווים העסקיים באמצעות פרסום ה-ח.פ. של הגוף הלווה (ראה נספח ב'), כשבין גופים אלו נתן למצוא את מנורה, כלל, מיטב-ד"ש ופסגות. עצם ההחלטה של מספר גופים מוסדיים מובילים, המתחרים בשוק האשראי העסקי, לחשוף את זהות הלווים, בזמן שמתחריהם הישירים - גופים מוסדיים אחרים בנקים - אינם עושים כן, איננה מתיישבת עם טענת הנחיות התחרותית הנובעת מאליו מפרסום זהות הלווים. אם כך הדבר, ניתן היה לטעון כי הגופים המוסדיים המפרסמים את זהות הלווים חוטאים למטרתם להשיאה תשואה מיטבית עבור העמיתים.

הבנקים והגופים המוסדיים פועלים יותר בשיתוף פעולה מאשר בתחרות, דרך עסקאות סינדיקציה או קונסורציום: שיתוף הפעולה בין הגופים המוסדיים לבנקים בעסקאות סינדיקציה וקונסורציום מבוסס על היכולת של הראשונים להעניק מימון ארוך טווח ורמת המומחיות הגובה של השניים במתן אשראי. כפועל יוצא, 60% מסך האשראי המוענק לתאגידים באפיק ההלוואות הפרטיות הינו באמצעות הצטרפות לעסקת סינדיקציה או קונסורציום. עוד נציין, כי הגופים המוסדיים שבחרו כן לחשוף את זהות הלווים עשו זאת גם בעסקאות הסינדיקציה הקונסורציות, כך שלא ניתן לטעון כי חשיפת זהותם של הלווים תפגע בשיתופי הפעולה על הבנקים.

לסיכום

12. שקיפות מלאה באשר לזהות התאגידים הלווים מקרנות החיסכון לטווח ארוך, במסגרת אפיק הלוואות הפרטיות, הינה תנאי הכרחי למימוש זכותו של העמית להגן על כספו. שקיפות זו תאפשר לעמית לבחון את רמת הסיכון הגלומה בתיק ההשקעות, את ההתאמה לעולם הערכים שלו, ובמקרים רבים את התנהלותו של הגוף המנהל כאשר הוא נדרש לייצג באופן אקטיבי את האינטרסים של כלל העמיתים.

לפיכך, יש לחייב את הגופים המוסדיים בגילוי זהות התאגידים הלווים (שם תאגיד ו- ח.פ.), במסגרת דוח הנכס הבודד המפורסם מדי רבעון לציבור החוסכים.

בברכה,

ד"ר הראל פרימק

משה קאשי

יו"ר משותף

אחראי תחום פיננסים

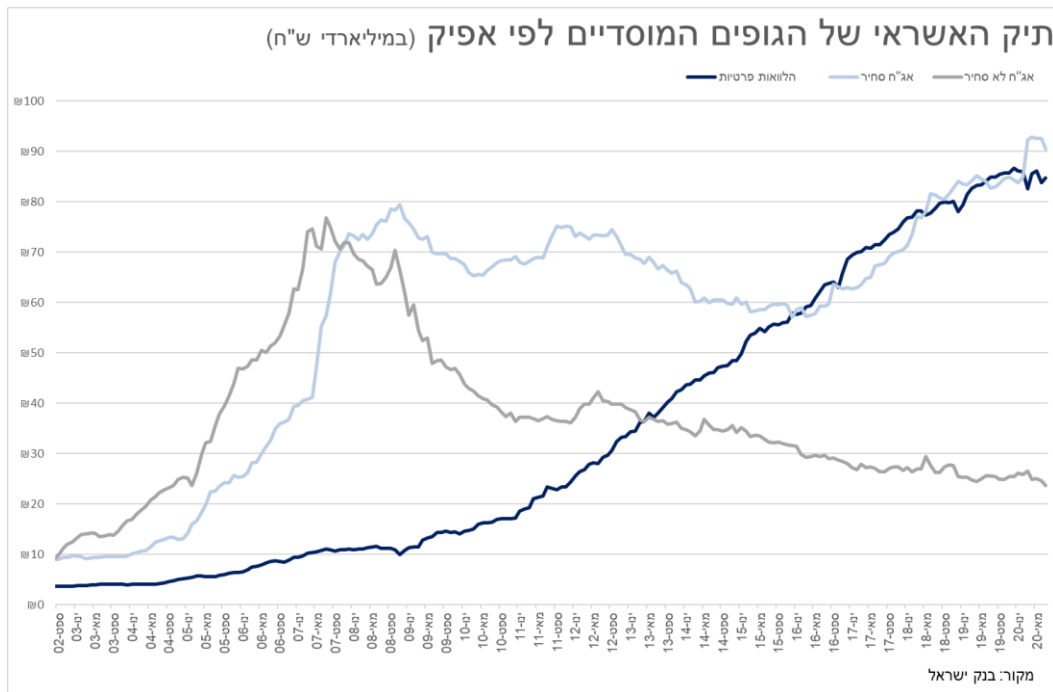
צדק פיננסי

לובי 99



נספחים

נספח א' – תיק האשראי של הגופים המוסדיים.



נספח ב – גילוי זהות הלווה באפיק הלוואות מתואמות

1. דוגמה: גיליון 'הלוואות' בדוח נכס בודד של חברת מנורה מבטחים פנסייה וגמל.

