

8 בפברואר 2015

לכבוד

גבי דורית סלינגר  
הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון  
משרד האוצר

שלום,

### הנדון: להקים "ועדת חודק" לאג"ח מגובות-משכנתאות

לאחרונה מנהל בנק ישראל הליך להסדרת איגוח של תיקי משכנתאות והלוואות בנקאיות לידי הציבור, והנפקתן בתור אג"ח מגובות-משכנתאות (MBS). אג"ח כאלו כבר קיימות למעשה בשוק, ואינן דורשות הליך חקיקה או תקינה חדש. עם זאת, לאור חשיבותם ורגישותם של תיקי הפנסיה של הציבור, רכישה על ידם מחייבת זהירות מיוחדת.

עמדתנו היא שאין להגביל את צד ההיצע, כלומר אין אנו מתנגדים לקיומו של שוק עמוק ומשוכלל של אג"ח ומכשירי השקעה אחרים זמינים למשקיעים בשוק ההון הישראלי, ולגופים המוסדיים בפרט. במצבים מסוימים, רכישת אג"ח כאלה יכולה להיות עניין של Win-Win. משום כך, פורום החוסכים לפנסיה לא הגיב, במכוון, לטיוטה שפירסם הצוות לקידום האיגוח בישראל, אשר נוהל ע"י בנק ישראל. עם זאת, בניגוד למשקיעים רגילים בבורסה ולקרנות נאמנות, רכישה על-ידי גופי הפנסיה דורשת כללי זהירות מיוחדים, בדומה לכללים שנקבעו בוועדת חודק.

רבות נכתב ונאמר על חלקן המשמעותי של אג"ח מגובות-משכנתאות (MBS-Mortgage based securities) ושל מכשירים פיננסיים נוספים, שהתבססו בין היתר עליהן כגון CDO (Collateralized-debt obligation) במשבר שהחל ב-2007 בארה"ב כמשבר הסאב-פריים, והפך למשבר פיננסי עולמי. העובדה שמי שהחזיק בתיק ההלוואות היה, ברוב המקרים, לא הגורם המקורי שנתן את ההלוואה או המשכנתא, גרמה שורה של בעיות: 1. סיכון מוסרי – המלווה המקורי לא ביצע סינון ממשי של הלווים על-פי יכולת החזר, בידיעה שההפסד, אם וכאשר יתרחש, כבר יפול על מישהו אחר. ספק אם אחזקה של 10% מספיקה כדי להבטיח מצב שונה. 2. חוסר ידיעה – קוני האג"ח לא קיבלו נתונים ריאליים וברורים של איכות החוב, יחס חוב/בטחונות ויכולת החזר. משום כך לא יכלו לתמחר את הסיכון באופן הולם, ובדאי ידוע לך שגם חברות הדירוג לא דירגו את חלק גדול מהחוב באופן הולם. 3. חשיפה מערכתית ותגובת שרשרת – בעת ירידה משמעותית בשווי הנדל"ן, זה גורר גל של מימוש בטחונות, היצעי נדל"ן למימוש מהיר, וירידה נוספת במחירים, שהופכת חובות נוספים לחובות בסיכון וכן

הלאה. 4. סלקציה שלילית – במקרים מסוימים נבחרו ונמכרו במכוון האג"ח שאיכותן טובה פחות, מבלי ליידע בכך את הקונים.

ההצעה שנדונה בוועדה עלולה לייצר מספר חסרונות: ניגודי אינטרסים בין הגופים המוסדיים, שהבנקים משמשים כמשווקים ומייעצים של מוצריהם, ולפיכך יהיה להם אינטרס לקדם מוצרים של הבנקים, לבין הציבור. כמוכן שעל המוסדיים להיזכר ממלכודת של סיכון גבוה, מתוך רצון להשיג תשואות. כמו כן עליהם להעדיף אג"ח מגובות בהלוואות שהבנקים מתחייבים להמשיך להחזיק שיעור גבוה יותר מתוכם, ובכך להקטין את הסיכון המוסרי. ברמה המערכתית, המודלים של ניהול הסיכונים צריכים לקחת בחשבון תסריט של משבר בתחום הנדל"ן, שישפיע הן על תיק המשכנתאות, והן על מניות ואג"ח של חברות נדל"ן שתיק הפנסיה מושקע בהן ישירות, ואולי אף על תיק הנדל"ן המניב.

מתוך ראייה שלהשקעה במשכנתאות יכולות להיות גם יתרונות, כגון גיוון והעמקת תיק האשראי, פיזור בין לווים ובחלק מהמקרים גישה לאג"ח בסיכון נמוך בריבית טובה יותר מזו שקיימת כיום בשוק האג"ח הסחיר בתל-אביב, אנו סבורים שיש מקום להקים ועדה, בסגנון ועדת חודק, שתקבע פרמטרים לבדיקה ובחינה של רכישה של אג"ח כאלו. כיוון שמשכנתאות שניתנות למספר גדול של משקי בית הן שונות במהותן מאג"ח קונצרניות, המהוות הלוואה ללווה עסקי בודד, לא ניתן ליישם את מסקנות חודק כפי שהן על אג"ח מגובות משכנתאות.

כמו כן, אנו מבקשים להימנע מלחזור על הטעות שנעשתה בהרכב ועדת גולדשמידט, שבה יוצגו הגופים המוסדיים, שאת פעילותם אמורה הוועדה להנחות ולהגביל, אך לא יוצגו גורמים ציבוריים שעניינם הגנה על כספי הציבור המושקע בכספי הפנסיה ובשוק ההון. עם התוצאה של חוסר שקיפות טוטלית אנו נאלצים להתמודד בימים אלה.

בכבוד רב,

רועי מימרן

יו"ר פורום החוסכים לפנסיה בישראל

כתובת: רח' בורלא 42 ת"א 6936444

טלפונים: 03-6991320, 054-4574602

פקס: 03-6999824

דוא"ל: [roy@pension.org.il](mailto:roy@pension.org.il)