

## תיבה 2: בנקאות צל

בנקאות צל<sup>1</sup> היא פעילות תיווך אשראי חוץ-בנקאית. בבנקאות הצל גלומים יתרונות רבים, ובראשם הגדלת היצע האשראי במשק והנגשתו לציבור רחב של לווים. עם זאת גלומים בפעילות זו גם סיכונים, שעלולים להשפיע על היציבות הפיננסית ועל המשק. הסיכונים משמעותיים במיוחד כאשר מדובר בגוף המבצע פעילויות הדומות לפעילויות בנקאיות, וכאשר רמת הקישוריות של בנקאות הצל עם המערכת הבנקאית הרגילה גבוהה. כדי למזער סיכונים אלו נדרשת הערכה של היקף בנקאות הצל ושל הסיכונים הגלומים בה.

להלן נתאר את ענף תיווך האשראי החוץ-מוסדי. נגדיר חברות תיווך אשראי חוץ-מוסדי כחברות שעיסוקן המרכזי הוא העמדת אשראי, והן אינן בנקים, חברות ביטוח, קרנות פנסיה או קופות גמל. נתמקד בחברות אלו לנוכח שינויים רגולטוריים ההולכים ומתהווים, אשר נוגעים לאסדרה של ענף תיווך האשראי החוץ-מוסדי.

נדגיש את חשיבותו של פיקוח יציבותי מאוזן על מוסדות בנקאות הצל, בנוסף על פיקוח צרכני. פיקוח יציבותי מתאים יצמצם את הסיכונים הגלומים בבנקאות הצל ויחד עם זאת יאפשר לשוק זה להמשיך להתקיים ולהתפתח. כך יוכל הציבור ליהנות בבטחה מן היתרונות הגלומים בפעילות האמורה.

### סיכום ומסקנות

היקף פעילותה של בנקאות הצל, ובפרט של תיווך האשראי החוץ-מוסדי בישראל, נכון להיום, אינו משמעותי, אולם אנו צופים המשך צמיחה מואצת בפעילות זו, ולכן חשוב כבר כעת לעצב את המדיניות הרצויה בתחום זה.

לבנקאות הצל יתרונות בכל הקשור להגדלת מקורות האשראי והנזילות במשק, בין השאר, לאנשים וישויות שמערכת הבנקאות המסורתית חסומה בפניהם. בנקאות הצל אף תורמת להגברת התחרות בתוך המערכת הפיננסית. ואולם, לצד יתרונות אלו ישנם סיכונים רבים הגלומים בפעילות בנקאות הצל, ובפרט בתיווך האשראי החוץ-מוסדי, שיש להם השלכות יציבותיות על המערכת הפיננסית כולה, ועלולים להביא למחנק אשראי שיפגע גם בסקטור הריאלי. סיכונים אלו אינם נחלתה הבלעדית של מערכת בנקאות הצל. הם מאפיינים את כלל מערכת תיווך האשראי, שבמרכזה בנקים וגופים מוסדיים, אך להבדיל מבנקאות הצל, הפיקוח על בנקים ועל גופים מוסדיים פועל למזעור וניטור של סיכונים יציבותיים אלו. בהעדר מנגנוני פיקוח יציבותי מתאימים, בנקאות הצל, ובפרט פעילותם של מתווכי האשראי החוץ-מוסדי, היא שברירת ופחות יציבה מפעילות בנקאית מסורתית.

מימון באמצעות אג"ח סחירות מהציבור מעצים את הסיכונים הגלומים בפעילות בנקאות הצל: ראשית, האי-סימטריה במידע בין הלווה למלווה מצמצמת את יכולתו של הציבור לפקח על ההשקעה ומגבירה את היכולת של הגוף הפיננסי לקחת סיכונים יתר. גם הסכנה מפני תגובת יתר והדבקה עולה. שנית, כיוון שמדובר על מימון באמצעות כספים שעל המוסד הפיננסי להשיב לציבור המשקיעים<sup>2</sup> הוא תלוי במצב השווקים וביכולת למחזר בהם את החוב. לפיכך, במקרה של זעזוע חיצוני שיגרורם לקיפאון בשווקים או במקרה של אובדן אמון במוסד הפיננסי: הוא יתקשה לגייס מימון חדש לגלגול החוב, וכך, נוסף על הקיפאון במתן האשראי המוסדות יתקשו לעמוד בהתחייבויותיהם. בעיה זאת מוחרפת ככל שמח"מ ההתחייבויות קצר יותר וככל שהפער בין מח"מ ההתחייבויות לזה של הנכסים גדול יותר. סחירות האג"ח יכולה לגרום למכירת חיסול, וכך יפגע שווי האג"ח, דבר שיקשה עוד יותר על גיוס עתידי, על עמידה בהתחייבויות ועל העמדת אשראי. שלישית, מימון בדרך זו מגביר את היקף הפעילות הפוטנציאלי של הגוף ואת המינוף, וכך גם את כלל הסיכונים הגלומים בו. ואכן, כפועל יוצא מסיכונים אלו מוחלת באירופה על מתווך המנפיק אג"ח לצורך מתן אשראי רגולציה דומה לזו שהיא מחילה על בנקים, גם אם היא מקלה יותר.

<sup>1</sup> המונח "בנקאות צל" אינו מבטא יחס שלילי או ביקורתי אל בנקאות זו. מונח זה שגור בספרות המקצועית, כפי שמובהר במסמכים שמפרסם ה-FSB (Financial Stability Board) בנושא.

<sup>2</sup> באשר למקורות מימון מהציבור שיש להשיבם נבחין בין מימון באמצעות פיקדונות עו"ש לבין מימון באמצעות אג"ח ופיקדונות קצובים. הסיכון היציבותי הגלום באופן המימון הראשון הוא הגבוה יותר.

בסיכום בקביעת הרגולציה על גופים בתיווך האשראי החוץ-מוסדי בישראל, חשוב לתת את הדעת לנקודות הבאות:

- הפיקוח על מתווכי אשראי צריך להיות לא רק צרכני אלא גם יציבותי. על הפיקוח היציבותי לפעול הן להקטנת הסיכון שמתווך אשראי חוץ-מוסדי מסוים ייקלע למצוקה, והן לצמצום ההשפעה של מצוקתו על כלל המשק (סיכונים מקרו-יציבותיים). על הרגולציה להיות מותאמת לרמת הסיכון שגופים אלו מייצרים למערכת הבנקאית. במקרה שהפיקוח החדש על מתווכים אלו יהיה כבד מדי, לא תהיה להם אפשרות לפעול במשק. חשוב אפוא לשמור על איזון בין צמצום הסיכון לבין שימור היתרונות למשק מפעילותם של גופים אלו.

- ישנה חשיבות רבה בהתאמת הרגולציה היציבותית על גופים שמנפיקים אג"ח ונותנים אשראי (ביחוד בהיקפים גבוהים) לרמות הסיכון שלהם בדומה לגופים שמקבלים פיקדונות מהציבור, אך עם הקלות מסויימות.

בגלל הסיכון המערכתי המשמעותי הגלום בפעילות תיווך האשראי החוץ-מוסדי נדרשים, נוסף על פיקוח יציבותי וצרכני פרטני, גם פיקוח וניטור שוטף על כלל פעילות האשראי המשקית מהבחינה המערכתית. בנטל זה אמורה לשאת הוועדה ליציבות פיננסית, שיש להקימה בהקדם.

### מהי בנקאות צל?

כדי להבין את המושג בנקאות צל יש להשוות בינו לבין הבנקאות המסורתית: בדומה לבנקים, בנקאות הצל עוסקת בהעמדת אשראי וזילות, אך בשונה מבנקים היא אינה כוללת, לרוב, קבלת פיקדונות אינה מפוקחת בפיקוח מיקרו-יציבותי הדוק כמו בנק המקבל פיקדונות אינה זכאית להלוואות מוניטריות לשעת חירום ולרוב גם אינה זכאית לביטוח פיקדונות. ישנן הגדרות שונות לבנקאות צל<sup>3</sup>. כאן נתייחס לשתיים מהן, שמציע ה-FSB (Financial Stability Board). על פי ההגדרה הראשונה, הרחבה יותר, בנקאות צל היא תיווך אשראי על ידי ישויות או באמצעות פעילויות הנמצאות מחוץ למערכת הבנקאית המסורתית. ההגדרה השנייה, הצרה, שאליה נתייחס, מתמקדת בפונקציה הכלכלית שהישות ממלאת, ולפיה בנקאות הצל היא רק תיווך אשראי חוץ-בנקאי, שגלום בו סיכון המרת מח"מ, סיכון המרת נזילות<sup>4</sup> או סיכון מינוף. גישה זו מתבססת על סיווג ישויות פיננסיות חוץ-בנקאיות לחמש פונקציות כלכליות שונות שבהן גלומים סיכונים אלו<sup>5</sup>. להגדרות אלו נכנסות מספר ישויות – ביניהן קרנות כספיות מבטיחות תשואה<sup>6</sup>, איגוח<sup>7</sup>, קרנות גידור וברוקרים ודילרים, המספקים אשראי ללקוחותיהם בביצוע עסקאות עבורם וחברות לתיווך אשראי חוץ-מוסדי. לעומת זאת, קרנות השקעה

<sup>3</sup> לסקירת ההגדרות של ה-FSB שהצגנו בתיבה זו ראו דוחות של ארגון זה "Global Shadow Banking Monitoring Report" משנת 2013 ומשנת 2015. לדיון בהגדרות השונות של בנקאות צל ראה גם דוח ה-Financial Stability Report של ה-International Monetary Fund (להלן: IMF). מאוקטובר 2014 דוחו "Shadow Banking: strengthening oversight and regulation" של ה-FSB מאוקטובר 2011.

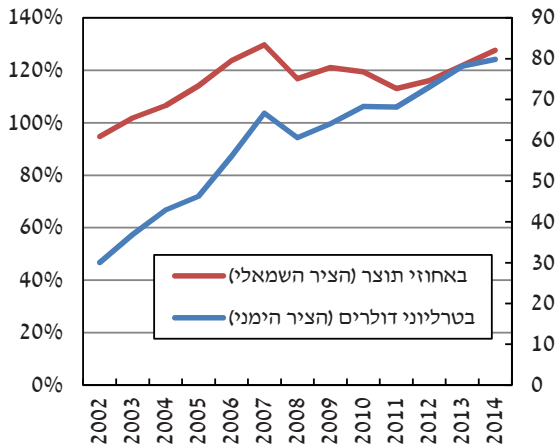
<sup>4</sup> כשמח"מ הנכסים או נזילותם שונים מאלה של ההתחייבויות. הרחבה ראו בהמשך.

<sup>5</sup> להרחבה על חמש הפעילויות הכלכליות ראו דוח "Global Shadow Banking Monitoring Report" של ה-FSB מ-2015 ומ-2013. להסברים נוספים על פעילויות אלו ועל פעילויות בנקאות צל נוספות ראו גם: "Shadow Banking from a Swedish Perspective", Sveriges Riksbank Economic Review 2014 and "Shadow Banking in the Euro Area", European Central Bank, april 2012.

<sup>6</sup> הסיכון הגלום בקרנות כספיות המבטיחות תשואה משמעותי, משום שגופים אלו מחזיקים נכסים נזילים, ובגינם הם חשופים למצוקה כלכלית ופשיטות רגל. במקרה של משיכת כספים המונית מהקרנות שווי הנכסים יורד, אך ההבטחה הפיננסית מחייבת את הגופים לשלם את מלוא ההפקדה. מאחר שנוצר פער בין שווי הנכסים לשווי ההתחייבויות גופים אלו חשופים במידה רבה ל"ריצות" ולסיכון יציבותי. הסיכון התממש בעקבות המשבר הפיננסי העולמי: רבות מהקרנות הכספיות המבטיחות תשואה ברחבי העולם פשטו רגל.

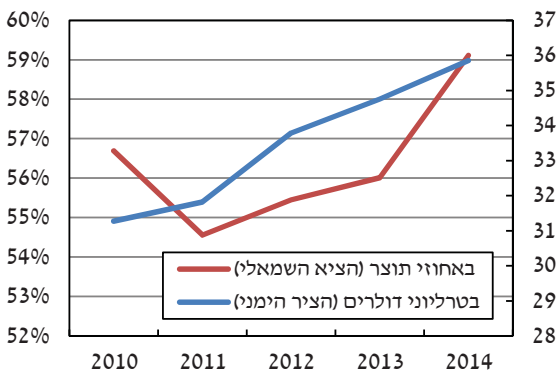
<sup>7</sup> בעסקת איגוח מונפקות תעודות התחייבות שפירעונן מובטח על ידי תזרים מזומנים מוגדר מראש, הצפוי לנבוע מנכס או מקבוצת נכסים מוגדרים. להרחבה ראו: דוח הצוות לקידום האיגוח בישראל, נובמבר 2015.

**איור א'**  
נכסי בנקאות הצל (לפי ההגדרה הרחבה)  
במדינות נבחרות בעולם<sup>1</sup>, 2002 עד 2014



<sup>1</sup> המדינות הן: ארגנטינה, אוסטרליה, בראזיל, קנדה, צ'ילה, סין, הונג-קונג, הודו, אינדונזיה, יפן, דרום קוראה, מקסיקו, רוסיה, ערב הסעודית, סינגפור, דרום אפריקה, שווייץ, תורכיה, אנגליה, ארה"ב ואזור האירופה.  
המקור: "FSB "Global shadow Banking monitoring Report" 2015

**איור ב'**  
נכסי בנקאות הצל (לפי ההגדרה הצרה),  
במדינות נבחרות בעולם<sup>1</sup>, 2002 עד 2014



<sup>1</sup> המדינות הן: אוסטרליה, קנדה, צרפת, גרמניה, הונג-קונג, אירלנד, איטליה, יפן, דרום קוראה, הולנד, סינגפור, ספרד, שווייץ, אנגליה, ארה"ב, ארגנטינה, בראזיל, צ'ילה, סין, הודו, אינדונזיה, מקסיקו, רוסיה, ערב הסעודית, דרום אפריקה ותורכיה.  
המקור: "FSB "Global shadow Banking monitoring Report" 2015

– בהן קרנות נאמנות ותעודות סל – נכנסות להגדרה הרחבה של בנקאות צל, ולא להגדרה הצרה, משום שלא גלומים בהן הסיכונים שהוזכרו לעיל<sup>8</sup>.

### היקף בנקאות הצל בעולם

למרות המשבר העולמי של 2008, שהוביל לירידה בבנקאות הצל, ניכרה התאוששת בתחום זה (איור 1), והפעילות בו הולכת וגדלה. על פי ההגדרה הרחבה (איור א'): לפי אומדנים של ה-FSB במדינות הנסקרות, בנקאות הצל העולמית גדלה בשנת 2014 ב-2 טריליון דולרים והגיעה ל-80 טריליון דולר. הצמיחה של בנקאות הצל בשנת 2014 עלתה על הצמיחה בבנקים. בנקאות הצל הגיעה לשווי של 128% מהתוצר של המדינות הנסקרות בשנת 2014, עלייה של 6 נקודות אחוז משנת 2013. על פי ההגדרה הצרה, המתמייחסת לחמש הפעילויות הכלכליות המרכזיות שהוזכרו לעיל (איור ב'): נכסי בנקאות הצל במדינות הנסקרות צמחו ב-1.1 טריליון דולרים והגיעו ל-36 טריליון. שיעורה של בנקאות הצל בסך הנכסים הפיננסיים לפי הגדרה זו נשאר יציב בשנים האחרונות ועומד על 12%, אך שיעורם של נכסי בנקאות הצל בתוצר עלה מ-55% בשנת 2012 ל-59% בשנת 2014.

באיור 2 מוצגת ההתפלגות של בנקאות הצל לפי ההגדרה הרחבה בחלוקה לפי מוסדות. ניתן לראות שחלק הארי של בנקאות הצל (לפי ההגדרה הרחבה וללא הגופים המוסדיים) מורכב מקרנות השקעה, המהוות כ-40% ממנה. ברוקרים ודילרים מהווים כ-14%, איגוח מהווה כ-7%, וחברות לתיווך אשראי חוץ-מוסדי, שבהן ענייננו, מהוות כ-5% מבנקאות הצל. שווי נכסי בנקאות הצל במדינות המוצגות באיור 2 הוא 68.1 טריליוני דולרים, שהם 112% מהתוצר במדינות אלו. בהתאם לכך, חברות תיווך אשראי חוץ-מוסדי מהוות 5.6% תוצר<sup>9</sup>.

### בנקאות צל בישראל

בנקאות הצל אינה מפותחת בישראל. רבים מענפיה המסוכנים יותר, הנכללים גם בהגדרה הצרה, אינם קיימים כאן בהיקף נרחב, ולכן, נכון להיום, הסיכון הגלום בהם ליציבות הפיננסית אינו משמעותי. כך, למשל, אין בישראל קרנות כספיות המבטיחות תשואה. שוק האיגוח בישראל

<sup>8</sup> עד לדוח האחרון של ה-FSB גופים מוסדיים הוחרגו מפורשות מההגדרה של בנקאות הצל, אך עם המעבר להגדרה של בנקאות הצל בהתאם לפעילות הכלכלית הוכללו גופים אלה בהגדרות ה-FSB ונאספו נתונים גם לגביהם. הואיל והגופים המוסדיים נתונים לפיקוח ליציבות של הממונה על אגף שוק ההון הביטוח והחיסכון, הם אינם במוקד ענייננו כאן, ולא נציג נתונים לגביהם.

<sup>9</sup>  $5 \cdot 112 / 100 = 5.6$

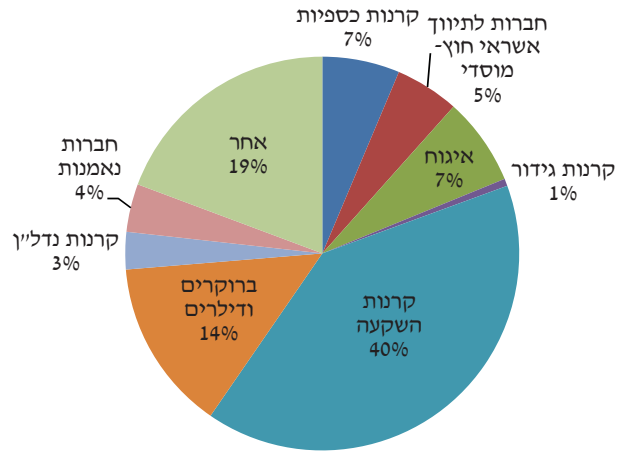
עדיין בחיתוליו, ונדרשת חקיקה אשר תסדיר את הפעילות בו ותאפשר התרחבות בצורה יעילה ומבוקרת.<sup>10</sup> מספר הברוקרים והדילרים בישראל שמספקים ללקוחות אשראי קצר טווח מצומצם, מפני שרק חברי בורסה יכולים לתת אשראי כזה. בישראל ישנם 24 חברי בורסה, ו-14 מתוכם הם תאגידים בנקאיים. בעולם האפשרות של ברוקרים ודילרים לספק אשראי רחבה יותר, ועמה גם הסיכון. לפיכך הדגש המושם בנושא זה בעולם חזק יותר מאשר בישראל.

### תיווך אשראי חוץ-מוסדי בישראל

בישראל פועל שוק מתפתח של תיווך אשראי חוץ-מוסדי, ובו נדון להלן. ההתמקדות בתיווך האשראי החוץ-מוסדי באה בעקבות שינויים רגולטוריים ההולכים ומתהווים בתחום זה: חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים חוץ-מוסדיים), התשע"ה-2015 נמצא בתהליך חקיקה בכנסת, ובמסגרתו מוצע להקים גוף חדש – רגולטור פיננסי ייעודי – אשר יפקח על הגופים העוסקים במתן שירותים פיננסיים שאינם בנקים ואינם גופים מוסדיים

(מתווכי אשראי חוץ-מוסדי ונותני שירותי מטבע). על פי החוק המוצע בנושא זה יש להסדיר את השוק תוך התייחסות להיבטים צרכניים ויציבותיים. שינוי רגולטורי נוסף הוא חוק ההסדרים הנלווה לתקציב 2015-2016, שבמסגרתו הוענקה למתווכי אשראי חוץ-מוסדי האפשרות לממן את פעילותם באמצעות הנפקת אג"ח עד לגובה של 2.5 מיליארד ש"ח ללא צורך ברישיון של תאגיד בנקאי<sup>11</sup>. (עד לכניסתו לתוקף של השינוי כל גוף המעוניין לממן מתן אשראי באמצעות הנפקת אג"ח צריך היה להיות מפקח כתאגיד בנקאי, על פי חוק הבנקאות (רישוי)). עם הפעלת הרגולטור הייעודי החדש יוחל פיקוח מפורש על גופים אלו. כהכנה לצעדים הרגולטוריים הקרובים חשוב לבחון את תיווך האשראי החוץ-מוסדי בישראל, וזאת בהקשר בין-לאומי ותיאורטי רחב. הבנת הסיכונים תסייע לגבש מתווה רגולטורי שיתאים להתמודדות איתם. נבהיר שיחד עם צמיחת ענף זה ואף שהסיכון הגלום בו קטן יחסית לזה של ענפים אחרים שהוזכרו בסקירה הבין-לאומית (ענפים ממונפים יותר, מורכבים יותר ובעלי תשואה מובטחת), גלומים בו סיכונים לא מבוטלים. מטרתנו בתיבה זו לתאר אותם. בבורסה פועלות חמש חברות לתיווך אשראי חוץ-מוסדי. סך האשראי שמעמידות החברות הבורסאיות למימון חוץ-מוסדי<sup>12</sup> היה בשנת 2014 כ- 1.5 מיליארד ש"ח – פחות מ-1% מהאשראי הבנקאי בשנת 2013 לעסקים קטנים ובינוניים,

איור 2  
בנקאות צל בעולם<sup>1</sup> בהגדרה הרחבה לשנת 2014 לפי החלוקה ולפי המוסדות<sup>2</sup>



<sup>1</sup> חלוקת בנקאות הצל למוסדות התבססה על מדגם של 26 אזורי שיפוט, ולפי בדיקה זאת נכסי בנקאות הצל מסתכמים ב-68.1 טריליוני דולרים. לעומת זאת, ההערכה של סך נכסי בנקאות הצל שהוצגה בתיבה זאת התבססה על מדגם רחב יותר של 20 אזורי שיפוט ואזור האירו ולפיו סך נכסי בנקאות הצל היא 80 טריליוני דולרים.

<sup>2</sup> המדינות הן: ארגנטינה, אוסטרליה, בראזיל, קנדה, שווייץ, צ'ילה, סין, גרמניה, ספרד, צרפת, אנגליה, הונג-קונג, הודו, אינדונזיה, אירלנד, איטליה, יפן, דרום קוריא, מקסיקו, הולנד, רוסיה, ערב הסעודית, סינגפור, טורקיה, ארה"ב, דרום אפריקה.

מקור: FSB "Global shadow Banking monitoring Report" 2015

<sup>10</sup> עד כמה שוק האיגוח אינו מפותח נכון להיום בישראל ניתן ללמוד מהשוואה בין-לאומית של גודל שוק האיגוח שנערכה בדוח לשנת 2012 על ידי ה-World Economic Forum. לפי דוח זה ישראל נמצאת במקום ה-54 מבין 59 מדינות שדורגו. להרחבה על מצב האיגוח בישראל ראו דוח הצוות לקידום האיגוח בישראל, נובמבר 2015.

<sup>11</sup> שר האוצר רשאי לאשר העלאה של המגבלה עד ל-5 מיליארד ש"ח.

<sup>12</sup> נסקרות כאן 5 החברות הציבוריות העוסקות בתיווך אשראי חוץ-מוסדי בישראל, אך קיימות עוד חברות נוספות, לא ציבוריות, העוסקות בתיווך אשראי חוץ-מוסדי, ונתונין אינם נכללים כאן. על כן המספרים המוצגים הם אומדן חסר.

שעמד על 187 מיליארד ש"ח<sup>13</sup>. שלושת מתווכי האשראי החוץ-מוסדי הציבוריים הגדולים הרחיבו את מתן האשראי בשנת 2014 בשיעור שבין 20%- ל- 50%. על מגמת הצמיחה ניתן ללמוד גם מן העלייה של מספר החברות מסוג זה הפונות אל שוק ההון לשם גיוס הון. זאת נוסף על מקור המימון העיקרי של חברות אלו – אשראי מתאגידים בנקאיים. הרחבת מקורות המימון מאפשרת להן להגדיל את היצע האשראי שהן מעמידות.

עיקר פעילותן של החברות הנסקרות הוא הענקת נזילות מיידית לעסקים קטנים ובינוניים, ורוב תיק האשראי שלהן הוא לפירעון בתוך תקופה שעד 3 חודשים. החברות מממנות את פעילותן בעיקר באמצעות חוב-בנקאי, נדרשות לרמת ביטחונות גבוהה יחסית, וגובות מלוויהן ריביות גבוהות יחסית לבנקים.

החשיפה למגזר הנדל"ן של שתי החברות הגדולות בשנת 2014 משמעותית. שיעורי הלקוחות של חברות אלה הפועלים בתחום הנדל"ן מתוך כלל לקוחותיהן הם 22%- ו-11%, ושיעורי הישויות העסקיות המספקות את הבטוחות (לרוב המחאות) הנמצאות בתחום הנדל"ן מתוך כלל הבטוחות הם 29%- ו-22%. שיעור חשיפה זה הוא הגדול ביותר מבין כל הענפים. ההבדל במאפייני הלקוחות ובסוג האשראי שניתן, המח"מ הקצר של ההלוואות וסוג הלווים תומכים בטענה שלקוחות הפונים לאשראי חוץ-מוסדי מתקשים לקבל מימון בנקאי ונאלצים לקבל מימון יקר יותר מגופים אלו.

### יתרונותיה של בנקאות הצל

בבנקאות הצל, ובפרט בענף תיווך האשראי החוץ-מוסדי, גלומים יתרונות רבים. הבולט שבהם הוא הגדלת היצע האשראי והנזילות במשק באמצעות מתן אשראי לאנשים או לישויות שלא היו מקבלים אשראי ממערכת הבנקאות המסורתית, או היו מקבלים אשראי בעלות גבוהה יותר<sup>14</sup>. בהתאם לזאת, בנקאות הצל תורמת לאספקת אשראי לגופים בעלי סיכון גבוה יותר, ובהם עסקים קטנים, ועל כן תורמת לצמיחה כלכלית. בנקאות הצל גם משמשת אלטרנטיבה למערכת הבנקאות המסורתית ומגדילה את התחרות בשוק זה. כך היא פועלת להורדת עלות האשראי למשק ולשיפור יעילותה של המערכת הפיננסית. מתן אשראי בהיקף משמעותי ובתנאים מועדפים מתאפשר בבנקאות הצל עקב הפיקוח והנטל הרגולטורי הפחותים, יחסית לבנקים, מה שמקטין את עלות מתן האשראי ומאפשר את העמדתו ללא חלק מההגבלות החלות על בנקים. על כן, בנקאות הצל יכולה לטול על עצמה סיכונים שבנקים אינם מעוניינים או אינם רשאים לטול. הקטנת הנטל הרגולטורי מאפשרת גם חלוקת רווחים ותשואה עודפת למשקיעים בבנקאות הצל, וכך מתחרה בבנקים על משקיעים<sup>15</sup>.

<sup>13</sup> "דוח תקופתי על מצב העסקים הקטנים והבינוניים בישראל 2013-2014", משרד הכלכלה.

<sup>14</sup> בשוק האשראי לא תמיד ניתן להתאים את ה"מחיר" (הריבית) כך שהשוק יתנקה, ולא יישאר עודף ביקוש או עודף היצע. תופעה זו נקראת "קיצוב אשראי" (credit rationing). אי היכולת של השוק להתנקות קשורה לעובדה שהריבית לא רק מווסתת בין ההיצע לביקוש אלא גם מגלמת בתוכה תמחור לסיכון ההלוואה. Stiglitz, Joseph E. and Weiss, Andrew, 1981, Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, American Economic Review, Vol. 71, Issue 3, p. 393-410. תיאורטי הקושר בין אינפורמציה לא מלאה לבין מחיר האשראי וכמותו בשיווי משקל. במצב שהם מתארים הבנקים יעדיפו לא להעלות את הריבית ולתת אשראי נוסף אף שיש עודף ביקוש. הפירוש האינטואיטיבי של התוצאות המתקבלות מהמודל הוא שהעלאת הריבית משפיעה על הרכב קבוצת הלווים המבקשים אשראי, כך שהסיכון של הלווה הממוצע עולה, וכן משפיעה על התנהגות הלווים לאחר שקיבלו את האשראי: ניתן להם תמריץ לבצע פרויקטים בעלי סיכון גבוה יחסית. תוספת הרווח שהבנק המלווה מקבל מהעלאת הריבית לא מפצה בכל מצב על תוחלת ההפסדים שלו כתוצאה משינוי הרכב הלווים ושינוי התנהגותם לאחר קבלת ההלוואה. לפי Denis, D. J., and V. Mihov, 2003, The choice among bank debt, non-bank private debt, and public debt: Evidence from new corporate borrowings, Journal of Financial Economics, Vol. 70, Issue 1, p. 3-28. פירמות טובות ייטו לגייס מימון באמצעות חוב ציבורי, בינוניות ייטו לפנות לחוב בנקאי, והחלשות ביותר – לחוב פרטי לא-בנקאי.

<sup>15</sup> ה- Financial Stability Report של ה-IMF מאוקטובר 2014

## הסיכונים בפעילות של בנקאות צל<sup>16</sup>

### 1. סיכונים מקרו-יציבותיים

במקרה של מספר גופים פיננסיים בבנקאות הצל, או גוף בודד, הנקלעים למצוקה יש חשש שהנזק יועצם ויעבור למגזרים אחרים באמצעות מנגנונים שונים, כך שייווצר סיכון מערכתי במשק. לגבי מתווכי אשראי חוץ-מוסדי חשש זה מתעצם במידה שהנתח של מתווכי האשראי הזה הוא נתח לא מבוטל (מתווך גדול או מספר מתווכים קטנים) ממערכת תיווך האשראי בכללותה, או ממתן האשראי למגזרים מסוימים. להלן פירוט הסיכונים.

#### א. סיכון מערכתי על פני זמן – העצמת מחזורי עסקים

פעילות תיווך האשראי היא פרו-מחזורית. משמע שבתקופת גאות וצמיחה כלכלית, כשיש ביקוש גדול לאשראי, פעילות זו מוגברת, ובעתות האטה או מיתון, כשהביקוש לאשראי קטן ושיעור החוב הבעייתי עולה, היא מתמתנת. פעילות בנקאות הצל אף יותר פרו-מחזורית מזו של בנקאות מסורתית, מפני שבנקאות הצל מספקת אשראי בעיקר לעסקים קטנים ובינוניים, המושפעים יותר מהמחזור הכלכלי<sup>17</sup>, ומפני שבניגוד לתיווך אשראי בנקאי בנקאות הצל אינה כפופה לרגולציה המגבילה את הסיכון הפרו-מחזורי. (להרחבה ראו תיבה 3 בדוח זה). בנקאות הצל, ובפרט תיווך האשראי החוץ-מוסדי, מספקים חלופה לאשראי הבנקאי בתקופת גאות, כאשר האשראי הבנקאי במחסור. בתקופה כזאת מתעורר צורך במקור מימון חיצוני, שכן ההיצע הבנקאי אינו נותן מענה מספק לביקוש, ומתן האשראי מוערך כרווחי. פעילות זו מעודדת היווצרות והתפוצצות של בועות אשראי (Booms and Bust) ומגדילה את פגיעות המשק למשברים. סיכון הפגיעה בפעילות הריאלית גדל במקרה שיש מגזר ריאלי ספציפי המתקשה לקבל מימון מהבנקים ומממן על ידי מתווכי אשראי חוץ-מוסדי, אשר כתוצאה ממצוקה של מתווך אשראי, או של מספר מתווכים יחדיו, נשאר ללא אפשרויות מימון.

#### ב. סיכון מערכתי רוחבי – הדבקה

##### 1. הדבקה – קישוריות

אם ישנם קשרי גומלין משמעותיים בין בנקאות הצל לבין יתר המערכת הפיננסית, ובפרט למערכת הבנקאית, מצוקה כלכלית של גוף/גופים בבנקאות הצל עלולה להדביק גופים נוספים במערכת ולגרום סיכון מערכתי. יש מגוון קשרים תיאורטיים אפשריים בין בנקאות הצל לבין בנקים או גופים פיננסיים אחרים:

ראשית, בנקים ומוסדות פיננסיים אחרים יכולים להשקיע ישירות בבנקאות הצל ו/או לממן את אותה. לכן, כשגוף בבנקאות הצל נקלע למצוקה, שווי הנכסים שהנפיק יורד, והבנקים והמוסדות המושקעים בו, או שמימנו אותו, נפגעים. ייתכנו גם מקרים שהבנק יהיה מחויב להגדיל את האשראי לגוף בבנקאות צל כשה נמצא במצוקה – למשל כשגוף יש קו אשראי בבנק.

שנית, גופים בבנקאות הצל עשויים להשקיע בבנקים/מוסדות אחרים, במקרה זה, כאשר בנק הצל נקלע לקשיים בגיוס מימון הוא נאלץ להפחית את השקעותיו בבנקים, ואלו עשויים לסבול משום כך מקשיי מימון.

שלישית, כאשר בנקים משקיעים באותם נכסים שבהם משקיעים גופים בבנקאות הצל, ולגוף בבנקאות הצל יש צורך מיידי בניזילות, והוא לא מצליח לגייס הון – הוא ייאלץ למכור במהירות את נכסיו (sale fire). מכירות אלו מורידות את

<sup>16</sup> בדיון דלהלן נסקור את הסיכונים בפעילות בנקאות הצל, עם דגש על מתווכי האשראי החוץ-מוסדי. נבהיר כי כלל הסיכונים המתוארים כאן קיימים גם בגופים מוסדיים, וביתר שאת בפעילות של בנק כמתווך אשראי המקבל פיקדונות. ואולם על הגופים המוסדיים והבנקים חלה רגולציה, המתמודדת עם סיכונים אלו, ולכן לא נדון בהם ישירות בתיבה זו.

<sup>17</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.). (2006). The Macroeconomic Relevance of Credit Flows: An Exploration of U.S. Data - Alexander Herman, Deniz Igan, Mr. Juan Sole.

Mark Gertler & Simon Gilchrist, 1993, The cyclical behavior of short term business lending: implications for financial propagation mechanisms, Finance and Economics Discussion Series 93-6.



השווי של הנכסים הנמכרים, וכך נפגעים גם הבנקים וכל שאר הגופים הפיננסיים המחזיקים נכסים מאותו סוג, נוסף על הפגיעה בבנק הצל שבמצוקה<sup>18</sup>.

כאשר גופים בבנקאות הצל מעניקים אשראי ללקוחות עולה רמת המינוף של הלקוחות וכן עולה הסיכוי שהלקוחות לא יעמדו בהתחייבויותיהם גם למתווכים פיננסיים אחרים. בהתאם לכך, רמת הסיכון של המתווכים הפיננסיים במשק עולה.

## 2. הדבקה – פגיעה באמון במערכת הפיננסית

כשל של גוף או מספר גופים בבנקאות הצל, ובפרט של מתווכי אשראי חוץ-מוסדי, עלול להוביל לפגיעה באמון במתווכים פיננסיים אחרים (למשל, במתווכי אשראי דומים ואף בבנקים), אף על פי שהסיכון האמיתי שלהם לא השתנה<sup>19</sup>. הפגיעה באמון עשויה להכניס את המשקיעים לפניקה, שתניע אותם לפעול באופן עדרי – למכור/למשוך את הנכסים שהושקעו/שנחסכו בגוף או בגופים פיננסיים אחרים (לדוגמה, למשוך מסיבית מקופות הגמל וקרנות נאמנות גם כשהן לא מושקעות במידה רחבה בגוף). כך עלולה להיווצר מצוקת מימון של מתווכים פיננסיים, שגוררת מחנק אשראי, המשפיע לרעה על הפעילות הריאלית<sup>20</sup>.

אופן המימון של פעילות בנקאות הצל יכול להעצים את הסיכון המקרו-יציבותי הרוחבי. התערערות האמון במערכת גוברת אם הגוף ממומן ישירות מהציבור באמצעות הנפקת אג"ח, ולא מגופים מקצועיים (בנקים וגופים מוסדיים), שבאפשרותם להשיג מידע על בנקאות הצל, ולכן הם פחות רגישים לסיכון זה. מימון באמצעות אג"ח מאפשר לגופים לגדול במידה שלא מתאפשרת ללא מימון זה. ככל שגוף גדול יותר ותופס נתח משמעותי יותר במשק הסיכון המקרו-יציבותי הגלום בו גדול יותר. נוסף על כך, מימון באמצעות אג"ח סחירות גורר חשיפה לסיכון מוגבר של מכירת חיסול של האג"ח הסחירות, אשר תפגע בשוויין, ותפגע בכל מי שמחזיק ניירות ערך אלו. כפי שהוזכר, הסיכונים המקרו-יציבותיים בבנקאות הצל, בבנקים ובגופים מוסדיים משמעותיים יותר מאשר בתיווך האשראי החוץ-מוסדי, אך רגולציה מתאימה יכולה למזער סיכונים אלו. כך, למשל, דרישות הון מחזוריות, הגבלות על הלוואות ללווי מסוכנים והגבלה על המינוף עוזרים למזער סיכון פרו-מחזורי, והגבלות על חשיפה ללווי גדולים מקטינה את סיכון הקישוריות. אשר לסיכון של פגיעה באמון במערכת – מצד אחד, סיכון זה חמור יותר בפעילות בנקים, שכן הם מקבלים פיקדונות עו"ש, שאותם הציבור עלול למשוך מייד, ומשיכת כספים מסיבית תפגע ביציבות הפיננסית של הבנקים ("Run on the Bank"). מצד שני, סיכון הפגיעה של בנקאות הצל באמון במערכת גבוה מזה של פעילות הבנקים והגופים המוסדיים; זאת מפני שללא פיקוח מספק וחובת גילוי

<sup>18</sup> Financial Stability Report של ה-IMF מאוקטובר 2014. בישראל נמצאה רמת דמיון גבוהה בין הגופים המוסדיים הן מבחינת פיזור השקעותיהם, הן מבחינת הנכסים הנכללים בתיק והן מבחינת משקלו של כל נכס. דמיון זה עלול להגביר את סיכון הקישוריות. ראו תיבה בדוח בנק ישראל לשנת 2012: "הא בהא תליא": הדמיון בין השקעות הגופים המוסדיים והשלכותיו.

<sup>19</sup> המשבר הפיננסי האחרון התאפיין באובדן אמון של הציבור גם בגופים פיננסיים שלא היו חשופים לנכסים הרעילים (מוצרים מגובי משכנתאות), והוא הוביל למחנק אשראי כללי במשק. כך, הבנקים בישראל שלחלקם לא הייתה חשיפה לשוק האמריקאי התקשו בגיוס הון ובהעמדת העמדת אשראי לציבור.

<sup>20</sup> דוח ה- Financial Stability Report של ה-IMF מאוקטובר 2014.

מגזרים אלו עמומים יותר, והציבור ייטה לאבד את האמון בהם מהר יותר. הבנקים, גם נהנים מגיבוי רגולטורי, שמקל על ההתמודדות עם משברים, כגון מלווה לשעת חירום ובמדיונות רבות ביטוח פיקדונות<sup>21</sup>. הסיכונים המקרו-יציבותיים שתוארו לעיל מתייחסים לחברות פיננסיות. סיכונים אלו קיימים במידה מסוימת גם בחברות ריאליות, אבל החשש מהם במגזר הפיננסי משמעותי הרבה יותר. המגזר הפיננסי מספק את האשראי, שהוא החמצן לכל המשק ולכל הענפים (ריאליים ופיננסיים). לכן פגיעה במערכת הפיננסית, ובעטיה פגיעה באספקת האשראי לכלל ענפי המשק, עלולות לגרום גם למגזרים ריאליים להיקלע למצוקה ולחולל משבר כלכלי במשק. הסיכונים המקרו-יציבותיים של הדבקה הגלומים בגופים פיננסיים גבוהים יותר מאלה הגלומים בגופים ריאליים בגלל הקישוריות הרבה בין הגופים הפיננסיים והפגיעה באמון שעלולה להיווצר ולהדביק את כל המערכת הפיננסית. בשונה מהמגזר הראלי, פעילותו של המגזר הפיננסי, המתאפיין בשיעור מינוף ניכר, מתבססת על אמון הציבור במערכת הפיננסית. מצוקה של מוסד פיננסי משמעותי יכולה להוביל לאובדן אמון מידי במערכת כולה. כאמור, אובדן אמון זה עשוי להוביל למשיכת כספים מסיבית מהמוסדות הפיננסיים ולמשבר כלל משקי.

### ג. סיכונים המשפיעים על יציבות גופים בבנקאות הצל

בחלק הקודם פירטנו את הסיכונים המערכתיים העלולים להיווצר בעקבות מצוקה של גוף בבנקאות הצל. בחלק זה נפרט את הסיבות שבגינן גוף בבנקאות הצל עלול להיקלע למצוקה. גם עוצמת סיכונים אלו מושפעות מאופן מימון בנק הצל. סיכון אשראי הוא הסיכון של הפסד הנובע ממתן אשראי לגופים שאינם מחזירים את החוב. הסיכון מועצם בגלל טעויות בהערכת שווי ובמקרים שבהם יש תמריץ להשקיע בגופים בעלי סיכון עודף. כך המתווך עלול להגיע לחדלות פירעון, שתפגע ביכולת החזר שלו, מה שיפגע בציבור החוסכים. סיכון מוסרי (Moral Hazard) נוצר כאשר גוף המממן את פעילותו שלא בלעדית מהון עצמי נוטל סיכונים גבוהים מדי. הוא עושה זאת משום שההפסד שלו חסום (בגובה הונו העצמי), ואילו רווחיו עשויים לגדול ככל שהסיכון בפעילותו עולה. סיכון מוסרי מועצם כשרמות המינוף של הגוף עולות. כיוון שחברות פיננסיות, ובהן חברות לתיווך אשראי חוץ-מוסדי, ממונפות יותר מחברות ריאליות<sup>22</sup>, הסיכון הגלום בפעילותן גדול יותר. מתן אפשרות למתווכי אשראי חוץ-מוסדי להרחיב את גיוס החוב יגדיל את המינוף ובכך יגביר את הסיכון המוסרי. החשיפה לסיכון מוסרי ולסיכון אשראי הנובעת מגיוס באמצעות הון נמוכה מזו הנובעת מגיוס באמצעות חוב ללא התניות (Covenants) משום שבדרך המימון הראשונה המשקיעים יכולים לפקח על המתווך<sup>23</sup>. מלבד זאת, בחלק מענפי בנקאות הצל נעשה שימוש במכשירים מורכבים, שהמשקיעים בהם מתקשים להעריך ולתמחר את הסיכון הגלום בהם ולכן הם מגדילים את סיכון האשראי. גם תמריצים שגויים למנהלים יכולים להעצים את סיכון האשראי והסיכון המוסרי<sup>24</sup>. רגולציה מתאימה יכולה להקטין סיכונים אלו, למשל באמצעות קביעת נהלים במתן האשראי ודרישות הון

<sup>21</sup> ביטוח פיקדונות ומלווה לשעת חירום פועלים להקטנת הסיכונים המקרו-יציבותיים הגלומים בפעילות בנקאית ולמתן פיצוי למפקידים. כנגד זאת, מנגנונים אלו מגבירים את הסיכון המוסרי בצורה משמעותית. כדי להתגבר על הסיכון המוסרי המוגבר נדרשת רגולציה מקיפה, הכוללת, בין השאר, דרישות הון מוגדלות, הגבלות על רמת המינוף הגבלות על חשיפה לסיכונים ופיקוח על תמריצי מנהלים. לדרישות רגולטוריות אלה יש עלויות, שמטבע הדברים מתגלגלות אל הצרכנים. ההחלטה האם לספק ביטוח פיקדונות ומלווה לשעת חירום לגופים פיננסיים מסוימים, צריכה להתבסס על איזון בין היתרונות לחסרונות של מנגנונים אלו. כשמדובר בבנקאות הצל הסיכון המקרו-יציבותי הגלום בפעילותם נמוך מהסיכון הגלום בפעילות בנקים מקבלי פיקדונות, ולכן התועלת של מנגנונים אלו קטנה יותר. מנגנונים אלו גם יכולים לפגוע ביתרון המרכזי של בנקאות הצל, שהוא העמדת אשראי במחיר נמוך נמוך יותר ולאוכלוסיות רחבות יותר.

<sup>22</sup> חברות פיננסיות ממונפות יותר מחברות ריאליות. בשנת 2014, לחמש החברות הגדולות בישראל – טבע, פריגו, כיל, בזק ועזריאלי – היה יחס מינוף (נכסים חלקי הון עצמי) של 50%, 46%, 64%, 84%-48%, בהתאמה. לעומת זאת, באותה שנה, בארבעת חברות תיווך האשראי החוץ-בנקאיות (כשעוד לא ניתן לגייס הון באמצעות אג"ח מהציבור) יחס המינוף היה נמוך מ-30%.

<sup>23</sup> Adam B. Ashcraft, 2006, Does the Market Discipline Banks? New Evidence from Regulatory Capital Mix.

<sup>24</sup> ראה דוגמה לניסיון למגר סיכון מוסרי זה בחוזר מספר ח-2484-06 בנושא מדיניות תגמול בתאגיד בנקאי.



המגבילות את רמת המינוף יחד עם עצם פעולת הניטור והצורך לדווח לרגולטור. הטלת חובות גילוי עשויה אף היא להקטין את חוסר ההבנה של המשקיעים<sup>25</sup>.

הגופים הפיננסיים השונים המעמידים אשראי חשופים לסיכון המרת מח"מ ונזילות. סיכון זה נוצר כשמימון קצר טווח, הלוואות קצרות טווח ואג"ח בעלות מח"מ קצר, או נזילות מומרים בהשקעה ארוכת טווח או לא נזילה באמצעות מתן הלוואות. כך יכול להיווצר חוסר איזון בין המח"מ והנזילות של התחייבויות של המוסד (שהן קצרות טווח ונזילות) לבין המח"מ והנזילות של הנכסים (שהם ארוכי טווח ולא נזילים). חוסר איזון זה הופך גופים אלו לפגיעים בתקופות של האטה או מיתון, כשמצטמצמות האפשרויות למימון קצר טווח, או כשהמימון של הגוף נגמר והנכס הלא נזיל שבו הוא מושקע לא יכול להימכר<sup>26</sup>. מכאן שבנק המממן את פעילותו באמצעות פיקדונות עו"ש נזילים הוא החשוף ביותר לסיכון זה, שכן הציבור יכול למשוך את נכסיו הנזילים בכל רגע, ומולם התחייבויותיו של הבנק ארוכות יותר ופחות נזילות. הכלים הרגולטוריים השונים וביניהם דרישות הון ונזילות, ביטוח פיקדונות והלוואות מוניטריות לשעת חירום, מקטינים את סיכון המח"מ והנזילות. בהעדר מנגנוני פיקוח מתאימים בנקאות הצל חשופה במידה לא מבוטלת לסיכון זה, והוא גדל ככל שמח"מ התחייבויות קצר יותר והתחייבויות נזילות יותר. מכאן שמידת החשיפה לסיכון מושפעת מאופיו של מימון בנק הצל.

מידת החשיפה לסיכון מיקרו יציבותי מוגברת במקרה של מימון באמצעות אג"ח סחירות מהציבור. ראשית, מימון באמצעות אג"ח ממנף את הגוף ומגביר את הסיכון המוסרי. שנית, הא-סימטריה במידע בין הלווה למלווה גדולה יותר במקרה שהגוף המממן הוא הציבור הרחב וזו מגבילה את היכולת של הציבור לפקח על ההשקעה ומגבירה את היכולת של הגוף הפיננסי לקחת סיכונים יתר. שלישית, אירוע חיצוני או אובדן אמון במתווך הפיננסי יכולים ליצור פאניקה שתקשה על הגופים לגייס מימון חדש ולגלגל חובות. ככל שמח"מ התחייבויות קצר יותר וככל שהפער בין מח"מ התחייבויות לזה של הנכסים גדול יותר הבעיה יותר משמעותית. רביעית, סחירות האג"ח יכולה לגרום למכירת חיסול, וכך יפגע שווי האג"ח, דבר שיקשה עוד יותר על גיוס עתידי ועל עמידה בהתחייבויות.

מצוקה כלכלית של לווה משמעותי אחד, או של מספר לוויים בבת אחת יכולה להביא למצוקה כלכלית של מתווך האשראי. מכאן שסיכון זה מועצם כאשר מתווך האשראי חשוף ללווה או לקבוצת לוויים ששיעורם בתיק נכסיו גדול וכשהסתברות להיקלעות למצוקה כלכלית משותפת לכולם. גם סיכון זה ניתן להקטין על ידי רגולציה מתאימה, המגבילה את החשיפה ללוויים גדולים.

### דוגמה להתממשות הסיכונים בתיווך אשראי חוץ-מוסדי בעולם

ניתן ללמוד על פוטנציאל הנוק שבהתממשות הסיכונים הנסקרים ממדינות שחוו משברים פיננסיים שנבעו ממצוקה של גופים בבנקאות הצל ובפרט ממצוקה של מתווכי אשראי.

דוגמה למשבר של מתווכי אשראי חוץ-מוסדי שאופן פעילותם דומה לזה שבישראל ניתן לראות במשבר של מתווכי האשראי החוץ-מוסדי בניו זילנד<sup>27</sup> בשנים 2006–2011. במהלך שנים אלו 45 חברות לתיווך אשראי חוץ-מוסדי קרסו, כ-3 מיליארד דולרים נמחקו, והמדינה שילמה כ-2 מיליארד דולרים לחברות ולחוסכים. בשיא 8% מסך ההלוואות של

<sup>25</sup> דוח "Shadow Banking: strengthening oversight and regulation" של ה-Financial Stability Board מאוקטובר 2011.

<sup>26</sup> "Shadow Banking: strengthening oversight and regulation" של ה-Financial Stability Board מאוקטובר 2011; Shadow Banking from a European Central Bank מאפריל 2012; "Shadow Banking in the Euro Area" של ה-European Central Bank מאפריל 2012; "Shadow Banking in the Euro Area" Perspective, Sveriges Riksbank Economic Review 2014. Swedish

<sup>27</sup> Reserve Bank of New Zealand, Report for the Minister of Finance on the operation of the prudential regime for Non-bank Deposit Takers, September 2013.

מתווכים פיננסיים במשק ניתנו על ידי מתווכי אשראי חוץ-מוסדי. בשנת 2013 מגזר זה כבר הצטמצם בחצי וסיפק רק 3% מסך ההלוואות במשק. המשבר נבע מהעדר פיקוח יציבותי מספק על חברות אלו, מצב שבעטיו איכות נכסיהן הייתה נמוכה, ניתנו הלוואות מרובות לצדדים קשורים, והניהול היה לקוי ובמקרים מסוימים גם פלילי. קריסת החברות יצרה לחץ בעיקר במגזר הבנייה, שמקור משמעותי של האשראי שלו היה התיווך החוץ-מוסדי, והוא התקשה להשיג מימון גם לאחר תקופת המשבר.

ב-2003 פרץ בדרום קוראיה, בשוק כרטיסי האשראי משבר שהשפיע על כל המשק. חברות כרטיסי האשראי בקוראיה הן בחלקן בשליטה של בנקים ובחלקן חוץ-בנקאיות. (הגופים האחרונים מוגדרים כמתווכי אשראי חוץ מוסדי). הגורמים העיקריים שהובילו למשבר הם עידוד מהמדינה, שכלל מהלכים של דה-רגולציה (הטבות מס לשימוש בכרטיסי אשראי, ביטול ההגבלה על מינוף החברות לכרטיסי אשראי ודרישות הון נמוכות) ותחרות אגרסיבית שנבעה מכניסה של שחקנים חדשים. בשנים 1999-2002 סך העסקאות השנתיות בכרטיסי אשראי עלה מ-91 טריליון וון (כ-300 מיליון \$) ל-623 טריליון וון (כ-2,052 מיליון \$). באותו זמן החוב של משקי הבית עלה מ-41% מההכנסה הפנויה ל-64%. המימון של מתן האשראי התבצע בעיקר דרך הנפקת אג"ח לגופים מוסדיים. כשחברות כרטיסי האשראי התחילו להבין שפרופיל הסיכון שלהן גבוה וששיעור החוב הבעייתי עולה (הגיע ל-18% בשנת 2002) הן התחילו להקשיח את התנאים למתן אשראי, וב-2003 נוצר במשק מחנק אשראי שהשפיע על התחום הריאלי ועל משקי הבית. המחנק השפיע על היכולת של משקי הבית להחזיר הלוואות לחברות כרטיסי האשראי, וכך העלה עוד יותר את שיעור החוב הבעייתי וחוזר חלילה. יתר על כן, בתקופה זו לא היתה לחברות כרטיסי אשראי יכולת לגייס חוב משוק ההון. כך, סבלו חברות אלו בעצמן ממחנק אשראי וחוסר נזילות שהפחיתו את יכולתן לספק אשראי, הגבירו את מחנק האשראי במשק וגרמו לפשיטות רגל בחברות לכרטיסי אשראי. בשלב זה, במרס 2003 התערבה המדינה ופעלה ישירות להציל חברות פושטות רגל יחד עם אספקת נזילות לכלל הגופים במערכת הפיננסית, שסבלו מסיכונים מערכתיים בעקבות המשבר בחברות כרטיסי לאשראי ובעיקר בשוק האג"ח הקונצרניות שסיכונים ההדבקה פגעו בו. ההערכות הן ששליש מהשווי-בספרים של עסקי ההלוואות של חברות האשראי נמחק במהלך המשבר. המשבר פגע בצמיחה, בהוצאות משקי הבית ובהוצאות חברות בשנים שלאחר המשבר. דוגמה למשבר גדול נוסף הוא המשבר בחברות חיסכון והלוואה חוץ-בנקאיות בארה"ב<sup>28</sup> בשנות ה-80. משבר זה התרחש אצל מתווכי אשראי חוץ-מוסדי, אשר לא כמו בישראל יכולים גם לקבל פיקדונות מהציבור<sup>29</sup>. בין השנים 1985 ל-1995 קרסו כשליש מחברות החיסכון וההלוואה בארה"ב. עלות המשבר למשק האמריקאי הגיעה לכ-160 מיליארד דולר, מתוכם כ-132 מיליארד מכספי משלמי המסים. המשבר נבע מפיקוח לקוי, תוצאה של תהליכי דה-רגולציה בתחילת שנות ה-80 ושל התבססות החברות על מימון קצר טווח, יחד עם ניהול לקוי, שבמקרים מסוימים הגיע להונאה. משבר בהיקף קטן יותר פרץ בתחילת 2015 בפולין<sup>30</sup> – פשיטת רגל מסיבית של אגודות האשראי, שגם הם מתווכי אשראי חוץ-מוסדי המקבלים פיקדונות מהציבור, שהיוו 1.1% מנכסי הבנקים במדינה. גם משבר זה נובע מפיקוח לקוי וגורר עלות משמעותית למשק.

<sup>28</sup> דוח של החשב הכללי האמריקאי לקונגרס משנת 1996 בנושא "Resolution Trust Corporation's 1995 and 1994 Financial Statements" וממידע שבאתר ה-Federal Deposit Insurance Corporation.

<sup>29</sup> במקרה שגופים מקבלים פיקדונות מהציבור הם בסיכון מוגבר ל"ריצות", ואם יש להם ביטוח פיקדונות, זה מעלה את הסיכון המוסרי, בספקו רשת ביטחון במקרה של מצוקה.

<sup>30</sup> <http://www.reuters.com/article/2014/12/12/skokwolomin-bankruptcy-idUSL6N0TW1G720141212>

### חלק ג' - סקירה עולמית של הרגולציה על מתווכי אשראי חוץ-מוסדי

הרגולציה העולמית על בנקאות הצל רחבה ותלויה בפרמטרים רבים, ביניהם ההיסטוריה והמצב המשפטי של המדינה. כשאנו באים לבחון את הרגולציה העולמית במטרה להסיק מסקנות לגבי הרגולציה הרצויה בישראל נתרכז בשלב זה רק ברגולציה על מתווכי אשראי חוץ-מוסדי, שהם, כאמור, במוקד תשומת לבנו.

החקיקה האירופית<sup>31</sup> מגדירה "מוסד אשראי" כמוסד שמצד אחד נותן אשראי ומצד שני מממן את פעילותו באמצעות פיקדונות או באמצעות גיוס חוב מהציבור. מוסדות הבנקאות הקלאסית נופלים תחת הגדרה זו. הפרשנות של ההגדרה של "מוסד אשראי" שונה בין מדינות אירופה, והרגולציה האירופית על מתווכי אשראי אינה אחידה. עם זאת, ה-EBA (European Banking Authority) ממליץ להכפיף מתווך אשראי המממן את עצמו באמצעות אג"ח מהציבור לרגולציה על הבנקים<sup>32</sup>. בישראל ההגדרה של "תאגיד בנקאי" דומה להגדרה האירופית של "מוסד אשראי" וכוללת גם בנקים וגם מתווכי אשראי המגייסים אג"ח מהציבור. אולם, כאמור, השינוי בחוק ההסדרים מאפשר לגופים אלו להנפיק אג"ח בלי להידרש לרישיון לפעול כתאגיד בנקאי.

ברגולציה העולמית על מתווכי האשראי החוץ-מוסדי ניכרת בשנים האחרונות מגמה של הגברה. המגמה מאפיינת גם המלצות של ארגונים בין-לאומיים, כהמלצת ה-EBA שצוינה לעיל, ונובעת מהפקת לקחים ממשברים מקומיים ומהמסבר הפיננסי העולמי. יש מדינות שבהן הפער בין הפיקוח על הבנקים לבין הפיקוח על מתווכי האשראי החוץ-מוסדי אינו משמעותי. כך, לדוגמה, אוסטרליה מחילה רגולציה אחידה למדי על כל מתווכי האשראי החוץ-מוסדי, ושבדיה מחילה על מתווכי האשראי החוץ-מוסדי המממנים את עצמם באמצעות אג"ח מהציבור פיקוח דומה לזה שחל על הבנקים. גם במדינות שהפיקוח בהן היה קל יותר יש מגמה של הגברת הרגולציה. באסטוניה וניו-זילנד כבר חוקקו חוקים המרחיבים את הפיקוח על מתווכי אשראי עם דגש בפיקוח יציבותי. בארה"ב ובאנגליה הוקמו בשנים האחרונות רגולטורים צרכניים המפקחים על כל מתווכי אשראי, ונוסף על כך הורחב הפיקוח היציבותי על גופים גדולים בעלי סיכון מערכת. חשוב להדגיש כי פיקוח מיטיב עם הגופים המפוקחים משום שהוא מאותת לשוק כי מדובר בגוף אמין ויציב ולכן עשוי להקטין את עלויות המימון. במקרים מסוימים מצב זה מאפשר לגופים מפוקחים לספק אשראי במחיר נמוך יותר מאשר גופים לא מפוקחים.

<sup>31</sup> European Union, Regulation (EU) No 575/2013, 27.6.13 European Union, Directive (EU) No 36/2013, 27.6.13.

<sup>32</sup> "Report to the European Commission on the perimeter of credit institutions established in the Member States" של ה-European banking authority מנובמבר 2014.