

פרק ד': התשתית הפיננסית

1. מבוא

נדבך מרכזי של היציבות הפיננסית הוא עמידות המערכת הפיננסית, דהיינו יכולתם של השווקים והמוסדות הפיננסיים להמשיך ולתפקד באופן תקין כשמתממשים איומים ומתרחשים זעזועים בסביבת פעולתה של המערכת הפיננסית או בתוכה. אחד הגורמים המרכזיים המשפיעים על מידת עמידותה של המערכת הפיננסית הוא טיב התשתית הפיננסית.

המונח "תשתית פיננסית" (institutional and market infrastructure) מתייחס למכלול התנאים והגורמים המבניים הנוגעים לפעילות המערכת הפיננסית ומשפיעים על תפקודה ועל יעילותה. בהגדרה רחבה זו של המונח "תשתית פיננסית" נכללים: מבנה המוסדות הפיננסיים, הכולל את קשרי הגומלין בין המוסדות השונים, קשרים שעוצמתם משפיעה על עוצמת הסיכונים המערכתיים, כלומר על האפשרות שמספר מוסדות פיננסיים, מסוג אחד או יותר, ייפגעו בו-זמנית, בשל זעזוע חיצוני משותף, או בשל גלישת בעיות במוסד אחד למוסדות אחרים ("הדבקה"); ההסדרים הקשורים במערך התשלומים והסליקה¹, היכולים לחשוף את המשתמשים בו לסיכונים מערכתיים, שעלולים לגלוש בתוך מדינות ובין מדינות; ההסדרה של הפעילות הפיננסית (חקיקה, כללים, הוראות ותקנות) ומנגנוני הפיקוח על המערכת הפיננסית; מבנה התמריצים לכלל השחקנים במערכת (לרבות מיסוי וערבויות); כללי הגילוי הנאות וכללי החשבונאות המשפיעים על השקיפות של הפעילות ועל הסיכונים הפיננסיים.

הגדרה רחבה זו של התשתית הפיננסית מתיישבת במידה רבה עם ההגדרה המעוגנת ב-12 התקנים הבין-לאומיים ליציבות פיננסית, שאומצו על ידי "הפורום הבין-לאומי ליציבות פיננסית" כעקרונות ותנאים רצויים לקידום היציבות הפיננסית (תיבה ד'-2). קידום רפורמות ושיפורים בתשתית הפיננסית הוא אחד הערוצים המרכזיים שדרכו הרשויות משפיעות על עמידותה של המערכת הפיננסית.

בפרק זה נבחנות ההתפתחויות הבולטות בתשתית הפיננסית השנה, התפתחויות שעשויות להיות להן השלכות מהותיות על עמידות המערכת הפיננסית. סעיף 2 מתמקד במבנה מערך המוסדות הפיננסיים, וסעיף 3 - ברפורמות ובשינויים בהסדרה של המערכת הפיננסית כולה ושל רכיביה: המוסדות הפיננסיים, השווקים הפיננסיים ומערך התשלומים והסליקה. סעיף 4 עוסק בהשלכות של הרפורמות המרכזיות המתנהלות בשנים האחרונות על היציבות הפיננסית. כביתר חלקי הדוח, הדגש בפרק הוא בשינויים בתשתית, ולא בהערכת רמתה ובמכלול הגורמים הקובעים אותה.

1 לעיתים המונח "תשתית פיננסית" מתייחס למערך התשלומים והסליקה בלבד. מערך התשלומים והסליקה בישראל כולל את מסלוקת הבנקים, מרכז הסליקה הבין-בנקאי (מס"ב), הבורסה לניירות ערך, חברות כרטיסי האשראי ומערכות שונות בבנק ישראל, כגון מערכת המסחר בנזילות ומערכת המסחר בש"ח כנגד הדולר.

2. המבנה של מערך המוסדות הפיננסיים

- לקראת סוף 2004 רכשו שלוש חברות ביטוח את השליטה בשלוש קרנות הפנסיה החדשות הגדולות, החולשות על כ-75% מנכסי הקרנות החדשות. רכישות אלה עתידות לחולל שינוי משמעותי במבנה השליטה בחיסכון לטווח ארוך, שינוי שעוצמתו תלך ותגבר ככל שיפחת משקלן של הקרנות הוותיקות, הסגורות בפני עמיתים חדשים.
- במהלך שנת 2004 התעצמה התופעה של הפסקת פעילותם העצמאית של תאגידי בנקאיים זעירים, וכיום נותר תאגיד אחד בלבד מסוג זה. התפתחות זו תרמה לביסוס יציבות המערכת הפיננסית, בלי לפגוע בתחרות בה.
- בסוף שנת 2004 מוזג "בנק טפחות", הבנק המוביל בתחום הבנקים למשכנתאות, לתוך "בנק המזרחי". קדם לו מיזוגו של "בנק משכן" ל"בנק הפועלים" בשנת 2003. בשני המקרים עמידות הקבוצות הבנקאיות צפויה לגדול דרך הגדלת הלימות ההון, כתוצאה מעליית הרווחיות, ומהגברת היעילות בניהול הסיכונים - תהליכים התורמים לביסוס היציבות הפיננסית.
- בתחילת שנת 2005 הופרט "בנק דיסקונט", לאחר למעלה משני עשורים של שליטת הממשלה בו, וכן הואץ תהליך ההפרטה של "בנק לאומי". הפרטת בנקים גדולים בישראל מציבה אתגר בפני הפיקוח על הבנקים, שכן היא כרוכה בהיווצרותם של סיכונים חדשים, הנובעים מעסקאות של אותם בנקים עם "אנשים קשורים" אליהם.

א. רכישת קרנות הפנסיה החדשות הגדולות על ידי חברות הביטוח

לקראת סוף 2004 חל שינוי מהותי במבנה הבעלות בקרנות הפנסיה החדשות והכלליות: שלוש קרנות פנסיה חדשות גדולות, שלאורך שנים רבות - עד להלאמתן ומינוי מנהלים מטעמה של הממשלה ב-2003 - היו כולן בשליטת ההסתדרות, נמכרו לחברות ביטוח. שלוש חברות ביטוח רכשו את שלוש הקרנות הגדולות, החולשות על 75% מנכסי הקרנות החדשות: "מנורה" רכשה את "מבטחים יותר" (שמשקלה בסך נכסי הקרנות החדשות היה בסוף שנת 2003 51%), "מגדל" רכשה את "מקפת החדשה" (15.2%), ו"כלל ביטוח" - את "מיטבית" (8.7%).

ההשפעה המיידית של שינויי הבעלות בקרנות החדשות על ענף הפנסיה אמנם קטנה יחסית, מפני ההיקף המצומצם של נכסיהן לעומת סך נכסי קרנות הפנסיה לסוגיהן - כ-17 מיליארדים לעומת כ-147 מיליארדים, בהתאמה. ואולם, ככל שיגדל חלקן של הקרנות החדשות (והכלליות) בענף, על חשבון קרנות הפנסיה הוותיקות, הסגורות בפני עמיתים חדשים ומהוות עדיין כשלושה רבעים מהשוק, תלך ותתעצם השפעת השינויים במבנה הבעלות על ענף הפנסיה. שינויי בעלות אלה חוללו כבר עתה שינוי משמעותי במבנה השליטה של חברות הביטוח בשוק החיסכון לטווח ארוך. ההתפתחות הבולטת היא ירידת רמת הריכוזיות - מעבר משוק שבו פועלות שתי חברות גדולות (המהוות כמחצית מהשוק; לוח ד'-1) לשוק שבו שלוש חברות גדולות (כשני שלישים). כן התחוללו שינויים מהותיים בגודלן היחסי של החברות המובילות בשוק. החברה המובילה בתחום החיסכון לטווח ארוך ממשיכה להיות "מגדל", שנתח השוק שלה בסך חברות הביטוח כ-26% (כ-28% לפני הרכישה). לעומת זאת "מנורה", שעד לרכישת "מבטחים" הייתה הגוף החמישי בגודלו בענף הביטוח (כ-11%), הפכה לגוף השני בגודלו, עם נתח שוק של כ-23%, ואילו "כלל", שאיבדה בעקבות השינוי כ-2 נקודות אחוז מנתח השוק (לכ-20%), הפכה לגוף השלישי

לוח ד'-1

**אומדן¹ להתפלגות השליטה של קבוצות הביטוח בחיסכון לטווח ארוך²
שבבעלות קבוצות הביטוח לפני רכישת קרנות הפנסיה ב-2004 ואחריה**

מגדל	כלל	הפניקס	הראל	מנורה	אחרות	סך הביטוח	סך החיסכון לטווח ארוך
מיליארדי ש"ח							
סך החיסכון לטווח ארוך לפני רכישת קרנות הפנסיה	17.9	14.1	8.9	8.3	6.8	8.8	280.2
סך החיסכון לטווח ארוך לאחר רכישת קרנות הפנסיה	21.4	16	8.9	8.3	18.5	8.8	280.2
ההתפלגות באחוזים							
סך החיסכון לטווח ארוך לפני רכישת קרנות הפנסיה	27.7	21.8	13.8	12.8	10.5	13.6	100
סך החיסכון לטווח ארוך לאחר רכישת קרנות הפנסיה	26.1	19.5	10.9	10.1	22.6	10.7	100

1 מבוסס על התפלגות נכסי חברות הביטוח לסוף 2003.

2 החיסכון לטווח הארוך, בהתאם להגדרת ועדת בכר, כולל את ביטוח החיים המשתתף ברווחים, את קרנות הפנסיה החדשות הכלליות ואת קופות הגמל וההשתלמות.

המקור: אתר הממונה על שוק ההון ועיבודי תחום היציבות הפיננסית בבנק ישראל.

בגודלו בלבד. שינוי זה הוא תוצאה של מדיניות משרד האוצר שלא מאפשר רכישת קרנות פנסיה גדולות על ידי חברות ביטוח גדולות. השפעת שינויי הבעלות על קרנות הפנסיה החדשות מבחינת היציבות הפיננסית נדונה בסעיף 4 להלן.

ב. הפסקת פעילותם העצמאית של תאגידים בנקאיים זעירים

במהלך 2004 ובראשית 2005 הופסקה פעילותם העצמאית של מספר תאגידים בנקאיים זעירים, שאינם נשלטים על ידי חברות אם בנקאיות, המשך למגמה שהיינו עדים לה בשנים האחרונות, בעיקר מאז חשיפת המעילה הגדולה ב"בנק למסחר" באפריל 2002. מאז אירוע זה נסגרו או מוזגו לבנקים גדולים (או נמצאים בהליכי סגירה) 6 תאגידים בנקאיים זעירים, ומלוא הבעלות על שני בנקים זעירים נוספים נרכשה בידי בנקים גדולים² (נספח ד'-1). מבין התאגידים האלה נותר כיום מוסד כספי עצמאי זעיר אחד ("חסך").

שינוי מבני זה, שמידת חיוניותו התחדדה בעקבות נפילת הבנק למסחר, הוא תוצאה של מספר גורמים שפעלו במקביל: (1) מדיניות מכוונת פעילה יותר של הפיקוח על הבנקים

2 כן הוחלט על סגירה הדרגתית וביטול הרישיון של בנק "בינוני" אחד - ה"בנק לפיתוח התעשייה". נוסף על כך בוטל רישיונם של שני מוסדות כספיים שבבעלות הבנקים הגדולים - "לאומי חברה למימון" ו"בנק לאומי לפיתוח התעשייה".

בשנים האחרונות לעידוד תאגידים בנקאיים קטנים עצמאיים להתמזג עם בנקים גדולים או לצאת מהענף; (2) התגברות ההכרה מצד בעלי השליטה בתאגידים הבנקאיים הקטנים העצמאיים באשר לכדאיות של מהלכים אלה, לנוכח הירידה הצפויה ברווחיות התאגידים שבבעלותם והעלייה בסיכונים ובקושי לנהלם בהתאם לדרישות הפיקוחיות הנוכחיות ולא להצפיות בשנים הקרובות; (3) תנאי סביבה נוחים, בעיקר בשנתיים האחרונות, שאיפשרו מיזוגים וסגירות בצורה מסודרת ומתוכננת, תוך תיאום הדוק עם הרשויות, בלי לחולל זעזועים במערכת הפיננסית.

המוסדות הבנקאיים הגדולים נהנים מיתרונות מובנים ברורים לגודל ולמיגוון, המתבטאים, בין היתר, בפיזור סיכונים טוב יחסית בתהליך התיווך הפיננסי ובעלויות תפעוליות נמוכות יחסית, המקנות להם יכולת להפעיל מנגנונים יקרים לניהול הסיכונים ולבקרה עליהם, בלי לאבד את יתרונם היחסי בתחום העלויות. יתרונות אלה, המתבטאים גם בהלימות הונם, תורמים לחיזוק עמידותם הפיננסית.³

יתרונות יחסיים אלה גברו בשנים האחרונות, וצפויים להוסיף ולהתבסס, לנוכח המגמה ארוכת הטווח של ירידת המירווחים הפיננסיים, לצד הגידול הצפוי של העלויות והתגברות הסיכונים הגלומים בפעילות הבנקאית. זאת, מצד אחד, בעקבות פיתוח מואץ של מכשירים פיננסיים מתוחכמים, מורכבים ויקרים, על רקע השיפורים התכופים בטכנולוגיה, ומהצד האחר - מפני הצורך בכלים חדשים ויקרים לניהול השליטה והבקרה על אותם סיכונים - בין היתר, לנוכח החמרת הדרישות הפיקוחיות המתחייבות בגינם, כדוגמת היישום הצפוי של הוראות באזל II.

סגירתם של תאגידים בנקאיים זעירים או מיזוגם של בנקים קטנים, ובעיקר העצמאיים, לתוך הבנקים הגדולים, פועלים אפוא להגברת העמידות של מערכת הבנקאות, ועמה - להגברת היציבות של המערכת הפיננסית כולה, באפשרם לאותם תאגידים ליהנות מהכלים ומהידע המקצועיים, משירותי תשתית המחשוב וממנגנוני הבקרה הקיימים בבנקים הגדולים, ובכך לצמצם את הסיכון לנפילתם ואת הסיכון המערכתי הגלום בנפילות אלה - "סיכון ההדבקה". נוסף על כך, רשויות הפיקוח יכולות להפנות משאבים שהשתחררו בעקבות המיזוגים והסגירות לצרכים פיקוחיים אחרים. עם זאת, השפעת תהליכים אלה על הריכוזיות והתחרות בענף אינה מהותית, לנוכח גודלם הזניח של אותם תאגידים ביחס ליתר הבנקים במערכת. לכן התחלופה בין תחרות ליציבות פיננסית אינה מתקיימת בנסיבות אלה, וכך גוברת היציבות הפיננסית בלי שנפגעת התחרות. (ראו תיבה ד'-1).

ג. מיזוגי בנקים למשכנתאות לתוך חברות האם הבנקאיות

מיזוגים בעלי אופי שונה היו מיזוגי בנקים למשכנתאות לתוך חברות האם הבנקאיות. בסוף 2004 מוזג "בנק טפחות" ל"בנק המזרחי". קדם לכך מיזוגו של "בנק משכן" ל"בנק הפועלים" בסוף 2003. כאן אין מדובר בתאגידים בנקאיים זעירים ועצמאיים, אלא בבנקים גדולים המובילים בתחומם, אשר נשלטים על ידי בנקים מסחריים. שני מיזוגי הבנקים למשכנתאות לחברות האם נבדלים זה מזה במהותם לנוכח סדרי הגודל השונים של חברות האם הבנקאיות ביחס לבנקים שמוזגו לתוכם. כך, ערב מיזוגו של "משכן" ל"בנק הפועלים" היו נכסי "בנק הפועלים" גדולים פי עשרה מנכסי בנק "משכן", בעוד שנכסי "בנק המזרחי" עלו פי שניים וחצי בלבד על נכסי "בנק טפחות" (לוח ד'-2). למרות השוני

3 לדיון נרחב ביתרונות התפעוליים לגודל ראו סקירת המפקח על הבנקים לשנת 2003, עמ' 93-96.

לוח ד'-2

מיזוגי בנקים למשכנתאות לתוך חברות האם הבנקאיות -
נתוני יסוד לפני המיזוגים, סוף 2003
 (מיליארדי ש"ח, על בסיס מאוחד)

חלק מסך המערכת ¹			
בהון	בנכסים	ההון העצמי	סך הנכסים
(אחוזים)			
32.4	31.1	14.3	258.9
בנק הפועלים			
21.2	24.3	1.4	26.9
בנק משכן			
8.8	9.5	3.9	78.9
בנק המזרחי			
30.9	29.2	2.0	32.2
בנק טפחות			

1. סך המערכת לגבי בנק הפועלים ובנק המזרחי - סך הבנקים המסחריים וחברות הבת שלהם. סך המערכת לגבי בנק משכן ובנק טפחות - סך הבנקים למשכנתאות וחברות הבת שלהם.
 המקור: נתוני הפיקוח על הבנקים.

בין שני המיזוגים ניתן להצביע על קווי דמיון ביניהם מבחינת היציבות הפיננסית: בשני המקרים עמידות הקבוצות הבנקאיות צפויה לגדול דרך הגדלת הלימות ההון, כתוצאה מעליית הרווחיות, במקביל להגברת היעילות בניהול הסיכונים - תהליכים התורמים לביסוס היציבות הפיננסית.

סביבת פעולתם של הבנקים למשכנתאות נעשתה מסוכנת יותר בשנים האחרונות, לנוכח שורה של גורמים, ובראשם השפל המתמשך בענף הנדל"ן, מגמת הצמצום באשראי המוכוון למשתכנים ובעמלות בגינו ואי-בהירות לגבי ההכנסות מדמי ביטוח, על רקע התחרות הגוברת עם חברות הביטוח. גם המחסור המתמיד במקורות צמודים לטווח ארוך, במקביל לחדירה איטית יחסית של הבנקים למשכנתאות למגזרי תיווך לא-צמודים, מעיבים על פוטנציאל רווחיותם.

עד כה התמודדו הבנקים למשכנתאות בהצלחה עם השינויים שחלו בתחום הביקוש - בין היתר, הודות להכנסות שוטפות נאות בגין ביצועי העבר ולצעדי התייעלות. כך הגיעה התשואה השנתית הממוצעת להון בין השנים 1997 ל-2003 לכ-10.5% בבנקים למשכנתאות, לעומת כ-8.8% בחמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות. ואולם, המשך מגמות אלה היה עלול לפגוע בביצועי הבנקים למשכנתאות, ומכאן - בעמידותם. מיזוגם לתוך חברות האם הבנקאיות פעל לבלימת מגמות שליליות אלה דרך צמצום בסיס ההוצאות כתוצאה מאיחוד מערכות המחשב ואיחוד המטות בשני הבנקים ודרך ניהול מאוחד של המקורות, השימושים והסיכונים הפיננסיים. נוסף על כך, השתקפותן הישירה של המגמות השליליות בסביבה העסקית של הבנקים למשכנתאות בביצועי הבנקים למשכנתאות, לו

המשיכו לפעול כגופים נפרדים בתוך הקבוצות הבנקאיות, הייתה עלולה לפגוע באמון הציבור בקבוצות. מיזוגם של בנקים אלה לתוך חברות האם מנע התממשות סיכון זה. שיפור נוסף בעמידותן של הקבוצות יושג אם תתגשם שאיפת חברות האם להגדיל את רווחיות הקבוצות הבנקאיות דרך הגדלת היקף הכנסותיהן, באמצעות מינוף לקוחות המשכנתאות לטובת הרחבת הפעילות של בנק האם במגזר הבנקאות הקמעונית, הנחשב לרווחי יחסית⁴.

ד. הפרטת בנקים

ההתפתחות הבולטת בתחום ההחזקות וקשרי הבעלות במגזר הפיננסי היא מכירת גרעין השליטה של "בנק דיסקונט" (26%) לקבוצת "ברונפמן-שרוהן" בראשית שנת 2005. בתחילת שנת 2005, עם מכירת גרעין השליטה בקבוצת "בנק דיסקונט", הגיעה לסיומה תקופה של למעלה משני עשורים, שבה השליטה בבנק השלישי בגודלו במערכת הייתה בידי הממשלה. קבוצת הרוכשים התחייבה לשלם תמורת 26% ממניות הבנק, בשלב הראשון, 1.3 מיליארדי ש"ח. נוסף על כך ניתנה לקבוצה אופציה לרכישת 25% נוספים ממניות הבנק בעתיד.

עם מכירת "בנק דיסקונט" נותר "בנק לאומי" הבנק היחיד בשליטת הממשלה⁵. בסוף פברואר 2005 מכרה המדינה, שהחזיקה עד אז בכ-34.8% ממניות "בנק לאומי", 6.5% ממניותיו, ל"דויטשה בנק", וזה הפיץ את המניות בקרב משקיעים. בידי המדינה, המוסיפה להיות בעלת השליטה בבנק, נותרו 28.3% ממניותיו, ואחת האפשרויות הנדונות כיום היא למכור אותן לציבור באמצעות הבורסה עוד בשנת 2005.

הניסיון הבין-לאומי מלמד, כי אחד מגורמי המפתח בהשפעת ההפרטה על עמידות הבנק המופרט הוא מידת מעורבותה של הממשלה בפעילות הבנק והאופן שבו מתבטאת מעורבות זו. כך, הפרטת בנק, שהממשלה הייתה מעורבת בפעילותו במידה רבה ובאופן הפוגע בעמידותו, עשויה להיות מהלך שיתרום לביסוס היציבות הפיננסית. זאת בעיקר הודות לכינונם של דירקטוריון והנהלה מקצועיים, המונעים משיקולים עסקיים, ומשמים בעת הצורך כתובת ברורה לרשויות הפיקוח לנקיטת צעדים לביסוס יציבותו של הבנק. כנגד זאת, הפרטת בנק גדול מאותתת על התעצמותו של סיכון "אנשים קשורים", הנובע מעסקאות שעושה התאגיד הבנקאי שהופרט עם אנשים הקשורים לו, בעיקר בתחום האשראי. בעקבות ההפרטה מתעורר החשש שגורמים פרטיים, שיש להם עסקים נרחבים מחוץ לבנק, ינצלו את הקשרים המיוחדים שיש להם עם הבנק כדי לקבל אשראי שלא על פי שיקולים עסקיים ובתנאים נוחים מאלה המקובלים לגבי עסקאות דומות עם מי שאינם קשורים.

המציאות הישראלית מראה, כי הממשלה לא הייתה דומיננטית בניהול הבנקים שהולאמו לפני שני עשורים, ואלה פעלו בדרך כלל כאילו היו בבעלות פרטית. מציאות זו נתמכה בחוק מניות הבנקים שבהסדר, שמנע מהממשלה להתערב בניהול הבנקים. בכל זאת, הפרטת הבנקים מגדילה את גמישותם לגייס הון - דבר התורם להגברת עמידותם. אך הסיכון המרכזי הגלום בהפרטה - סיכון אנשים קשורים - מהותי במיוחד במשק הישראלי,

4 עם זאת, הטמעתו של בנק למשכנתאות בקבוצה יכולה לפגוע במוניטין שהיה לו בזכות פעילותו הייחודית לפני המיזוג, פגיעה שעוצמתה תלויה, בין היתר, במשקלו הסגולי של הבנק בתוך הקבוצה.

5 בבעלות הממשלה נותרו גם "הבנק לפיתוח התעשייה" ו"בנק החקלאות" וכן קרנית הפנסיה הוותיקות.

שבו הפעילות העסקית והפיננסית מרוכזת בידי מספר מצומצם של קבוצות או משפחות. לפיכך הפרטת הבנקים הגדולים היא אתגר של ממש לפיקוח על הבנקים, למרות ההגבלות והתקנות המסדירות את העסקאות עם אנשים קשורים. התכנית למכירת "בנק לאומי" באמצעות הבורסה, ולא לגרעין שליטה מוגדר מראש, כפי שהיה נהוג עד כה, מציבה בפני רשויות הפיקוח אתגרים חדשים, בחדדה את הצורך להבטיח מנגנונים אשר יאפשרו שליטה ובקרה על אופן ניהולו של הבנק המופרט, בהעדר בעלים שימשו כתובת לדרישות פיקוחיות. עד היום הפעיל הפיקוח על הבנקים שורה של כלים לשם הבטחת יציבותו של הבנק לאחר הפרטתו - בהם יצירת גרעין שליטה מוגדר ומוזהה, שרכיביו עברו בדיקות קפדניות של חוסן פיננסי ויושרה כתנאי לקבלת היתר השליטה. אם בסופו של דבר לא ייווצר גרעין שליטה ב"בנק לאומי" לאחר הפרטתו, לא מן הנמנע כי תידרש התאמה בכלים הפיקוחיים ששימשו עד כה להבטחת יציבותם של התאגידים הבנקאיים שהחליפו בעלים.

תיבה ד'-1: קשרי הגומלין בין תחרות ליציבות הפיננסית

הגברת התחרות בתוך מערך המוסדות הפיננסיים - למשל, באמצעות הפחתת הריכוזיות¹, נחשבת לאחת הדרכים החשובות לייעול הקצאת המשאבים במשק על פני זמן, התורמת במישרין לצמיחה.

עד לעשור האחרון ההנחה המקובלת הייתה כי הגברת התחרות בקרב המוסדות הפיננסיים משמעה הרעה ביציבות הפיננסית, וזאת, בין היתר, בהסתמך על ממצאים אמפיריים. ואולם, הספרות התיאורטית החדשה יותר, בעיקר החל מהמחצית השנייה של שנות התשעים, וכן חלק מהמחקרים האמפיריים, מראים, כי קשרי הגומלין בין תחרות ליציבות פיננסית הם תלויי נסיבות ספציפיות, ולכן מורכבים הרבה יותר מתחלופה פשוטה. בין החוקרים שוררת תמימות דעים, כי בתחום זה הנסתר רב מן הגלוי, וכי נדרש מחקר נוסף רב בנושא בטרם יהיה ניתן לצאת באמירות חדות וברורות יותר באשר לטיב הקשר.

הגישה הרווחת במאמרים המסורתיים היא כי אכן יש תחלופה בין תחרות ליציבות. במאמרים אלה, המתבססים בדרך כלל על "גישת הרווחים המונופוליסטיים" ('charter value'), מועלית הטענה, שכוח השוק של הבנקים גורם לצמצום הסיכון שהם נוטלים על עצמם, כי הרווחים העודפים שהם יכולים לצבור ברמת סיכון נתונה גבוהים יותר מאשר בתנאי תחרות. בתנאים אלה הגברת התחרות יוצרת תמריץ להגדלת הסיכון.

אחת החשובות והמצוטטות מבין העבודות המציגות את גישת הרווחים המונופוליסטיים היא עבודתו של Keeley (1990)². Keeley טוען שהדה-רגולציה במערכת הבנקאות בארה"ב בשנות השבעים והשמונים הגבירה את התחרות

1 ההשקפה הרווחת היא שהגברת הריכוזיות משמעה צמצום התחרות. ואולם, יש שהגברת הריכוזיות תורמת להגברת התחרותיות. ראו למשל, E. Schargrodsky and F. Sturzenegger (1998). Regulation, Cocentration and Competition in Financial Intermediation, Business School, Universidad Torcuato Di Tella.

Keeley, M. (1990). 'Deposit Insurance, Risk and Market Power in Banking', American Economic Review, 80, 1183-1200.

והחלישה את היציבות הפיננסית דרך צמצום הרווחים המונופוליסטיים, ומציג מסגרת תיאורטית וראיות אמפיריות לכך. לבעלי הבנק או למנהלים מטעמם היה אינטרס ברור ליטול סיכונים נוספים במטרה לשפר תשואות, בהינתן הקרנות המובטחות במסגרת ביטוח פיקדונות. טענה דומה בהקשר זה העלו Mishkin ו-Edwards³ (1995), הסבורים כי נטילת סיכון עודף שנצפתה במרוצת שנות השמונים בקרב הבנקים בארה"ב באה בתגובה לשחיקת רווחיהם לנוכח התחרות מצד השווקים הפיננסיים, הן בתחום האשראי והן בתחום הפיקדונות. הסיכון העודף שנטלו הבנקים אכן גרם לעלייה דרמטית בנפילות של בנקים בארה"ב על רקע התגברות התחרות במרוצת שנות השמונים.

ואולם, הספרות העדכנית יותר לגבי בנקים מציגה תרחישים שונים, שלפיהם תחרות חריפה יותר אינה מביאה בהכרח לערעור היציבות. זאת ועוד, גם במקרים שבהם נמצא קשר שלילי בין תחרות ליציבות ניתן לנקוט מדיניות, כדוגמת הנהגת פרמיות ביטוח פיקדונות מותאמות לסיכון, שתחליש את התחלופה בין תחרות ליציבות מערכת הבנקאות, ועם זאת תאפשר ליהנות מיתרונות אחרים של תחרות.

Naagarajan ו-Sealey⁴ (1995), למשל, מראים שהשפעת התחרות על היציבות תלויה באופן שבו נקבעים הרווחים המונופוליסטיים, ובפרט באופן השפעתה של מדיניות הפיקוח על הרווחים האלה: כאשר מירווחים גבוהים, המבטאים ירידה בתחרותיות, הם תוצאה של מדיניות פיקוח המגבירה את התמריץ לנטילת סיכונים, נפגעת היציבות הפיננסית, ולכן הגברת התחרות איננה גוררת בהכרח פגיעה ביציבות הפיננסית.

במודלים של שיווי משקל כללי, יעילות משמעה תחרות משוכללת ויציבות פיננסית. במודלים אחרים הגברת התחרות משפרת את היציבות הפיננסית. ככלל, מציאת האיזון הנכון בין תחרות ליציבות פיננסית מחייבת הגדרת מסגרת ניתוח שבה ניתן לזהות עלות ותועלת במונחי רווחה של רמות תחרות ויציבות. מנקודת הראות של כלכלת רווחה השאלה הרלוונטית היא מהן הרמות היעילות של תחרות ויציבות פיננסית. המסקנה הכללית העולה ממודלים שונים בספרות הכלכלית היא שהתשובה תלויה במודל. מסקנה זו אינה מפתיעה, שכן בעולם של "second best" ריכוזיות עשויה להיות עדיפה על תחרות משוכללת, ויציבות מוחלטת עשויה להיות בלתי רצויה מבחינה חברתית (Allen and Gale, 2003)⁵.

Boyd and De Nicolo⁶ (2002) מראים, כי החרפת התחרות בין בנקים מפחיתה את שיעורי הריבית על הלוואות ליזמים, מעלה את הרווחיות על המיזמים, ולכן מחלישה תמריץ לנטילת סיכונים. במקרה זה הגברת התחרות גוררת עלייה ביציבות הפיננסית באמצעות הגברת האיתנות הפיננסית של המגזר העסקי.

3 Edwards, F. and F. Mishkin (1995). 'The Decline of Traditional Banking: Implications for Financial Stability and Regulatory Policy', Federal Reserve Bank Of New York, Economic Policy Review, 1, 27-45.

4 Nagarajan, S. and C.W. Sealey (1995). 'Forbearance, Deposit Insurance Pricing and Incentive Compatible Bank Regulation', Journal of Banking and Finance, 19, 1109-1130.

5 Allen, F. and D. Gale (2003). 'Competition and Financial Stability', Wharton Institutions Center Working Paper No 03-26.

6 Boyd, J. and G. De Nicolo (2002). 'Bank Risk-Taking and Competition Revisited', Working Paper, Carlson School of Management, University of Minnesota.

אינדיקציה ברורה להעדר תחלופה בתנאים מסוימים בין יציבות פיננסית לתחרות ניתן לקבל גם מהניסיון הישראלי בשנים האחרונות, בהקשר של היעלמות בנקים זעירים עצמאיים ממערכת הבנקאות. תהליך זה, שצבר תאוצה מאז נפילת "הבנק למסחר" באפריל 2002, התנהל בצורה מבוקרת, בלי לחולל זעזועים במערכת הפיננסית, ותרם לביסוס יציבותה בלי לפגוע בתחרות. (להרחבה ראו סעיף 2 לעיל).

הקושי לזהות את מידת התחלופה בפועל בין הגברת התחרות לשינויים ביציבות מציב בפני הרשויות, המופקדות על שמירת היציבות במערכת הפיננסית, אך גם משפיעות מאוד על רמת התחרות בה, אתגר של ממש בקביעת תמהיל המדיניות המתאים, במיוחד בעת הנהגת הרפורמות שתכליתן הגברת התחרות במערכת. הרשויות נוטות להציב את מניעת המשברים פיננסיים בראש סדר העדיפויות, בהינתן העלות הכבדה והמוחשית של חוסר יציבות פיננסית והקושי לאמוד את העלויות של חוסר התחרותיות והיעילות. משמע שהרשויות נוטות להעדיף יציבות על חשבון תחרות, גם אם מידת התחלופה בפועל אינה ברורה. עם זאת נראה שניהול מדיניות מושכלת יכול להשיג את שתי המטרות בו-זמנית.

3. רפורמות ושינויים בהסדרה ב-2004⁶

- בסוף 2004 פורסמו המלצות דוח הצוות לעניין הרפורמה בשוק ההון ("ועדת בכר"). רפורמה זו אושרה על ידי הממשלה בתחילת 2005, וכבר הופצו תזכירי חוק ליישומה. מטרת הרפורמה היא להפחית את הריכוזיות בשוק ההון, והמלצתה העיקרית היא להפריד את קופות הגמל וקרנות הנאמנות מהבנקים.
- ב-2004 המשיכו משרד האוצר והרשות לניירות ערך בייזום חקיקה ובהסדרה שעניינן הסרת חסמים ועידוד התפתחותו של שוק האשראי החוץ-בנקאי. בין הצעדים שבוצעו: הסרת חסמים להנפקת אג"ח מגובות בנכסים ופעילות להעברת חוק הנוגע לתשקיף בהנפקה של ניירות ערך מסחריים או אג"ח שלא להמרה; שינוי שיטת השערוך של נכסים לא-סחירים של משקיעים מוסדיים; פרסום כללים לאישור חברות דירוג וחיזוק התשתית להקמת קרנות נדל"ן.
- בנובמבר 2004 חוקק חוק שנועד להבטיח את יציבותן של מסלוקת הבורסה ומסלוקת המעו"ף על ידי חיזוק מעמדן המשפטי והסרת אי-בהירות לגבי מצבים מסוימים.

א. רפורמות ושינויי הסדרה בכלל המערכת הפיננסית

- (1) עיקרי ההמלצות בדוח הצוות לעניין הרפורמה בשוק ההון ("ועדת בכר")⁷ בספטמבר 2004 הוגש לשר האוצר דוח הצוות לעניין הרפורמה בשוק ההון (ועדת בכר). הצוות התבקש להמליץ על פעולות הדרושות כדי להגביר את התחרות בשוק ההון הישראלי. מטרת ההמלצות שהוגשו היא להביא, בתוך שנים ספורות, להפחתת הריכוזיות

6 בנספח מוצגת רשימה של שינויים שהוכנסו בהוראות של רשויות פיקוח שונות במהלך 2004.

7 לניתוח משמעות השינוי על היציבות הפיננסית ראו סעיף 4.

בשוק ההון ולצמצם את ניגודי העניינים המובנים בפעילותם של המתווכים הפיננסיים. המלצות הדוח נידונו בממשלה ב-14.11.2004, והוחלט להטיל על המנכ"לים של משרדי ראש הממשלה והאוצר לבחון את הערות השרים והציבור לגבי הרפורמה ולגבש מתכונת ליישומה. ב-3.1.2005 אישרו ראש הממשלה ושר האוצר את המתכונת שהציעו המנכ"לים. בפברואר 2005 פורסמו תזכירי הצעות חוק ליישום המלצות הוועדה.

תזכירי החוק שהופצו הם:

1. תזכיר חוק הגברת התחרות וצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל, התשס"ה-2005. (הכולל תיקון חוק בנקאות-רישוי, תיקון הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות, תיקון חוק השקעות משותפות בנאמנות ותיקון חוק הפיקוח על עסקי ביטוח).
2. תזכיר חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (גמל), התשס"ה-2005.
3. תזכיר חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (עיסוק ביעוץ ובשיווק מוצרים פנסיוניים), התשס"ה-2005.

- להלן ההמלצות העיקריות שאושרו ונמצאות בתהליכי חקיקה או יישום:
- **הפרדה מלאה של קופות הגמל וקרנות הנאמנות מהבנקים:** התהליך יהיה הדרגתי, קופות הגמל יימכרו בתוך שלוש שנים מיום כניסת החוק לתוקף, וקרנות הנאמנות - בתוך ארבע שנים. נוסף על כך מומלץ לשקול בחיוב מתן תמריצים שתכליתם לעודד גופים זרים לרכוש את קופות הגמל וקרנות הנאמנות, בדומה לנהוג לגבי השקעות אחרות במשק. במטרה להקטין את הריכוזיות בשוק ההון, לא יינתן היתר לרכישת קופ"ג או מבטח אם לאחר הרכישה נתח השוק של הרוכש, בעלי השליטה וגופים הנשלטים בידיהם, בתחום החיסכון לטווח ארוך, יעלה על 15%. לגבי קרנות הנאמנות נתח השוק לא יעלה על 20%.
 - **הגבלת גופים מלווים מלשמש חתמים מובילים והגבלת החתם במכירת ניירות ערך לעצמו ולגופים מוסדיים קשורים:** יישום ההמלצה יאפשר לבנקים להמשיך ולפעול בתחום החיתום, אך ימנע מהם לפעול כחתמים מתמחרים באותם מקרים שבהם מתקיים פוטנציאל לניגוד עניינים אגב מתן האשראי. באופן דומה תבטיח המגבלה המוצעת כי חתמים אחרים, שאינם משתייכים לקבוצה הבנקאית, אך עתידים להיות פעילים בתחום האשראי הסיטוני לא יעמדו בפני אותם ניגודי עניינים פוטנציאליים.
 - **ייעוץ לגבי מוצרי ביטוח חיים ופנסיה על ידי תאגידים בנקאיים:** תאגידים בנקאיים אשר השלימו את מכירת כל החזקותיהם בקופות גמל ואינם בעלי עניין במבטח (לרבות בקרן פנסיה) יורשו לייעץ לגבי מוצרי ביטוח חיים ופנסיה. אם ההון העצמי של הקבוצה הבנקאית שהתאגיד הבנקאי משתייך אליה עולה על 10 מיליארדי ש"ח תידרש גם מכירת כל החזקותיו של התאגיד בקרנות הנאמנות.
 - **מודל תיגמול העוסקים ביעוץ (מודל ההפצה):** לגבי מוצרים פיננסיים וניירות ערך מוצע להתיר ליועצים לגבות עמלת הפצה אחידה, קבועה ומפוקחת ישירות מיצרני המוצרים. לגבי מוצרים פנסיוניים (ביטוח, פנסיה וגמל), שיימכרו לראשונה על ידי מערכת הבנקאות, מוצע לאסור על המפיצים לגבות מיצרניהם דמי הפצה. מודל זה ייבחן מחדש כעבור חמש שנים.
 - **חוק קופות גמל:** יחוקק חוק שיסדיר את כללי הרישוי, הפיקוח והאכיפה, לגבי קופות גמל. החוק יסדיר את פעילותן של קופות הגמל בעיקר בנושאים רישוי, פיקוח ואכיפה.

וכן יסדיר את השלמת ההסדרים הקיימים לעניין הקלת מעבר עמיתים בין קופות ואת מדיניות ההשקעה של הקופות.

- **בחינה יסודית ומקיפה של מבנה הפיקוח על שוק ההון בישראל:** בחינה זו תאמוד, בין היתר, את תועלת הראייה המקיפה של שוק ההון מול הסיכון שברכז עוצמה רבה בידי גוף יחיד.

דוח צוות בכר כולל גם המלצות לצעדים משלימים: (1) הצוות הבין-משרדי שגיבש את ההמלצות ישמש "צוות היגוי", שילווה את תהליך החקיקה. (2) הצוות יבחן ויגבש המלצות לשם הגברה נוספת של התחרות בשוק ההון, באמצעות בחינה והסדרה של כללים לגבי: (א) ניירות ערך מסחריים; (ב) Money Market Funds לרבות אפשרות משיכת שקים מקרנות שקליות; (ג) מכירה ורכישה חוזרת של ניירות ערך Repo; (ד) הפצת קרנות נאמנות על ידי מי שאינו חבר בורסה; (ה) הקלה על מעבר בין בנקים; (ו) ביטוח פיקדונות; (ז) השקעות נוסטרו ועשיית שוק על ידי בנקים; (ח) הפעלת תכניות איגוח במערכת הבנקאות.

תיבה ד'-2: 12 התקנים הבין-לאומיים ליציבות פיננסית¹

בעקבות המשברים הפיננסיים הבין-לאומיים שפרצו במהלך שנות התשעים התחדד הצורך להגביר את שיתוף הפעולה הבין-לאומי בין גופי הפיקוח ובין ארגונים בין-לאומיים כדי לחזק את היציבות של כלל המערכת הפיננסית הבין-לאומית. לשם כך יזמו שרי האוצר ונגידי הבנקים המרכזיים במדינות ה-G7 הקמת ועדה, שהמליצה לייסד את הפורום ליציבות פיננסית (Financial Stability Forum-FSF). הפורום החל לפעול ב-1999 בחסות ה-BIS (Bank for International Settlements), ומשתתפים בו נציגים של ארגונים בין-לאומיים ונציגי 11 מדינות מובילות. מטרת הפורום היא לפעול לקידום היציבות הפיננסית הבין-לאומית, כלומר לשיפור התפקוד של השווקים הפיננסיים ולהפחתת הסיכוי להדבקה בין מערכות פיננסיות של מדינות שונות (גלישת זעזועים). זאת באמצעות החלפת מידע בין רשויות ושיתוף פעולה בין-לאומי, ובעיקר באמצעות אימוץ תקנים בין-לאומיים שגובשו החל משנות השמונים (כאשר גובשו עקרונות בזל לפיקוח על הבנקים) על ידי גופים בין-לאומיים המתמחים בנושאים שונים.

הפורום אימץ 12 תקנים בין-לאומיים ליציבות פיננסית (12 Key Standards for Sound Financial System), המכסים קשת רחבה של נושאים הקשורים ליציבות פיננסית, במישורין או בעקיפין, מתוך תפיסה הרואה במדיניות מקרו-כלכלית נאותה, בתשתית איתנה של המערכת הפיננסית ובהסדרה ופיקוח נאותים עליה תנאים הכרחיים להבטחת יציבותה. מרבית התקנים הם עקרונות כלליים או קווים מנחים

¹ תיבה זו מבוססת על עבודה באותו נושא, שכתבה נועה בן-יעקב מתחום היציבות הפיננסית בבנק ישראל ובה, מובאת גם תמצית של כל אחד מהתקנים. את העבודה ניתן למצוא באתר האינטרנט של בנק ישראל (www.bankisrael.gov.il).

לוח ד'-3

12 התקנים הבין-לאומיים ליציבות פיננסית

שם התקן	נושאים ומטרות של התקן
1. שקיפות במדיניות המקרו-כלכלית ובמידע	Macroeconomic Policy and Data Transparency
א. שקיפות במדיניות המוניטרית והפיננסית (monetary and financial policy transparency)	הגברת השקיפות לגבי מטרות המדיניות המוניטרית והפיננסית וביצועיה, כך שלציבור יסופק מידע ברור, נגיש וקבוע. על ידי כך הבנק המרכזי והרשויות הפיננסיות ("הרגולטורים") מחזקים את אמינותם ואת יעילותה של המדיניות, ובזאת - את היציבות.
ב. שקיפות במדיניות הפיסקאלית (fiscal policy transparency)	הגברת השקיפות של המדיניות הפיסקאלית של הממשלה, בפרט בנושא התקציב, מגבירה את האמינות, דבר שיתבטא בעלויות נמוכות יותר של גיוס חוב ובתמיכה גדולה יותר של הציבור במדיניות המקרו-כלכלית.
ג. הפצת מידע (data dissemination)	הסדרה של הפצת מידע מקרו-כלכלי ופיננסי לציבור, מבחינת הכיסוי, התדירות, התזמון, הנגישות ואיכות של המידע.
2. תשתית המוסדות הפיננסיים והשווקים הפיננסיים	Institutional and Market Infrastructure
א. חדלות פירעון (insolvency)	הגדרה של התשתית המשפטית ההכרחית במקרי חדלות פירעון של תאגידים, לרבות בנקים ומוסדות פיננסיים.
ב. שליטה וניהול חברות (corporate governance)	מטרת התקן היא להקל על המדינות להעריך ולשפר את המסגרת החוקית, המוסדית והרגולטורית המסדירה את השליטה והניהול בחברות ולספק הכוונה למשקיעים, לתאגידים וכדומה.
ג. חשבונאות (accounting)	התקן מכיל 40 עקרונות המפרטים כיצד לשקף עסקאות שונות בדוחות פיננסיים של חברות, הממשלה והבנק המרכזי.
ד. ביקורת חשבונאית (auditing)	התקנים משמשים ברחבי העולם כאמת מידה לרמה גבוהה של ביקורת. הם מסייעים למבקרים להתמודד עם הדרישות המשתנות והגוברות לדיווח פיננסי ומספקים הדרכה בתחומים ספציפיים.
ה. מערכות התשלומים והסליקה (payment and settlement)	התקן מפרט את עקרונות הליבה לעיצוב ותפעול של מערכות התשלומים והסליקה, המבטיחים את יציבותן ותורמים ליציבות המוסדות והשווקים הפיננסיים - המקומיים והבין-לאומיים. הוא כולל הנחיות ליישום עקרונות אלו, לרבות תפקיד הבנק המרכזי בהבטחת יישומם ובמעקב אחר תפקוד המערכות.
ו. הלבנת הון ומימון טרור - שוק הוגן (market integrity)	המסגרת המשפטית והארגונית למעקב, מניעה ודיכוי של הלבנת כספים ומימון טרור.
3. הסדרה ופיקוח על מוסדות פיננסיים	Financial Regulation and Supervision
א. פיקוח על הבנקים (banking supervision)	עקרונות ליבה הנוגעים למעמדו של הפיקוח על הבנקים, לסמכויותיו ולאופן תפקודו, לרבות הגדרת הדרישות המינימליות מהבנקים, כדי להבטיח את יציבותם.
ב. הסדרת שוקי ניירות הערך (securities regulation)	עקרונות להסדרת הפעילות בניירות ערך כדי להגן על המשקיעים, להבטיח יעילות, הגינות ושקיפות בשווקים, ולהפחית סיכונים מערכתיים.
ג. הפיקוח על הביטוח (insurance supervision)	עקרונות הנוגעים למעמדו של המפקח על הביטוח, לסמכויותיו ולאופן תפקודו, כדי להבטיח את יציבות חברות הביטוח.

לתשתית ליציבות פיננסית, ומיעוטם מפורשים יותר - בעיקר העקרונות לפיקוח על הבנקים, ובתוכם ההנחיות הקשורות להלימות הון של בנקים (כולל קביעת סף הון)².

מטרת התקנים היא להציב עקרונות ותנאים מינימליים שכל מדינה צריכה לשאוף לעמוד בהם כדי לקדם את יציבות המערכת הפיננסית המקומית, בהתאם לנסיבות הייחודיות לה, ובכך לתרום ליציבות המערכת הפיננסית הגלובלית. נראה שהתרחבות והעמקתו של תהליך אימוץ תקנים בין-לאומיים הן פועל יוצא של תהליך הגלובליזציה והתגברות האינטגרציה הפיננסית בעולם, יחד עם התפתחות השווקים הפיננסיים והסרת המחיצות בין פעילות בנקאית לאחרת, כתוצאה של התפשטות הליברליזציה הפיננסית בעולם. תהליכים אלה הגבירו את התלות בין מערכות פיננסיות במדינות שונות ובין ערוצים שונים של הפעילות הפיננסית, ברמות המקומית והבין-לאומית. בקביעת התקנים הבין-לאומיים ניתן לראות ניסיון להתמודד עם הסיכונים הנובעים מתהליכים אלה.

אף שפורמלית התקנים הם בגדר המלצות בלבד, מדינות אינן יכולות להתעלם מהם, ובפועל מתאמצות לעמוד בהם; זאת מפאת מעמדם ההולך ומתחזק של התקנים בקרב ארגונים ומוסדות פיננסיים בין-לאומיים, כאבן בוחן למצבם של משקים ומערכות פיננסיות. כך, קרן המטבע והבנק העולמי ממליצים על עמידה בתקנים אלו, רואים בהם קו מנחה בעבודתם השוטפת מול המדינות, בודקים באופן שיטתי את מידת עמידתן של המדינות בתקנים ואף מפרסמים את ממצאיהם בדוחות מיוחדים (ROSC - Report on the Observance of Standards and Codes). מידת העמידה של מדינה בתקנים הופכת גם לאחד מהקריטריונים המשמשים חברות דירוג בין-לאומיות, מוסדות פיננסיים ומשקיעים פוטנציאליים אחרים בקבלת החלטותיהם על דירוג המדינה, על הסיכון המיוחס לה ועל היקף ההשקעות בה.

החשיבות של התקנים עולה גם בספרות העוסקת בנושא: כך, למשל, במאמר הבודק את הקשר בין עמידה בתקנים הבין-לאומיים לבין מירווחים ודירוג³ של משקים מתעוררים, הכותבים מסכמים, כי ככל שמדינה עומדת בתקנים במידה גבוהה יותר, הסיכון להיווצרותם של זעזועים נמוך יותר, והמערכת הפיננסית יציבה יותר.

האמור לעיל מעיד על החשיבות של יישום התקנים הבין-לאומיים, במיוחד עבור ישראל, בהיותה משק קטן ופתוח בתחום הריאלי והפיננסי, השואף להגברת האינטגרציה עם השווקים הבין-לאומיים ומתחרה במשקים מתעוררים על השקעות מחו"ל. יישום כל התקנים בישראל מצריך תהליך התאמה מורכב וארוך ושיתוף פעולה בין רשויות שונות.

2 ראו הערה מס' 1 בלוח ד'-3.

3 Christofides Charis, Christian Mulder and Andrew Tiffin (April 2003). 'The Link Between 3 Adherence to International Standards of good Practice, Foreign Exchange Spreads and Ratings', IMF Working Paper (WP/03/74).

(2) אישור חברות דירוג

תפקידן של חברות הדירוג לקבוע לסדרות של אג"ח את רמת הסיכון לאי קבלת הקרן והריבית, סיכון שהמשקיע באג"ח חשוף לו. תהליך הרפורמה בשוק ההון, הכולל את פיתוחו של שוק האשראי החוץ-בנקאי, מגביר את חשיבותן של חברות הדירוג לתפקודו התקין של השוק וליציבות הפיננסית. במארס 2004 פרסם משרד האוצר כללים לאישור חברה מדרגת; זאת על פי תקנה 41 לתקנות מס ההכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל) המגדירה דירוג כ"דירוג חוב בישראל או במדינת חוץ מאושרת, שקבעה חברה שהממונה על שוק ההון אישר אותה כחברה מדרגת". על חברה המבקשת לקבל אישור כאמור להגיש בקשה בכתב לממונה על שוק ההון ולפעול בהתאם לרשימת כללים. על פי הכללים, החברה תאוגד כחברה לפי חוק החברות, ומושבה יהיה בישראל; החברה תעסוק בדירוג חוב או תאגיד בלבד, אלא אם כן קיבלה אישור; החברה תפעל על פי הסכם ידע, הדרכה ותמיכה עם חברה מדרגת מוכרת מחו"ל במשך חמש שנים לפחות; החברה תהיה עצמאית ותפעל ללא ניגוד עניינים; שיעור ההחזקה של גופים מוסדיים בחברה מדרגת מוגבל ל-10%, ושיעור ההחזקה של כלל הגופים המוסדיים - ל-49%; נקבעו גם כללים לדירקטוריון ולוועדת דירוג. החברה תפרסם דוח שנתי, ולממונה על שוק ההון יש אפשרות לשלול את אישור החברה לפעול כחברה מדרגת אם אחד הכללים מופר.

ב. שינויי הסדרה במוסדות הפיננסיים

(1) שינוי שיטת שיערוך הנכסים של משקיעים מוסדיים

על פי החלטת משרד האוצר, יחויבו הגופים המוסדיים, קופות הגמל, קרנות הפנסיה וחברות הביטוח החל מחודש אפריל 2005 לבצע שינוי בשיטת השערוך של הנכסים הלא סחירים שברשותם (פיקדונות, הלוואות ואיגרות חוב לא-סחירות). השינוי הוא מעבר משערוך על פי הערך המותאם של הנכסים לשערוך על פי שוויים הכלכלי ההוגן והוא יבוצע בהתבסס על שיעורי הריבית שתספק חברת "שערי ריבית". חברה זו נבחרה במכרז בין-לאומי להספקת שיעורי ריבית חסרי סיכון ופרמיות סיכון במיוחד לצורך זה. כיום נדרשים משקיעים מוסדיים לשערך באופנים שונים את שווי השקעותיהם באג"ח סחירות (לפי שווי השוק) ואת שווי השקעותיהם באג"ח בלתי סחירות (לפי העלות המותאמת).

מפני השימוש בשיטת העלות המותאמת, השווי הכלכלי האמיתי של נכסים לא-סחירים לא בא לידי ביטוי, ולכן חישוב הרווחים או ההפסדים מוטה. כך נוצרת אי-אחידות בתמורה לעמיתים ולמבוטחים שונים, ואין בסיס נאות להשוואה בין הגופים המוסדיים. חוסר סימטריה זה בשיטת השערוך של שווי נכסי המשקיעים המוסדיים מביא גם להעדפת השקעה באג"ח לא סחירות על השקעה באג"ח סחירות. נטייתם של המשקיעים המוסדיים הגדולים להעדיף, משיקולי הצגה חשבונאית, השקעה בשוק החוב הבלתי סחיר מעוותת את הקצאת מקורות האשראי במשק; כמו כן היא יוצרת מצב לא סביר שבו משקיעים דורשים פרמיה תמורת סחירות, דבר הפוגע במידה ניכרת בהתפתחות שוק החוב הסחיר בישראל. השינוי יאפשר לעמיתים לקבל את השווי על פי השוק וימנע עיוותים בחלוקת ערך הנכסים בין עמיתים.

(2) החלת חובת שיערוך יומי של נכסי קופות גמל והוראות להקלת המעבר

על פי החלטת משרד האוצר, החל מה-3 באפריל 2005 משוערכים נכסי קופות הגמל יומית, לעומת אחת לחודש לפני כן. שערוך חודשי יצר עיוותים בחישוב תשואת העמית ותשואת

הקופה. פועל יוצא של השערוך החודשי היה השימוש במנגנון "ריבית הקופה". ריבית הקופה נזקפה לזכות הפקדות עמיתים במהלך החודש וגרמה לעתים לסבסוד צולב בין חסכוניות העמיתים ולהצגת תשואה גבוהה באופן מלאכותי. שערוך יומי של נכסי קופת הגמל מבטל את העיוותים הקיימים ומבטיח לעמיתים חישוב מדויק יותר של זכויותיהם. החלת חובת שיערוך יומי תאפשר גם את הגברת הניידות של עמיתי קופות הגמל בין קופה לקופה. בהתאם להוראות החדשות עמית יוכל לעבור בין קופה לקופה בתוך 7 ימי עסקים ולמשוך את כספיו בתוך 4 ימי עסקים.

ג. רפורמות ושינויי הסדרה בשווקים הפיננסיים

(1) הסרת חסמים לפיתוח שוק איגרות חוב של חברות

בשנים האחרונות פועלות הרשויות לעידוד פיתוחו של שוק אג"ח חברות. בשנת 2004 הייתה התקדמות רבה בהסרת החסמים להמשך התפתחותו של השוק, בהתאם להמלצת הוועדה לבחינת מתן הקלות לתשקיף אג"ח וניירות ערך מסחריים, ועדה שהמלצותיה עסקו גם ישירות בהוזלת עלויות. בינואר 2004 אושר פטור ממס בולים לאיגרות חוב המונפקות בסדרות⁸ ונסחרות בבורסה בת"א או מונפקות למשקיע מוסדי. הפטור ניתן גם בגין מסמכים המונפקים על ידי "חברות אורזות"⁹. פטור זה נועד לתמרץ הקמתן של חברות אורזות, שייטלו חלק בסיכון האשראי, וכפועל יוצא מכך יביאו לגידול ההיצע של מקורות האשראי. במהלך השנה הושלמו מספר תיקוני חקיקה נוספים - ביניהם תיקון הגדרת המונח "ניירות ערך מסחריים" בחוק ניירות הערך - ביטול תנאים שהגבילו את התרחבות השימוש במכשיר פיננסי זה; שינוי מתכונת ההנפקה ל"תשקיף מדף", אשר על פיו ניתן להציע במהלך שנה מיום פרסומו של התשקיף ניירות ערך מסחריים שמועד פדיונם לא יעלה על שנה מיום הנפקתם, כך שמועד הפדיון האחרון האפשרי הוא בתום שנתיים מיום פרסום התשקיף. התשקיף יכול לכלול את סוגי ניירות הערך המסחריים, את סך החוב המרבי ומנגנון לקביעת הריבית. בהקצאה נוספת יפורסמו הכמות והאופן של הגשת ההזמנות, שיעור הריבית, מועד ההקצאה ומועד הפדיון. כמו כן קוצר טווח הזמן לפרסום תשקיף לשלושה ימי עבודה, וצומצם הגילוי בתשקיף. בסופו של דבר התשקיף יהיה מסמך קצר, שעיקריו הם תיאור ניירות הערך המונפקים ותנאיהם ותיאור מקורות הפירעון העומדים לרשות המציע. אחת ממטרות השינויים היא מתן אפשרות להתפתחות שוק האג"ח על פי ביקוש השוק ללא עדיפות למסלול מסוים, בבורסה ומחוץ לה, וללא עדיפות לאג"ח מובנות על פני אחרות.

(2) רפורמה במסחר באיגרות חוב ממשלתיות - מעבר למסחר של עושי שוק

ביולי 2004 אישרה הממשלה תיקון חוק מילווה המדינה הכולל רפורמה מקיפה בשוק האג"ח הממשלתי, ובדצמבר אושר תיקון החוק בכנסת. התכנית כוללת מינוי קבוצה של מוסדות פיננסיים גדולים ויציבים מהארץ ומחו"ל כעושי שוק ראשיים, שיפעלו בשוק הראשוני והמשני. כל עושי השוק יוכלו להשתתף במכרזי האג"ח

8 לפחות 10 תעודות אג"ח המונפקות בתנאים זהים, הפטור ניתן גם לאג"ח להמרה במניות.
9 חברות שכל ייעודן ועיסוקן רכישת נכסים או שכירתם, בקשר עם הנפקת אג"ח מגובות נכסים. הפטור ניתן על כל המסמכים המונפקים במסגרת פעילות החברות האלה, על עצם הנפקת אג"ח, אך גם על ההסכמים לרכישת ההלוואות, על הערבויות להבטחת התשלומים, על הסכם הנאמנות, על הסכם החיתום, על ההסכם עם חברת הדירוג, על שטר הנאמנות ועל ניהול וגביית התשלומים.

הממשלתיות, כנגד התחייבות לרכוש בכל שנה איגרות בהיקף מסוים (השוק הראשוני) וכנגד התחייבות לצטט (להציע) מחירי קנייה ומכירה בסדרות הגדולות של האג"ח הממשלתיות, וזאת במשך מספר שעות ביום ובמירווחים שייקבעו מראש (השוק המשני). עושי השוק הראשיים יורשו גם לשאול אג"ח ממשלתיות ממאגר השאלות (Repo Facility), שמקים משרד האוצר בעזרת מסלקת הבורסה לניירות ערך, וייהנו מגישה בלעדית למערכת המסחר הייעודית החדשה (מערכת עש"ר). מערכת זו תפעל בשקיפות, והציטוטים בה יהיו גלויים לפעילים בשוק האג"ח ולפיכך סביר כי יהפכו לסמן (benchmark) חשוב לתמחור עסקאות בשוק האג"ח. כן יתאפשר לעושי השוק לרכוש כמות נוספת במכרזים ("הקצאת יתר"), בהיקף שייקבע מראש. הרפורמה תיושם בהדרגה. בשלב הראשון, שיימשך כשנתיים, היא תחול רק על אג"ח מסוג "שחר", שהן כ-30% ממלאי איגרות החוב הממשלתיות הסחירות וכ-45% מההנפקות החדשות.

מטרות הרפורמה הן להגביר את התחרות בשוק האג"ח המקומי על ידי כניסה של גורמים פיננסיים בין-לאומיים, ליצור מחויבות של בנקים זרים, מהגדולים בעולם, לפעילות רציפה בשוק ההון הישראלי ולשווק את האג"ח של הממשלה. כך יורחב בסיס המשקיעים באג"ח ממשלתיות על ידי מתן אפשרות למשקיעים מוסדיים ופרטיים גדולים ברחבי העולם לרכוש ולסחור באג"ח ישראליות באופן ישיר ופשוט. בכך גם תקטן הריכוזיות בשוק ההון בכלל ובשוק האג"ח בפרט.

(3) קרנות נדל"ן (REIT)

בחודש ינואר 2004 הוגש דוח הוועדה לבחינה ולהסדרה של פעילות קרנות הנדל"ן בישראל. קרן נדל"ן היא תאגיד המחזיק ומנהל נדל"ן מניב¹⁰ וזוכה למעמד מיסוי מיוחד, בתנאי שהוא עומד בתנאים מסוימים, שהעיקריים בהם הם החזקת נכסי נדל"ן מניב וחלוקה שוטפת של הרווחים למשקיעים. חלק מקרנות הנדל"ן עוסקות במימון פיננסי בתחום הנדל"ן, כדוגמת רכישת תיקי הלוואות (משכנתאות) מבנקים או מחברות ביטוח, הלוואות המגובות בנדל"ן. חלק מקרנות הנדל"ן נסחרות בבורסה, ובכך מאפשרות לציבור להשתתף בפרויקטים גדולים של נדל"ן מניב בעלויות עסקה נמוכות ותוך פיזור הסיכון שבתיק ההשקעות. במקביל המכשיר מגוון את אפשרויות המימון לענף הנדל"ן ומשפר את תהליך הקצאת ההון במשק. עיקרי המלצות הוועדה עסקו בנושא מעמדה של "קרן נדל"ן", הגילוי, התשקיפים, המסחר בבורסה והמיסוי. באוגוסט 2004 הוגש תזכיר חוק ליישום מסקנות הוועדה, ובפברואר 2005 הוא אושר בוועדת השרים לחקיקה.

(4) הוועדה לבחינת מחודשת של מודל הדיווח על עסקי החברה בתשקיף ובנגזרותיו

("ועדת ברנע")

ב-15 ביוני 2004 אושרו בוועדת הכספים של הכנסת תיקונים לתקנות ניירות ערך, ובמקביל אישרה הכנסת תיקון לחוק ניירות הערך, תיקונים שנעשו על בסיס המלצות ועדת ברנע שמטרתן לשפר את הדיווח הכספי של החברות הנסחרות, ולקרב את כללי הדיווח לכללי הדיווח האמריקניים. התפיסה העומדת בבסיס התיקונים היא יצירת רציפות בדיווח הכספי של החברות הציבוריות. רכיב מרכזי בתיקונים הוא השוואת היקף הגילוי הנדרש בדוחות התקופתיים עם היקף הגילוי הנדרש בתשקיפים, ועיקר האינפורמציה הכלולה בתשקיף

10 דירות מגורים להשכרה, בנייני משרדים, מרכזים מסחריים, קניונים, מלונות, מחסנים, בתי אבות וכו'.

תתעדכן בדוחות התקופתיים באופן שוטף. השוואת היקף הגילוי צפויה להקל על פרסום תשקיפים חוזרים. כמו כן תוקן חוק ניירות הערך כך שייווצר שוויון ברמת האחריות בגין פרט מטעה בין תשקיפים ובין דיווחים אחרים לפי חוק ניירות ערך. על פי התיקונים יהיה ניתן, בתנאים מסוימים, לכלול מידע הנדרש בתקנות ניירות ערך על דרך של הפנייה לאותם פרטים, כפי שפורסם בדיווח אחר בהתאם לחוק. זאת במטרה להקל על עומס המידע בתשקיפים. התיקונים חלים החל מהדוחות התקופתיים לשנת 2004.

(5) השוואת שיעורי המס לניירות ערך זרים למס על ניירות ערך ישראליים (2005)
השוואת שיעורי המס בין ניירות ערך זרים לישראליים, שתוכננה לתחילת שנת 2007, הוקדמה ונכנסה לתוקף כבר בתחילת שנת 2005. ההחלטה על השוואת שיעורי המס נתקבלה כחלק מהרפורמה הכוללת במס שיישומה לגבי ניירות ערך מקומיים החל בראשית 2003. החל מ-1.1.05 הופחת שיעור המס הנגבה במקור בגין רווחי הון ממכירת ניירות ערך זרים, לרבות מניות, אופציות (options), כתבי אופציות (warrants) ואג"ח סחירות, מרמה של 35% לרמה של 15%, וזאת בדומה למס המוטל על רווחי הון ממכירת ניירות ערך ישראליים. שיעור המס הנגבה במקור על קרנות נאמנות זרות ועל רווחי הון ממכירת אג"ח לא סחירות (על פי הגדרת המחקק) הופחת ל-25% בלבד. במקביל להפחתת המיסוי על רווח הון, הופחת גם שיעור המס הנגבה במקור על הריבית המשולמת באג"ח סחירות שהונפקו אחרי 08/05/00 ל-15% (באג"ח לא סחירות - 35%). שיעור המס הנגבה במקור על הריבית המשולמת באג"ח סחירות שהונפקו לפני 08/05/00 יישאר 35%. שיעור המס על דיבידנד הופחת לרמה של 25%.

(6) הפחתת המס על תעודות סל (EFT) המחקקות מדדים בין-לאומיים
החל מיולי 2004 בוצע תיקון בתקנות מס הכנסה, שלפיו תעודות סלי ניירות ערך המחקקים מדדים בין-לאומיים, אשר נסחרות בבורסה בתל אביב, יחויבו במס בשיעור של 15%, בדומה למס על ניירות ערך מקומיים. פער הזמנים שנוצר עד להשוואת שיעורי המס גם לניירות ערך זרים היה בין הגורמים להתפתחות המהירה של מכשיר זה במחצית השנייה של 2004. (ראו פרק ג'-3).

ד. רפורמות ושינויי הסדרה במערך התשלומים והסליקה

(1) רפורמה להתאמת המערך לתקנים הבין-לאומיים
בשנת 2004 נמשך תהליך ההיערכות לרפורמה במערך התשלומים והסליקה של ישראל, הכוללת את התאמת המערכות הקיימות לתקנים הבין-לאומיים המעודכנים ואת הקמתה של מערכת תשלומים וסליקה תוך-יומית חדשה, RTGS, שבה ייסלקו תשלומים גדולים בזמן אמת. כל מערכות התשלומים במטבע מקומי יעברו שינויים, ובסופו של דבר יקושרו ישירות למערכת התשלומים החדשה. מערכת התשלומים החדשה תפחית את הסיכונים של הגופים המשתמשים בה, ובפרט של בנק ישראל. ההשלכות העיקריות של הרפורמה הן לגבי סופיות היתרות של הבנקים בבנק ישראל ושעות הפתיחה והסגירה של יום העסקים הבנקאי. יישום העיקרון של סופיות היתרה מחייב ביטול כל הרישומים החשבונאיים שבהם תאריך הערך רטרואקטיבי. לשם כך

הוחלט לבטל במהלך שנת 2005 את ההעברות הבין-בנקאיות הרטרואקטיביות עוד לפני הפעלת מערכת ה-RTGS.

יום העסקים הבנקאי הנהוג בישראל זה שנים מסתיים ב-15:00. כדי להתאים את שעות הפעילות במערכת ה-RTGS לשעות הפעילות ביום העסקים הקלנדרי הוחלט לשנות את שעת הסגירה של יום העסקים הבנקאי ל-18:30, שינוי שיבוצע החל מנובמבר 2005. באותו המועד תשונה גם דרך סליקת הצ'קים, ותהיה אלקטרונית, כפי שכבר מתקיים כיום במרבית הבנקים, תוך ביטול האפשרות לסליקה ידנית או מגנטית. בגלל התקצרות הזמן לסליקה, יתאפשר לבנקים להציג זה לזה קובצי צ'קים הכוללים הדמיה של הצ'קים.

(2) מסלקות הבורסה לניירות ערך

שינויים בעלי חשיבות ליציבות הפיננסית בתחום מערך התשלומים והסליקה בוצעו בשנת 2004 במסלקות הבורסה לניירות ערך בתל אביב; זאת בהמשך לשינויים שזם המפקח על הבנקים בתחום זה כלפי מערכת הבנקאות.

באפריל 2004 נקטה הבורסה צעד חשוב לחיזוק היציבות של מסלקת המעו"ף (נכסים נגזרים) - הקמת מערכת בקרת ביטחונות בזמן אמת. המערכת מחשבת את הביטחונות הנדרשים מחברי מסלקת הנגזרים במהלך המסחר, ברציפות ובזמן אמת. המערכת פועלת לאורך כל יום המסחר, ובכל עסקה המבוצעת בשוק הנגזרים היא בוחנת מחדש את העמידה בדרישת הביטחונות המעודכנת של חברי מסלקת המעו"ף. עד השינוי חושבו הביטחונות רק פעם ביום, בתום יום המסחר, דבר שהגדיל את הסיכון כי בחשבונו של חבר מסלקה יחסרו ביטחונות כנגד הפוזיציה שלו. המהלך כלל גם "איגוח" של הביטחונות הנדרשים, וכעת נדרשים חברי מסלקת המעו"ף להפקיד אג"ח כבטוחות בחשבונות מיוחדים שנפתחו במסלקת הבורסה. לפני כן כללו הביטחונות גם ערבות עצמית.

בנובמבר 2004 אושר על ידי הכנסת "חוק יציבות המסלקות ואיגוח ביטחונות", שנועד להבטיח את יציבותן של מסלקת הבורסה ומסלקת המעו"ף. על פי השינוי, חבר בורסה שרכש בבורסה ניירות ערך הנסלקים במסלקה אינו זכאי לקבל אותם לרשותו לפני שתמורתם המלאה שולמה במסלקה. כך הוסרה אי בהירות שאפפה מצבים מסוימים.

שינוי נוסף קובע שאם התשלום לא בוצע, המסלקה הופכת לבעלים של ניירות הערך. החוק מסדיר גם את זכויות המסלקות בניירות הערך שחבריהן מעבירים למסלקת הבורסה כביטחונות. זכויותיה של מסלקת הבורסה יגברו על שעבודים לטובת צדדים שלישיים, בכפיפות לשליטתה בניירות הערך. השינוי גם יאפשר למסלקה לממש ביטחונות ללא צו של בית משפט, אם היא תזדקק לכך.

4. השלכות הרפורמות על היציבות הפיננסית

- הרפורמות של השנים האחרונות מחוללות שינוי מהפכני במערכת הפיננסית: הולך ומתהווה ענף של חיסכון לטווח ארוך (ביטוח, פנסיה וגמל), פרטי ונפרד מענף הבנקאות, ומתהווה גם שוק אשראי למגזר הפרטי - חוץ-בנקאי (סחיר ולא-סחיר) ומשוכלל.
- הרפורמות משפיעות על היבטים שונים של היציבות הפיננסית בכיוונים מנוגדים. אחת ההשפעות העתידיות, המציבה אתגר לרשויות, היא העברת סיכונים לענף החיסכון לטווח ארוך, שבעקבותיה ערך תיק הנכסים של הציבור יהיה חשוף לתנודות גדולות יותר מאשר בעבר.

- כדי להתמודד בהצלחה עם האתגרים המשמעותיים בתחום יציבות המערכת הפיננסית, שהרפורמות יוצרות בתקופת המעבר, חייבות הרשויות להקדים ולנקוט צעדים בתחום ההסדרה והפיקוח. חשוב במיוחד לחזק את אכיפת הניהול התקין והזהיר של סיכוני האשראי במוסדות החיסכון לטווח ארוך (קבוצות הביטוח החדשות).

א. מבוא

בשנים האחרונות התבצעו (או נמצאים בתהליך ביצוע) רפורמות ושינויים מבניים רבים הנוגעים לפעילות הפיננסית במשק¹¹, שבמצטבר צפויים לשנות באופן מהותי את המערכת הפיננסית בישראל בכללותה, ובפרט את החיסכון לטווח ארוך. תיאור עובדתי של שתי הרפורמות העיקריות בתחום זה ב-2004 - מכירת קרנות הפנסיה החדשות לחברות הביטוח בעקבות הרפורמה בקרנות הפנסיה והמלצות ועדת בכר, בעיקר להפרדת קופות הגמל מהבנקים - מצוי בסעיפים הקודמים. בסעיף זה ננסה להעריך את ההשלכות העיקריות של שתי רפורמות אלה במשולב עם שינויים אחרים - כגון הרפורמה במיסוי שוק ההון, סיום הליברליזציה במט"ח ותקנות והסדרים חדשים בתחום החיסכון ארוך הטווח, לגבי שערך נכסים, השקעות, אג"ח מיועדות, מבנה העמלות ומעבר לקוחות - על יציבות המערכת הפיננסית, ובעיקר על יציבותם של מוסדות החיסכון לטווח ארוך (ביטוח, פנסיה וגמל)¹².

ב. התמורות העיקריות במערכת הפיננסית

נראה שרפורמות אלה יובילו לשינוי מהותי במבנה המערכת הפיננסית: לצורך הניתוח בהמשך הנחת העבודה היא, שהמלצות ועדת בכר ייושמו באופן כזה, שחמש חברות הביטוח הגדולות ימצו את מגבלת הריכוזיות המומלצת על ידי הוועדה וירכשו את רוב נכסי קופות הגמל. כך ייווצרו חמש קבוצות פיננסיות ("קבוצות ביטוח") דומות בגודלן, שיתמקדו בחיסכון לטווח ארוך¹³, לצד הקבוצות הבנקאיות, שיתמקדו יותר בפעילות הבנקאית ה"קלסית". לפי הנחה זו מתקבל כי חלקו של הביטוח בנכסים לטווח ארוך יגדל מ-29% כיום ל-78%. תוצאה נוספת היא הפחתת הריכוזיות בין הקבוצות הפיננסיות, המשתקפת בצמצום הפערים בין חמש קבוצות הביטוח הגדולות לבין עצמן - במונחים של סכום הנכסים הנשלטים והמנוהלים ובינן לבין חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות. כדאי לציין, שחלקם של הבנקים בסך הנכסים הפיננסיים של הציבור בקבוצות הבנקאיות ובקבוצות הביטוח יפחת בעקבות הרפורמות מ-86% ל-73%, ובמקביל יוכפל חלקו של הביטוח ל-27%. המבנה החדש, על רקע שינויים ורפורמות אחרות, יגדיל את התחרות בין קבוצות הביטוח לבין עצמן על חסכוניות הציבור לטווח ארוך (המקורות)¹⁴ ועל ההשקעות (השימושים), ובינן לבין הקבוצות הבנקאיות - בעיקר על האשראי.

11 תיאור של הרפורמות ב-2003 נמצא בדוח היציבות הפיננסית לשנת 2003 בכתובת www.bankisrael.gov.il, ותיאור של הרפורמות ב-2004 נמצא בדוח הנוכחי.

12 הדיון כאן אינו עוסק כלל ברפורמות לגופן, אלא מניח יישום מלא שלהן, על פי ההחלטות שהתקבלו, ומתמקד בהשלכותיהן על היציבות הפיננסית. הדיון אינו עוסק בהשלכות הרפורמות הנוגעות להספקת שירותים פיננסיים, כגון חיתום, ייעוץ ושיווק.

13 מגבלת הריכוזיות קובעת שיעור מרבי של 15% מסך החיסכון לטווח ארוך לכל קבוצה. על סמך התפלגות החיסכון בין הביטוח, הבנקים והאחרים כיום (לוח ד'-1) ובהנחת ניצול מרבי של המגבלה. לאחר יישום הרפורמה ישלוט ענף הביטוח ב-78% מסך החיסכון לטווח ארוך (ירכוש 137 מיליארדי ש"ח מתוך 171 מיליארדים שבידי הבנקים), וכל אחת מחמש קבוצות הביטוח הגדולות תשלוט בכ-19% מהחיסכון הנשלט על ידי הענף (42 מיליארדי ש"ח).

ייתכן, שהנחת עבודה זו לא תתממש, ודווקא מוסדות פיננסיים אחרים, כולל גופים זרים, ירכשו חלק משמעותי מנכסי קופות הגמל. במקרה כזה יתהווה ענף שלישי בגודל משמעותי במערכת הפיננסית - "ענף ההשקעות", הכולל, נוסף על קופות הגמל, גם את קרנות הנאמנות, שהבנקים מחויבים למכור, ואת החברות לניהול תיקים. כן יגדל במידה ניכרת מספר הקבוצות הפיננסיות במערכת, אף כי הקבוצות הלא-בנקאיות יהיו קטנות יותר. הניתוח בהמשך ייעשה רק בכפיפות להנחת העבודה האמורה, ולא נתייחס כאן באופן מפורט לענף ההשקעות. (ראו הערה 23).

למעשה אנו עדים כבר כיום לתחילתו של תהליך מהפכני בשוק האשראי למגזר הפרטי (לעסקים ולמשקי הבית): לערוץ של האשראי מהבנקים מתווספים ערוץ של אשראי (סחיר ולא-סחיר) ממוסדות החיסכון לטווח ארוך (ראו פרק ג' סעיף 5) וערוץ של אשראי סחיר (אג"ח ונע"מ של חברות ואג"ח מגובות בנכסים ובהלוואות) ממשקי בית (רובו באמצעות קרנות נאמנות), וזאת תוך גידול משמעותי של מספר המלווים ושל מיגוון המכשירים (כולל נגזרים). מהפכה זו היא תוצאת השילוב של שינויים רבים, ביניהם צמצום היקף האג"ח המיועדות המונפקות לקרנות הפנסיה, הגדלת החופש של המשקיעים המוסדיים בבחירת ההרכב של תיק השקעותיהם (ב"כללי ההשקעה"), וכן במתן אשראי, והמעבר של המגזר הציבורי מפנסיה תקציבית לפנסיה צוברת - כל אלה מגדילים את היצע המקורות בשוק האשראי; החמרת המגבלה של לווח בודד בבנקים, ובעתיד ניתוק קופות הגמל וקרנות הנאמנות מהבנקים ויצירת חמש קבוצות ביטוח דומות בגודל - כל אלה מגדילים את מספר המלווים הגדולים בשוק; אלו, יחד עם ביטול הפליית המס על נכסים פיננסיים שונים, ביטול מס הבולים, הקלות בתשקיף בהנפקת נע"מ, שערך שוטף של נכסי המוסדיים לפי השווי ההוגן, התרת המעבר של לקוחות בין מוסדות החיסכון לטווח ארוך והכנסת עושי שוק - כל אלה מעודדים תחרות בין הגופים הפיננסיים ומשכללים את השוק.

ג. ההשלכות העיקריות על היציבות הפיננסית

ההשפעה הכוללת של הרפורמות על היציבות הפיננסית מנותחת להלן משתי נקודות מבט: מהראשונה, מושווית מידת היציבות של המערכת הפיננסית בין שני מצבים: המצב הסופי של המערכת הפיננסית לאחר יישום מלא של הרפורמות וההתאמות מצד כל השחקנים בה ובסביבתה ("המערכת העתידית") לעומת מצבה לפני יישום הרפורמות ("המערכת הקודמת"); מנקודת המבט השנייה נבחנת השפעת תהליכי ההתאמה של השחקנים בתקופת המעבר מהמערכת הקודמת למערכת העתידית על היציבות הפיננסית. כפי שיוסבר להלן, תקופת המעבר קריטית לשמירת היציבות הפיננסית, משום שהיא מציבה אתגרים גדולים לרשויות. ההשוואה של המערכת העתידית לקודמת מחדדת את הדיון בתרומתם של היבטים שונים ליציבות הפיננסית¹⁴:

(1) השוואה בין המערכת הפיננסית העתידית לקודמת

ההשוואה בין המערכת הפיננסית העתידית לקודמת מעלה, שהרפורמות יחוללו לתמורות

14 הרפורמות והשינויים יוצרים מבנה תמריצים חדש למוסדות החיסכון לטווח ארוך ומשנים את הכדאיות היחסית בין ערוצי החיסכון לטווח ארוך (ביטוח, פנסיה וגמל) מבחינת הציבור, אך קשה להעריך את ההשפעה הכוללת על הרכבו.

15 ביצוע השוואה כזו אינו קל, למרות ההתמקדות בנושא היציבות הפיננסית בלבד - בין היתר בגלל הקשרים המורכבים בין היציבות הפיננסית לנושאים אחרים, כגון התחרות, הריכוזיות, מבנה המערכת, היעילות וניגודי העניינים.

מהותיות במערכת הפיננסית ובמאפייני פעילותה, שחלקן יפעלו להגברת יציבותה וחלקן להחלשתה, בלי שניתן לקבוע מראש את סך השפעתן על יציבות המערכת:

(א) הגברת היציבות הפיננסית משתקפת בשני היבטים חשובים:

- **הפחתת הסיכונים המערכתיים** - הרפורמות תורמות להגברת העמידות של המערכת - בראש ובראשונה משום שהן מוציאות מהמגזר הבנקאי חלק משמעותי מהפעילות הפיננסית, המתבצע באמצעות קופות הגמל וקרנות הנאמנות, ומנתקות את קשרי הבעלות בין הבנקים לחברות הביטוח - שתי פעולות המצמצמות את סיכוני ההדבקה ממוסדות פיננסיים אלה לבנקים. סיכוני ההדבקה נובעים מהאפשרות של ערעור אמון הציבור בבנקים עקב פגיעה במוסדות הפיננסיים הקשורים אליהם, ובעיקר קופות הגמל - אמון שבו תלוי עצם קיומם. סכנת ה"ריצה" של העמיתים אל קופות הגמל נובעת מהשיעור הגבוה של ההתחייבויות הנזילות של הקופות לעמיתים. ההערכה שמהלכים אלה מגבירים את העמידות מבוססת על התפיסה, שלפיה הסיכונים המערכתיים בענף הבנקאות הם הגבוהים ביותר במערכת הפיננסית - בין היתר, משום שרק בענף זה קיימות התחייבויות מובטחות ונזילות גם יחד, היוצרות סכנת הדבקה לבנקים וביניהם ("ריצה אל הבנקים"). גם הסיכונים המערכתיים בענף הבנקאות הם המשמעותיים ביותר, מפני מרכזיותם של הבנקים במשק - ובפרט באשראי למגזר העסקי ובמערך התשלומים, שפגיעה בהם היא פגיעה חמורה בפעילות הריאלית. בהתאם לתפיסה זו, העברת פעילות שאינה חלק מהפעילות הבנקאית ה"קלאסית" מהבנקים למוסדות אחרים וחיידוד ההפרדה ביניהם מחזקים את העמידות של המערכת הפיננסית בכללותה¹⁶.
- **שכלול השווקים והתחרות** - הרפורמות יוצרות ערוצים חלופיים לביצוע עסקאות פיננסיות, למשל מימון למגזר העסקי ממוסדות פנסיה וגמל או מהנפקת אג"ח סחירות, שמקטינים את התלות של הפירמות בבנקים ומגדילים את זמינות המקורות. הרפורמות גם מעודדות העמקה ושכלול של שוקי ניירות הערך והנגזרים, התורמים ליציבות דרך מנגנון קביעת המחירים והמידע לציבור הגלום בהם ודרך המסחר בסיכונים המאפשר את ניהולם ופיזורם. הרפורמות תורמות לפיזור של סיכון האשראי, ובמיוחד של הלווים הגדולים במשק, בין מספר גדול של מלווים, ובכך מפחיתות את הפגיעות של המערכת הפיננסית במקרה של נפילת פירמה גדולה.

¹⁶ לפי תפיסה זו, קונגלומרט פיננסי - שהוא בנק הפועל בכל אפיקי הפעילות הבנקאית והפיננסית (ולעיתים הריאלית) ללא הגבלה - פחות יציב, מבחינת הסיכונים המערכתיים, מבנק העוסק בפעילות בנקאית קלאסית בלבד, אף שהוא נהנה מפזור גדול יותר של מקורות הרווח והסיכונים בתוכו. זאת משום שהתממשות של סיכון והפסדים גדולים בחברה אחת פוגעים בחברות אחרות בקונגלומרט, עקב הקשרים ביניהן, עלולים לפגוע גם באמון הציבור בו ולהביא להתמוטטותו. כללו של דבר, סיכוני ההדבקה בין פעילויות פיננסיות ובנקאיות בתוך הקונגלומרט הם גבוהים מאוד.

מקובל להניח שבמערכת פיננסית יש תחלופה בין תחרות ליציבות, אך נראה שבתנאים מסוימים הגברת התחרות יכולה לתרום ליציבות. (ראו תיבה על "תחרות ויציבות פיננסית" בפרק זה). הרפורמות בישראל אמנם פועלות להגברת התחרות, אך כיוון שלפני הרפורמות רמת התחרות בפעילויות פיננסיות מסוימות, למשל בשוק האשראי לעסקים קטנים ובחסכונות של משקי בית, הייתה נמוכה מאוד, ניתן להעריך, כי הגברת התחרות לא תפגע ביציבות הפיננסית. כנגד זאת, הגברת התחרות תתרום ליעילות, לחיזוק האיתנות הפיננסית של המגזר העסקי (החלת המימון והגברת זמינותו) ולתמחור והניהול הנכון של הסיכונים, ובכך תתרום ליציבות.

עם זאת, בפעילויות מסוימות שבהן התחרות גבוהה כבר כיום, בעיקר באשראי לחברות גדולות במשק, הגברת התחרות בין הבנקים לביטוח ובין קבוצות הביטוח עצמן עלולה להוביל להגדלת הסיכונים בבנקים. אפשרות זו תתממש אם, למשל, קבוצות הביטוח יצליחו להגדיל במהירות את תיק האשראי שלהן באמצעות רכישת אג"ח המגובות בתיקי משכנתאות מהבנקים, ובאמצעות אשראי לחברות גדולות ואיכותיות, המעוניינות לצמצם את תלותן באשראי בנקאי¹⁷. הגדלת סיכוני האשראי בבנקים תהיה משמעותית יותר ככל שההשפעה של הפרדת קופות הגמל וקרנות הנאמנות מהבנקים על צמצום מקורות הרווח שלהם ועל יכולתם לפזר סיכונים תהיה גדולה מן ההשפעה ההפוכה של תוספת הפעילויות (מכירת מוצרי ביטוח ופנסיה וייצוא פנסיוני). בסיכומי של דבר, נראה, שההשפעה השלילית העיקרית של הגברת התחרות בשוק האשראי היא על יציבותן של קבוצות הביטוח בתקופת המעבר. (ראו להלן).

(ב) החלשת היציבות הפיננסית משתקפת בשני היבטים:

- **אמון הציבור במערכת** - לאחר הרפורמות יקטן חלקם של הנכסים בעלי התשואה המובטחת בתיק הנכסים של הציבור, ובמקביל יגדל חלקם של הנכסים החשופים לסיכונים שוק ולתנודות בערכם, לרבות החסכונות והזכויות לעת פרישה¹⁸. שינויים אלה יגבירו את התנודות בערכם של נכסי הציבור, ובכך יש כדי לערער את אמון הציבור בקבוצות הביטוח. שינוי זה משמעותי במיוחד אם מקבלים את הטענה כי האמון של ציבור החוסכים לטווח ארוך ביציבות קבוצות הביטוח נמוך מהאמון שלו ביציבות הבנקים, מפני ההסדרה הדומיננטית בבנקים וביטוח הפיקדונות הסמוי - וביציבות קרנות הפנסיה של ההסתדרות - עקב היותה כוח ייצוגי מרכזי במשק; גם הניסיון מלמד על קיומה של ערבות ממשלתית בפועל לפיקדונות בבנקים ועל גיבוי ממשלתי לזכויות בקרנות הפנסיה של ההסתדרות, אך אין ניסיון חד-משמעי דומה לגבי החסכונות בקבוצות הביטוח. זאת ועוד, בתנאים מסוימים תנודות גדולות בערך הנכסים הפיננסיים של הציבור עלולות ליצור או להגביר תנודות בצריכה ובפעילות הריאלית במשק - באמצעות "אפקט העושר" ופגיעה באיתנות הפיננסית של פירמות - וכך להגביר את הפגיעה ביציבות הפיננסית.
- **ניגודי עניינים מובנים** - ניגודי עניינים נתפסים כבעיה של הגינות וצרכנות; אולם כאשר ניגודי העניינים מנוצלים באופן הפוגע בציבור רחב, אמונו במערכת הפיננסית

17 ייתכן שלפחות בתקופת המעבר יממשו הבנקים את יתרונם מול חברות הביטוח בניהול סיכונים אשראי, וימכרו להן אשראי מסוכן יותר מהמוצע. במקרה כזה הגברת התחרות תפחית את סיכוני האשראי בבנקים על חשבון חברות הביטוח.

18 טיעון זה לא בא לסתור את העובדה החשובה, שהרפורמה בפנסיה טיפלה באיום משמעותי על יציבותן - הגירעון האקטוארי, שנבע מזכויות מובטחות לעמיתים ללא כיסוי מספק בנכסים מובטחים.

עלול להתערער - תרחיש שכבר התממש במשבר מניות הבנקים בתחילת שנות השמונים ובמתן אשראי לרכישת קרנות נאמנות בתחילת שנות התשעים. מחד גיסא - הפרדת קופות הגמל וקרנות הנאמנות מהבנקים וחזוק ההבחנה בין ייעוץ לשיווק בפעילות הפיננסית מצמצמים את ניגודי העניינים המובנים בפעילות הבנקים; מאידך - יתגברו ניגודי העניינים המובנים בתוך קבוצות הביטוח, במיוחד בין ניהול תיק הנוסטרו בביטוח¹⁹ לבין ניהול ההשקעות עבור העמיתים בתכניות ביטוח החיים המשתתפות ברווחים, בפנסיה ובגמל ובין ניהול ההשקעות עבור סוגי העמיתים השונים. עם זאת, בהשוואה בין שני המצבים, ניגודי העניינים בביטוח פחות קריטיים מאשר בבנקים, משום שחשיבותם של הבנקים במערכת גדולה יותר, כמוסבר לעיל. נוסף על כך ייתכן שהתחרות הגוברת בין קבוצות הביטוח תצמצם את הניצול בפועל של ניגודי העניינים המובנים.

(2) תקופת המעבר

ליברליזציה ורפורמות במערכת הפיננסית תורמות להתפתחותו של המשק, ויש דוגמאות לא מעטות לתהליכים מתוכננים ומדורגים העוברים בהצלחה וללא משברים. ואולם, הניסיון בישראל ובעולם מראה שתהליכים משמעותיים של ליברליזציה ורפורמות בפעילות הפיננסית מובילים לתהליכי התאמה מתמשכים, המלווים לעיתים במשברים. בדרך כלל, תהליכי התאמה אלה אינם חלקים ומסונכרנים, משום שהם כרוכים בתהליכי למידה ויצירתיות רבה של השחקנים, דרך התנסות וטעייה; אלו עלולים, בתנאים מסוימים, להשתקף בשיבושים במערכת הפיננסית ובתנודתיות-יתר של מחירי נכסים פיננסיים, ובתנאים מסוימים עלולים אף להוביל למשבר. כך, למשל, הליברליזציה במט"ח בישראל ב-1977, שבוצעה באופן חד, על רקע תנאי יסוד בעיתיים במשק וללא היערכות מתאימה מצד הרשויות, גרמה לתנועות הון מוגברות ולהאצת האינפלציה, שבסופו של דבר חייבו נסיגה ממנה. דוגמה נוספת היא המשבר הפיננסי רחב ההיקף בקוריאה ב-1997, ששורשיו נעוצים, בין היתר, בליברליזציה פיננסית במהלך שנות השמונים והתשעים, שלא לוותה בחיזוק המערכת הרגולטורית. הניסיון העולמי בתחום זה בא לידי ביטוי בספרות העוסקת ביציבות פיננסית²⁰, המדגישה את הגדלת הפגיעות של המערכת הפיננסית בעקבות תהליכי ליברליזציה וממליצה על הדרגתיות בביצוע צעדי ליברליזציה ועל חיזוק ההסדרה והפיקוח על המערכת הפיננסית כדי להבטיח את הצלחתה.

ניתוח של השפעת הרפורמות בתקופת המעבר מעלה, שבפני הרשויות בישראל ניצב כיום אתגר לא קל של מניעת פגיעה אפשרית ביציבות הפיננסית במהלך התקופה: אמנם תנאי היסוד במשק ורמת ההסדרה והפיקוח טובים מאשר בעבר, וגם הרפורמות מתבצעות בהדרגתיות; אף על פי כן, נראה שהרפורמות המצטברות יוצרות שינויים מהותיים בתשואות ובסיכונים של נכסים פיננסיים, במבנה התמריצים ובכללי המשחק, וזאת בפעילויות של מוסדות פיננסיים שונים, בשוקי ניירות הערך, ובמיוחד בשוק האשראי. שינויים אלה עשויים להוביל לתהליכי התאמה ארוכים בהתנהגות הציבור (יחידים וחברות) ובתיקי הנכסים וההתחייבויות שלו. במהלך התקופה שבה מתבצעות התאמות מצד שחקנים אלה, גדלה ההסתברות לפגיעה אפשרית ביציבות הפיננסית, שעלולה להתבטא בפגיעה באמון של

19 תיק הנוסטרו בביטוח כולל את ההון העצמי, הביטוח הכללי, רכיב הריסק בביטוח חיים והחלק בביטוח חיים המבטיח תשואה שאינו מגובה באג"ח מיועדות.

20 ראו למשל: F. Mishkin (1996). "The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers", Federal Reserve Bank of Kansas City, issue 0), 55-96.

הציבור בקבוצות הביטוח, בפגיעה ביציבותו, בירידת ערכם של הנכסים הפיננסיים של הציבור ובשיבושים בתפקוד השווקים הפיננסיים. זאת במיוחד אם תהליכי ההתאמה יהיו לא מסונכרנים ולא מספקים.

הרפורמות של השנים האחרונות בישראל מחייבות תהליכי למידה והתאמה משמעותיים מצד השחקנים השונים במערכת הפיננסית, במיוחד בכל הקשור לסיכוני אשראי, עקב השינויים המשמעותיים בשוק האשראי למגזר הפרטי: קבוצות הביטוח צריכות להקים מערך לשיווק, ניהול ובקרה של האשראי וסיכוני האשראי, לרבות בנושא האיגוח וגזרי האשראי, תוך רכישת ידע מקצועי ממעלה ראשונה והפנמתו בארגון ובתהליך קבלת ההחלטות; הציבור (המגזר העסקי ומשקי הבית) ילמד מן הסתם לנצל את האפשרויות החדשות, אך זאת רק לאחר רכישת ידע שיאפשר להעריך את הכדאיות של אפיקים שונים, במיוחד במוצרים המורכבים של החיסכון לטווח ארוך, במונחים של עלויות, תשואות וסיכונים עבור אופקי השקעה שונים. קושי מיוחד כרוך בהפנמת הסיכונים על ידי משקי הבית ובהתאמת התנהגותם לתנודות דו-כיווניות גדולות מאשר בעבר בערכם של הנכסים הפיננסיים, ובפרט בזכויות הפנסיוניות, שכבר אינן מובטחות; גם הבנקים נדרשים להתאים את עצמם לסביבה תחרותית יותר, במיוחד בניהול ותמחור של סיכוני האשראי²¹.

ד. האתגרים לרשויות

רשויות הפיקוח השונות צריכות להתמודד עם ההשפעות השליליות האפשריות על יציבות המערכת הפיננסית העתידית, שמקורן בעיקר בגידול סיכוני האשראי בבנקים ובהתגברות ניגודי העניינים המובנים בקבוצות הביטוח. אך האתגרים המשמעותיים ביותר בתחום היציבות הפיננסית נוצרים, כפי שהובהר לעיל, בתקופת המעבר. כדי להתמודד בהצלחה עם אתגרים אלה, על הרשויות העוסקות ביציבות המערכת הפיננסית, ובפרט ביציבות קבוצות הביטוח, להגביר את העמידות של המערכת הפיננסית על ידי נקיטת צעדים משלימים כבר עתה. למעשה, ועדת בכר הייתה מודעת לאתגרים אלה והצהירה על כוונה לנקוט צעדים בתחום התשתית וההסדרה של המערכת הפיננסית, ואכן שינויים לא מעטים כבר נכללו בתזכירי החוק ליישום הרפורמה, ושינויים אחרים נמצאים בתכנון. עם זאת, התמודדות מוצלחת עם האתגרים מחייבת נקיטת צעדים רבים, ללא דיחוי, הן בתחום התשתית וההסדרה והן בתחום הפיקוח והמידע לציבור²²:

בתחום התשתית וההסדרה - הגברת העצמאות וסמכויות האכיפה של הרשויות המפקחות על קבוצות הביטוח, למשל על ידי הגדלת העצמאות הניהולית והרחבת הסמכויות לאיסוף מידע; מיסוד ופורמליזציה של שיתוף הפעולה בין רשויות הפיקוח הן בתחום של העברת המידע ביניהן והן בתחום של תיאום הפיקוח השוטף על מוסדות הנמצאים באחריות משותפת שלהם; מיסוד התיאום בין רשויות הפיקוח ורשויות אחרות השותפות לעיצוב המדיניות כלפי המערכת הפיננסית, לצורך שמירת היציבות המערכתית. זאת הן בתחום ההסדרה, כגון הרמוניזציה של דרישות ההון כנגד סיכוני אשראי וכנגד

21 גם עצם ביצוע תהליך ההפרדה של קופות הגמל וקרנות הנאמנות מהבנקים מציב אתגר לרשויות. כך, למשל, אופן העמדת המימון לרכישת הקופות והקרנות ותנאיו עלולים, בתנאים מסוימים, להגביר את סיכוני האשראי וההדבקה במערכת.

22 חלק מצעדים אלה מבוסס על התקנים הבין-לאומיים ליציבות פיננסית (ראו תיבה ד-2) ועל הערכת מידת העמידה של ישראל בהם - בין היתר, על סמך דוחות של קרן המטבע הבין-לאומית והבנק העולמי. חלק מהתקנים, וכן חלק מהצעדים המנויים כאן, רק מציג עקרונות מנחים ואינו מפרט.

פעילות מעין-בנקאית בחברות הביטוח, והן בהיערכות לזמן משבר; חקיקת חוק קופות גמל בהקדם; הסדרת הפיקוח על הגורמים השונים הפועלים בתחום של עסקות האיגוח, למשל, הגדרת הסמכויות וכלי הפיקוח בתחום של אכיפת התקנות הנוגעות למניעת ניגודי עניינים בין חברות הדירוג למוכרים וקונים; הגדרת מבנה רצוי לקבוצות הביטוח, כגון חידוד ההפרדה בין חברות הניהול של תיקי ההשקעות בפנסיה, גמל וביטוח ובין ביטוח חיים לביטוח כללי; קביעת תקנות לניהול סיכונים האשראי בקבוצות הביטוח, בדומה לתקנות החלות על הבנקים; קביעת כללים לביצוע ורישום של עסקות איגוח ונגזרי אשראי ולדיווח עליהם.

בתחום הפיקוח - התאמת דרישות הלימות ההון בקבוצות הביטוח לפעילויות החדשות שלהן, ובעיקר לגידול סיכונים האשראי; הבטחת יכולת ניהול סיכונים האשראי של הקבוצות בטרם מתן אישור להרחבת האשראי ואכיפת נורמות ניהול. כדי להבטיח זאת נדרשת יכולת מעקב, ניתוח, הערכה וביקורת בשטח של הרשות המפקחת על קבוצות הביטוח, בדומה ליכולת הקיימת בפיקוח על הבנקים. נראה, שיש צורך בשדרוג מערך הדיווחים של קבוצות הביטוח לרשות המפקחת כדי לספק בזמן אמיתי מידע מקיף, הנדרש למעקב ולהערכת יציבותן.

בתחום המידע לציבור - הגברת מודעות הציבור לסיכונים בתיק הנכסים, בפרט לאי-הוודאות החדשה בערך הפנסיה, לאחר ביטול הזכויות המובטחות; פרסום מדדי סיכון וביצוע (תשואה מותאמת לסיכון) של המוסדות השונים (ולא רק תשואות ועמלות) והרחבת הגילוי על סיכונים וניהולם ועל הלימות ההון בדוחות הכספיים של קבוצות הביטוח²³.

נספח ד'-1

מיזוגים, סגירות ורכישות של תאגידים בנקאיים עצמאיים זעירים

ינואר 2002 עד פברואר 2005

2002

- באפריל מונה מפרק זמני ל"בנק למסחר".

2003

- בפברואר רכש "בנק הפועלים" את מלוא ההחזקות ב"בנק הספנות", וביוני מוזג "בנק הספנות" לתוך "בנק הפועלים", ורישיונו בוטל.

2004

- במאסר 2004 בוטל רישיונו של "בנק פולסקא קאסה אופיקי תל-אביב" ("בנק פקאו") והוא הפך לתאגיד עזר בקבוצת "בנק הפועלים". זאת לאחר שבדצמבר 2003 רכש "בנק הפועלים" את מלוא הבעלות על הבנק.
- במאסר 2004 הושלם תהליך סגירתו של "הבנק העולמי להשקעות", ורישיונו בוטל. בכך נשלם תהליך שהחל כשנה קודם לכן, בתיאום הדוק עם הפיקוח, שבו פרע

23 בהנחה החלופית שנוכרה בהתחלה - כלומר שיתוהוה ענף השקעות בגודל משמעותי - האתגרים שיעמדו בפני הרשויות יהיו גדולים יותר, משום שהשינוי במידת השכלול והתחרות במערכת הפיננסית, ובפרט בשוק האשראי, יהיה קיצוני יותר, ומשום שהצורך בתיאום בין הרשויות המפקחות על הענפים השונים יהיה גדול יותר.

- הבנק באופן הדרגתי ומבוקר את התחייבויותיו ונכסיו וסגר את חשבוניות לקוחותיו.
- ביוני 2004 נחתם הסכם לרכישת "בנק אינווסטק" על ידי "הבנק הבין-לאומי".

2005

- בפברואר 2005 הודיע בנק "יורוטרייד", כי בכוונתו לחדול מלפעול כבנק, להחזיר את רישיונו הבנקאי ולהמשיך לפעול כבית השקעות פרטי שאינו בנק.
- בפברואר 2005 נחתמה העסקה להעברת פעילותו של המוסד הכספי "גחלת" מידי עיריית תל אביב ל"בנק אוצר החייל".
- בפברואר 2005 נחתם הסכם למכירת פעילותה הבנקאית של "קופת העובד הלאומי לאשראי וחסכון בנתניה" ל"בנק אוצר החייל בע"מ".

נספח ד'-2

הוראות ושינויים עיקריים מטעם רשויות פיקוח²⁴ בשנת 2004

בנק ישראל: הפיקוח על הבנקים

פברואר

- טיוטת הוראה בנושא מדידה וגילוי חובות בעייתיים והפרשה לחובות מסופקים נשלחה לתאגידים הבנקאיים: עיקרה הוא התאמת מערך המונחים וההגדרות הנהוג בארץ למקובל במערכות המובילות בעולם, לפי ההמלצות של הוועדה הבין-לאומית לפיקוח על הבנקים ("ועדת באזל").

ספטמבר

- פורסמה טיוטת הוראה בנושא ניהול מסגרות אשראי בחשבוניות עו"ש וחח"ד שמטרתה להפסיק חריגות תכופות וממושכות ממסגרות האשראי המאושרות בחשבוניות אלה.

אוקטובר

- טיוטת קווים מנחים הועברה לבנקים בנושא דירוג אשראי לקראת יישום עקרונות "באזל 2" בישראל: במסמך נקבעו תקנים בסיסיים לבניית מערכת דירוג לשם אמידת רכיבי הסיכון ולביצוע בדיקות תקפות למערכת ולאומדנים. צפוי כי מערכות מתקדמות על פי תקנים אלה יופעלו בישראל רק בעוד מספר שנים.
- פורסמה טיוטת הוראת ניהול בנקאי תקין שנועדה להסדיר את מכלול פעילות החברות לכרטיסי אשראי בתחום ניהול הסיכונים ובתחומים צרכניים שונים.

משרד האוצר: אגף שוק ההון, הביטוח והחסכון

ינואר

- הופעלה רפורמה בענף הביטוח הכוללת הרחבת השקיפות והגילוי בתכניות ביטוח ושינוי במבנה העמלות בענף.

24 בנק ישראל, משרד האוצר והרשות לניירות ערך. הרשימה כוללת גם שינויים ביוזמת הבורסה לניירות ערך.

- הופסקה הנפקת אג"ח מיועדות לקרנות הפנסיה החדשות. איגרות יונפקו לקרן רק אם יתרתן בה לא תעלה על 30% מנכסיה.

פברואר

- פורסמה הוראה חדשה שתחייב חברות ממשלתיות לכלול בדוחות הכספיים הצהרות מנהלים בדבר נכונות הדוחות.

אפריל

- החל מה-1.5.2004 עומדת בפני המבוטחים בחירה גמישה יותר של הכיסויים הנדרשים להם בביטוח רכב מקיף (כיסוי נזקי רכוש לרכב ונזקי רכוש של צד שלישי). בחירה זו אפשרית הודות לתיקון תקנות הפיקוח על עסקי ביטוח.
- בעקבות הרפורמה בענף הפנסיה משנת 2003 פרסמו הוראות חדשות המסדירות את הפעלת קרנות הפנסיה החדשות כקרנות תשואה המאוזנות אקטוארית.

אוגוסט

- המפקח על הביטוח, בשיתוף עם המפקח על הבנקים, הפיץ הצעה להסדרת מכירת ביטוח על ידי בנקים למשכנתאות.

ספטמבר

- פורסמו הוראות חדשות המפשטות מעבר עמיתים בין קרנות הפנסיה החדשות. ההוראות החדשות מגבירות את הגילוי למבוטח לפני העברתו לקרן פנסיה אחרת.

נובמבר

- הממשלה אישרה את המלצות "ועדת בכר" לרפורמה בשוק ההון, שעיקרן הפרדת קופות הגמל וקרנות הנאמנות מהבנקים. (ראו סעיף 3 פרק זה).
- חברת "שערי ריבית" נבחרה להקמה ותפעול של מאגר שיעורי ריבית עבור קופות הגמל, חברות ביטוח וקרנות פנסיה. שיעורי הריבית ישמשו להיוון תזרימי המזומנים של הנכסים הלא-סחירים.
- ועדת הכספים של הכנסת אישרה את ההצעה לתיקון חוק מילווה המדינה הכולל רפורמה מקיפה בשוק האג"ח הממשלתיות במטרה להסדיר את פעילותם-בבורסה של עושי שוק באג"ח. בינואר 2005 עבר התיקון קריאות שנייה ושלישית בכנסת.

הרשות לניירות ערך

מארס

- לבנקים המסחריים ניתנה הוראה להתייחס למוצרים מובנים כאילו חל עליהם חוק הייעוץ.

יוני

- ועדת הכספים אישרה את תיקוני החקיקה המעגנים בחוק את המלצות ו"עדת ברנע", שמטרתן לשפר את הדיווח הכספי של חברות נסחרות.

יולי

- הרשות לניירות ערך פרסמה הוראה שתחייב חברות לשפר את הדיווח על ההטבות שמקבלים נושא משרה בכירים, בעלי עניין ובעלי שליטה.

אוגוסט

- הוגש תזכיר חוק בעקבות מסקנות הוועדה להסדרת פעילות קרנות נדלן REIT בישראל. לפי התזכיר הקרנות ייסחרו בבורסה, ויהיה פטור ממס חברות על חלק ההכנסה שתחולק בדיווידנד.
- הרשות לניירות ערך הגישה הצעה לתיקון חוק קרנות הנאמנות באופן שיאפשר הצעת קרנות זרות בישראל.
- הכנסת אישרה תיקון לחוק ניירות הערך המסדיר את שינוי שיטת חיתום ואת אופן הצעת ניירות הערך לציבור.

ספטמבר

- הרשות לניירות ערך מינתה ועדה ציבורית לבחינת הניהול התאגידי (Corporate Governance) של חברות ציבוריות בישראל. מטרת הוועדה לייעץ לרשות בבניית קובץ של כללים המגדירים עקרונות בקרה ופיקוח בחברות ציבוריות.

אוקטובר

- אושרה הנחיה המחייבת את החברות הציבוריות לדווח על פעילות מבקרי הפנים שלהן.

נובמבר

- ועדת הכספים אישרה תיקון לתקנות ניירות הערך המקל על הנפקת נע"מ ובכלל זה הנפקות באמצעות תשקיף מדף בהתאם להמלצות הוועדה בראשות עו"ד ראובן בכר.

הבורסה לניירות ערך

ינואר

- הופעלו המסחר ב"רשימת השימור" וכן מסחר, במתכונת מצומצמת, בניירות ערך של חברות שאינן עומדות בכללי שימור.

מארס

- הופעלו עושי שוק במסחר בנגזרים על שער האירו בבורסה בתל אביב.

אפריל

- מסלקת המעוף של הבורסה לניירות ערך החלה להפעיל מערכת לבקרת ביטחונות (מב"ט) בזמן אמת למסחר בנגזרים. המערכת מחשבת את הביטחונות הנדרשים מחברי מסלקת המעוף במהלך המסחר, באופן רצוף ובזמן אמת.

מאי

- הושקה מערכת חדשה - "רצף מוסדיים" - למסחר באג"ח לא-סחירות המונפקות למשקיעים מוסדיים (למעט קרנות נאמנות) ללא תשקיף.

ספטמבר

- דירקטוריון הבורסה אישר תחילת המסחר בתעודות סל חדשות, הצמודות לנכסים נוספים כגון סחורות (commodities) ומדד בין-לאומי של קרנות גידור.