

**דו"ח הצוות הבין-משרדי
לעניין רפורמה בשוק ההון**

ירושלים, ספטמבר 2004

הנדון : דו"ח הצוות לעניין רפורמה בשוק ההון

בחודש אפריל 2004 נתבקשנו על ידך לשמש צוות שיבחן וימליץ על הפעולות הדרושות בכדי להגביר את התחרות בשוק ההון בישראל.

לגורמים הפעילים בשוק ההון (להלן – "מתווכים פיננסיים") מקום מרכזי בפעילות הכלכלית במשק. תפקודם היעיל הוא תנאי הכרחי למיצוי פוטנציאל הצמיחה של המשק ולהשאת הרווחה של הציבור. תחרות היא אחת מאבני היסוד של תפקוד יעיל בכל שוק, ושוק ההון בכלל זה.

שוק ההון הישראלי מתאפיין בריכוזיות גבוהה ובניגודי עניינים מובנים בפעילותם של המתווכים הפיננסיים. השילוב בין אפיונים אלה, יש בו כדי לפגוע פגיעה של ממש בתפקודו של שוק ההון ולמנוע את התפתחותו.

מטרת ההמלצות המפורטות בדו"ח זה היא להביא, תוך שנים ספורות, להפחתת הריכוזיות בשוק ההון ולצמצום ניגודי העניינים המובנים בפעילותם של המתווכים הפיננסיים. להערכתנו, המדובר הינו בשלב ראשון בפתיחת שוק ההון לתחרות, שתתרום ליעילות בפעילות המשקית הריאלית, תהווה גורם מרכזי בהאצת הצמיחה ותביא לגידול ברווחת הציבור. אנו סבורים כי במקביל ליישום ההמלצות, יש להמשיך ולבחון צעדים נוספים, כמפורט בגוף הדו"ח, שתכליתם הגברת התחרות ושכלולו של שוק ההון.

ההמלצות המפורטות בדו"ח זה התקבלו פה אחד על ידי כל חברי הצוות.

אנו מבקשים להודות למר ידן ענתבי, מר ניסים כהן, עו"ד דרורה ליפשיץ, עו"ד מיכל הלפרין, פרופ' אבי וייס, פרופ' שמואל האוזר ועו"ד לייזה חיימוביץ' על השתתפותם בדיוני הצוות ותרומתם לגיבוש הדו"ח המובא להלן. תודה מיוחדת למר אריק פרישמן שריכז את עבודת הצוות.

מר יואב להמן
המפקח על הבנקים

מר משה טרי
יו"ר רשות ניירות ערך

מר אייל בן-שלוש
הממונה על שוק ההון,
ביטוח וחסכון

דר' יוסי בכר
מנכ"ל משרד האוצר
יו"ר הצוות

מר דרור שטרומ

דר' מאיר סוקולר

גב' ימימה מזוז

גב' דוידה לחמן מסר

הממונה על
הגבלים עסקיים

משנה לנגיד בנק ישראל

יועצת משפטית
משרד האוצר

משנה ליועץ המשפטי
לממשלה (כלכלי-פיסקאלי)

תוכן עניינים

עמוד

4	ריכוז ההמלצות
11	רקע
13	בעיות הליבה בשוק ההון – כללי
16	בעיות הליבה – ריכוזיות בשוק ההון
24	בעיות הליבה – ניגודי עניינים
27	עקרונות השינוי המבני
	המלצות
30	מערכת הבנקאות
35	חיתום
37	הסדרה, פיקוח ואכיפה
41	מודל ייעוץ ושיווק
47	תגמול יועצים
50	ייעוץ ומכירה של מוצרי ביטוח ופנסיה בבנקים
53	צעדים משלימים
57	נספח נתונים
57	מערכת הבנקאות
57	התפלגות התרומה של מגזרי הפעילות השונים של שני הבנקים הגדולים
58	נתח השוק של חמשת הבנקים הגדולים – השוואה בינלאומית
58	ענף הביטוח
59	ענף הפנסיה – קרנות חדשות
59	ענף קופות הגמל
60	דמי ניהול ועמלות קניה ומכירה בקופות גמל
60	ענף קרנות הנאמנות
61	ברוקראגי – ביצוע פעולות בניירות ערך
61	תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור
62	ענף החיתום
62	התפלגות שוק איגרות החוב הסחירות – השוואה בינלאומית
63	הסטייה בין הריבית לבין העלות השולית של מתן אשראי בבנקים בישראל
64	מיפוי הבעלויות בשוק ההון

1. ריכוז ההמלצות

ריכוז ההמלצות, המפורטות בהמשך הדו"ח עם ההנמקות להן ודברי הסבר, מוצג להלן לנוחות הקורא.

א. מערכת הבנקאות

(1) תאגיד בנקאי לא יחזיק אמצעי שליטה כלשהם בחברה לניהול קופות גמל או בקופת גמל (להלן – "קופת גמל") ובחברה שהיא מנהל קרן להשקעות משותפות בנאמנות (להלן – "קרן נאמנות") ולא יהיה בעל עניין (אחזקה ב- 5% או יותר מאמצעי שליטה כלשהם) בתאגיד שהינו בעל עניין בקופת גמל או בקרן נאמנות.

כמו כן, בעל שליטה בתאגיד בנקאי, וכל מי שנשלט על ידו, לא יהיו בעלי עניין בקופת גמל או בקרן נאמנות ולא יהיו בעלי עניין בתאגיד שהינו בעל עניין בתאגיד כאמור.

לעניין זה ולעניין שאר ההמלצות: "תאגיד בנקאי" - למעט תאגיד בנקאי שמספר לקוחותיו אשר סך נכסיהם בבנק או התחייבויותיהם כלפיו קטן מ- 5 מיליון ש"ח, אינו עולה על 1,000.

(2) תהליך היישום של ההוראות לעיל יעשה בהדרגה על פני זמן, על פי אבני הדרך המפורטות בטבלה שלהלן:

השיעור המרבי של הנכסים המנוהלים מסך הנכסים שנוהלו ביום תחילת החוק		יום תחילת החוק שנה מיום תחילת החוק שנתיים מיום תחילת החוק שלוש שנים מיום תחילת החוק ארבע שנים מיום תחילת החוק
קרנות נאמנות	קופות גמל	
100%	100%	
80%	80%	
60%	40%	
40%	*0%	
*0%	-	

* לגבי אחזקותיהם של בעלי שליטה בתאגיד בנקאי, תותר אחזקה של עד 5% מאמצעי השליטה בקופת גמל או קרן נאמנות מסוימת, כאמור.

היקף הנכסים המנוהלים יחושב כמכפלה של שיעור האחזקה בקופות גמל או בקרנות נאמנות, לפי העניין, בשווי הנכסים המנוהלים (חישוב משורשר). לשם הפשטות, תיבחן העמידה בכל אחת מאבני הדרך ביחס לשווי האחזקות ביום תחילת החוק.

(3) גופים שתאגיד בנקאי או בעלי שליטה בתאגיד בנקאי הינם בעלי עניין בהם, ואשר רשאים בהתאם לחוק לעסוק בניהול תיקים, לא ינהלו נכסים עבור מבטח (לרבות קרן פנסיה), קופת גמל וקרן נאמנות (להלן – "גופים מוסדיים"), למעט ניהול חשבונות הנוסטרו של גופים אלה.

(4) מכירת אחזקות בנק הפועלים בבנק אוצר החייל תתבצע עד המועד שנקבע בהיתר נגיד בנק ישראל (31.12.2005). הצוות ממליץ כי לא תינתן כל הארכה נוספת לעניין זה.

ב. חיתום

(1) חתם לא ישמש חתם מתמחר בהצעה לציבור של ניירות ערך, אם לגבי יתרת חובם המצטברת של המנפיק או המציע וגופים הנשלטים בידיהם, לחתם, לשולטים בו ולנשלטים בידיהם, מתקיימים שני התנאים הבאים – (1) היתרה עולה על 5 מיליון ש"ח וגם- (2) היתרה מהווה למעלה מ- 10% מסך ההתחייבויות הפיננסיות של המנפיק או המציע וגופים הנשלטים בידיהם, כפי שהן מוצגות בדוחות הכספיים המאוחדים של המנפיק או המציע.

(2) חתם לא ימכור 5% או יותר משווי ניירות הערך המוצע בהנפקה או בהצעת מכר בה הוא משמש חתם, לעצמו, לכלל הגופים המוסדיים וללקוחות חברות ניהול התיקים בהם הוא שולט, השולטים בו או נשלטים בידיהם.

ג. הסדרה, פיקוח ואכיפה

(1) הסדרת נושאי הפיקוח והכשירות, כפי שהם מוצגים להלן, תעשה בד בבד עם תיקוני החקיקה הנדרשים ליישום שאר ההמלצות.

(2) יחוקק חוק קופות גמל שיסדיר את כללי הפיקוח והאכיפה לגבי קופות גמל. הוראות חוק זה וכן ההוראות הקיימות לגבי גופים מוסדיים אחרים, תותאמה באופן שהנורמות החלות בתחום ניהול נכסים פיננסיים תהינה דומות ככל שניתן, תוך התחשבות במאפיינים המיוחדים של הנכסים השונים, ככל שקיימים כאלה.

(3) במסגרת החקיקה האמורה יקבע כי שליטה ואחזקה בשיעור נקוב מאמצעי השליטה בגוף מוסדי יותנו בקבלת היתר. השיקולים למתן היתר יכללו, בין השאר, התייחסות לנושאים הבאים:

- ניקיון כפיים
- ניגודי עניינים
- כשירות ומיומנות מקצועית של מנהלים ודירקטורים
- איתנות פיננסית, לרבות דרישת הון עצמי מזערי
- שיקולים של שכלול השוקיים הפיננסיים, לרבות הגברת התחרות וצמצום הריכוזיות

(4) לא יינתן היתר לרכישת קופת גמל או מבטח אם לאחר הרכישה נתח השוק של הרוכש, בעלי שליטה בו וגופים הנשלטים בידיהם, בתחום החיסכון לטווח ארוך, יעלה על 15%.

לעניין זה: "חיסכון לטווח ארוך" – היקף הנכסים המנוהלים המצטבר, בקופות גמל (לרבות קרנות השתלמות), בקרנות פנסיה חדשות ובתיק משתתף של פוליסות ביטוח חיים.

(5) לא יינתן היתר לרכישת קרן נאמנות אם לאחר הרכישה נתח השוק של הרוכש, בעלי שליטה בו וגופים הנשלטים בידיהם, בתחום קרנות הנאמנות, יעלה על 20%.

לעניין זה: רכישת קרן נאמנות אחת, שנתח השוק שלה ביום הרכישה עולה על 20%, בידי מי שקודם לרכישה לא היה בעל עניין בקרן נאמנות, לא תחשב כחריגה מהכלל האמור.

(6) לצורך חישוב מגבלות נתח השוק, הנכסים המנוהלים יחשבו כמוחזקים במלואם בידי מנהל הנכסים ובידי מי ששולט בו (ולא בחישוב משורשר). במקרה של קבוצת שליטה ייוחס מלוא סכום הנכסים המנוהלים לכל אחד ואחד מחברי קבוצת השליטה.

(7) אין במגבלות האמורות כדי לפגוע בסמכות המפקח הרלוונטי לקבוע מגבלות או הוראות נוספות כתנאי למתן היתר, לרבות קביעת מגבלות נתח שוק נמוכה מהאמור.

(8) שר האוצר, בתיאום עם נגיד בנק ישראל, ימנה צוות, בהשתתפות הגופים הרלוונטיים, כדי לבחון ולגבש המלצות בעניין תוכן ומבנה הפיקוח הרצויים בשוקי הכספים וההון, ובמיוחד לאור השינויים המבניים המוצעים במסגרת דו"ח זה. הצוות יגיש המלצותיו לשר האוצר לא יאוחר מיום 31 במרס 2005.

ד. מודל ייעוץ ושיווק

(1) במסגרת החקיקה המתייחסת לשוק ההון יוגדרו שני עיסוקים הדורשים הכשרה ורישוי, והנתונים להסדרה ולפיקוח – ייעוץ ושיווק, הן במוצרים פיננסיים (לרבות ניירות ערך, קרנות נאמנות ופיקדונות בנקאיים מובנים) והן במוצרים פנסיוניים (לרבות קופות גמל, ביטוח חיים משתתף ופנסיה).

(2) נוכח הדמיון בין נורמות ההתנהגות המחויבות מהעוסקים בייעוץ ובשיווק, פיננסי ופנסיוני, יגובש בחקיקה מודל דומה שיסדיר את מאפייני עיסוקים אלו, בהתאם לעקרונות המפורטים להלן ובשינויים המחויבים הנובעים מההבדלים בין העיסוקים ובין המוצרים.

(3) הגופים הפועלים בשוק ההון יידרשו לבחור בין עיסוק בשיווק לבין עיסוק בייעוץ, בהגבלות ובתנאים המפורטים להלן.

ייעוץ

○ חובות האמון והזהירות של היועצים תהינה כלפי הלקוח בלבד, בהתאם לעקרונות הקיימים כיום בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 (להלן – "חוק הייעוץ").

○ על היועצים תחול חובה לייעץ בין מגוון המוצרים הרלוונטיים (פיננסיים או פנסיוניים, לפי העניין) המוצעים בשוק.

○ גופים העוסקים בייעוץ יבצעו עבור לקוחותיהם הן רכישה של מוצרים על פי הוראתו של הלקוח, כהמשך לפעולת ייעוץ, והן רכישה על פי הוראתו "העצמאית" של הלקוח, שלא קדמה לה פעולת ייעוץ. לפיכך, "יועץ" לעניין המלצות אלו, משמעותו, למעשה, יועץ-מפיץ.

○ גופים העוסקים בייעוץ, השולטים בהם והנשלטים בידיהם, לא יהיו בעלי עניין בגוף מוסדי ולא יהיו קשורים עימו בהסכם שאינו במהלך עסקים רגיל, או שתנאיו שונים מהמקובל בהסכמים דומים, אלא אם קיבלו לכך אישור כמפורט להלן.

הממונה על ההגבלים העסקיים, בתיאום עם המפקח על הבנקים, הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון ויו"ר רשות ניירות ערך, יקבע אילו הסכמים מחייבים קבלת אישור כאמור.

- גופים העוסקים בייעוץ, לא ייעצו או ימכרו מוצרים פיננסיים או פנסיונים של גוף מוסדי, שהוא, השולטים בו והנשלטים בידיהם, הינם בעלי עניין באותם גופי ייעוץ.
- גופים מוסדיים, השולטים בהם, הנשלטים בידיהם והעוסקים בשמם, לא יקבלו רשיון ייעוץ ויעסקו בשיווק בלבד.

שיווק

- חובות האמון והזהירות של המשווקים תהינה דומות לחובות החלות על היועצים, למעט האיסור להעדיף מכירה של מוצריהם או מוצרים של גופים מוסדיים מסוימים. תיקבענה אמות מידה לאופן בו יובהר עניין זה בפני הלקוחות.

- גופים העוסקים בשיווק, השולטים בהם והנשלטים בידיהם, לא ישווקו מוצריהם של יותר משני גופים מוסדיים בתחום הפיננסי או הפנסיוני. לעניין זה, מוצרים של שני גופים מוסדיים, לרבות מוצרים של המשווק עצמו, אם יש כאלו.

- תאגיד בנקאי, השולטים בו, הנשלטים בידיהם, והעוסקים בשמם, לא יקבלו רשיון שיווק ויעסקו בייעוץ בלבד.

- השולטים בגופים מוסדיים או הנשלטים בידיהם יורשו לעסוק בניהול תיקי השקעות, בהתאם לעקרונות ולכללים הקיימים כיום בחוק הייעוץ לגבי פעילותם. יו"ר רשות ניירות ערך יבחן את הצורך לתקן את האיסור החל על מנהלי תיקי השקעות אלה להעדיף ניירות ערך של בעל הרשיון או תאגיד קשור, אגב פעילותם בניהול התיקים.

(4) תקבע חובת הכשרה אחידה לעוסקים במוצרים פיננסיים (יועצים ומשווקים) וחובת הכשרה אחידה לעוסקים במוצרים פנסיוניים (יועצים ומשווקים). הכשרת המשווקים והיועצים הפנסיוניים תכלול, בין היתר, חובה לעבור את ההכשרה הרלוונטית של היועצים והמשווקים הפיננסיים.

(5) במסגרת האמור, סוכן, כהגדרתו בחוק הפיקוח על עסקי ביטוח, התשמ"א – 1981 (להלן – "חוק הפיקוח"), יידרש לבחור בין עיסוק בייעוץ לבין עיסוק בשיווק ויחולו עליו כל הכללים, לפי העניין. סוכן שבחר לעסוק בשיווק יוכל לשווק את מוצריהם, לרבות מוצרי ביטוח אלמנטרי, של שני גופים מוסדיים בלבד.

ה. תגמול יועצים

(1) גופים העוסקים בייעוץ, לרבות בנקים, יהיו מחויבים לעקרונות הבאים:

- לא יקבלו כל תמורה מבעליו של המכשיר הפיננסי או הפנסיוני בגין ביצוע פעולות במוצרי. אין באמור כדי למנוע קבלת תמורה עבור שירותי נאמנות או שירותים בנקאיים מקובלים אחרים, המשולמת במסגרת הסכמים בין היועץ לבין הגוף המוסדי כאמור לעיל, למעט דמי הפצה.
- יהיו רשאים לגבות עמלה, בגין ביצוע פעולות במוצרים פיננסיים או פנסיוניים (להלן – "עמלת ביצוע") מהלקוח בלבד.
- עמלת הביצוע תיקבע באופן שהעוסקים בייעוץ יהיו אדישים לגבי ייעוץ או מכירה של מוצרים דומים. כך למשל, עמלת הביצוע לא תהא תלויה בכל מקרה בשיעור דמי הניהול הנגבים בגין המוצר נשוא הייעוץ או המכירה.
- לא יעניקו ליועץ, או ליחידת הרווח אליה שייך היועץ, כל טובת הנאה הנקבעת בהתאם לזהות הגופים שבמוצריהם הם מייצעים או שאת מוצריהם הם מוכרים.

1. ייעוץ ומכירה של מוצרי ביטוח ופנסיה על ידי תאגידי בנקאיים

(1) תאגידי בנקאיים אשר השלימו את מכירת כל אחזקותיהם בקופות גמל ואשר אינם בעלי עניין במבטח (לרבות קרן פנסיה), יורשו לייעץ או למכור מוצרי ביטוח חיים ופנסיה.

על אף האמור לעיל, תאגיד בנקאי שההון העצמי של הקבוצה הבנקאית אליה הוא משתייך עולה על 10 מיליארד ש"ח, יורשה לייעץ או למכור מוצרי ביטוח חיים ופנסיה, רק לאחר שהשלים את מכירת כל אחזקותיו בקופות גמל והוא אינו בעל עניין במבטח כאמור, וכן השלים את מכירת כל אחזקותיו בקרנות נאמנות.

הענקת הרשיון לתאגידי בנקאיים לעיסוק בתחום זה תיעשה בשים לב להתפתחות התחרות בתחום ייעוץ ומכירה של מוצרים פנסיוניים על ידי המערכת הבנקאית ובפרט - לגודלם היחסי של התאגידי הבנקאיים במערכת.

(2) תאגיד בנקאי לא יהיה רשאי למכור מוצרי ביטוח שאינם מוצרי ביטוח חיים או פנסיה, או לייעץ לגביהם.

ז. צעדים משלימים

(1) הצוות הבין-משרדי שגיבש את המלצות לעיל ישמש "צוות היגוי" שילווה את תהליך החקיקה הנדרש על פי החלטת הממשלה.

(2) הצוות יבחן ויגבש המלצות ככל הנדרש לשם הגברה נוספת של התחרות בשוק ההון, לרבות הרחבת הפעילות הפיננסית ויצירת מקורות מימון חלופיים, באמצעות בחינה והסדרת כללים ביחס לנושאים הבאים:

- ניירות ערך מסחריים
- Money Market Funds, לרבות אפשרות משיכת שיקים בקרנות שקליות
- מכירה ורכישה חוזרת של ניירות ערך - Repo
- הפצת קרנות נאמנות על ידי מי שאינו חבר בורסה
- הקלה על מעבר בין בנקים
- ביטוח פיקדונות
- השקעות נוסטרו ועשיית שוק על ידי בנקים
- הפעלת תוכניות איגוח במערכת הבנקאות

המלצות הצוות בנושאים לעיל יוגשו לשר האוצר עד ליום 30 ביוני 2005.

2. רקע

בחודש אפריל 2004 מינה שר האוצר צוות עבודה בין משרדי, בראשות מנכ"ל משרד האוצר, שיבחן וימליץ על השינויים הדרושים בכדי לבסס מבנה תחרותי בשוק ההון. צוות העבודה כלל את נציגי כל הרשויות האחראיות להסדרה ולפיקוח של פעילות שוק ההון בישראל (להלן – "הצוות"). במהלך עבודתו של הצוות נפגשו חבריו עם שר האוצר ונגיד בנק ישראל באופן שוטף, על מנת לשמוע את עמדותיהם באשר לנושאים שעל הפרק.

הריכוזיות וניגודי העניינים המאפיינים את שוק ההון ותרומתם להעדר התחרות היוו כר נרחב לדיון ובחינה בעשרים השנים האחרונות: החל מדו"ח ועדת החקירה לעניין ויסות מניות הבנקים (1986) בראשות השופט בייסקי (להלן – "דו"ח בייסקי"), עבור דרך ועדות שונות שבחנו את הצורך ברפורמות בשוק ההון, וכלה בדו"חות וניירות עמדה שהתפרסמו בחודשים האחרונים – דו"ח מבקר המדינה לשנת 2003, המלצות המכון הישראלי לדמוקרטיה והמלצות הצוות שהקימה הועדה לענייני ביקורת המדינה של הכנסת.

הצוות שמינה שר האוצר אופיין מראש כצוות יישומי, שתפקידו להתוות את מכלול הצעדים המעשיים הנדרשים להגשמת המטרה שהוצבה. כפועל יוצא של אופיו, לא עסק הצוות במחקר עצמאי אלא נסמך בעבודתו על מידע שנצבר בעבודתן של ועדות קודמות שעסקו בנושא, בייחוד דו"ח הצוות הבין-משרדי לעניין שליטת הבנקים בקופות הגמל (2000) (להלן – "דו"ח בן-בסט"), על הניסיון שצברו הרשויות שנציגיהן היו חברים בצוות וכן על עשרות פגישות ודיונים עם גורמים פעילים בשוק ההון ובאקדמיה, מהארץ ומחו"ל. ההמלצות המובאות במסגרת מסמך זה מהוות מסקנות של דיונים ושיחות שקיים הצוות במהלך חמשת החודשים האחרונים.

מספר נושאים המצויים בימים אלה על סדר יומה הכלכלי של מדינת ישראל מהווים מצע נוח לביצועה של רפורמה מקיפה בשוק ההון. נושאים אלה כוללים, בין היתר, את המכירה של קרנות הפנסיה החדשות, צמצום היקף הנפקת איגרות החוב המיועדות, השפעת מגבלות האשראי במערכת הבנקאית, השוואת שיעורי המס על רווח הון מניירות ערך זרים לשיעור המס על רווח הון מניירות ערך מקומיים והרפורמה של "עושי שוק". נושאים אלה מדגישים את החשיבות לקיומו של שוק הון תחרותי ויעיל, כך שההמלצות המובאות במסגרת דו"ח זה אינן חולייה העומדת בפני עצמה אלא חלק ממארג של מדיניות שלמה החותרת להגברת התחרות ולייעול השווקים.

הדו"ח כולל שבעה פרקים. **פרק 3** מתאר, באופן כללי, את מבנה שוק ההון בישראל, תוך התמקדות בבעיות הליבה המאפיינות את פעילותו. במסגרת **פרקים 4 ו-5** מובא דיון מפורט בסוגיות הריכוזיות וניגודי העניינים המובנים בפעילותם של המתווכים הפיננסיים. מסקנת הדיון הינה שהגברת התחרות בשוק ההון חייבת להתחיל בשינוי מבני שתכליתו להסדיר את פעילותם של המתווכים הפיננסיים. **פרק 6** מציג בתמציתיות את עקרונות השינוי המבני המוצע על ידי הצוות ואשר הנחו אותו בגיבוש ההמלצות, המוצגות בפירוט ב**פרק 7**.

הקו העובר כחוט השני במסקנות ובהמלצות המוצגות במסגרת הדו"ח הינו כי מבנה השווקים חייב להיות כזה המאפשר תחרות ויעילות, תוך שקיפות מרבית כלפי הצרכן. ככל שהשינוי המבני, המגשים ערכים אלה, מחייב נקיטת צעדים המשנים את הקיים - המליץ הצוות על ביצוע צעדים הדרגתיים לאורך זמן, תוך מתן תמריצים לביצועם המהיר.

לא למותר הוא להדגיש כבר עתה, כי ההמלצות המובאות בדו"ח זה - הכרחיות וחשובות ככל שתהיינה - מהוות, לדעת הצוות, תנאי הכרחי אך לא מספיק לפתרון מכלול בעיותיו של שוק ההון הישראלי, על מנת להביאו לכדי דמיון של ממש לשווקי הון במדינות אליהן שואפים אנו להידמות. במקביל ליישומם של השינויים המבניים המוצעים בשלב זה, חייב להמשך תהליך של איתור יתר הבעיות בשוק ההון והצעת הפתרונות להן, במיוחד של הנקודות המפורטות בפרק משנה 7.7 (צעדים משלימים).

3. בעיות הליבה בשוק ההון - כללי

מקובל לתאר את שוק ההון כמקום המפגש בין היחידות החוסכות לבין היחידות המשקיעות במשק. תפקידם של המתווכים הפיננסיים הפועלים בשוק ההון, הוא להוות חוליית אמצע המתווכת בין אותן יחידות, באופן שיבטיח לחוסכים תשואה עבור נכונותם לדחות את השימוש במקורות, ושיעמידם לרשות המשקיעים המבקשים לעשות בהם שימוש. בהיות ההון הפיננסי תשומה חשובה ביותר לפעילות המשק, הן במגזר העסקי והן עבור הפרטים, ברור כי למתווכים הפיננסיים מקום מרכזי בפעילות הכלכלית, ותפקודם היעיל הוא תנאי הכרחי למיצוי פוטנציאל הצמיחה.

המקובל בעולם הוא שלצד התיווך הבנקאי, פועל מגוון רחב של מתווכים פיננסיים הקושרים בין היחידות החוסכות לבין היחידות המשקיעות. מבנה שוק שכזה מעודד תחרות בין המתווכים השונים, שבעקבותיה מתייעלת פעילותם וקטנים פערי התיווך. לא למותר לציין כי תחרות היא אחת מאבני היסוד בבניית שוק הון יעיל ומפותח.

דומה שאין עוד חולק כי שוק ההון הישראלי מתאפיין בריכוזיות גבוהה ובניגודי עניינים מובנים בפעילותם של המתווכים הפיננסיים. אפיונים אלה יש בהם כדי לפגוע פגיעה של ממש בשכלולו של שוק ההון בכלל, ובתחרות בו בפרט. פועל יוצא מאלה הוא ששוק ההון בישראל מפגר בהתפתחותו ובתפקודו אחר מרבית שוקי ההון במדינות מפותחות, למרות שהתשתית הטכנולוגית ורמת ההון האנושי בישראל עומדות, ללא ספק, בסטנדרטים הבינלאומיים.

הריכוזיות בשוק ההון, המלווה בדפוסי התנהגות של תחרות בין מעטים, באה לידי ביטוי במלוא חריפותה הן במבנה הפנימי של מערכת הבנקאות והן בעובדה שלצידה חסרה נוכחותם של מתווכים פיננסיים מהותיים נוספים. למעשה מדובר בריכוזיות בשני רבדים – ריכוזיות במערכת הבנקאית וריכוזיות במכלול הפעילויות המאפיינות את שוק ההון. מבנה שוק זה מעכב את היווצרותו של שוק הון משוכלל בו פועלים מספר רב של גופים, המונעים על ידי כוחות השוק החופשי. הדומיננטיות של הבנקים בכל תחומי הפעילות הפיננסית במשק, ובפרט שליטתם בתחום קופות הגמל וקרנות הנאמנות, היא גורם מרכזי המעכב את ההתפתחות של שוק מימון חוץ-בנקאי, שבהעדרו נוצרת תלות רבה בין המגזר העסקי לבין המערכת הבנקאית. התלות במערכת הבנקאית מותירה את קבלת ההחלטות באשר להקצאת האשראי במשק כולו בידי מעטים ומביאה לצמצום ניכר במגוון מקורות האשראי. שני אלה גם יחד מביאים לייקור האשראי במשק, וכפועל יוצא, לעיכוב במיצוי פוטנציאל צמיחתו. בנוסף, הריכוזיות הגבוהה והתלות הרבה הנוצרת בעקבותיה, מהווים גורם סיכון משמעותי לציבות הפיננסית של המשק.

הריכוזיות בתוך מערכת הבנקאות באה לידי ביטוי בשליטתם של שתי קבוצות בנקאיות (פועלים ולאומי) על למעלה מ- 60% מהפעילות הבנקאית, כמו גם בהתייחס למגוון עיסוקיה האחרים של מערכת הבנקאות. כוח השוק הרב שבידי הבנקים, ביחוד הבנקים הגדולים, בשילוב עם פערי מידע ניכרים והעדר מערכת מפותחת של דירוג אשראי, מצטברים לחסמי כניסה גבוהים לענף ולחסמי מעבר גבוהים העומדים בפני המשתמשים בשירותיו. כל אלה יחד מאפשרים לבנקים לשמר ואף להעצים את הריכוזיות הקיימת, הלוברת יותר ויותר צורה של בעיה כלל משקית חריפה ומחמירה.

מעבר לבעיית הריכוזיות בקרב המתווכים הפיננסיים, מגוון הפעילויות בהן הם מעורבים מעמיד אותם בפני ניגודי עניינים פוטנציאליים. עצם קיומו של ניגוד עניינים פוטנציאלי הוא בעייתי, שכן הוא מקים חשש כי שיקולים זרים מוצאים מקומם במכלול השיקולים המנחים את המתווכים הפיננסיים. הפוטנציאל לניגודי עניינים בולט גם הוא במיוחד בפעילותם של הבנקים. זאת כתוצאה ממגוון תחומי העיסוק של הבנקים בישראל, לאור העובדה שהם נתפשים בעיני הלקוחות כיועצים פיננסיים אובייקטיביים בעוד שבמקרים רבים הם בעלי עניין במוצרים נשוא הייעוץ, ולאור העובדה כי האינטרס המשקי של פיתוח ושכלול שוק ההון, עומד לעיתים בסתירה לאינטרס הבנק לשמר את כוחו בשוק.

ועדת בייסקי, שבחנה את סוגיית ויסות מניות הבנקים, קבעה כי **"במקרים רבים העדיפו הבנקים את האינטרס שלהם בויסות על פני חובתם כלפי הלקוחות וכלפי הרכוש שעליו הופקדו בנאמנות"**¹. מאז פרסום דו"ח בייסקי נקבעו הוראות בתחומים שונים, שתכליתן להפחית את החשש מניגודי העניינים. הוראות אלה עסקו בעיקר בהקמתן ושמירתן של "חומות סיניות". אולם, למרות ההתקדמות שחלה בנושא מניעת ניגודי העניינים לכאורה, מתברר, כפי שקבע מבקר המדינה בדו"ח לשנת 2003, כי **"...החומות הסיניות" שקבעו משרד האוצר ובנק ישראל אינן אוצרות די כוח להתגבר על ניגודי העניינים והן כרוכות בעלויות פיקוח גבוהות"**².

במציאות זו, המשלבת ריכוזיות גבוהה וניגודי עניינים המובנים בפעילותם של המתווכים הפיננסיים, נוצר "מעגל קסמים" המשמר את המצב הקיים. אותו מעגל תואר בדו"ח בן בסט באופן הבא - **"העדר התחרות מאפשר את המשך קיומם של ניגודי עניינים (בהעדר אלטרנטיבה ראויה לעמיתים), וניגודי העניינים המובנים מאפשרים את המשך קיומה של הריכוזיות (בשל היתרון בשיווק)"**³. תופעה זו של ריכוזיות וניגודי עניינים, המזינים זה את זה, מוכרת ואף אינה זרה למתווכים הפיננסיים עצמם, אשר רובם ככולם מודים בקיומה.

¹ דו"ח ועדת החקירה לעניין ויסות מניות הבנקים (1986), עמוד 226.

² דו"ח מבקר המדינה לשנת 2003, 254ב', עמוד 240.

³ דוח הצוות הבין-משרדי לעניין שליטת הבנקים בקופות הגמל (2000), עמוד 15.

המסקנה המתבקשת מהאמור לעיל היא כי נדרשת התערבות שלטונית יזומה במבנה הבעלויות והעיסוקים של המתווכים הפיננסיים, בכדי לשבור את "מעגל הקסמים" האמור. רק לאחר ביצוע שינוי מבני יסודי, אשר יטפל באופן נחרץ בריכוזיות וימנע הימצאותם של גופים אלה במצב של ניגודי עניינים מובנים, קיים סיכוי מוחשי כי ייווצרו התנאים להתפתחות של תחרות ממשית בשוק ההון בישראל וממילא - לפיתוחו ותפקודו התקין.

הקביעה בדבר הצורך בשינוי מבני בשוק ההון הישראלי אינה בחירה סתמית או שרירותית. המדובר בצורך מחויב המציאות לאחר שניסיונות לפתרונות אחרים, התנהגותיים בעיקרם, לא הביאו מזור לשווקים. חיוניותם של שינויים מבניים תואמת את התובנות המקובלות באשר לאופן ההתערבות הנחוץ לפתרון אפקטיבי של בעיות תחרות מהותיות. לאחר ביסוס תחרות בשוק ההון ניתן יהיה לשוב ולשקול את המשך נחיצותו של מכלול הצעדים המומלצים בדו"ח זה.

4. בעיות הליבה - הריכוזיות בשוק ההון

הריכוזיות בשוק ההון והכספים בישראל באה לידי ביטוי בהשתתפותם של מעט גופים בפעילות התיווך הפיננסי. הגופים המעטים הפעילים בשוק ההון עוסקים בקשת רחבה מאד של פעילויות. הטבלה שלהלן מתארת את נתחי השוק של שלושת הגופים הדומיננטיים בתחומי הפעילות העיקריים, נכון ליום 31 בדצמבר 2003 (הנתונים המפורטים מצורפים כנספח).

פנסיה (קרנות חדשות)	ביטוח	חיתום	קופות גמל	קרנות נאמנות	בנקאות
סך הנכסים	סך הנכסים	מספר הנפקות*	נכסים מנוהלים	נכסים מנוהלים	פיקדונות הציבור
מבטחים - 50%	מגדל - 28%	פועלים - 27%	פועלים - 41%	פועלים - 36%	פועלים - 30%
מקפת - 15%	כלל - 21%	לאומי - 24%	לאומי - 19%	לאומי - 31%	לאומי - 30%
מיטבית - 9%	הפניקס - 14%	כלל - 14%	דיסקונט - 13%	דיסקונט - 13%	דיסקונט - 18%
74%	63%	65%	73%	80%	78%

* מתוך סך ההנפקות (פרטיות וציבוריות) בתקופה שבין ינואר 2002 לבין אוגוסט 2003
מקור - עיבוד, אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון

כפי שניתן ללמוד מהטבלה דלעיל, הריכוזיות בשוק ההון הישראלי איננה נחלתו הבלעדית של ענף הבנקאות והיא קיימת, אם גם בעצימות נמוכה יותר, בתחומי הביטוח והפנסיה. עם זאת, חשוב לזכור כי היקף הנכסים הפיננסיים המנוהלים במערכת הבנקאות עולה לאין שיעור על היקף הנכסים המנוהלים בענפי הביטוח והפנסיה (כפי שניתן ללמוד מהטבלה שלהלן לגבי שלושת הגופים הגדולים בכל ענף). באם נוסיף לכך את הדומיננטיות המוחלטת של הבנקים במגוון רחב של תחומים הנלווים לתיווך הפיננסי ואת כוחם הרב בשיווק מוצרים ושירותים ללקוחותיהם, הרי שנגיע למסקנה המתחייבת, כי יש למקד את הדיון, בראש ובראשונה, במערכת זו.

פנסיה (קרנות חדשות)	ביטוח (תיק משתתף)	קופות גמל	קרנות נאמנות	בנקאות
סך הנכסים	סך הנכסים	נכסים מנוהלים	נכסים מנוהלים	פיקדונות הציבור
מיליארדי ש"ח ליום 31 בדצמבר 2003				
מבטחים - 9	מגדל - 18	פועלים - 78	פועלים - 30	פועלים - 204
מקפת - 3	כלל - 12	לאומי - 37	לאומי - 26	לאומי - 204
מיטבית - 2	הפניקס - 9	דיסקונט - 24	דיסקונט - 11	דיסקונט - 120
14	40	139	67	528

מקור - עיבוד, אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון

בדו"ח בן בסט הוסבר⁴, כי העוצמה הרבה של הבנקים בהפצה של מכשירים פיננסיים נובעת, בין השאר, מן הריכוזיות הגבוהה ומהעדר מגבלה על הבנקים לעסוק בפעילויות מגוונות בשוק ההון. ריכוזיות זו מאפשרת למערכת הבנקאית להעצים עוד יותר את כוחה בכל תחומי הפעילות הקשורים לשוק ההון ומונעת, במידה רבה, את התפתחות פעילותם של מתווכים פיננסיים אחרים, דוגמתם אנו מוצאים בשווקים מפותחים בעולם.

במציאות בה המערכת הבנקאית שולטת, במישרין או בעקיפין, על הקצאת רוב המקורות במשק, אם באמצעות הקצאת אשראי בנקאי ואם באמצעות ניהול חלק הארי של נכסי קופות גמל וקרנות נאמנות, נמנעת התפתחותו של שוק אשראי חוץ-בנקאי ונוצרת תלות רבה מאד של הפירמות בבנקים. לעומת זאת, בשוק בו מתקיימת הפרדה בין הבנקים לבין קופות הגמל וקרנות הנאמנות, נוצר כר להפיכתן של קופות הגמל וקרנות הנאמנות לגופים המעניקים אשראי, כחלופה לאשראי הבנקאי. בישראל, שליטת הבנקים בקופות הגמל וקרנות הנאמנות, מצמצמת במידה רבה את הפוטנציאל להתפתחותה של תחרות בתחום האשראי, מאחר שהחלופה של מתן אשראי על ידי קופות גמל וקרנות נאמנות כמעט אינה מנוצלת. זאת ועוד, הדומיננטיות של הבנקים בשוק החיתום, פוגעת אף היא בפוטנציאל התחרות של זרוע אשראי נוספת, שהינה בעלת משקל רב בשוקי הון מפותחים - גיוס הון בדרך של הנפקת ניירות ערך לציבור.

מספרם המזערי של מתווכים פיננסיים חוץ-בנקאיים בהשוואה למדינות אחרות בעולם ומיעוט הגופים הפיננסיים הבינלאומיים הפועלים בשוק הישראלי, מעכבים יבוא של ידע ומומחיות לישראל ומונעים התפתחותם של מכשירי השקעה מתקדמים, שיתחרו במכשירים הקיימים במערכת הבנקאות (לדוגמה - קרנות נאמנות שקליות המאפשרות משיכת שיקים ומציעות חלופה תחרותית לפיקדונות הבנקאיים). כל אלה מאפשרים לגופים המקומיים להעלות מחירים ולפעול בצורה שאינה עולה תמיד בקנה אחד עם טובת לקוחותיהם, וממילא - עם טובת המשק בכללותו. תופעות אלה הן ביטוי של העדר תחרות ושל כוח השוק הרב שצברו הבנקים כלפי לקוחותיהם.

בדו"ח הוועדה לבחינת ההיבטים של אחזקות בתאגידים ריאליים (1995) הוסבר⁵ כי ריכוז כוח בידי קומץ מקבלי החלטות עלול לפגוע ביציבות הכלכלית המושגת, בדרך כלל, על ידי פיזור מוקדי קבלת ההחלטות במשק. המדובר בכלל כלכלי בסיסי, המתועד רבות בספרות⁶, על פיו, ככל ששוק מבוזר יותר ומוקדי הכוח בו רבים יותר, כך גדלה בו התחרותיות וגוברת יציבותו.

⁴ דוח הצוות הבין-משרדי לעניין שליטת הבנקים בקופות הגמל (2000), עמוד 5.

⁵ דו"ח הוועדה לבחינת ההיבטים של אחזקות בתאגידים ריאליים (1995), עמוד 1.

⁶ F.M. Scherer, *Industrial Market Structure and Economic Performance* (Boston, 3rd, 1993) 18-19: One of the most important arguments is that the atomistic structure of buyers and sellers required for competition decentralizes and disperses power.

השילוב של משק קטן שבו מספר מצומצם של משקיעים לוקח חלק בפעילות העסקית, עם ריכוזיות גבוהה במערכת הבנקאות והעדר שוק אשראי חוץ-בנקאי משמעותי, מחמיר עוד יותר את הסכנה הנשקפת לאורך זמן, ליציבות המשק. כיוון שהבנקים הפכו בפועל למממנים יחידים של מרבית הפעילות העסקית במשק, הרי שהתפלגות תיק האשראי הבנקאי מהווה, באופן טבעי, תמונת ראי של הריכוזיות בענפי המשק האחרים והדומיננטיות של מספר קטן של משקיעים בפעילות העסקית. ערכו של מדד גיני⁷ לבחינת הריכוזיות של תיק האשראי בחמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות, כפי שפרסם בנק ישראל בשנת 2003, עמד על 0.91. במצב דברים זה קיים חשש אמיתי, כי משבר שיפקוד אחד או יותר מענפי המשק, כמו חדלות פירעון מצד לווה גדול, עלולים להשפיע באופן שלילי ומהותי על המערכת הפיננסית ולערער באופן חד את יציבותה. במצב בו שוק ההון מושתת על אדנים רחבים יותר ולא על מערכת הבנקאות לבדה, ההשפעות השליליות של משברים כאמור, תחומות יותר ובעלות תוצאות פוטנציאליות קשות פחות.

דוח היציבות הפיננסית שפרסם בנק ישראל לשנת 2003 מתריע ביחס לדומיננטיות של מערכת הבנקאות – "דומיננטיות זו, יחד עם שליטתן של שתי הקבוצות הבנקאיות הגדולות בפעילות הפיננסית, מגבירה את התלות ההדדית בין המשק לבנקים, פוגמת בשכלול השווקים, ובכך פוגמת בעמידותה של המערכת הפיננסית"⁸.

בנוסף לשליטתה הכמעט מוחלטת בתחום קופות הגמל וקרנות הנאמנות, למערכת הבנקאית, ובייחוד לשני הבנקים הגדולים, דומיננטיות משמעותית גם בתחום החיתום, ובפרט בתחום ניהול ההנפקות ושיווקן. תפקידן המרכזי של חברות החיתום הינו להוביל גיוסי הון ולהאיץ את התפתחות שוק איגרות החוב הקונצרני (ניירות ערך מסחריים, איגוח משכנתאות, אג"ח מוניציפאלי וכו') ואת התפתחות שוק המניות, שבנוסף להיותו מקור לגיוס מימון, מהווה גם זירה לתחרות שקופה על בעלותן של פירמות. כל אלה כלים פיננסיים המהווים, להלכה ולמעשה, חלופות לאשראי בנקאי. השליטה של הבנקים בתחום החיתום מוסיפה רובד נוסף לריכוזיות בשוק ההון (כמו גם לניגודי עניינים מובנים, כפי שיוסבר בהמשך) ואף מהווה גורם מעכב בהתפתחותו. תחרות בתחום זה הינה תנאי הכרחי להתפתחותו של שוק אשראי חוץ-בנקאי.

⁷ מדד גיני בוחן את אי השוויון על יד השוואת האחוז המצטבר של מספר הלוויים עם האחוז המצטבר של האשראי שהונפק להם. ערכי גיני נעים בין 0 (שוויוניות מלאה) לבין 1 (אי שוויון מרבי). לשם המחשה, מדד אי השוויון בחלוקת ההכנסות (שכר) במשק הישראלי עומד על כ-0.35.

⁸ דוח היציבות הפיננסית לשנת 2003, בנק ישראל, עמוד 5.

הטבלה שלהלן מתארת את חלקן היחסי של כל אחת מהקבוצות הבנקאיות בתחומי הפעילות המרכזיים שלהן, מתוך סך הפעילויות הללו במערכת הבנקאות, נכון ליום 31 בדצמבר 2003.

חיתום	קופות גמל (נכסים מנוהלים)		קרנות נאמנות (נכסים מנוהלים)		אשראי לציבור		פיקדונות הציבור		
	%	מיליארדי ש"ח	%	מיליארדי ש"ח	%	מיליארדי ש"ח	%	מיליארדי ש"ח	
שיעור מסך ההנפקות*									
46%	47%	78	40%	30	33%	184	30%	204	פועלים
42%	22%	37	35%	26	30%	169	30%	204	לאומי
11%	15%	24	15%	11	13%	76	18%	120	דיסקונט
-	5%	9	4%	3	10%	59	10%	66	מזרחי
1%	10%	16	5%	4	8%	46	8%	55	הבינלאומי
-	1%	1	1%	1	3%	15	2%	17	איגוד
-	-	-	-	-	1%	6	1%	6	ירושלים
-	-	-	-	-	2%	11	1%	6	בנקים אחרים
100%	100%	165	100%	75	100%	566	100%	678	סה"כ המערכת

* שיעור ההנפקות בהם שימש חתם מוביל בתקופה שבין ינואר 2002 לבין אוגוסט 2003
מקור - עיבוד, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון

מהטבלה עולה תמונה ברורה של מערכת בנקאות ריכוזית ואוליגופוליסטית, הנשלטת באופן כמעט בלעדי על ידי שתי הקבוצות הבנקאיות הגדולות, קבוצת בנק הפועלים וקבוצת לאומי. הדומיננטיות של קבוצות אלה בידי ביטוי הן בתחום הבנקאות המסחרית והן במגוון הפעילויות של ניהול נכסי הציבור (קופות גמל וקרנות נאמנות) וחיתום.

אין מדובר בתמונה ארעית אלא במצב שנמשך לאורך שנים רבות. במהלך התקופה לא קמו בישראל בנקים חדשים והצטרפותם של גופים חדשים היא מינורית ומוגבלת לפלח לקוחות מסוים ומצומצם. נמצא אפוא כי לאורך זמן, המדובר במערכת שהריכוזיות בה, הגבוהה מאד מלכתחילה – גוברת והולכת, והבעייתיות הנובעת ממנה – הולכת ומחריפה.

לא אחת נשמעת הטענה לפיה הריכוזיות במערכת הבנקאות הישראלית אינה "בעיה" אלא הכרח, הנובע מיתרונות לגודל בפעילות הבנקים. ברם, עובדת יסוד היא כי גם יתרונות לגודל מתמצים בשלב מסוים ועל כן השאלה אינה אם קיימים יתרונות לגודל מינימלי אלא האם מיצוי יתרונות אלה מחייב רמת ריכוזיות כה גבוהה.

בעבודות שבחנו את היתרונות לגודל במערכת הבנקאות בישראל נמצא כי יתרונות לגודל מתמצים בעיקרם בגודל יחסי של כ- 10% מהשוק (הישראלי), דהיינו בנק בסדר גודל של הבנקים הבינוניים.⁹ על פי דו"ח בן בסט, "ממצאים אלה מלמדים כי מערכת הבנקאות בישראל רחוקה ממבנה אופטימלי שיוביל למיצוי מלא של תועלת הצרכנים בתנאי תחרות חופשית"¹⁰.

⁹ "מבנה אופטימלי של מערכת הבנקאות הישראלית", דוד רוטנברג (1994).
¹⁰ דוח הצוות הבין-משרדי לעניין שליטת הבנקים בקופות הגמל (2000), עמוד 5.

אינדיקציה משמעותית נוספת לכך שהריכוזיות הקיימת אינה פועל יוצא הכרחי של הצורך להגיע למסה מינימלית, תימצא בעובדה שהבנקים הבינוניים פועלים לאורך זמן באופן תקין ורווחי. מכאן כי אין כל כורח בריכוזיות כה גבוהה לתפקודו השוטף והתקין של שוק ההון בכלל ומערכת הבנקאות בפרט.

טענה נוספת המועלת מפעם לפעם הינה כי יתכנו שווקים ריכוזיים אך תחרותיים. המציאות מורה שלא כך הם פני הדברים בתחום הבנקאות בישראל. מחקרים מראים, כי קיים קשר ברור בין פער הריבית לאשראי ולפיקדונות במגזר השקלי הלא צמוד, לבין הריכוזיות במערכת הבנקאית¹¹. עוד מלמדים הם, כי קיימת סטייה משמעותית בין הריבית שגובים הבנקים בישראל לבין העלות השולית של מתן האשראי¹².

ממצאי המחקרים עולה כי לא זו בלבד שהבנקים אינם גובים מלקוחותיהם מחיר המשתווה לעלות השולית של השירות, כפי שניתן לצפות במסגרת התנהגות תחרותית, אלא שהסטייה גדולה יותר במגזר משקי הבית וחריפה יותר כאשר מדובר בשני הבנקים הגדולים.

תמונה דומה עולה גם מבחינת מדד "כוח השוק", שמפרסם המפקח על הבנקים במסגרת הסקירה השנתית על מערכת הבנקאות, וכן מניתוח ביצועי שתי הקבוצות הבנקאיות הגדולות לפי מגזרי פעילות (מצורף כנספח). מהניתוח עולה, כי בצד העובדה שהפעילות במגזר משקי הבית מאופיינת ברמה נמוכה יחסית של סיכון, המתבטאת במשקלו המצומצם של מגזר זה בהפרשות לחובות מסופקים, משקי הבית תרמו כ- 53% וכ- 57% מההכנסות (מימון ותפעוליות) ומרווחי הבנקים בשנת 2003, בהתאמה, בהשוואה לתרומה של 31% מההכנסות ו- 3% מהרווח בלבד, של הלקוחות העסקיים.

מחקר נוסף העוסק ב"כוח השוק" של הבנקים מדגיש כי "מבין כל הגורמים המשפיעים על ריבית האשראי ופער הריביות, ל"כוח השוק" המשקף את הכוח האוליגופוליסטי בענף ול"תמחור הצולב"¹³, השפעה המעוותת את חלוקת המקורות במשק ופוגעת ברווחת הציבור, ולכן כדי לצמצם השפעתם, יש לעודד את התחרות בענף ואת הגילוי הנאות..."¹⁴.

¹¹ "מבנה מערכת הבנקאות הישראלית, דרגת התחרות בה והשפעתם על המירווח הפיננסי במגזר השקלי הלא צמוד", ציפי סמט וריקי אליאס (1994).

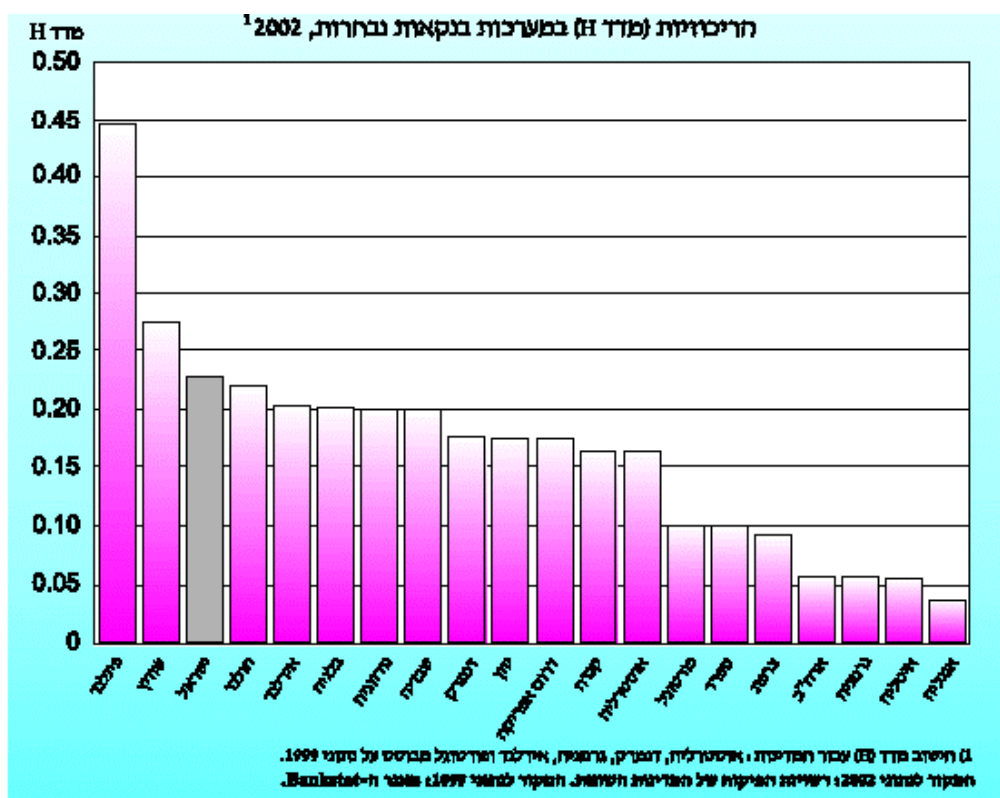
¹² פרוש ורוטנברג (2001).

¹³ "תמחור צולב" בהקשר של המחקר המדובר מתייחס לתמחור צולב בין התחום התפעולי לבין התחום הפיננסי בבנקים.

¹⁴ "פרמיית הסיכון ו"כוח השוק" בבנקאות הישראלית", יעקב פרוש ודוד רוטנברג (2002), עמוד 10

כוח השוק של הבנקים כלפי מגזר משקי הבית נובע, בראש ובראשונה, ממגוון העיסוקים של מערכת הבנקאות, המאפשר להקים ולשמר תלות חזקה של מגזר משקי הבית בבנקים. התלות נובעת, בין היתר, מכך שהבנקים מנהלים עבור משקי הבית את כלל פעילותם הפיננסית היומיומית, לרבות יתרות הזכות והחובה (משיכת יתר), מערכת התשלומים והוראות הקבע, קופות הגמל וקרנות הנאמנות. השילוב בין מערכת בנקאות ריכוזית לבין התלות המתוארת ואופי היחסים בין בנק ללקוחו הנתפשים כיחסי אמון מיוחדים, יוצר למעשה "קהל שבוי", כלפיו יש לבנקים כוח שוק משמעותי ביותר. כוח השוק של הבנקים, בשילוב עם יכולת ההשפעה של הבנק על לקוחותיו והיותם כבולים מעשית, מגדילים באופן משמעותי את עלות גיוס לקוחות חדשים על ידי בנקים מתחרים – גיוס שהיכולת לבצעו היא תנאי ראשוני ובסיסי לקיומה של תחרות. עלות הגיוס הגבוהה, יחד עם העדרו של מידע זמין ובעל ערך לגבי ההיסטוריה הפיננסית של הלקוחות¹⁵ (כמקובל במדינות אחרות בעולם), מקשים עוד יותר על היווצרות תחרות אמיתית בתחום.

גם לאחר שורת מיזוגים ורכישות שעבר ענף הבנקאות בעולם, הריכוזיות של מערכת הבנקאות הישראלית היא מן הגבוהות בעולם, כפי שניתן ללמוד מהתרשים ההשוואתי שלהלן.



מקור – מדד הרפינדל, סקירת מערכת הבנקאות לשנת 2002

¹⁵ חוק שירות נתוני אשראי, התשס"ב 2002, יצר מסגרת בסיסית לפעולתם של מדרגי אשראי בישראל. עם זאת, התקנות המאפשרות הפעלתו של החוק נדחו מעת לעת והן אושרו על ידי וועדת הכלכלה של הכנסת רק ביום 23 במרס 2004. בהקשר זה ראוי להדגיש, כי החוק, במתכונתו הנוכחית, אינו מכונן מוסדות דירוג אשראי בעלי היקף סקירה רחב ועל פי הוראותיו נדרשת הסכמת הצרכנים לעניין איסוף מידע חיובי.

הסקת מסקנות באשר למידת הריכוזיות בשוק ההון הישראלי רק על סמך התרשים לעיל, יש בה בכדי להמעיט מחומרתה האמיתית. השוואת הנתונים של כלל שוק ההון בישראל, מעבר למערכת הבנקאות לבדה, לנתונים מקבילים במדינות אחרות, מדגישה ביתר חריפות את מידת הריכוזיות של משק הכספים הישראלי. בעוד שמדינות אחרות נהנות מקיומו של שוק אשראי חוץ-בנקאי, המציב חלופה כלשהי למערכת הבנקאות, הרי שבמשק הישראלי היקף האשראי החוץ-בנקאי בטל בשישים בהשוואה להיקף האשראי שמקורו במערכת הבנקאות.

זאת ועוד. הבנקים בישראל שולטים כמעט לחלוטין בתחום קופות הגמל, המרכז כאמור חלק ניכר מהיקף הנכסים המנוהל על ידי המתווכים הפיננסיים, בעוד במדינות מערביות אחרות, שנתונין מופיעים בתרשים לעיל, אין הבנקים עוסקים כמעט, וודאי לא באופן כה דומיננטי, בתחומי החיסכון הפנסיוני.

נקודה נוספת בה נבדל ענף הבנקאות בישראל מענף זה במדינות המפותחות הינה זו. אכן ידוע כי גם מערכת המונה מעט מתחרים תנהג באופן תחרותי אם וכאשר היא מאוימת באופן מהותי על ידי אפשרות כניסה של מתחרים זמינים הפועלים בשווקים סמוכים¹⁶. זהו המצב בגושים רב מדינתיים בהם קיימים חסמי כניסה נמוכים, היוצרים "איום תחרותי" על הגופים הדומיננטיים בשוק מפני ניצול כוחם לרעה.

בהתייחס לאותן מדינות בהן מדד הריכוזיות דומה, כביכול, לזה שבישראל, תהליכים הקשורים באיחוד המשק האירופי מביאים להגדלת הפער בין מידת התחרות במערכת הבנקאות בישראל לבין זו שבמדינות אירופה. פתיחת הגבולות בין מדינות אירופה, איחוד המטבע והצהרות האיחוד האירופי לגבי כוונתו להסיר את שארית החסמים בפני פעילות פיננסית חוצת גבולות, גורמים לכך שלמרות הריכוזיות המקומית הגבוהה בחלק מהמדינות, מערכות הבנקאות בהן פועלות בתנאי תחרות, שיש בהם בכדי להקהות במידה רבה את הבעייתיות שבריכוזיות. בישראל, כפי שהוצג לעיל, המצב שונה והריכוזיות לא רק שלא נשחקה או הועמה – אלא להפך.

לאור האמור, נראה שהטענה כי שוק ההון בישראל אינו חורג מרמת הריכוזיות השוררת במשקים מפותחים אחרים, מתעלמת מאופי התחרות באותן מדינות ומתמקדת דווקא בהיבט האריתמטי והחד מימדי שלה.

¹⁶ Baumol, William J, "Contestable Markets: An Uprising Theory of Industry Structure", 72 American Economic Review (1982), Vol 72, p.1; "Contestable Markets, Trade and Development" World Bank Research Observer, Oxford University Press, Vol 1(1).

בסיכום הדברים, נראה כי אין חולק על קיומה של ריכוזיות גבוהה בשוק ההון הישראלי, ובעיקר בפעילותה של המערכת הבנקאית, הן בתחום הבנקאות המסחרית והן בפעילויות אחרות של התיווך הפיננסי. לריכוזיות זו מצטרפים מאפייני שוק בסיסיים המגינים על הפועלים בשוק מפני איומים תחרותיים (חסמי כניסה ומעבר, כשלי ופערי מידע) והמשמשים מצע פורה לאותם מעטים לשימור ולחיזוק כוחם.

לשליטת הבנקים בנדבכים מרכזיים של תחום החיסכון וההשקעה, היינו קופות הגמל וקרנות הנאמנות, משמעויות בעייתיות בכמה מישורים - ראשית, בכך שהיא מקנה לבנקים עמדת כוח משמעותית בשוק האשראי החוץ-הבנקאי, האמור לשמש חלופה תחרותית לאשראי הבנקאי הניתן על ידם; שנית, בכך שהיא יוצרת תלות רבה בין מערכת הבנקאות לבין הפעילויות הריאלית במשק; שלישית, בכך שהיא מצמצמת את מספר מוקדי קבלת ההחלטות לגבי הקצאת מקורות ההון, ובכך מגבירה את הסבירות להקצאה לא יעילה; ורביעית, בכך שהיא מצמצמת את התמריץ להתפתחותם של מכשירי השקעה וחסכון חדשים וחדשים שהיו מתפתחים אגב מבנה שוק תחרותי ויעיל.

הבעיות לעיל אף מחמירות ומקבלת משנה תוקף, בהיות הריכוזיות הגבוהה משולבת ושזורה בקיומם של ניגודי עניינים מהותיים ומובנים בפעילותם של המתווכים הפיננסיים. לתופעה זו ייחד הפרק הבא.

5. בעיות הליבה - ניגודי עניינים

מגוון הפעילויות בהן עוסקים המתווכים הפיננסיים יוצר ניגוד עניינים מהותי בין טובתם שלהם לבין טובת הלקוחות וחובת הנאמנות כלפיהם. ניגודי עניינים פוטנציאליים אלה מתחדדים במיוחד כשבוחנים את "פיצול האישיות" בו נתונים הבנקים שעה שהם, בעת ובעונה אחת, עוסקים בייעוץ להשקעות ובחיתום, מנהלים נכסים פיננסיים עבור אחרים תמורת דמי ניהול ובאותה שעה עוסקים בפעילות בנקאית "קלאסית" - מתן אשראי, ביצוע פעולות בניירות ערך, קבלת פקדונות ועוד.

הסכנה הגלומה בניגודי העניינים מתעצמת ככל שגדלה מידת הריכוזיות ואי התחרותיות בשוק ההון. בענפים תחרותיים החשש מפני ניצול לרעה של ניגודי עניינים פוטנציאליים פוחת, כיוון שהצרכן יכול "להעניש" גופים לגביהם חושש הוא כי ניצלו את ניגודי העניינים לרעתו, על ידי נטישתם ומעבר לצריכת שירותים מגוף אחר, מתחרה. בשוק ההון הישראלי, הלוקה בחוסר תחרות וקיומם של חסמי מעבר גבוהים בין נותני השירות השונים, אין ללקוחות את היכולת להגיב על ניגודי העניינים בעזרת כלי השוק החופשי, הגם שבעיית ניגודי העניינים גלויה וברורה.

בעיית ניגודי העניינים מאפיינת ענפים רבים בשוק ההון בישראל, אך היא מודגשת ביתר שאת במערכת הבנקאות לאור הריכוזיות הגבוהה ומעורבותם העמוקה של הבנקים במגוון רחב של עיסוקים, המקימים להם ניגודי עניינים מהותיים, חוזרים ונשנים. כך לשם דוגמה:

- בהיותם של הבנקים מייעצים בהשקעות מצד אחד ובעלים ומנהלים של גופים מוסדיים (קופות גמל וקרנות נאמנות) המספקים מוצרי השקעה וחסכון מצד אחר, קם להם תמריץ לייעץ ללקוחותיהם להשקיע דווקא במוצרים פיננסיים של הגופים שבבעלותם ושבניהולם, מהם הם מקבלים תקבולים כבעלים ועמלות כנותני שירותי ניהול.
- בהיותם של הבנקים נותני אשראי מצד אחד וחתמים מצד אחר, קם להם תמריץ לחתם לווים שישתמשו בהון המונפק, בין היתר, להחזר הלוואות לבנק, מבלי שיפעילו את שיקול הדעת והמבחנים האובייקטיביים האיכותיים הנדרשים לחיתום הנפקותיהם של אותם לווים.
- בהיותם של הבנקים חתמים מצד אחד ובעלים ומנהלים של גופים מוסדיים (קופות גמל וקרנות נאמנות) הניצעים בהנפקות מצד אחר, קם להם תמריץ למכור ניירות ערך, שלגביהם התחייבו בהתחייבות חיתומית, לגופים המוסדיים שבבעלותם, ובכך להקטין את נטל ההתחייבות.

- בהיותם של הבנקים נותני אשראי מצד אחד ובעלים ומנהלים של גופים מוסדיים (קופות גמל וקרנות נאמנות) מצד אחר, קם להם תמריץ לנתב השקעות של גופים מוסדיים אלה לתאגידים החייבים לבנק כספים ובכך להקל על לחץ החוב לבנק.

- בהיותם של הבנקים נותני שירותים בנקאיים "קלאסיים" מצד אחד ובעלים ומנהלים של גופים מוסדיים (קופות גמל וקרנות נאמנות) מצד אחר, קם להם תמריץ להפנות את הגופים המוסדיים שבניהולם לקבלת השירותים האמורים בבנק האם, מבלי לערוך בדיקת שוק וניסיון מיקוח שתכליתם לצמצום את עלות השירותים.

התפישה הפיקוחית המקובלת בתחומי פעילות רבים (ראיית חשבון, עריכת דין וכדומה) היא שלא להעמיד את הגופים הפועלים בשוק בפני מצב "בלתי אפשרי" של ניגודי עניינים. הנחת העבודה בבסיסה של תפישה זו הינה כי עצם קיומו של פוטנציאל ניגוד עניינים הוא מצב בעייתי ובלתי רצוי, לא כל שכן כאשר קיימות טענות בדבר מימוש פוטנציאל ניגוד העניינים בפועל. כך לדוגמה:

- מסקנות דו"ח בייסקי, העוסקות באריכות בניצול בפועל של ניגודי העניינים של הבנקים לטובתם, תוך נטישת טובת לקוחותיהם.

- דו"ח מבקר המדינה לשנת 2003 הקובע כי "חלק נכבד מההשקעות של קופות גמל נעשה בגופים שהם בעלי עניין וצדדים קשורים. נוסף על כך, כל הפעילות הפיננסית של הקופות (עסקאות בניירות ערך, חשבונות עו"ש וכד'), נעשית באמצעות הבנק השולט או המנהל, תמורת תשלום עמלות"¹⁷.

דו"ח מבקר המדינה לשנת 2003 המצביע על כך שישנם הבדלים גדולים בסכומי העמלות ששילמו הקופות הנבדקות (גדיש, עצמה, תמר, ליאור וחסכון יהב) לבנק השולט בהן. בדו"ח נקבע כי "אחד ההסברים האפשריים להבדלים גדולים אלה הוא שמנהלי קופות אינם פועלים בנחישות מספקת כלפי הבנק השולט כדי להשיג את שיעורי העמלות הנמוכים ביותר עבור הקופה, או אינם פונים לבנקים או ברוקרים אחרים לשם קבלת הצעות לשיעורי עמלות מופחתים"¹⁸. כמו כן, מצביע הדו"ח על כך כי נמצאו מקרים בהם "קופות גמל שבשליטת הבנקים שילמו להם עמלות בשיעור גבוה מזה ששילמו להם קופות גמל שבשליטת אחרים או לקוחות בעלי היקף פעילות דומה"¹⁹.

- העובדה שרוב מוחלט של השקעות הלקוחות מנותב לקרנות הנאמנות וקופות הגמל שבבעלות הבנק בו מתנהל חשבונם. זאת בזמן שעל יועצי ההשקעות בבנקים חל חוק הייעוץ, לפיו חל איסור על יועץ השקעות, להעדיף נכסים פיננסיים שלו או של תאגיד הקשור לתאגיד שבו הוא עובד. לעניין זה, מופנית תשומת הלב לנתונים המפורטים בתשובת רשות ניירות ערך והמפקח על הבנקים אשר הוגשה לבית המשפט בתגובה על עתירת איגוד הבנקים והמוזכרת בעמוד 41 להלן.

¹⁷ דו"ח מבקר המדינה לשנת 2003, 54ב, עמוד 230.

¹⁸ דו"ח מבקר המדינה לשנת 2003, 54ב, עמוד 231.

¹⁹ דו"ח מבקר המדינה לשנת 2003, 54ב, עמוד 232.

לצד ניגודי העניינים בין טובת הבנק לבין טובת הלקוח, קיים כאמור גם ניגוד עניינים מובנה בין אינטרס הבנק לשמר את כוחו בשוק האשראי לבין האינטרס המשקי של פיתוח ושכלול שוק ההון באמצעות התפתחות תחרות בתחום האשראי בין קופות הגמל וקרנות הנאמנות לבין הבנקים.

בנכסים המנוהלים על ידי קופות הגמל וקרנות הנאמנות, יש, כאמור, פוטנציאל לתחרות ולתחלופה מול האשראי העסקי הבנקאי. גופים אלו הינם מתווכים פיננסיים בפוטנציה היכולים אף להרחיב את פעילותם בתחום האשראי לתחומי משנה אחרים כמו מתן אשראי לעמיתים, השקעות בשוק משני למשכנתאות ועוד. ואולם, עולה החשש כי שליטתם הכמעט מוחלטת של הבנקים בקופות הגמל וקרנות הנאמנות, הינה אחת הסיבות המשמעותיות לכך שתחרות פוטנציאלית זו אינה מתפתחת.

הוא הדין אף בחיתום. הנפקות ציבוריות ופרטיות משמשות תחליף לגיוס הון הדרוש לפיתוח עסקים. גם אם מתעלמים מניגודי העניינים הישירים בין טובת הבנק המשמש (באמצעות חברות בנות) חתם עבור גוף שנטל ממנו אשראי, לבין אינטרס המשקיעים כי ההנפקה תיעשה במחיר נכון ובזהירות ראויה, הרי שפעילות ההנפקה כשלעצמה היא פעילות מתחרה למתן האשראי על ידי הבנקים, ולכן עידוד תחרות בתחום זה, בייחוד בפעולות של תמחור ההנפקה וקביעת אופן שיווקה, גם הוא בעל חשיבות מרובה.

לכאורה, צמצום הפוטנציאל למימוש ניגוד עניינים יכול היה להיעשות באחת משתי דרכים:

1. **קיום תחרות** – כאמור, בשוק תחרותי פוחת החשש מפני ניצול לרעה של ניגודי עניינים פוטנציאליים. אולם, כפי שתואר בפרק הקודם, שוק ההון בישראל מתאפיין ברמת ריכוזיות גבוהה וחסמי כניסה גבוהים, כך ש"פתרון שוק" אינו רלוונטי, כל עוד לא התפתחה תחרות ולא השתכללה יכולת הניידות של הלקוחות בין הגופים המתחרים.

2. **הסדרה, פיקוח ואכיפה** - לאורך השנים נקבעו הוראות רבות ומגוונות שתכליתן להפריד בין הפעילויות השונות של הבנקים ("חומות סיניות"), במטרה למזער את הסבירות להתממשות ניגודי העניינים הפוטנציאליים. הוראות אלה סייעו במידה מעטה להפחית את פוטנציאל ניגודי העניינים, אך לא במידה מספקת. הניסיון המצטבר, כפי שהוא בא לידי ביטוי בדו"חות וניירות העמדה שהוזכרו לעיל, מביא למסקנה כי אין במנגנונים אלה כדי להיות פתרון ראוי לבעיה.

מאחר ושני הפתרונות המתוארים אינם מביאים לתוצאות הנדרשות (לאור מבנה שוק ההון הישראלי), ואף לא נראה כי יביאו לאותן תוצאות בעתיד הנראה לעין, מן ההכרח לשקול פתרון שלישי - שינוי מבני יסודי, המטפל בבעיות הריכוזיות ומונע, ככל שניתן, הימצאותם של המתווכים הפיננסיים בפני מצב של ניגודי עניינים מובנים. ביצוע שינוי מבני כאמור, יאפשר

לפתוח את השוק, לעודד כניסת גופים חדשים לקחת חלק בפעילותו ותוך זמן קצר ליצור בו תחרות אמיתית. עקרונות השינוי המבני המוצע במסגרת דו"ח זה מובאים בפרק הבא.

6. עקרונות השינוי המבני

מדיניות הממשלה, כפי שבאה לידי ביטוי עד היום במכלול החקיקה המתייחסת למבנה שווקים, ואשר הנחתה גם את הצוות, היא לפעול ליצירת מבנה שוק תחרותי, חלף יצירת מנגנוני פיקוח מסורבלים, שתכליתם לתקן עיוותים שנוצרו אגב העדר תחרות. ענייננו הוא אפוא ביצירת מנגנון תחרות ולא בהרחבת מנגנוני הפיקוח. הניסיון מלמד שביסוסה של תחרות משמעותית בענפי שוק ההון יהיה גורם מרסן גם לבעיית ניגודי העניינים.

הצוות סבר כי יצירת מבנה שוק הון תחרותי חייבת להישען על שלושה תהליכים מרכזיים:

1. הגברת התחרות בניהול הנכסים הכספיים של הציבור – צמצום הריכוזיות בשליטה ובניהול של השקעות הציבור, באמצעות ביזור הניהול של אפיקי ההשקעה הקיימים.

2. הגברת התחרות בתחום מקורות המימון (האשראי) – צמצום הריכוזיות בתחום האשראי על ידי יצירת מקורות אשראי חלופיים, באמצעות פיתוח אפיקי האשראי החוץ-בנקאי, כמקובל במרבית מדינות העולם.

3. הגברת התחרות כלפי מגזר משקי הבית – הטיית המערכת הבנקאית למתן שירות משופר למגזר משקי הבית, על ידי חשיפתם של אלה למערכות חלופיות של מנהלי נכסים וספקי אשראי, פיתוח אפיקי השקעה חלופיים לאפיקים המוצעים על ידי הבנקאות ה"קלאסית" (פיקדונות למיניהם) וכן בחינת הצעדים להקלת המעבר בין בנקים.

שלושת התהליכים, שמשמעותם המעשית הינה התערבות במבנה הבעלות והעיסוקים של הגופים הפועלים בשוק ההון, ראוי שיעשו בהדרגתיות, באופן שאינו מעמיד בסכנה את היציבות של הגופים נשוא השינוי. ביישום השינויים המבניים, יש גם להבטיח כי הבעיות בהן מבקשים לטפל לא יעברו מהענפים המסוימים המטופלים במסגרת השינויים המבניים, לענפים אחרים במשק. בנוסף, יש לפעול לכך שהגופים אליהם יעבור חלק משמעותי מהשליטה והניהול של נכסי הציבור יפעלו תחת כללי הסדרה ופיקוח הולמים.

הצוות הגיע למסקנה כי בהקשרן של הבעיות הנדונות בדו"ח זה, יש מקום למלאכת חקיקה שתשתמש בשני כלים שבאמצעותם ניתן, באופן אמין, להפחית את הריכוזיות, להמריץ את התחרות ולהפחית את ניגודי העניינים – הפרדת פעילויות מצד אחד והרחבת מגוון הפעילויות בו עוסקים המתווכים הפיננסיים מהצד האחר.

המטרה בהפרדת פעילויות הינה להפחית את כוחם היחסי של הגופים מהם מופרדות הפעילויות, ובמקביל, למנוע עמידתם בניגודי עניינים מתמשכים ובלתי סבירים אל מול הפעילויות בהן ימשיכו לעסוק. הפחתת כוח אינה ערך העומד לעצמו, אולם במקרה זה מדובר בהפחתת הכוח לשלוט בעת ובעונה אחת, במערכות נפרדות האמורות להתחרות זו בזו. גריעת כוח זה היא ראויה ומחויבת המציאות, לשם הגברת התחרותיות ולשם מניעת ניגודי העניינים גם יחד.

על מנת לנצל את ההפרדה באופן היעיל ביותר, מן הראוי לשאוף שהפעילויות המופרדות יקיימו מידה מסוימת של תחליפיות עם הפעילויות הבלתי מופרדות, באופן שיעודד תחרות ביניהן בעתיד. כמו כן רצוי כי לגוף ממנו מופרדות הפעילויות לא יהיה יתרון יחסי מובהק בקיום הפעולות המופרדות על פני הגופים המועמדים להיכנס בנעליו. יתרון כזה עשוי ליצור עיוות כלכלי.

ההפרדה המוצעת של קופות הגמל וקרנות הנאמנות מהבנקים מבטיחה כי מערכת ההפצה הבנקאית תהיה במידה רבה נטולת אינטרסים נוגדים, ותאפשר ללקוחות שיפקדו את סניפי הבנקים ליהנות מייעוץ פיננסי אובייקטיבי, כזה שאינו מוטה משיקולים זרים של נותן השירות, הנובעים מבעלות על חלק מהנכסים נשוא הייעוץ. כל זאת, בכפוף לכך שיתקיים מודל ייעוץ שקוף וברור, כמפורט בהמשך.

על מנת להבטיח תחרות וביזור של ניהול הנכסים הפיננסיים המופרדים מהבנקים, צריכה ההפרדה להיות מלווה בהוראות שיגבילו את היקף קופות הגמל וקרנות הנאמנות שיותר לגופים יחידים לרכוש (הגבלת נתח שוק). ביזור הפעילות, לבד מצמצום הריכוזיות הגלום בו, יצמצם גם את החשש מהתממשות ניגודי עניינים (בין היתר אצל חלק מהגופים הקולטים את הנכסים המופרדים), שכן עם הרחבת מסגרת השירותים המוצעת ללקוחות, תוקל האפשרות המעשית העומדת בפניהם לנטוש גופים שינהגו לרעתם, לטובת גופים מתחרים. כמו כן, ההפרדה תפתח צוהר לתחרות באשראי הבנקאי באמצעות התפתחות פעילותן של קופות הגמל וקרנות הנאמנות, שלא יוחזקו וינהלו עוד על ידי הבנקים.

ככלל, המטרה בהרחבת פעילויות הינה להגביר את התחרות באותם תחומי פעילות ומתוך כך להביא לשכלול השווקים ולהשאת רווחתם של הלקוחות.

המשמעות המעשית של צעד זה בהקשר של שוק ההון הישראלי, כפי שסבור הצוות לעת הזאת, הינה לאפשר לבנקים לעסוק בחלק מתחומי הביטוח ולאפשר לגופים נוספים להרחיב את פעילותם לחלק מהתחומים שעד היום היו בשליטת מערכת הבנקאות.

עד היום נמנעה מהבנקים הרחבת עיסוקם לייעוץ והפצה של מוצרי ביטוח, בעיקר בשל החשש כי הבעייתיות המובנית במערכת הבנקאות ברובדי הריכוזיות וניגודי העניינים, על התחלואים הנובעים ממנה, יחלחלו לענף הביטוח ויפשו לאורכם ולרוחבם של שני הענפים גם יחד.

ברם, לעת השלמת ההפרדה המוצעת כאמור, יש מקום לנצל באופן מרבי ויעיל את תשתית ההפצה הקיימת כבר במערכת הבנקאות, לשם הגברת התחרות במגזרים מסוימים של שוק הביטוח. במקביל, ההפרדה גם תפעל לטובת הרחבת פעילותן של חברות הביטוח במגזרי פעילות אשר עד עתה נוכחותן בהם היתה מצומצמת בלבד - קופות גמל וקרנות נאמנות.

7. המלצות

7.1 מערכת הבנקאות

שליטתם של הבנקים בקופות הגמל ובקרנות הנאמנות מהווה נדבך מרכזי ביצירת רמה גבוהה של ריכוזיות בשוק ההון וגורמת לחוסר שכלול בשוקי המוצרים הללו. חוסר השכלול בא לידי ביטוי, למשל, בתחרות מועטה על גובה דמי הניהול ורמת השירות, בטיב הביצועים היחסי של קופות הגמל וקרנות הנאמנות ובאי מיצוי פוטנציאל התחרות בשוקים הפיננסיים. בנוסף לכך, הבעלות על קופות הגמל וקרנות הנאמנות מעמידה את הבנקים בפני ניגודי עניינים מובנים מול לקוחותיהם נוכח עיסוקיהם האחרים, בעיקר העיסוק ביעוץ להשקעות ומתן אשראי.

על רקע בעיות הריכוזיות וניגודי העניינים, מוצע לקבוע כי הבנקים ימכרו את מלוא אחזקותיהם בקופות גמל וקרנות נאמנות, כדלקמן:

תאגיד בנקאי לא יחזיק אמצעי שליטה כלשהם בחברה לניהול קופות גמל או בקופת גמל (להלן – "קופת גמל") ובחברה שהיא קרן להשקעות משותפות בנאמנות (להלן – "קרן נאמנות") ולא יהיה בעל עניין (אחזקה ב- 5% או יותר מאמצעי שליטה כלשהם) בתאגיד שהינו בעל עניין בקופת גמל או בקרן נאמנות.

כמו כן, בעל שליטה בתאגיד בנקאי, וכל מי שנשלט על ידו, לא יהיו בעלי עניין בקופת גמל או בקרן נאמנות ולא יהיו בעלי עניין בתאגיד שהינו בעל עניין בתאגיד כאמור.

לעניין זה ולעניין שאר ההמלצות: "תאגיד בנקאי" - למעט תאגיד בנקאי שמספר לקוחותיו אשר סך נכסיהם בבנק או התחייבויותיהם כלפיו קטן מ- 5 מיליון ש"ח, אינו עולה על 1,000.

מכירת אחזקותיהם של הבנקים בקופות הגמל ובקרנות הנאמנות תצמצם באופן משמעותי את ניגודי העניינים המובנים בפעילותם של הבנקים מול לקוחותיהם. הפרדה זו תגרום, בין היתר, לכך שהיועצים המועסקים בבנק יראו לנגד עיניהם את טובת הלקוחות בלבד, באשר הגוף המעסיק אותם כבר אינו בעל עניין כלכלי במרבית המוצרים הנמכרים. יתרה מזאת. ההפרדה אף תמזער את האינטרס הקיים, לכאורה, אצל הבנקים, לאי התפתחותו של שוק ההון, ובפרט לקיומם של חלופות אשראי והשקעה חוץ-בנקאיות.

מכירת אחזקותיהם של הבנקים בקופות הגמל ובקרנות הנאמנות תביא לביזור רב יותר בניהול הכספים במשק ותפתח שווקים אלה לתחרות אמיתית. בעקבות התחרות צפוי שיפור ברמת השירותים שיעניקו קופות הגמל וקרנות הנאמנות וצפוי גידול בתשואה שתושג עבור החוסכים.

מיצוי מרבי של היתרונות דלעיל מותנה בכך שהבנקים יחדלו מלהיות בעלים בקופות הגמל ובקרנות הנאמנות וכן יחדלו מלנהל את השקעותיהם. בנוסף, יש גם להבטיח כי לבנקים לא ישמר עניין עקיף בנכסים המופרדים עקב אחזקות של בעלי השליטה בבנק באותם נכסים, מעבר לאחזקות המונעות משיקולים פיננסיים, של עד 5%.

פתרונות אחרים, המתמקדים בדרישה מהבנקים להעביר את ניהול הנכסים של קופות הגמל וקרנות הנאמנות לגופים חיצוניים, אך משאירים את הבעלות, כולה או חלקה, בידי הבנקים, מותירים על כנו את הפוטנציאל הקיים לניגוד עניינים בפעילותם של הבנקים, ולפיכך אינם מהווים כלל פתרון לבעיה. פתרונות מסוג זה מטילים את האחריות לעמיתים על הבנקים, מתוקף היותם בעלים של קופות הגמל וקרנות הנאמנות, בעוד הסמכויות הגלומות בניהול ההשקעות מועברות לגופים חיצוניים הנבחרים (אף אם בתהליך ראוי) על ידי הבנקים. הפרדה מלאכותית זו שבין אחריות לבין סמכות, סופה שלא להחזיק מעמד ולאבד את משמעותה המעשית במשך הזמן.

גם פתרונות האידך גיסא, המתמקדים במכירה של הבעלות על קופות הגמל וקרנות הנאמנות, אך מתירים לבנקים להמשיך ולנהל את נכסי העמיתים, כולם או חלקם, כשירות עבור גופים חיצוניים, אינם נותנים מענה ראוי לבעיות שעל הפרק – לא בעיית הריכוזיות ולא בעיית ניגודי העניינים. באשר לריכוזיות, פתרונות אלו מבטיחים כי התחלופה בין פעילותן של קופות הגמל וקרנות הנאמנות לבין חלק מהפעילות הבנקאית, לא תנוצל להגברת התחרות בשוק ההון, ולמעשה, מנציחים את השליטה הקיימת של המערכת הבנקאית על הקצאת המקורות במשק. פתרונות אלו גם מותירים לבנק עניין כלכלי בקופות הגמל ובקרנות הנאמנות שאת נכסיהם הוא מנהל, ומשכך, אינם מטפלים באינטרס הבנק להשקיע את הכספים המנוהלים בתאגידים בהם יש לו עניין (כנותן אשראי או כבעלים) או באינטרס הבנק להמשיך ולהפנות לקוחות להשקעה בנכסים אלה, ללא הצדקה אובייקטיבית, על מנת ליהנות מדמי הניהול.

כאן המקום לציין כי כבר ועדת בייסקי ראתה את הפתרון המיטבי לבעיית הריכוזיות וניגודי העניינים בהפרדתם המוחלטת של הבנקים מקופות הגמל וקרנות הנאמנות. הועדה סברה, שישוּם פתרון מעין זה מותנה בכך **”שניתן לבנות מערך אלטרנטיבי במחיר סביר ואשר לא יסבול מן הליקויים שאפיינו את המערך הנוכחי. אנו ערים לאפשרות שהדבר אינו בר ביצוע כיום...”**²⁰. ואכן בשנות השמונים, ובשנות התשעים המוקדמות, סבורים היו הגורמים המקצועיים, ובעקבותיהם הממשלה, כי פתרון הניתוק המוחלט של הבנקים מפעילותם בשוק ההון, ובפרט מקופות הגמל וקרנות הנאמנות, אינו בר-ביצוע. דבר זה בא לידי ביטוי, לשם למשל, בהצעת חוק קופות גמל (הצעת חוק, התשנ”ו, עמוד 360), אשר התמקדה בפתרון ביניים.

²⁰ דו”ח ועדת החקירה לעניין ויסות מניות הבנקים (1986), עמוד 362.

הערכת הצוות לעת הזו, כעשור לאחר גיבוש הצעת החוק האמורה (אשר לא הגיעה לכדי מימוש חקיקתי, גם בשל לחציהם הכבדים של הבנקים) וכשני עשורים לאחר פרסום דו"ח בייסקי, הינה כי הגיע זמנו של אותו פתרון מיטבי אשר הוא, ורק הוא, עשוי להוות מזור לכל אותם תחלואים בהם לוקה המערכת ועליהם הצבענו בדו"ח זה.

מעבר לליקויים המצויים בפתרונות חלקיים אחרים, ומעבר להתפתחות התחלואים שההוראות הרגולטוריות (בדמות ה"חומות הסיניות") לא יכלו להם, ניסיון השנים האחרונות מורה שהחשש וההערכה כי לא ימצאו גורמים ראויים מחוץ למערכת הבנקאות, אשר יהיו מסוגלים לקלוט את המסה הגדולה של בעלות וניהול קופות גמל וקרנות נאמנות - התפוגגו. לדעת הצוות קיימים בהחלט גורמים כאמור, הן מקומיים והן בינלאומיים, הנושאים עיניהם למעורבות מסוג זה במשק הישראלי בכלל, ובשוק ההון בפרט. משכך, זוהי בהחלט העת להמליץ על אותו פתרון מיטבי של שינוי מבני אשר ינגוס נגיסה של ממש בריכוזיות בענף הבנקאות, ויצמצם במידה רבה את ניגודי העניינים המובנים בו.

פתרונות אחרים, הן במהותם והן במידתיותם, אשר לא יביאו לניתוק מוחלט כאמור, יהיו פתרונות הלוקים בחסר מלכתחילה. מטיבם ומטבעם של פתרונות אלה שהזמן יחשוף ויעמיק את חסרונותיהם ואת תוצאותיהם השליליות.

החרגת התאגידים הבנקאיים בהם אין פעילות קמעונאית מהותית מהמגבלות לעיל, מיועדת לאפשר לאותם תאגידים בנקאיים לקחת חלק בניהול הנכסים הנמכרים ולהפחית בכך, במידת מה, את הריכוזיות בשוק ההון ובמערכת הבנקאות. יחד עם זאת, ניתן לאפשר לתאגיד בנקאי לעשות כן אך ורק תחת ההנחה כי הנזק הפוטנציאלי העשוי להיגרם על ידו, כתוצאה ממימוש ניגודי עניינים כלפי לקוחותיו, אינו מהותי ואינו צפוי לפגוע בקהל לקוחות רחב. ההנחה היא כי הלקוחות של תאגידים בנקאיים אלה, שהינם מכוח ההגדרה בעלי עושר פיננסי ובעלי כוח מיקוח מוגבר, כמעט ואינם חשופים לפגיעה מהותית בהקשר זה.

במסגרת דיוני הצוות נשקלה גם העמדה כי יש לאסור על הבנקים לעסוק בניהול תיקי השקעות, אף באמצעות חברות בנות. פעילות ניהול התיקים אומנם מתאפיינת, אף היא, בניגודי עניינים מובנים עם יתר הפעילות הבנקאית, אולם, הנתונים שהונחו בפני חברי הצוות מלמדים כי, נכון לחודש פברואר 2004, ענף זה "נהנה" ממידה סבירה של תחרות. היקף הנכסים המנוהלים על ידי החברות לניהול השקעות בבעלות בנקאית עומד על 13 מיליארד ש"ח, כ- 27% בלבד מסך הנכסים המנוהלים על ידי חברות לניהול תיקי השקעות בישראל. יתרה מזאת, פעילות ניהול תיקי השקעות דומה יותר במהותה לפעילות הייעוץ שאותה ממליץ הצוות להשאיר במערכת הבנקאות, כמפורט להלן. לפיכך, הוחלט שלא להתערב בתחום זה ולאפשר לבנקים להמשיך ולפעול גם בו.

יחד עם זאת, על מנת למנוע מצב בו ימשך בפועל ניהול תיקי השקעות של קופות גמל וקרנות נאמנות באמצעות הפעילות המותרת של ניהול השקעות אגב פעילות ניהול התיקים, מוצע לקבוע כי תאגידים בנקאיים לא ינהלו נכסים עבור גופים מוסדיים, כדלקמן:

גופים שתאגיד בנקאי או בעלי שליטה בתאגיד בנקאי הינם בעלי עניין בהם, ואשר רשאים בהתאם לחוק לעסוק בניהול תיקים, לא ינהלו נכסים עבור מבטח (לרבות קרן פנסיה), קופת גמל וקרן נאמנות (להלן – "גופים מוסדיים"), למעט ניהול חשבונות הנוסטרו של גופים אלה.

מוצע כי תחילתה של הוראה זו תהיה שלוש שנים מיום קבלת החוק, מהשיקולים המפורטים להלן.

נוכח הצורך והרצון להביא ליישום מהיר של הצעדים המוצעים, אך בשים לב לזהירות הנדרשת בהפרדת פעילויות ממערכת הבנקאות, מוצע לקבוע תהליך הדרגתי למכירת קופות הגמל וקרנות הנאמנות על בסיס אבני דרך להתקדמות, כלהלן:

השיעור המרבי של הנכסים המנוהלים מסך הנכסים שנוהלו ביום תחילת החוק		יום תחילת החוק שנה מיום תחילת החוק שנתיים מיום תחילת החוק שלוש שנים מיום תחילת החוק ארבע שנים מיום תחילת החוק
קרנות נאמנות	קופות גמל	
100%	100%	
80%	80%	
60%	40%	
40%	*0%	
* 0%	-	

* לגבי אחזקותיהם של בעלי שליטה בתאגיד בנקאי, תותר אחזקה של עד 5% מאמצעי השליטה בקופת גמל או קרן נאמנות מסוימת, כאמור.

היקף הנכסים המנוהלים יחושב כמכפלה של שיעור האחזקה בקופות גמל או בקרנות נאמנות, לפי העניין, בשווי הנכסים המנוהלים (חישוב משורשר). לשם הפשטות, תיבחן העמידה בכל אחת מאבני הדרך ביחס לשווי האחזקות ביום תחילת החוק.

להערכת הצוות, אבני הדרך המוצגות לעיל, מאזנות, באופן סביר ומידתי, בין הרצון לצמצם את הפגיעה האפשרית במחיר המכירה של הנכס הנמכר והצורך לאפשר למערכת הבנקאות תקופת הסתגלות לשינויים המהותיים מבחינתה, לבין הצורך הציבורי להביא מזור לשוק ההון מהר ככל שניתן. השיקול לבחירת לוח זמנים קצר יותר למכירת קופות הגמל לעומת קרנות הנאמנות הינו העובדה שפעילותן של קופות הגמל מתאפיינת בתחליפיות רבה יותר לפעילות הבנקאית, כך שהפרדתן המוקדמת צפויה לתרום באופן משמעותי יותר להתפתחות שוק אשראי חוץ-בנקאי.

הצוות שקל מתווים שונים של מכירת הנכסים במהלך תקופת המעבר. היות שמרבית הבנקים מחזיקים במספר קופות גמל וקרנות נאמנות, מכירת הנכסים יכולה להתבצע באחת משתי דרכים (או כל קומבינציה ביניהן) - מכירת השיעור הנדרש באחזקות בכל אחד מהנכסים, או, מכירת קופות גמל וקרנות נאמנות ששיעור הנכסים המנוהל בהם, מסך הנכסים המנוהלים על ידי הבנק, שווה לשיעור הנדרש, בשלמות. על מנת שלא לפגוע בחופש המכירה ובהשפעה האפשרית של כפיית מתווה ספציפי על המחיר שיוכלו להשיג המוכרים, לא נכפה מתווה מסוים.

המלצה נוספת שתכליתה הפחתת הריכוזיות והגברת התחרות במערכת הבנקאות נוגעת לדחייה שחלה ביישומן של החלטות שנתקבלו בעבר, לגבי החזקות בנקים גדולים בבנקים קטנים ובינוניים. בהקשר זה, המלצת הצוות היא כי:

מכירת אחזקות בנק הפועלים בבנק אוצר החייל תתבצע עד המועד שנקבע בהיתר נגיד בנק ישראל (31.12.2005). הצוות ממליץ כי לא תינתן כל הארכה נוספת לעניין זה.

בהחלטות הממשלה מספר 900 מיום 21 בפברואר 1993 ומספר 1204 מיום 2 במאי 1993, נקבע כי לצורך הגברת התחרות והקטנת הריכוזיות במערכת הבנקאות יפעלו הממשלה ובנק ישראל לפיצול בנקים קטנים ובינוניים מבנקים המחזיקים בהם. במסגרת זו נקבע כי יש להפריד את בנק איגוד מבנק לאומי, את בנק אוצר החייל מבנק הפועלים ואת בנק מרכנתיל מבנק דיסקונט. ההחלטות האמורות יושמו רק לגבי הפרדת בנק איגוד מבנק לאומי.

באשר לעניין בנק מרכנתיל, החליטה לאחרונה הממשלה (החלטה 1917 מיום 20 במאי 2004) לשנות מהחלטותיה הקודמות וזאת – **"לאור המדיניות הנוכחית של הממשלה ושל בנק ישראל בעניין הצורך בהגברת התחרותיות בענף הבנקאות, תוך שמירה על יציבות הבנקים וחיזוקם של הבנקים הבינוניים לצורך הגדלת כושר תחרותם מול שני הבנקים הגדולים"**²¹.

למרות שמאז החלטות הממשלה בדבר הפיצול ועד היום חלו שינויים רבים בשוק ההון הישראלי, תמונת הריכוזיות לגבי שני הבנקים הגדולים נותרה בעינה ואף החריפה. הצוות סבור כי מכירת בנק אוצר החייל על ידי בנק הפועלים תתרום אף היא תרומה של ממש לתחרות במערכת הבנקאות.

בהקשר זה מוצא הצוות לנכון להמליץ בפני גורמי ההסדרה הנוגעים בדבר והמוסמכים לו, להמשיך במדיניות הנקוטה על ידיהם שלא לאפשר לשני הבנקים הגדולים את רכישתם של תאגידים בנקאיים אחרים או מיזוגם עם בנקים שאינם נמנים על קבוצתם, אלא אם כן נחוץ

²¹ הצעה להחלטה שהוגשה על ידי שר האוצר ביום 28 באפריל, 2004.

הדבר, לדעתו של נגיד בנק ישראל, לשם הגנה על ציבור הלקוחות של הבנק המיועד לרכישה או למיזוג.

7.2 חיתום

בעיית ניגודי העניינים המובנים בפעילותם של המתווכים הפיננסיים באה לידי ביטוי גם בעיסוקם בחיתום ניירות ערך. לפוטנציאל ניגודי העניינים בהקשר של עיסוק בחיתום שני פנים:

1. תמורת ההנפקה, נשוא החיתום, מיועדת, לעיתים, להחזר חובות בעייתיים לגופים הקשורים עם החתם.

2. חברות החיתום הן חברות קשורות לגופים הניצעים בהנפקה.

כפי שתואר בפרקים קודמים, תחום החיתום בישראל, הממלא כאמור תפקיד חשוב בפיתוח האפשרות למגע ישיר בין היחידות החוסכות לבין אלה המשקיעות במשק, מאופיין כיום בריכוזיות גבוהה, הבאה לידי ביטוי בדומיננטיות של חברות החיתום שבשליטת הבנקים. לאחר שנשקלה האפשרות לאסור על בנקים לעסוק בחיתום, ולו באמצעות החברות שבשליטתם, הגיעו חברי הצוות למסקנה כי איסור שכזה יפגע בתחרות יותר מאשר יהווה תרופה לפוטנציאל ניגודי העניינים. הצוות סבר כי ככל שניתן לצמצם את החשש מניגודי העניינים, המשך פעילותם של הבנקים בתחום החיתום עשוי לתרום תרומה חיובית לתחרות בענף, להגדלת מספר הגופים הפועלים בו, לשיפור הנגישות של המשקיעים לניירות הערך המונפקים ולזירוז התפתחותם של מכשירים פיננסיים שכיום אינם קיימים בשוק.

תקנות ניירות ערך (חיתום), התשנ"ג - 1993 (להלן – "תקנות החיתום") מטפלות כבר היום בבעיית ניגודי העניינים הנובעים מן הקשרים הקבוצתיים שבין חתם לבין בנק המשמש נושא מהותי של החברה המנפיקה. בתקנה 10 לתקנות החיתום נקבע כי חתם לא יתחייב בהתחייבות חיתומית העולה על 25% מכלל ההתחייבויות החיתומיות בהנפקה, אם למנפיק חוב מהותי (25% מסך המאזן) לחתם, או מי מקבוצתו, וכן במקרה שחלק משמעותי מתמורת ההנפקה (25%) מיועד לפרעון חוב לחתם או לגוף מקבוצתו.

ואולם, המציאות מלמדת כי עיקר ניגודי העניינים המתוארים לעיל, נוצר דווקא כאשר החתם פועל כחתם מתמחר של הנפקה (מנהל קונסורציום). אלא שאז אין הוא נוטל, בדרך כלל, התחייבות חיתומית העולה על 25% משווי ההנפקה, ולפיכך תקנה 10 המתוארת אינה מונעת את ניגוד העניינים בפועל.

יתרה מכך. במקרה שהחתם הקשור לבנק משמש גם כחתם מתמחר, גובר פוטנציאל ניגוד העניינים שכן החתם הוא שמעריך את שווי החברה המנפיקה ואת מחיר ניירות הערך והוא שמבצע את בדיקת הנאותות (due diligence) עליה מסתמך ציבור המשקיעים.

לפיכך, בהתייחס לאפשרות קיומם של ניגוד עניינים בין אינטרס החתם לפעול לטובת הבנק הנושה, שהינו חלק מקבוצת החתם, לבין חובות האמון שלו כלפי ציבור המשקיעים, מוצע להחמיר את ההוראה הקבועה כיום לעניין זה בתקנות החיתום, ולקבוע כי:

חתם לא ישמש חתם מתמחר בהצעה לציבור של ניירות ערך, אם לגבי יתרת חובם המצטברת של המנפיק או המציע וגופים הנשלטים בידיהם, לחתם, לשולטים בו ולנשלטים בידיהם, מתקיימים שני התנאים הבאים – (1) היתרה עולה על 5 מיליון ש"ח וגם- (2) היתרה מהווה למעלה מ- 10% מסך ההתחייבויות הפיננסיות של המנפיק או המציע וגופים הנשלטים בידיהם, כפי שהן מוצגות בדוחות הכספיים המאוחדים של המנפיק או המציע.

יישום ההמלצה לעיל, ימנע, להלכה ולמעשה, את עמידתם של החתמים בפני ניגודי עניינים מובנים, בהיותם נושים בולטים של החברה המנפיקה. הצוות סבר כי חוב של למעלה מ- 5 מיליון ש"ח, המהווה למעלה מ- 10% מסך ההתחייבויות הפיננסיות של החברה המנפיקה, יוצרים חזקה לקיומו של פוטנציאל לניגודי עניינים כאמור לעיל.

יישום ההמלצה לעיל, יאפשר לבנקים להמשיך ולפעול בתחום החיתום, בתנאים האמורים וימנע מהם לפעול כחתמים מתמחרים באותם מקרים בהם מתקיים פוטנציאל לניגוד עניינים, אגב מתן אשראי. באופן דומה, המגבלה המוצעת תבטיח כי גם חתמים אחרים, שאינם משתייכים לקבוצה בנקאית, אך עתידים להיות, הם או מי מקבוצתם, פעילים בתחום האשראי הסיטונאי, לא יעמדו בפני אותם ניגודי עניינים פוטנציאליים, אותם באה המגבלה למנוע.

חשש נוסף העולה בהקשר של ניגוד עניינים אגב העיסוק בחיתום ניירות ערך ואשר החקיקה (לרבות חקיקת המשנה) המתייחסת אליו אינה מטפלת באופן מספיק לניטרולו, הינו יכולת החתם לתגמל גופים הקשורים לו בהנפקות "אטרקטיביות", או לחילופין, להיעזר באותם גופים, בהנפקות "כושלות", לשם הימנעות ממימוש התחייבויותיו החיתומיות. לפיכך מוצע לקבוע כי:

חתם לא ימכור 5% או יותר משווי ניירות הערך המוצע בהנפקה או בהצעת מכר בה הוא משמש חתם, לעצמו, לכלל הגופים המוסדיים וללקוחות חברות ניהול התיקים בהם הוא שולט, השולטים בו או נשלטים בידיהם.

7.3 הסדרה, פיקוח ואכיפה

תשתית הרגולציה ומבנה הפיקוח על שוק ההון בישראל מתאפיינים במספר בעיות מרכזיות - העדר מסגרת חוקית שלמה ומקיפה להסדרת פעילותן של קופות הגמל, תחולה חלקית של חוק הסדרת הייעוץ בהשקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 (להלן - "חוק הייעוץ") וביזור רשויות הפיקוח הגורם, לעיתים, להוראות הסדרה שונות והעדר מדיניות פיקוח עקבית לגבי נושאים דומים במהותם.

חשיבותם של תשתית הרגולציה וכלי הפיקוח והאכיפה, לרבות הסדרת נורמות הייעוץ במגוון המוצרים לגביהם לא חל כיום חוק הייעוץ, מקבלת משנה תוקף לאור הצעדים המוצעים במסגרת דו"ח זה. מאחר והגופים המוסדיים הצפויים להמכר, מנהלים חלק ניכר מתיק הנכסים הכספיים של הציבור, ישנה חשיבות רבה לגיבוש תשתית רגולציה, פיקוח ואכיפה, עקבית ואחידה ככל שניתן, על פעולותיהם של גופים אלה, של השולטים בהם ושל המחזיקים בהם אחזקות מהותיות.

לפיכך מוצע כי:

הסדרת נושאי הפיקוח והכשירות, כפי שהם מוצגים להלן, תעשה בד בבד עם תיקוני החקיקה הנדרשים ליישום שאר ההמלצות.

יחוקק חוק קופות גמל שיסדיר את כללי הפיקוח והאכיפה לגבי קופות גמל. הוראות חוק זה וכן ההוראות הקיימות לגבי גופים מוסדיים אחרים, תותאמנה באופן שהנורמות החלות בתחום ניהול נכסים פיננסיים תהינה דומות ככל שניתן, תוך התחשבות במאפיינים המיוחדים של הנכסים השונים, ככל שקיימים כאלה.

במסגרת החקיקה האמורה יקבע כי שליטה ואחזקה בשיעור נקוב מאמצעי השליטה בגוף מוסדי יותנו בקבלת היתר. השיקולים למתן היתר יכללו, בין השאר, התייחסות לנושאים הבאים:

- ניקיון כפיים
- ניגודי עניינים
- כשירות ומיומנות מקצועית של מנהלים ודירקטורים
- איתנות פיננסית, לרבות דרישת הון עצמי מזערי
- שיקולים של שכלול השווקים הפיננסיים, לרבות הגברת התחרות וצמצום הריכוזיות

פעילותן של קופות הגמל מוסדרת ומפוקחת כיום מכוח הסמכות שבפקודת מס הכנסה. מוצע לקבוע, בחקיקה ראשית, מסגרת חוקית שלמה ומקיפה שתסדיר את פעילותן. במקביל, מוצע להתאים את ההוראות הקיימות לגבי גופים מוסדיים אחרים, באופן שהנורמות החלות בתחום ניהול נכסים כספיים תהינה דומות ככל שניתן, תוך התחשבות במאפיינים המיוחדים של הנכסים השונים המנוהלים על ידיהם.

כחלק מהחקיקה האמורה, יש לקבוע כללים לגבי המבקשים לרכוש שליטה או אחזקה מהותית באמצעי השליטה בגופים מוסדיים, במגמה להבטיח שמירת נורמות ניהול ראויות וביסוס אמון הציבור במנהלי נכסיו. השיקולים שיילקחו בחשבון לצורך מתן היתר יביאו לידי ביטוי, בנוסף לנושאים המפורטים לעיל, גם את המטרה לשמה מוצע השינוי המבני, היינו, להביא, תוך מספר שנים, להגברה משמעותית של התחרות בפעילותם של המתווכים הפיננסיים בשוק ההון.

השגת מטרה זו תלויה, בין היתר, במידת הביזור של ניהול הכספים במשק, ואינה מתיישבת עם פתרון המעביר את הריכוזיות מקבוצה אחת של גורמים בשוק לקבוצה אחרת. כבר בדו"ח בייסקי התריעו חברי הוועדה מפני העתקת הבעיות הקיימות במערכת הבנקאית למערכות תיווך פיננסי אחרות, באומרים – **"רצוי לנתק את הבנקים מעיסוקם כיועצים וכברוקרים וכמנהלי קרנות נאמנות וקופות גמל. אולם התנאי לכך הוא שניתן לבנות מערך אלטרנטיבי במחיר סביר ואשר יש סיכוי ממשי שלא יסבול מן הליקויים שאפיינו את המערך הנוכחי"**²². על מנת לצמצם את הסיכון שהמערך האלטרנטיבי ילקה גם הוא בריכוזיות גבוהה, מוצע כי במסגרת ההוראות העוסקות במתן היתרים יקבע כי:

לא יינתן היתר לרכישת קופת גמל או מבטח אם לאחר הרכישה נתח השוק של הרוכש, בעלי שליטה בו וגופים הנשלטים בידיהם, בתחום החיסכון לטווח ארוך, יעלה על 15%.

לעניין זה: "חיסכון לטווח ארוך" – היקף הנכסים המנוהלים המצטבר, בקופות גמל (לרבות קרנות השתלמות), בקרנות פנסיה חדשות ובתיק משתתף של פוליסות ביטוח חיים.

לא יינתן היתר לרכישת קרן נאמנות אם לאחר הרכישה נתח השוק של הרוכש, בעלי שליטה בו וגופים הנשלטים בידיהם, בתחום קרנות הנאמנות, יעלה על 20%.

²² דו"ח ועדת החקירה לעניין ויסות מניות הבנקים (1986), עמוד 362.

הגבלת גודלם היחסי של הרוכשים בכל אחד מתחומי הפעילות דנן, תימנע "נדידה" של הריכוזיות לענפים אחרים בשוק ההון ותבזר את מוקדי קבלת ההחלטות. ההגבלה המוצעת תבטיח השתתפות של מספר רב יותר של גורמים בפעילות התיווך הפיננסי ועשויה להביא גופים חדשים, ביניהם גופים בינלאומיים, לקחת חלק משמעותי יותר בפעילות השוק.

הגבלת נתח השוק של הרוכשים תגדיל את חופש הבחירה של העמיתים ואת מידת התחרות בשוק. התחרות שתפתח תקטין את הפוטנציאל למימוש ניגוד עניינים בפעילותם של הרוכשים, שכן בפני העמיתים בקופות הגמל ובקרנות הנאמנות יעמוד מגוון מנהלי השקעות אליהם יוכלו לפנות במקרה של חשש מפני ניגוד עניינים.

קופות הגמל, קרנות הפנסיה וביטוח החיים המשתתף ברווחים, מהווים, במידה רבה, מכשירי חסכון תחליפיים לטווח ארוך, שמתקיים ביניהם דמיון רב. המדובר בשלושה כלים באמצעותם מתבצע עיקר החיסכון הפנסיוני של אזרחי מדינת ישראל, המתבססים בעיקר על הפקדות שוטפות הנגזרות מהשכר המבוטח או מההכנסה לאורך תקופת העבודה, מספקים קצבה או תשלום הוני חד פעמי לחוסך או לשאיריו, לרוב לאחר גיל הפרישה, ונהנים, על פי רוב, מעידוד ממשלתי באמצעות הטבות מס. מן הראוי אפוא לתחם את שוק החיסכון לטווח ארוך בהכללת הנכסים המנוהלים בידי שלושת סוגי גופים אלה בתחומיו, ולהחיל על שוק זה כולו את מגבלת נתח השוק המפורטת לעיל.

בהתחשב בהיקף הנכסים המנוהלים בכל אחד מהשוקים, שוק החיסכון לטווח ארוך ושוק קרנות הנאמנות, מוצע לקבוע את נתח השוק המרבי על 15% ו-20%, בהתאמה. כמו כן מוצע כי:

לצורך חישוב מגבלות נתח השוק, הנכסים המנוהלים יחשבו כמחוזקים במלואם בידי מנהל הנכסים ובידי מי ששולט בו (ולא בחישוב משורשר). במקרה של קבוצת שליטה ייוחס מלוא סכום הנכסים המנוהלים לכל אחד ואחד מחברי קבוצת השליטה.

בשל גודלן היחסי הנוכחי של חלק מקרנות הנאמנות שעתידות להימכר על ידי מערכת הבנקאות, מוצע כי:

לעניין זה: רכישת קרן נאמנות אחת, שנתח השוק שלה ביום הרכישה עולה על 20%, בידי מי שקודם לרכישה לא היה בעל עניין בקרן נאמנות, לא תחשב כחריגה מהכלל האמור.

למען הסר ספק, מובהר כי המגבלה על שיעור נתח השוק הנרכש מתייחסת למיזוגים ולרכישות, ולא תחול כל מגבלה על הגדלת נתח שוק כתוצאה מתחרות או כתוצאה משינויים הנובעים מתנודות שוק.

לדעת חברי הצוות אין מקום לכך שהשיעור המירבי המוצע לנתח שוק נרכש, ייהפך – כבתמונת ראי – גם לשיעור המזערי אשר נמוך ממנו אינו בתחום שיקול הדעת של נותן ההיתר. משכך, מוצע לקבוע מפורשות כי:

אין במגבלות האמורות כדי לפגוע בסמכות המפקח הרלוונטי לקבוע מגבלות או הוראות נוספות כתנאי למתן היתר, לרבות קביעת מגבלת נתח שוק נמוכה מהאמור.

התפתחותם של שווקי ההון בארץ ובעולם, מלמדת על דמיון רב, גדל והולך, בין דפוסי פעילותם של המתווכים הפיננסיים השונים, כמו גם בין מכשירי ההשקעה השונים. ביזור רשויות הפיקוח, גורם, לעיתים, לכך שכללי ההסדרה ואמות המידה האכיפתיות החלים על פעילויות דומות, או מוצרים דומים, משתנים בהתאם לזהותו של המתווך הפיננסי ורשות הפיקוח אליה הוא כפוף. לאור זאת, ולאור ההמלצות המפורטות במסגרת מסמך זה, מוצע לקבוע כי:

שר האוצר, בתיאום עם נגיד בנק ישראל, ימנה צוות, בהשתתפות הגופים הרלוונטיים, כדי לבחון ולגבש המלצות בעניין תוכן ומבנה הפיקוח הרצויים בשוקי הכספים וההון, ובמיוחד לאור השינויים המבניים המוצעים במסגרת דו"ח זה. הצוות יגיש המלצותיו לשר האוצר לא יאוחר מיום 31 במרס 2005.

7.4 מודל ייעוץ ושיווק

קיים הבדל מהותי בין שיווק של מוצרים פיננסיים ופנסיוניים לבין ייעוץ במוצרים אלה. היועץ חייב לפעול לטובת לקוחותיו בלבד, באמונה, בשקיטה וברמת מיומנות סבירים, מבלי שיעדיף מוצר שלו, או של גופים הקשורים אליו או גופים שהוא מקבל טובת הנאה בגין מכירת מוצריהם. פרוש הדבר, למעשה, כי על היועץ לראות לנגד עיניו את אינטרס הלקוח בלבד.

חובת האמון של משווק מוצרים פיננסיים או פנסיוניים, כמו משווקים של מוצרי צריכה או שירותים אחרים, הינה מעצם טיבה וטבעה, שונה מזו של היועץ. בעוד היועץ מחויב, כאמור, לפעול רק לטובת הלקוח ולהמליץ לו על המוצרים הטובים והמתאימים לו ביותר מתוך המגוון הרחב של המוצרים המצויים בשוק, משווק של מוצרים, הגם שהוא חייב לראות לנגד עיניו את טובת הלקוח, מייצג רק את הגופים עמם הוא התקשר בהסכמי שיווק ואשר רק את מוצריהם הוא משווק, לרבות, כמובן, מוצריו שלו. לפיכך, אין מצופה ממנו להציע ללקוחותיו את המוצר המתאים להם ביותר מתוך כלל המוצרים הרלוונטיים הקיימים בשוק, אלא רק מבין אלה שהוא משווק, כך שלמעשה – לא חל עליו "איסור העדפה".

חוק הייעוץ, במתכונתו הנוכחית, קובע כי מתן ייעוץ בנוגע לכדאיות ההשקעה בניירות ערך (כהגדרתם בסעיף 1 לחוק ניירות ערך) ונכסים פיננסיים (השקעות בקופות גמל, אופציות וחוזים עתידיים), צריך להיעשות על ידי יועץ בעל רישיון. חוק הייעוץ יוצר פוטנציאל ממשי לניגוד עניינים בין פעילות הייעוץ, כפי שהיא מוסדרת בסביבה החוקית, לבין התמריץ העסקי, המוכתב כתוצאה ממעורבותם של העוסקים בייעוץ בניהול נכסי הציבור. הניסיון מלמד כי במצב דברים זה, נדחקת הסביבה החוקית למקום משני, ולמעשה במקרים רבים, הייעוץ בישראל הינו, הלכה למעשה, שיווק אגרסיבי במסווה של ייעוץ אובייקטיבי.

אותו מתח מובנה המתואר לעיל עלה לאחרונה במלוא עוצמתו בהתדיינות המשפטית שבין איגוד הבנקים לבין רשות ניירות ערך והפיקוח על הבנקים, המונחת כיום בפני בית המשפט העליון. התדיינות זו נסובה על ההבחנה בין ייעוץ לבין שיווק של נכסים פיננסיים, לרבות קרנות נאמנות וקופות גמל, הבחנה שקיומה נטען על ידי איגוד הבנקים ואשר לדעת רשות ניירות ערך אינה קיימת בסביבת הפעילות המוסדרת לעת הזו על ידי חוק הייעוץ.

חוק הפיקוח על עסקי ביטוח, התשמ"א – 1981 (להלן – "חוק הפיקוח"), במתכונתו הנוכחית, מסדיר, בין השאר, את הוראות הפיקוח לגבי פועלים של סוכני הביטוח בישראל. אלה פועלים כנציגים של חברות ביטוח, אחת או יותר, ומהווים למעשה משווקים ישירים של מוצריהן. סוכן הביטוח אינו חב חובת אובייקטיביות כלפי הלקוח ואינו מחויב לפעול על מנת למצוא את הפוליסה הטובה ביותר בשוק כולו, עבור המבוטח. בחוק הפיקוח במתכונתו הנוכחית, לא נקבעו הוראות המסדירות מודל של ייעוץ אובייקטיבי בתחום הביטוח, לרבות הפנסיה, כמקבילו ביחס ליתר המוצרים הפיננסיים המפורטים בחוק הייעוץ, אשר אינו חל לפי הגדרותיו, על ייעוץ במוצרי ביטוח ופנסיה.

מצב הדברים הנוכחי, יוצר אפוא שתי אנומליות בהקשר של ייעוץ ושיווק של מוצרים פיננסיים ופנסיוניים בישראל:

1. לציבור אין כמעט נגישות לייעוץ אובייקטיבי בתחום הביטוח או הפנסיה, למעט נגישות לחברות הביטוח או לשליחיהן, שכאמור פועלים כמשווקים.

2. היועצים הפועלים בשוק ההון עומדים בפני מצב של ניגוד עניינים מובנה, כאשר הסביבה החוקית דורשת מהם ללמוד את צרכי הלקוח ולפעול באובייקטיביות מוחלטת, בניגוד לתמריץ הכלכלי היוצר העדפה של מוצרים נשוא הייעוץ, שליועץ, או למעסיקו, יש בהם עניין.

התוצאה המעשית היא שבישראל, בניגוד למדינות מערביות רבות, הייעוץ הפיננסי לוקה בחלקו הגדול בחששות לניגודי עניינים והייעוץ הפנסיוני כמעט ואינו קיים.

הצוות סבור כי ייעוץ אובייקטיבי במוצרים פיננסיים ופנסיוניים הינו שירות חיוני, שתפקיד המדינה לאפשר לאזרחיה לקבלו. זוהי גם התפישה העומדת בבסיס חוק הייעוץ במתכונתו הנוכחית. כמו כן סבור הצוות, כי יש מקום להסדיר את העיסוק בשיווק באופן שיאפשר לעוסקים בו לקדם את ענייניהם ללא התנגשות עם הסביבה החוקית. כפועל יוצא של תפישה זו, מוצע מודל ייעוץ שלם שיבטיח כי תפקידו של היועץ אכן יתבצע באופן ראוי, אובייקטיבי ונטול אינטרסים, תוך התייחסות הן לייעוץ הפיננסי והן לייעוץ הפנסיוני. במקביל מוצע גם מודל שיווק, בשני תחומים אלה, אשר יבטיח את אי הגלישה של המשווק – מנקודת ראותו של הלקוח, לפעילות ייעוץ.

ברוח הדברים האמורים, מוצע אפוא לקבוע את הסדרת פעילותם של היועץ והמשווק כלהלן:

במסגרת החקיקה המתייחסת לשוק ההון יוגדרו שני עיסוקים הדורשים הכשרה ורישוי, והנתונים להסדרה ולפיקוח – ייעוץ ושיווק, הן במוצרים פיננסיים (לרבות ניירות ערך, קרנות נאמנות ופיקדונות בנקאיים מובנים) והן במוצרים פנסיוניים (לרבות קופות גמל, ביטוח חיים משתתף ופנסיה).

נוכח הדמיון בין נורמות ההתנהגות המחויבות מהעוסקים בייעוץ ובשיווק, פיננסי ופנסיוני, יגובש בחקיקה מודל דומה שיסדיר את מאפייני עיסוקים אלו, בהתאם לעקרונות המפורטים להלן ובשינויים המחויבים הנובעים מההבדלים בין העיסוקים ובין המוצרים.

הגופים הפועלים בשוק ההון יידרשו לבחור בין עיסוק בשיווק לבין עיסוק בייעוץ, בהגבלות ובתנאים המפורטים להלן.

ייעוץ

- חובות האמון והזהירות של היועצים תהינה כלפי הלקוח בלבד, בהתאם לעקרונות הקיימים כיום בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 (להלן – "חוק הייעוץ").
- על היועצים תחול חובה לייעץ בין מגוון המוצרים הרלוונטיים (פיננסיים או פנסיוניים, לפי העניין) המוצעים בשוק.
- גופים העוסקים בייעוץ יבצעו עבור לקוחותיהם הן רכישה של מוצרים על פי הוראתו של הלקוח, כהמשך לפעולת ייעוץ, והן רכישה על פי הוראתו "העצמאית" של הלקוח, שלא קדמה לה פעולת ייעוץ. לפיכך, "יועץ" לעניין המלצות אלו, משמעותו, למעשה, יועץ-מפיץ.
- גופים העוסקים בייעוץ, השולטים בהם והנשלטים בידיהם, לא יהיו בעלי עניין בגוף מוסדי ולא יהיו קשורים עימו בהסכם שאינו במהלך עסקים רגיל, או שתנאיו שונים מהמקובל בהסכמים דומים, אלא אם קיבלו לכך אישור כמפורט להלן.
- הממונה על ההגבלים העסקיים, בתיאום עם המפקח על הבנקים, הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון ויו"ר רשות ניירות ערך, יקבע אילו הסכמים מחייבים קבלת אישור כאמור.
- גופים העוסקים בייעוץ, לא ייעצו או ימכרו מוצרים פיננסיים או פנסיוניים של גוף מוסדי שהוא, השולטים בו והנשלטים בידיהם, הינם בעלי עניין באותם גופי ייעוץ.
- גופים מוסדיים, השולטים בהם, הנשלטים בידיהם והעוסקים בשמם, לא יקבלו רשיון ייעוץ ויעסקו בשיווק בלבד.

שיווק

- חובות האמון והזהירות של המשווקים תהינה דומות לחובות החלות על היועצים, למעט האיסור להעדיף מכירה של מוצריהם או מוצרים של גופים מוסדיים מסוימים. תיקבענה אמות מידה לאופן בו יובהר עניין זה בפני הלקוחות.
- גופים העוסקים בשיווק, השולטים בהם והנשלטים בידיהם, לא ישווקו מוצריהם של יותר משני גופים מוסדיים בתחום הפיננסי או הפנסיוני. לעניין זה, מוצרים של שני גופים מוסדיים, לרבות מוצרים של המשווק עצמו, אם יש כאלו.
- תאגיד בנקאי, השולטים בו, הנשלטים בידיהם, והעוסקים בשמם, לא יקבלו רשיון שיווק ויעסקו בייעוץ בלבד.
- במסגרת האמור, סוכן, כהגדרתו בחוק הפיקוח על עסקי ביטוח, התשמ"א – 1981 (להלן – "חוק הפיקוח"), יידרש לבחור בין עיסוק בייעוץ לבין עיסוק בשיווק ויחולו עליו כל הכללים, לפי העניין. סוכן שבחר לעסוק בשיווק יוכל לשווק את מוצריהם, לרבות מוצרי ביטוח אלמנטרי, של שני גופים מוסדיים בלבד.

תחילתן של ההוראות לעיל תהיה מיום קבלת החוק. יחד עם זאת, תקבענה תקופות והוראות מעבר לגבי יועצים הפועלים כיום בגופים מוסדיים האמורים להיות בעלי רישיון משווק בהתאם להוראות החדשות; החזקות של תאגידים בנקאיים בגופים מוסדיים (לעניין קופות גמל וקרנות נאמנות); הסכמים של סוכני ביטוח עם למעלה משני מבטחים; וכל נושא המחייב התאמות לתקופת הביניים שעד מימוש מלא של המלצות הדו"ח.

למען הסר ספק, יובהר כי בהתייחסות לעיל ולהלן למונחים "ייעוץ", "הפצה" ו"מכירה", כוונת הצוות הינה - הן לרכישת מוצרים עבור הלקוח המתבצעת על פי הוראתו של הלקוח כהמשך טבעי לפעולת ייעוץ (על פי הוראות חוק הייעוץ), והן לרכישה כאמור המתבצעת על פי הוראתו "העצמאית" של הלקוח, שלא קדמה לה פעולת ייעוץ.

בכל אחד מתחומי הפעילות המוגדרים לעיל (פיננסי ופנסיוני), יוגדרו שני מאפייני עיסוק – "משווק" ו"ייעוץ". התפישה הבסיסית עליה מושתת מודל הייעוץ והשיווק היא כי יש לאפשר לגופים הפועלים בשוק ההון בחירה בין עיסוק בייעוץ לבין עיסוק בשיווק.

הן המשווקים והן היועצים יהיו מחויבים לפעול לטובת לקוחותיהם בלבד, ללא העדפת עניינו של לקוח אחד על פני לקוח אחר. אולם, בניגוד ליועצים, מחויבותם של המשווקים לפעול לטובת הלקוח, תיבחן ותיושם על רקע העובדה שהם מציעים לו, בידיעתו הברורה, רק מוצרים שלהם ושל מספר מוגבל של גופים עימם הם קשורים בהסכמים.

האמור בהמלצות, לגבי העיסוק ביעוץ, נועד להבטיח כי גוף שבחר לעסוק ביעוץ יהיה בלתי תלוי ככל שניתן. על מנת להבטיח זאת מומלץ כי העוסקים ביעוץ לא יורשו להיות קשורים בקשרי בעלות עם גופים שלגבי מוצריהם הם מספקים ייעוץ פיננסי או פנסיוני. הם לא יתקשרו בהסכמים ולא יקבלו כל תמורה, שאינה במהלך העסקים הרגיל ובמחירי שוק, מגופים מוסדיים שלגבי מוצריהם הם מייעצים - והכל על מנת להבטיח כי הם אינם מקבלים טובות הנאה העלולות להטות את הייעוץ. כמו כן, על מנת להבטיח כי הייעוץ יהיה אובייקטיבי ולא יוטה על ידי שיקולים הנגזרים מצרכיהם של בעלי עניין בו, סבר הצוות כי יש להטיל איסור על היועצים לייעץ או לבצע פעולות רכישה, במוצרים פיננסיים או פנסיוניים של גופים שהינם בעלי עניין בגוף המייעץ.

מאידך, על גופים מוסדיים, או אחרים, שבחרו לעסוק בשיווק, ייאסר העיסוק ביעוץ והם יוגבלו בשיווקם של מוצרים של שני גופים מוסדיים בלבד, לרבות שלהם עצמם. מגבלה זו נועדה לשלב בין הצורך למנוע מהמשווקים להציג עצמם, או להיתפש בעיני הציבור, כיועצים אובייקטיביים, במידה וסל המוצרים המשווק על ידם יהיה רחב, ובין הרצון להגביר את היכולת התחרותית של המשווקים מול תשתיות ההפצה הבנקאיות, באמצעות שיתופי פעולה בין המשווקים. הצוות סבר כי מכירת מוצרים של שני גופים בלבד, תמנע הטעיה של קהל הלקוחות לחשוב שהשירות שהם מקבלים הינו בגדר ייעוץ אובייקטיבי נטול אינטרסים. לעניין זה מוצע גם כי יקבעו כללים באשר לנדרש מאת משווק על מנת להביא את הדברים לידיעתו הברורה של הלקוח.

בהתאם לאמור, הצוות סבר כי מן הראוי להחריג מאפשרות הבחירה בין העיסוקים את הבאים:

- **תאגידים בנקאיים** - הריכוזיות במערכת הבנקאות מעלה חשש כי במידה ותינתן לבנקים אפשרות הבחירה ואלו יבחרו לשווק מוצרים של מספר מצומצם של גופים ולא לייעץ במגוון המוצרים בשוק, הריכוזיות בתחום ההפצה תתורגם לריכוזיות בתחום המוצרים הנמכרים. בתרחיש מעין זה, נמצא במצב דומה לזה השורר כיום, בו התאגידים הבנקאיים מנצלים, לכאורה, את יתרוןם בתחום ההפצה למכירת מוצרים פיננסיים שבבעלותם. יתרה מזאת, רק ניצול מערכות ההפצה הבנקאיות למטרת ייעוץ, יבטיח לאזרחים נגישות מרבית לשירות זה, שכאמור הצוות סבר כי הוא שירות חיוני, שתפקיד המדינה לאפשר לאזרחים לקבלו. לאור כל זאת, מוצע כי תאגידים בנקאיים, הנדרשים למכור את בעלותם בקופות הגמל וקרנות הנאמנות, לא יעסקו בשיווק אלא ביעוץ בלבד.

- גופים מוסדיים - הינם היצרנים והבעלים של המוצרים הפיננסיים והפנסיוניים. משכך, באופן טבעי, הם לא יעסקו בייעוץ, אלא בשיווק בלבד.

באשר לרמה המקצועית ובסיס הידע שידרשו, הן מהיועצים והן מהמשווקים, מוצע לקבוע כי:

תקבע חובת הכשרה אחידה לעוסקים במוצרים פיננסיים (יועצים ומשווקים) וחובת הכשרה אחידה לעוסקים במוצרים פנסיוניים (יועצים ומשווקים). הכשרת היועצים והמשווקים הפנסיוניים תכלול, בין היתר, חובה לעבור את ההכשרה הרלוונטית של המשווקים והיועצים הפיננסיים.

מאחר שהצוות סבר כי הכרות עם התחום הפיננסי היא תנאי הכרחי לעיסוק במוצרים פנסיוניים, מוצע כי כל המבקשים לעסוק בתחום הפנסיוני ידרשו לעבור הכשרה פיננסית רלוונטית וידרשו להיות בעלי ידע של העוסקים בתחום הפיננסי, בנוסף להתמחותם הפנסיונית.

הצוות גם בחן גם את האפשרות להטיל מגבלות על מנהלי תיקים, הן בבנקים והן בבתי השקעות. כאמור, תחום ניהול תיקי השקעות בישראל הינו מבוזר יחסית, כך ש- 27% בלבד מהיקף הנכסים מנוהלים על ידי חברות שבבעלות בנקאית.

לאור זאת מוצע לקבוע כי:

השולטים בגופים מוסדיים או הנשלטים בידיהם יורשו לעסוק בניהול תיקי השקעות, בהתאם לעקרונות ולכללים הקיימים כיום בחוק הייעוץ לגבי פעילותם. יו"ר רשות ניירות ערך יבחן את הצורך לתקן את האיסור החל על מנהלי תיקי השקעות אלה להעדיף ניירות ערך של בעל הרשיון או תאגיד קשור, אגב פעילותם בניהול התיקים.

בסיכום קטע זה, יש לשוב ולהדגיש את החשיבות המכרעת שמייחס הצוות להבטחת אחידותה של הרגולציה החלה על העוסקים בפעילות דומה בשוק ההון. נוכח המאפיינים הזוהים הקשורים במהות פעילותם של היועצים והמשווקים, הפיננסיים והפנסיוניים, מוצע לגבש בחקיקה, מודל ייעוץ ושיווק אחיד, בשינויים המחויבים הנובעים מן ההבדלים בין המוצרים ובין העיסוקים, שיסדיר את הכללים שיחולו על העוסקים - לרבות חובות רישוי, חובות הקשורות ביחסים בין היועץ או המשווק ללקוח, הון מזערי, ביטוח ועוד. כאמור לגבי היבטי ההסדרה והפיקוח הנוספים הנדונים במסגרת הדו"ח, מן הראוי גם כי תהליך חקיקה זה יתבצע במקביל לתיקוני החקיקה הנדרשים ליישום שאר ההמלצות.

צעד מרכזי נוסף הנדרש על מנת להבטיח ייעוץ אובייקטיבי ונטול פניות, אשר שם בראש מעייניו של היועץ את טובת הלקוח, ואותה בלבד, הינו הסדרה של מודל תגמול היועצים. תכליתו של צעד זה, לפעול לכך שאופן תגמול העוסקים בייעוץ יאפשר להם להפעיל שיקול דעת אובייקטיבי, שאינו מונע על ידי תמריצים כספיים או אחרים אשר יטו את שיקול דעתם לטובת מוצרים מסוימים. לפיכך מוצע לקבוע כי:

גופים העוסקים בייעוץ, לרבות בנקים, יהיו מחויבים לעקרונות הבאים:

- לא יקבלו כל תמורה מבעליו של המכשיר הפיננסי או הפנסיוני בגין ביצוע פעולות במוצריהם. אין באמור כדי למנוע קבלת תמורה עבור שירותי נאמנות או שירותים בנקאיים מקובלים אחרים, המשולמת במסגרת הסכמים בין היועץ לבין הגוף המוסדי כאמור לעיל, למעט דמי הפצה.
- יהיו רשאים לגבות עמלה, בגין ביצוע פעולות במוצרים פיננסיים או פנסיוניים (להלן – "עמלת ביצוע") מהלקוח בלבד.
- עמלת הביצוע תיקבע באופן שהעוסקים בייעוץ יהיו אדישים לגבי ייעוץ או מכירה של מוצרים דומים. כך למשל, עמלת הביצוע לא תהא תלויה בכל מקרה בשיעור דמי הניהול הנגבים בגין המוצר נשוא הייעוץ או המכירה.
- לא יעניקו ליועץ, או ליחידת הרווח אליה שייך היועץ, כל טובת הנאה הנקבעת בהתאם לזהות הגופים שבמוצריהם הם מייעצים או שאת מוצריהם הם מוכרים.

תחילתה של הוראה זו מיום קבלת החוק.

העיקרון שהנחה את הצוות בגיבוש עמדתו לעניין תגמול היועצים מבוסס, בעיקרו, על מודל התגמול הקיים כיום לגבי ייעוץ במניות. כפי שהעוסקים בייעוץ אינם מקבלים תמורה מחברות ציבוריות בגין ייעוץ או מכירה של ניירות הערך שלהן, כך יש לאסור על אותם גופים לקבל תמורה מגופים מוסדיים שאת מוצריהם הם מוכרים. כפי שהיועצים, או יחידות הרווח בהם הם מועסקים (על פי רוב – סניפים), אינם מתוגמלים באופן שונה בגין ייעוץ או מכירה של מניה מסוג א' ובגין ייעוץ או מכירה של מניה מסוג ב', כך יש להבטיח כי הם לא יתוגמלו באופן התלוי במקורם של המוצרים הפיננסיים או הפנסיוניים האחרים הנמכרים על ידם או שלגביהם ניתן ייעוץ.

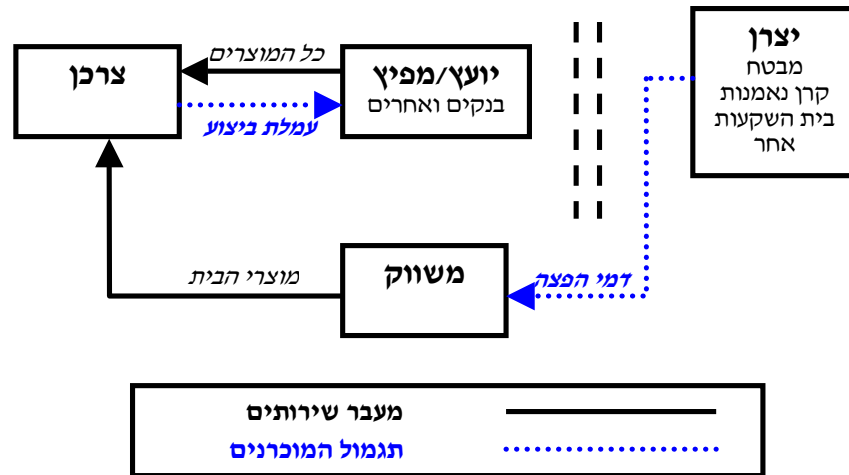
בעקבות יישום מודל התגמול המוצע לעיל, תיווצר הפרדה בין דמי הניהול של המוצר הנרכש על ידי הלקוח, אותם הוא משלם לגוף המוסדי, ובין העמלה המשולמת עבור ביצוע הרכישה, אותה ישלם הלקוח ליועץ או למשווק המבצע. עד היום, עמלה אחרונה זו, לכאורה לא הייתה קיימת. אולם בפועל, מכיוון שכיום מרבית הנכסים דנן, קופות גמל וקרנות נאמנות, הינם בבעלות בנקאית (שעל פי רוב הוא גם הבנק המייעץ), עמלת הביצוע נבלעת למעשה בסכום שגובים הבנקים עבור ניהול הנכסים. הפרדתם של עמלת הביצוע ודמי הניהול, תוך החלת שקיפות מלאה, תגביר, לדעת הצוות, את התחרות הן על גובה דמי הניהול והן על גובה עמלת הביצוע, כמוסבר להלן.

מודל התגמול, כמוצע על ידי הצוות, מותיר ליועץ חרות מלאה בקביעת אופייה והיקפה של עמלת הביצוע. בניגוד למודלים אחרים המוזכרים כעדיפים יותר, המודל המוצע ממזער את הצורך בהתערבות שלטונית פעילה במערכת היחסים שבין היועץ לבין הגופים המוסדיים.

מודל תגמול היועצים, כמוצע על ידי הצוות, יוצר שתי זירות תחרות חדשות, אשר לא התקיימו כלל עד היום. זירה אחת היא זירת התחרות בין הגופים המוסדיים לבין עצמם (קרנות נאמנות, קופות גמל ומבטחים), שיתחרו על גובה דמי הניהול על מנת להפוך לאטרקטיביים בעיניו ובעיני היועץ האובייקטיבי המייעץ לו. הצוות סבור כי אחדות האינטרסים שתיווצר בין הלקוח לבין היועץ, אל מול הגוף המוסדי, תצמצם את פער המידע הקיים היום בתחום ותהווה מנוף וגורם מאיץ להפחתת דמי הניהול ולהגדלת התשואות שיציעו הגופים המוסדיים לצרכנים.

זירת התחרות השנייה היא זירת התחרות בין היועצים לבין עצמם ובין היועצים לבין המשווקים, על גובה עמלת הביצוע. גביית עמלת הביצוע ישירות מהצרכן, בנפרד מדמי הניהול, באופן גלוי ושקוף, תבטיח לצרכנים יכולת מיקוח אמיתית על גובהה. מנוף המיקוח של הצרכנים יהיה עתה כפול – הן ביכולתם לרכוש את המוצרים ישירות מהמשווקים והן ביכולתם לפנות לבנקים או ליועצים אחרים המתחרים בהם.

מטעמי נוחות, מודל התגמול מוצג בתרשים שלהלן.



בהקשר זה, ראוי לציין כי במדינות מערביות נהוגים גם מודלים אחרים של תגמול בגין ייעוץ או הפצה, וביניהם מודלים של הסכמי תגמול בין הגופים המוסדיים לבין הגופים המוכרים, לרבות השתתפות בשיעור נקוב של דמי הניהול. כפי שהובהר בראשית הדברים, נקודת המוצא היא שכאשר מתקיימים שווקים תחרותיים, חלק גדול מהבעיות הנובעות מניגודי העניינים נפתרות על ידי כוחות השוק. לפיכך, עם ביסוסה של תחרות אמיתית בשוק ההון, לרבות תחרות בערוצי ההפצה והנגישות לצרכנים, מוצע לשוב ולבחון את המודל לעיל.

7.6 ייעוץ ומכירה של מוצרי ביטוח ופנסיה על ידי תאגידים בנקאיים

מערכות הייעוץ וההפצה הבנקאיות הינן מערכות יעילות ובעלות יתרון יחסי בהשוואה לתשתיות ההפצה האחרות של מוצרים פיננסיים ופנסיוניים הפועלות כיום במשק (סוכני ביטוח, אינטרנט, דיור וכו'). יתרון של מערכות ההפצה הבנקאיות נובע מפריסת סניפים רחבה, הן בהיבט של מספר הסניפים והן בהיבט של מיקומם הגיאוגרפי. שימוש מושכל במערכות אלה עשוי להקנות למגזרים רבים מקרב הציבור נגישות נוחה לשירותים נוספים על אלה אליהם הם חשופים היום, ולחסוך עלויות גבוהות הכרוכות בהקמת תשתית שיווקית חלופית.

כאמור, שוק ההון בישראל, בניגוד לשווקים אחרים בעולם, נעדר מערכת ייעוץ אובייקטיבי וזמין במכלול מכשירי החסכון לטווח ארוך, לרבות ביטוח חיים ופנסיה. מערכת ההפצה הבנקאית, על משאביה האנושיים והכספיים, יש בהם כדי להוות בסיס לייעוץ פנסיוני איכותי.

ביטוח חיים, פנסיה וקופות גמל הינם, כאמור, שלושה מכשירים פיננסיים לחסכון ארוך טווח שמתקיימת ביניהם מידה רבה של תחלופה. עידוד החיסכון הפנסיוני, על כל צורותיו, הינה מטרה לאומית – חברתית וכלכלית. ייעוץ והפצה של מוצרי ביטוח חיים ופנסיה בסניפי הבנקים, בנוסף להפצת קופות גמל, תרחיב את הנגישות של הלקוחות למוצרים אלו ואת זמינותם לאוכלוסיות שהיום אינן מבטוחות כלל. הפצת מוצרי ביטוח חיים ופנסיה על ידי תאגידים בנקאיים תהווה גם תחרות בסוכני הביטוח, שתביא על פני זמן להוזלת המחיר של מוצרים אלה לצרכנים.

לאור זאת, במקביל ליישום השינויים המבניים המוצעים בדו"ח זה, יש מקום להרחיב את תמהיל המוצרים הפנסיוניים לגביהם רשאים הבנקים לייעץ או למכור, ולכלול בו, בנוסף לקופות גמל, גם מוצרי ביטוח חיים ופנסיה מסוימים.

ברם, כניסתם של הבנקים לתחום פעילות חדש זה של ייעוץ בביטוח חיים ופנסיה מחייבת זהירות ראויה. על מנת להקטין את ההסתברות שהרחבת תמהיל המוצרים כאמור תביא דווקא להגברת הריכוזיות, יש למצות קודם לכן את הצעדים שתכליתם מזעור פוטנציאל של ניגודי העניינים בין טובת המפיץ לבין טובת לקוחותיו וצמצום, עד כמה שניתן, של הריכוזיות העלולה להתפתח בתחום זה במערכת הבנקאות.

לאור האמור לעיל, מומלץ לאפשר לבנקים להשתלב בתחום הייעוץ והמכירה של מוצרי ביטוח ופנסיה, באופן הדרגתי, כלהלן:

תאגידי בנקאיים אשר השלימו את מכירת כל אחזקותיהם בקופות גמל ואשר אינם בעלי עניין במבטח (לרבות קרן פנסיה), יורשו לייעץ או למכור מוצרי ביטוח חיים ופנסיה.

על אף האמור לעיל, תאגיד בנקאי שההון העצמי של הקבוצה הבנקאית אליה הוא משתייך עולה על 10 מיליארד ש"ח, יורשה לייעץ או למכור מוצרי ביטוח חיים ופנסיה, רק לאחר שהשלים את מכירת כל אחזקותיו בקופות גמל והוא אינו בעל עניין במבטח כאמור, וכן השלים את מכירת כל אחזקותיו בקרנות נאמנות.

הענקת הרשיון לתאגידי בנקאיים לעיסוק בתחום זה תיעשה בשים לב להתפתחות התחרות בתחום ייעוץ ומכירה של מוצרים פנסיוניים על ידי המערכת הבנקאית, ובפרט - לגודלם היחסי של התאגידי הבנקאיים במערכת.

תאגיד בנקאי לא יהיה רשאי למכור מוצרי ביטוח שאינם מוצרי ביטוח חיים או פנסיה, או לייעץ לגביהם.

מוצרי ביטוח חיים, פנסיה וקופות גמל מרכיבים יחדיו את סל המוצרים שכונה במסמך זה - חסכון לטווח ארוך, או, מוצרים פנסיוניים. לאור התחלופה בין המוצרים דנן, ראוי שלמייעצים בהם לא יהיה אינטרס למכור מוצר אחד יותר מהאחרים. מכירת האחזקות בקופות גמל ובמבטח, כל אחד לפי ענינו, על ידי כל התאגידי הבנקאיים, כתנאי לעיסוק בייעוץ או מכירה של מוצרים פנסיוניים, מטפלת בבעיית ניגודי העניינים כמוסבר לעיל, אולם, אין בה כדי לטפל די הצורך בבעיית הריכוזיות.

כפי שהוסבר פעמים רבות בדו"ח זה, עיקר בעיית הריכוזיות בשוק ההון באה לידי ביטוי בפעילותם של שני הבנקים הגדולים, אשר עוסקים במגוון רחב של פעילויות ושולטים, באופן מובהק, בכל תחומי עיסוקם. שליטה זו באה לידי ביטוי, בין היתר, בכוח השוק הרב שיש לשני הבנקים הגדולים אל מול מגזר משקי הבית. בהקשר זה, מתעורר חשש להיווצרות ריכוזיות חדשה בתחום הייעוץ והמכירה של מוצרי ביטוח חיים ופנסיה, באופן שבעוד מספר שנים יתברר שעיקר הייעוץ והמכירה של מוצרים אלה מבוצעים גם הם על ידי שני הבנקים הגדולים. זאת, בין היתר, כתוצאה מיתרונם ביכולת ההערכות, במשאבים החומריים (מערכות מחשוב ומידע), בפריסת הסניפים וכיוצא באלה. לפיכך, מוצע כי לגבי שני הבנקים הגדולים יידרש צעד נוסף של מכירת כל האחזקות בקרנות הנאמנות, כתנאי לכניסתם לתחום חדש זה.

בנוסף, מוצע לקבוע כי מתן היתר לתאגידיים בנקאיים לעסוק בשיווק מוצרי ביטוח חיים ופנסיה, לאחר השלמת כל התנאים הנדרשים, יישקל גם בשיקולים של אותו חשש מהיווצרות ריכוזיות נוספת, גם בתחום זה.

מוצע להתיר לתאגידיים בנקאיים להפיץ רק מוצרי ביטוח ופנסיה הדורשים ייעוץ, ולא מוצרי "מדף" בביטוח כגון - ביטוח רכב, ביטוח רכוש, ביטוח נסיעות לחו"ל וכו'. מוצרי ביטוח אלמנטרי אינם מוצרים פיננסיים ואינם "קרובים" למוצרי השקעה דוגמת - פיקדונות, קופות גמל, ביטוח חיים וכד', ומשום כך אין מקום להרחבת תחום העיסוק הבנקאי גם לאלה.

כפי שכבר צוין, על אף העמדה כי יש לנקוט בפתרונות המוצעים בדו"ח זה כפתרון המיטבי והיחיד לצמצום משמעותי בתחלואי שוק ההון, אין המדובר ב"תרופת קסם", אשר בכוחה ומכוחה בלבד, תוסדר פעילותו התקינה של שוק ההון מכל היבט ומכל בחינה. במקביל ליישומן של ההמלצות המובאות בדו"ח זה, חייב להימשך התהליך של איתור הבעיות הנוספות בשוק ההון והצעת פתרונות להן. לאור זאת ממליץ הצוות על המשך עבודתו כצוות שילווה את תהליך החקיקה ליישום המלצות דו"ח זה ושימשיך וידון בנושאים שתכליתם שכלול נוסף של התחרות. לפיכך מוצע לקבוע כי:

- **הצוות ישמש "צוות היגוי" שילווה את תהליך החקיקה הנדרש על פי החלטת הממשלה.**
- **הצוות יבחן ויגבש המלצות ככל הנדרש לשם הגברה נוספת של התחרות בשוק ההון, לרבות הרחבת הפעילות הפיננסית ויצירת מקורות מימון חלופיים, באמצעות בחינה הסדרת כללים ביחס לנושאים הבאים:**

○ ניירות ערך מסחריים

ניירות ערך מסחריים הם ניירות ערך המונפקים בידי תאגיד ומהווים התחייבות שלו לשלם למחזיקים בהם סכום כסף במועד נקוב. בשונה מאיגרות חוב, ניירות ערך מסחריים מונפקים לטווח זמן קצר, שאינו קצר משבעה ימים או ארוך משנה. ניירות ערך מסחריים מהווים מכשיר מרכזי לניהול אשראי המתחרה במישרין באשראי הבנקאי לזמן קצר ומספקים לפירמות העסקיות אשראי שוטף לניהול פעילותן. כיום, אין בשוק ההון מכשירי אשראי קצרי טווח, ועקום תשואת הריבית נקבע בעיקר על ידי אשראים ארוכי טווח. מכאן החשיבות הרבה של שילוב ניירות ערך מסחריים בשוק. ועדה שדנה בעניין זה, בראשות עו"ד ראובן בכר, הגישה המלצותיה באוגוסט 2003. הועדה המליצה כי תשקיף הצעה לציבור של ניירות ערך מסחריים ישמש תשקיף "מדף" התקף לתקופה של עד שנה, אשר במהלכה ניתן יהיה להנפיק על פיו, מעת לעת, ניירות ערך מסחריים המיועדים להיפרע תוך שנה ממועד ההנפקה. המלצות הועדה אף קיבלו ביטוי בהצעה לתיקון חוק ניירות ערך (תיקון 26 – תשקיף מדף) התשס"ד – 2004, אשר עברה בקריאה ראשונה.

○ Money Market Funds, לרבות אפשרות משיכת שיקים בקרנות שקליות

Money market funds (להלן – "MMF") הינן קרנות נאמנות המשמשות אפיק השקעה לטווח קצר, בעל סיכון מזערי, נזילות גבוהה והמניב תשואה שהינה לעיתים גבוהה מזו שמניבים אפיקים בטוחים אחרים. ה-MMF מהוות, להלכה ולמעשה, תחליף לפיקדונות בנקאיים קצרי מועד, כאשר הן ניתנות לפדיון בכל עת ומניבות תשואה, שהמציאות מורה, כי היא, בדרך כלל, גבוהה מזו שמניבים הפיקדונות. יתרון הבולט של ה-MMF הינה האפשרות של המשקיע לקבל ריבית קרדיטורית תוך שמירה על נזילות גבוהה, לרבות האפשרות לרשום שיקים כנגד סכום ההשקעה בקרן.

○ מכירה ורכישה חוזרת של ניירות ערך - Repo

Repo (להלן – "ריפו") הינה עסקה של מכירה ורכישה חוזרת של ניירות ערך (לרוב בדירוג גבוה), אשר במסגרתה הצד המוכר מוכר לצד הקונה ניירות ערך ומתחייב לרכוש אותן, במחיר קבוע מראש, במועד עתידי. הריפו מהווה מכשיר ליישומה של מדיניות מוניטרית, בהיותו כלי ספיגה או הזרמה של נזילות לשוק. שימוש בריפו מאפשר לבנקים, לעושי שוק ולגופים אחרים הפועלים בשוק ההון, לספק ביקוש או היצע לנזילות ולנהל את מלאי איגרות החוב שברשותם בעלות נמוכה יחסית, תוך מענה מהיר לדרישות השוק. כמו כן, הריפו מהווה תחרות במערכת הבנקאות מצד הלווים, בהיותו תחליף למימון בנקאי, ומצד החוסכים, בהיותו תחליף לפיקדונות - מכאן החשיבות שבקידום החדרתו לשוק.

○ הפצת קרנות נאמנות על ידי מי שאינו חבר בורסה

בכדי לקנות, ליצור, למכור או לפדות יחידות השתתפות של קרנות נאמנות נדרש כיום המבקש לפנות לבנק או לברוקר חבר בורסה (במישרין, או בעקיפין באמצעות בית השקעות שאינו חבר בורסה אשר פונה לחבר בורסה) על מנת שזה ייתן הוראה בהתאם, וזו תסלק במסלקת הבורסה. על פי הכללים הנהוגים היום, יצירה ופדיון של קרנות נאמנות מתבצעת אך ורק באמצעות חבר בורסה, שברובם הם בנקים. הרחבת האפשרויות כך שגם מי שאינם חברי בורסה, כהגדרתם היום, יוכלו לבצע פעולות בקרנות נאמנות, צפויה להגביר את הפעילות בתחום קרנות הנאמנות, להגדיל את כושרם התחרותי של בתי ההשקעות אל מול הבנקים, וככלל, להיטיב עם האזרחים.

○ הקלה על מעבר בין בנקים

הגדלת מספר נותני השירות בשוק של מוצר הינה תנאי הכרחי להתפתחות של תחרות, אך אין היא תנאי מספיק. יסוד חשוב נוסף בתחרות בין בנקים, במיוחד כלפי לקוחות משקי הבית הנתונים לכוח שוק משמעותי עד מאד של הבנק - הינה יכולת מעבר, קלה ככל שניתן, בין נותן שירות אחד לאחר. יכולת מעבר מוגבלת, הכרוכה בעלות ניכרת, באובדן זכויות או בהפסד אחר ללקוח, פירושה שוק שבוי של לקוחות, ללא יכולת בחירה אמיתית. במצב הדברים היום, על לקוח המבקש לעבור מבנק אחד למשנהו, מוטלות עלויות עסקה גבוהות וטרחה רבה. לפיכך, יש לבחון קביעתן של הוראות להקלה על מעבר בין בנק לבנק, לרבות הוראות המבטיחות כי ההעברה תיעשה במתכונת הנוחה והפשוטה ביותר מבחינת הלקוח, באופן שיאפשר לבנק הנעבר לבצע עבורו את מירב הפעולות הנדרשות לצורך העברת הפעילות, תוך שמירה על טובת הלקוח ובמחיר סביר.

○ ביטוח פיקדונות

הסדרי ביטוח פיקדונות הציבור בבנקים, כולם או חלקם, הולכים ורווחים בעולם. משברים פיננסיים ונפילות בנקים הביאו להקמתן של 72 מערכות פורמליות לביטוח פיקדונות ברחבי העולם, מהן 30 בעשור האחרון (במידה רבה בעידוד ועדת באזל). ישראל נמצאת בקבוצה קטנה של מדינות שטרם הפעילה מערכת פורמלית כזאת.

למערכת ביטוח פיקדונות שלושה תפקידים מרכזיים: (1) לספק הגנה למפקידים שאינם מסוגלים להעריך את יציבותו של הבנק. (2) לתרום להגברת היציבות הפיננסית של מערכת הבנקאות על ידי הקטנת ההסתברות להתנהגות מבוהלת של המפקידים במקרה של נפילת בנק, והשפעת ה"דומינו" שיכולה להיגזר ממנה. (3) להקנות ביטחון למפקידים בבנקים קטנים יחסית, ובכך לאפשר לבנקים הקטנים להתחרות בבנקים גדולים.

בנק ישראל גיבש הצעה להפעלת ביטוח פיקדונות בישראל. בהצעה זו הותוו עקרונות הליבה של מערכת ביטוח הפיקדונות, וביניהם הסכום המבוטח, עלות הביטוח, תחולת הביטוח, הגוף המבטח וכו'. הצעה זו נבחנת בימים אלה.

○ השקעות נוסטרו ועשיית שוק על ידי בנקים

הבנקים הגדולים מנועים מלהשקיע במניות במסגרת המסחר בבורסה, אלא בעסקות מחוץ לבורסה בלבד. זאת, מכוח התחייבויות שנטלו על עצמם ב-1983 בעקבות משבר המניות הבנקאיות. במהלך השנים ביקשו הבנקים לחדש את פעילותם במסגרת המסחר במניות, עבור תיקיהם העצמיים. בנק ישראל הסתייג מכך, נוכח ריבוי תפקידיהם הצולבים של הבנקים, כפי שפורטו ארוכות במסגרת דו"ח זה. עם יישום ההמלצות המוצעות, מתחדדת השאלה לגבי הבשלת התנאים להתיר לבנקים לחזור ולפעול בבורסה עבור עצמם. במידה ויותר הדבר, יתעורר הצורך לבחון ולקבוע את המגבלות הפנימיות ("חומות סיניות") בין פעילות ההשקעה של הבנקים לבין פעילותם בתחומים האחרים בהם ימשיכו לעסוק גם לאחר השינוי המבני (ייעוץ, חיתום, אשראי וכדומה). בהקשר זה, ראוי אף לשוב ולבחון התנאים על פיהם ישמשו הבנקים "עושי שוק".

○ הפעלת תוכניות איגוח במערכת הבנקאות

בבנקאות העולמית ניכרת מגמה של התרחבות הפעילות הבנקאית מעבר לתיווך הפיננסי ה"קלאסי" (גיוס פיקדונות ומתן אשראי) לפעילות פיננסית מורכבת של מכירת סיכון האשראי, בין היתר באמצעות איגוח ונגזרי אשראי.

לשימוש באיגוח ונגזרי אשראי יתרונות רבים - גיוון והרחבת מעגל המשקיעים במכשירי אשראי, ובהתאם – הגדלת היצע האשראי וירידה במחירו; ניהול איכותי יותר של סיכונים אשראי; הקטנת החשיפה לסיכון ריבית באמצעות מכירת הלוואות שהמח"מ (duration) שלהן גבוה; שיפור הלימות ההון של הבנקים - אם העברת הנכסים מוחלטת (true sale); שימוש יעיל יותר בהון הבנק והגדלת התשואה להון.

נושא האיגוח בישראל מטופל כיום על ידי ועדה בינמשרדית שהוקמו לנושא. מטרת הועדה הינה להסיר חסמים בסביבה המשפטית, המיסוי, הרישום החשבונאי והוראות הפיקוח על הבנקים. הטמעת הנושא בישראל תחייב היערכות כך שתעמוד בסטנדרטים הבינלאומיים שהציבה וועדת באזל.

המלצות הצוות בנושאים לעיל יוגשו לשר האוצר עד ליום 30 ביוני 2005.

נספח נתונים

שוק ההון הישראלי, 2003

א.1. מערכת הבנקאות										
ליום 31 בדצמבר 2003										
קופות גמל		קרנות נאמנות		אשראי לציבור		פיקדונות הציבור		נכסים		
נכסים מנוהלים בקבוצה		נכסים מנוהלים								
ש"ח	מיליארדי ש"ח	ש"ח	מיליארדי ש"ח	ש"ח	מיליארדי ש"ח	ש"ח	מיליארדי ש"ח	ש"ח	מיליארדי ש"ח	
47%	78	40%	30	33%	184	30%	204	31%	259	פועלים
22%	37	35%	26	30%	169	30%	204	30%	247	לאומי
15%	24	15%	11	13%	76	18%	120	17%	140	דיסקונט
5%	9	4%	3	10%	59	10%	66	9%	79	מזרחי
10%	16	5%	4	8%	46	8%	55	8%	65	בינלאומי
1%	1	1%	1	3%	15	3%	17	2%	20	איגוד
0%	-	0%	-	1%	6	1%	6	1%	7	ירושלים
0%	-	0%	-	2%	11	1%	6	2%	16	אחרים
100%	165	100%	75	100%	566	100%	678	100%	833	

מקור: אתר בנק ישראל ועיבוד אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון

א.2. התפלגות התרומה של מגזרי הפעילות השונים של שני הבנקים הגדולים

פעולות אחרות והתאמות			עסקי***			משקי בית**			
2002	2003		2002	2003		2002	2003		
מיליוני ש"ח	שיעור שינוי ביחס לשנה קודמת	מיליוני ש"ח	מיליוני ש"ח	שיעור שינוי ביחס לשנה קודמת	מיליוני ש"ח	מיליוני ש"ח	שיעור שינוי ביחס לשנה קודמת	מיליוני ש"ח	
19	-100.0%	-	3,438	28.1%	4,404	690	15.9%	800	הפרשות לחומ"ס
1,035	85.3%	1,918	4,830	2.8%	4,965	5,729	6.1%	6,078	רווח מפעולות מימון (לפני הפרשות)
1,016	31.7%	1,338	1,037	8.8%	1,128	4,170	3.4%	4,312	הכנסות תפעוליות ואחרות
2,051	58.8%	3,256	5,867	3.9%	6,093	9,899	5.0%	10,390	הכנסות מימון ותפעוליות
(269)	-692.2%	1,593	(982)	-112.9%	127	2,868	-19.5%	2,310	רווח מפעולות רגילות

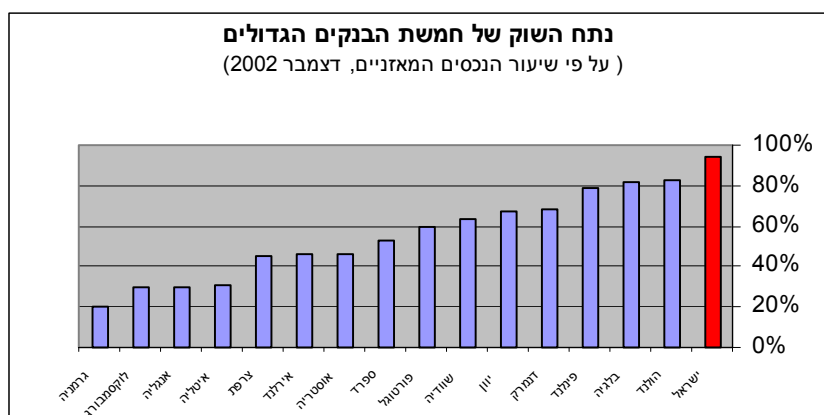
* לאחר הפרשות לחומ"ס

** קמעונאי ומשכנתאות

*** עסקי, מסחר ונדל"ן

מקור: הפיקוח על הבנקים

3א. נתח השוק של חמשת הבנקים הגדולים – השוואה בינלאומית



מקור: European Central Bank והפיקוח על הבנקים

ב. ענף הביטוח

ליום 31 בדצמבר 2003

קופות גמל		ביטוח כללי		ביטוח חיים				נכסים		
				תיק מבטיח תשואה		תיק משתתף				
נכסים מנוהלים בקבוצה		נכסים מנוהלים		נכסים מנוהלים		נכסים מנוהלים				
שיעור מסך המערכת	מיליארדי ש"ח	שיעור מסך המערכת	מיליארדי ש"ח	שיעור מסך המערכת	מיליארדי ש"ח	שיעור מסך המערכת	מיליארדי ש"ח	שיעור מסך המערכת	מיליארדי ש"ח	
6%	0.1	8%	3	37%	16	34%	18	28%	41	מגדל
75%	1.2	17%	7	21%	9	23%	12	21%	31	כלל
6%	0.1	10%	4	16%	7	17%	9	14%	21	הפניקס
13%	0.2	16%	7	12%	5	13%	7	14%	21	הראל
0%	-	5%	2	9%	4	9%	5	8%	12	מנורה
0%	-	44%	19	5%	2	4%	2	15%	22	אחרים
100%	1.6	100%	42	100%	43	100%	53	100%	148	

מקור: אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון

ג. פנסיה - קרנות חדשות

ליום 31 בדצמבר 2003

כספים פנויים להשקעה בשוק ההון*	
מיליארדי ש"ח	
4.3	2004
4.6	2005
5.0	2006
5.4	2007
4.6	2008
4.5	2009
28.4	

נכסים		
שיעור מסך המערכת	מיליארדי ש"ח	
47%	9	מבטחים יותר
16%	3	מקפת חדשה
11%	2	מיטבית
5%	1	עתודות החדשה
21%	4	אחרים
100%	19	

מקור: אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון

מקור: עיבוד אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון
* בעקבות הפסקת ההנפקה
של איגרות חוב מיועדות

ד.1. קופות גמל

ליום 31 בדצמבר 2003

נכסים מנוהלים		נכסים נשלטים		
שיעור מסך המערכת	מיליארדי ש"ח	שיעור מסך המערכת	מיליארדי ש"ח	
31%	59	41%	78	קבוצת פועלים*
19%	37	19%	37	קבוצת לאומי
13%	24	13%	24	קבוצת דיסקונט**
5%	10	5%	9	מזרחי
4%	7	8%	16	בינלאומי
1%	2	1%	2	בנקים אחרים
1%	2	1%	2	ביטוח
26%	49	12%	22	אחרים
100%	190	100%	190	

מקור: אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון

* לרבות יהב, מסד ואוצר החייל
** לרבות מרכנתיל

ד. דמי ניהול ועמלות קניה ומכירה בקופות גמל

שנת 2003

עמלות		דמי ניהול		
שיעור מהסה"כ	אלפי ש"ח	שיעור מהסה"כ	אלפי ש"ח	
44%	70	29%	286	
11%	17	22%	211	קבוצת דיסקונט
7%	11	15%	143	קבוצת מזרחי
3%	4	7%	71	בינלאומי
12%	19	6%	58	איגוד
1%	1	0%	4	בנקים אחרים
0%	0	0%	4	חברות ביטוח
0%	1	1%	14	קרנות פנסיה
1%	2	5%	44	גופים פרטיים
3%	5	5%	47	אחרים
18%	29	10%	93	סה"כ
100%	158	100%	975	

מקור: אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון

ה. קרנות נאמנות

ליום 31 בדצמבר 2003

נכסים מנוהלים		
שיעור מסך המערכת	מיליארדי ש"ח	
36%	30	
31%	26	קבוצת לאומי
13%	11	אילנות דיסקונט
5%	4	דיקלה (בינלאומי)
4%	3	עמדה (מזרחי)
1%	1	בנקים אחרים
10%	8	גופים פרטיים
100%	83	

מקור: רשות ניירות ערך

ו. ביצוע פעולות בניירות ערך (ברוקראג')

שנת 2003

מניות והמירים	איגרות חוב	נגזרים	
54%	63%	48%	חמש קבוצות בנקאיות בנקים אחרים אחרים
10%	15%	19%	
36%	22%	33%	
100%	100%	100%	

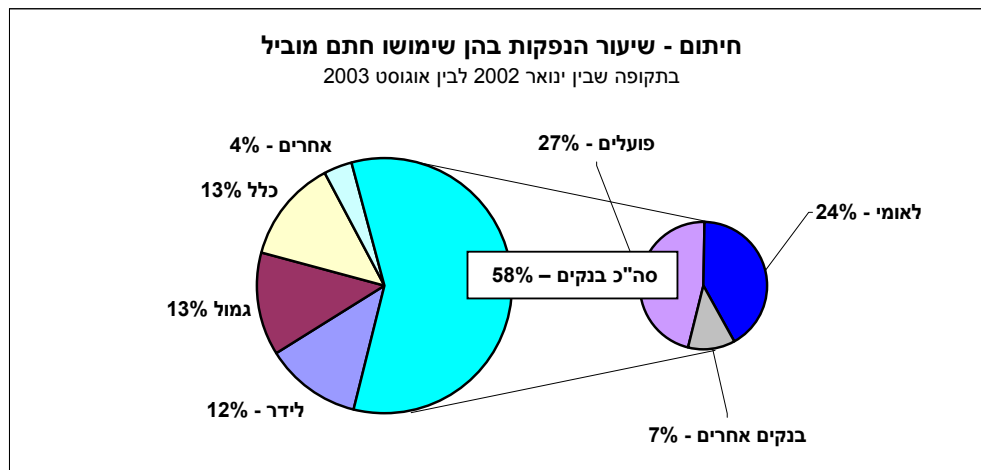
מקור: בורסה לניירות ערך בתל אביב

ז. תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור

2002		2003		
שיעור מהסה"כ	מיליארדי ש"ח	שיעור מהסה"כ	מיליארדי ש"ח	
9%	120	10%	135	חסכון לטווח ארוך
3%	47	4%	55	קופות גמל*
10%	134	10%	139	קרנות השתלמות*
6%	86	7%	97	קרנות פנסיה
28%	387	31%	426	ביטוח חיים
				סה"כ
26%	363	28%	395	בנקים מסחריים
8%	117	6%	87	פיקדונות
35%	480	35%	482	תוכניות חסכון
				סה"כ
3%	46	6%	83	ציבור במישרין
23%	321	29%	397	קרנות נאמנות
26%	367	35%	480	אחר
				סה"כ
89%	1,234	100%	1,388	סה"כ

מקור: אתר בנק ישראל ועיבוד אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון
* כ- 165 מיליארד ש"ח מנוהלים על ידי מערכת הבנקאות

ח. חיתום



מקור: רשות ניירות ערך ורשות הגבלים עסקיים

ט. התפלגות איגרות חוב סחירות במדינות נבחרות

אג"ח פרטיות מקומיות	אג"ח פרטיות זרות	אג"ח ממשלתיות	
חלק יחסי בשווי שוק - שנת 2003			
70%	1%	29%	דנמרק
63%	3%	34%	אוסטריה
46%	0%	54%	שוודיה
45%	55%	1%	נורבגיה
35%	45%	20%	אנגליה
29%	45%	26%	שוויץ
21%	0%	79%	ניו זילנד
18%	3%	79%	ארה"ב
9%	0%	91%	ישראל

מקור: עיבוד רשות ניירות ערך

!. הסטייה בין הריבית לבין העלות השולית של מתן אשראי בבנקים בישראל

משקי בית	לקוחות עסקיים	פועלים ולאומי חמשת הבנקים הבאים בגודלם
הסטייה היחסית של הריבית מעלותה השולית		
0.64	0.42	
0.54	0.38	

מקור : פרוש ורוטנברג, 2001

י"א. מיפוי הבעלויות בשוק ההון (מיפוי חלקי)

