

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של "פורום שווי הוגן" מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 09.11.2020

נושא המפגש: "פערי רגולציה בסקטור הפיננסי על רקע מבנה השליטה בחברות הביטוח".

חומר רקע למפגש: [לחומר הרקע – לחץ כאן](#)

רשימת הנוכחים בדיון המקוון: [לרשימת המשתתפים - לחץ כאן](#)

צוות מקצועי: מיכל ברק, ניב אלמוג, יואב אטיאס

שלומי שוב

בוקר טוב לכולם. אנחנו שמחים לפתוח את השנה העשירית של פורום שווי הוגן – קשה להאמין שהגענו לרגע הזה. אין ספק שהמעבר לזום מפחית את עומק הדיונים אבל זה מה שיש כרגע ואנחנו ממשיכים כרגע במתכונת המקוונת תוך שאנחנו מודעים לחסרונותיה.

אנחנו עוסקים הבוקר בנושא שהרבה זמן שקלנו אם לעסוק בו, והוא נושא מבנה השליטה בסקטור הפיננסי בהתייחס לרגולציה בתחום, וזאת לאור שני אירועים משמעותיים שהתרחשו לאחרונה בהיבטים של ממשל תאגידי בשתי חברות ביטוח גדולות – כלל ביטוח ומגדל. אחד מההיבטים הקשורים לכך הוא המבנה המוזר הזה של השליטה שקיים בחברות הביטוח הגדולות (לא כולל ביטוח ישיר ולהבדיל מהבנקים) – לפיו חברת הביטוח נשלטת על ידי חברות אחזקה ציבוריות שמפעילות חברות אחרות פרטיות שעוסקות בתחומים שונים. זה נובע מהרצון של קבוצות הביטוח הגדולות להיכנס לפעילויות נוספות (כגון בתי השקעות), שאינן מותרות על פי תקנות ההשקעה של חברות הביטוח אך זה נראה מבנה מלאכותי שיוצר פוטנציאל לייצור בעיות של ממשל תאגידי. מספיק לחשוב למשל על אותו הדירקטור גם בחברה המבטחת וגם בחברת האחזקות.

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

סיבה נוספת להקמה של חברות החזקה הייתה להוציא פעילויות שכן מותרות למבטח אך הינן עתירות בדרישות הון או בנכסים לא מוחשיים כגון סוכנויות ביטוח וחברות מנהלות פנסיה וגמל כדי לשפר את יחס כושר הפירעון של חברות הביטוח. ייתכן שיש צורך לבצע השטחה של המבנה הזה, לאור ההתפתחויות והתמורות בפעילויות של תאגידי פיננסיים, אשר תדרוש מן הסתם גם התאמה של הרגולציה ואולי הרחבת הפעילויות המותרות של חברות הביטוח. מעבר לכך, המבנה הזה מעלה גם את השאלה היכן עובר הגבול בין רשות ניירות ערך למפקח הרלוונטי בהסדרת הממשל התאגידי של גופים מפקחים שהם גם חברות ציבוריות.

ניתן לומר באופן כללי, שכללי הממשל התאגידי החלים על גופים מוסדיים (לרבות חברות ביטוח, אך לא רק – גם גופים כגון אלטשולר המהווה גוף מוסדי בפיקוחה של רשות שוק ההון) הם מחמירים ומקיפים בהרבה מאשר אלו החלים על חברות ציבוריות. בין היתר, הממונה על שוק ההון נדרש לאשר באופן פרסונלי את נושאי המשרה הבכירה והדירקטורים; בנוסף, קיימות מגבלות על כהונה צולבת; דרישות כשירות מחמירות יותר; דרישות לגבי מבנה הדירקטוריון בהיבט של דירקטורים בלתי תלויים והפרופורציה שלהם ביחס לכלל הדירקטורים; דרישות למספר מסוים של ישיבות דירקטוריון לכל הפחות – והיד עוד נטויה. דרישות אלו אינן מאפיינות, ואולי אף אינן ישימות או שאינן נדרשות, לגבי חברות ציבוריות "רגילות".

אחד מהמקרים המעניינים ביותר שראוי להזכיר הוא המקרה של "מבטח בלא שולט" שהוא המקרה החדש יחסית של כלל ביטוח. לגבי ישות כאמור, החוק ביקש לעמוד על כמה מגבלות עקרוניות – מגבלות שנועדו להפחית את יכולת השפעה של גופים מוסדיים אחרים, השתלטות של ההנהלה או הדירקטוריון על הגוף המוסדי. כך, גופים מוסדיים אחרים לא רשאים להציע בהם מועמדים; ישנן מגבלות על מינוי דירקטורים מקרב בעלי מניות המחזיקים בהיתר החזקה (אחד); ישנה המלצה על דירקטורים בידי ועדה בלתי תלויה; והדירקטוריון עצמו לא יכול למנות דירקטורים ואף מוגבל ביכולת ההצעה שלהם. עקרונות אלו אינם קיימים בחברה ציבורית רגילה.

אנחנו יודעים גם שרשות ניירות ערך הובילה שנים את הטיפול בממשל תאגידי תקין, החל מיישום הרפורמות בעקבות דו"ח ועדת גושן, מדיניות תגמול, שאלון ממשל תאגידי ולאחרונה – ביצוע התאמות בכללי הממשל התגידיים ביחס לחברות ללא גרעין שליטה. אולם, גם בעבר כאשר התעוררו סוגיות של ממשל תאגידי לא תקין בתאגידיים בנקאיים ציבוריים הנושא הוסדר על ידי הנגיד ולא על ידי רשות ניירות ערך.

כאמור, הנושא הזה גם מתקשר לנושא הרחב יותר של מבנה הרגולציה הפיננסית בישראל וחלוקת הסמכויות בין שלושת הרגולטורים: רשות שוק ההון, רשות ני"ע והמפקח על הבנקים. זהו נושא רחב

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ומשמעותי ואין ספק שדורש דיון מעמיק שהגיע הזמן לעשות אותו. זה בא לידי ביטוי למשל במצב הנוכחי בו הרגולציה המשתנה בין גופים שנותנים אשראי בישראל – בנקים, חברות כרטיסי אשראי, גופים מוסדיים וגופים חוץ בנקאיים – לא תמיד בצורה קונסיסטנטית לאופי המוצר וארביטרוז' רגולטורי כזה יכול ליצור עיוותים בהקצאת המשאבים האופטימלית במשק. ועוד לא התחלנו לדבר על ההתפתחויות הטכנולוגיות של מתן אשראי כגון הלוואות P2P, אפליקציות דיגיטליות וכדומה. השאלה העקרונית היא עד כמה הרגולציה נקבעת לפי זהות המפקח יותר מאשר מהות הגוף או המוצר.

זאת סוגיה לא פשוטה כי זה ברור לי שיש כאן גם אלמנטים של התמחות מצד אחד (למשל בהקשר של יציבות הבנקים) ורצון אולי להפריד בין יציבות לבין תחרות, אבל עדיין חשוב למצוא את שיווי המשקל הנכון במיוחד לאור ההתפתחויות שהיו בשנים האחרונות בנוגע להפחתת גרעיני השליטה, הפרדת חברות כרטיסי האשראי מהבנקים וכניסת חברות הביטוח לתחום של מתן האשראי. הרבה פעמים ההפרדה הזו בין יציבות לבין תחרות, או בין השקעה ארוכת טווח לבין השקעה קצרת טווח יכולה להיות מלאכותית ואנחנו מכירים שכדי למנוע את הבעיה של חוסר שיתוף פעולה בין רגולטורים או את בעיית הראיה הכלל מערכתית, קיימות מדינות שמיישמות מודל לפיו רשות אחת בלבד מפקחת על כלל שוק הכספים.

הנושא מעניין גם מזווית חשבונאית. לאור מבנה הפיקוח, הבנקים בישראל וגם חברות כרטיסי האשראי מתבדלים מחברות המימון החוץ בנקאי – וזה מביא לשינויים בדיווחים: כלומר אין יכולת אמיתית להשוות היום למשל תוצאות של חברת כרטיסי אשראי לתוצאות של חברת מימון חוץ בנקאית.

בגדול החשבונאות של הבנקים לא צריכה להיות שונה – אני יודע שאני אומר את זה הרבה אבל ישראל נמצאת בחברה מאד בעייתית של מדינות עולם שלישי שבהן יש הפרדה כזאת. זה יוצר סיטואציות מוזרות ביותר עם חברות ההחזקה הציבוריות כמו פיבי בעלת השליטה בבינלאומי או יצוא בעלת השליטה בבנק ירושלים – שעורכות את דוחותיהן הכספיים בהתאם להוראות הפיקוח על הבנקים מאחר והנכס העיקרי שלהן הוא בנק.

לדעתי הנושא החשבונאי היחיד שמצדיק הפרדה לאור הייחודיות שטמונה בו הוא ביטוח – ולכן יש לכך תקן חשבונאות בינלאומי נפרד שקובע את ההגדרה של חוזה ביטוח, אשר מבדלת את הטיפול החשבונאי משאר המכשירים הפיננסיים.

לא מדובר רק בחלוקת סמכויות תיאורטית אלא גם בחלוקה המעשית. כך למשל אם מסתכלים על מבנה סמכויות הפיקוח על הדוחות הכספיים בין שלושת הרגולטורים הרי שהוא אינו טריוויאלי – ראינו את זה בזמנו כאשר רשות ני"ע התערבה בטיפול של בנק הפועלים בהפרשה לרשויות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

האמריקאיות אבל זה אירוע נדיר. גם קרב הסמכויות בין הרגולטורים בעניין הפיקוח על יישום IFRS 17 בחברות הביטוח הוא מעניין.

אין ספק שהולך להיות לנו היום דיון מעניין. אנחנו מארחים היום גם את משה ברקת – ראש רשות שוק ההון וגם את ענת גואטה יושבת ראש רשות ני"ע ויש לנו כאן נציגות נכבדת מאד של כל השחקנים הרלבנטיים שנשמח לשמוע אותם ככל שיתיר לנו הזמן. אני מתנצל מראש שלא נוכל לתת לכולם לדבר.

אמיר ברנע

השאלה העיקרית היא האם לאור הניסיון שנצבר בעשור האחרון כולל משבר 2008 ולאור כל הידוע היום על מערכת היחסים בין הרגולטורים לבין החברות והדירקטורים, האם מתכונת הרגולציה הקיימת של הסקטור הפיננסי בישראל דורשת רפורמה? זו השאלה. האם נדרשת רפורמה לאור קווי אפיון של המערכת בארץ כולל הפיצול הרגולטורי ששלומי הזכיר אותו, מבנה הבעלות באמצעות חברות החזקה ששלומי הזכיר אותם הממשק בין הרגולטור והדירקטוריונים ופעילות בעלי שליטה. האם רגולטור אחד יכול למלא את כל הפונקציות האלו כולל הסתירה המובנית בין יציבות לבין תחרות וצרכנות.

אלו שאלות שמתעוררות בארץ ומתעוררות בעולם וישנם פתרונות בעולם לשאלות אלו ולכן אני שואל את השאלה גם את משה וגם את ענת. אתם צברתם ניסיון בעבודה שלכם ברשויות הרגולטוריות, איך אתם רואים את הצורך ברפורמה במבנה הפיקוח על הסקטור הפיננסי? האם קיים בפועל ארביטראז' רגולטורי? שלומי הזכיר אפשרות כזו. שלומי הזכיר שבחברות החזקה העברת פעילות מחברת ביטוח לחברת החזקה יוצרת רווח מכיוון שהפיקוח אינו אחיד ויש לו השלכות על עלויות, כלומר לכאורה קיים ארביטראז'. שאלה נוספת האם הבנקים מיוחדים מהבחינה הזאת לעומת הגופים האחרים שפועלים בשוק ההון? לכן אני שואל את השאלה הזו עוד פעם ומקווה שבסופו של הדיון הזה נרגיש יותר ביטחון, האם מערכת הפיקוח שפועלת בארץ שעברה משברים לא קטנים והסקטור הפיננסי התמודד בהצלחה יחסית במשברים שבעולם כשמערכות פיקוח אחרות לא עמדו בהם. אני מתייחס לבנקים וגופים אחרים too big to fail כמו למשל חברות ביטוח גדולות בארה"ב, ב-2008. זאת אומרת, האם עצם ההצלחה של הסקטור הפיננסי לעבור בהצלחה את המשברים האלו מוכיחה שהמערכת בארץ היא סבירה? או להיפך שיש פה אינדיקציות לבעיות במערכת הרגולטורית שכדאי לתקן אותן עכשיו כדי למנוע את המשבר הבא.

משה ברקת

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

האמת שאני לא יודע למה בדיוק להתייחס כי העלאתם נושאים כאלה שמספיקים ליותר מיום אחד של דיונים, היריעה היא מאוד רחבה. קודם כל מבחינת הנושא הזה ששמתם אותו על השולחן של רפורמת הפיקוח וכו'. כל פעם שיש איזושהי בעיה קטנה ישר אפשר לרוץ ולהגיד בואו נעשה שינוי במערכת, אם זה בנושא של שינוי שיטת בחירות או בנושאים כאלה. אני חושב שאנחנו ראינו את ה-FSA מתפרקת. אני חושב שכל מי שמנהל מבין שלפעמים בתוך החטיבות שלו יש מנהל חטיבה אחד שלא מדבר עם מנהל חטיבה אחר, אז אם יש חטיבה אחת שמטפלת בביטוח וחטיבה אחת שמטפלת בבנקאות זה לא אומר בהכרח שהם מדברים ביניהם. למזג אפשר, אפשר לקחת את משרד התקשורת ומשרד האנרגיה ולהגיד זה נמצא בתשתיות, למה אנחנו צריכים כמה משרדים, נשים משרד אחד. אפשר למזג גם את משרד הבריאות ומשרד האוצר היום בקורונה ולקרוא לזה משרד האינטרס הציבורי או משרד הקורונה. אתם מבינים לאן אני הולך. אני חושב שיש איזושהו ערך למומחיות והתמחות ומטריות מסוימות שהן שונות אחת מהשנייה. זה לא שאנשי ביטוח לא יכולים ללמוד בנקאות, הנה יש לנו בנק אחד גדול ששלושה בכירים בו כולל המנכ"ל באו מעולם הביטוח ויש לנו גם דוגמאות הפוכות שניח שי טלמון שבא מהבנקאות לביטוח. ללמוד זו לא הבעיה. העניין הוא שאם אנחנו מסתכלים על הפרמטרים החשובים ביותר, אז בואו קודם כל נודה בפרמטר הכי חשוב וזה הנושא של היציבות של המערכת הפיננסית. יש רגולטורים שאחראים על יציבות ויש רגולטורים שלא אחראים בצורה כזו קרדינלית על יציבות וצריך להבין את הדבר הזה ובסופו של דבר, כאשר אתה אחראי לנפילה של גוף פיננסי האחריות היא שלך ולא של אף אחד אחר ובאים אלייך בטענות. ואז צריך להבין, מי שאחראי על יציבות - מוכרים לי שניים גדולים שאחראים על יציבות - רשות ני"ע אחראית על יציבות בעולמות של קרנות הנאמנות וכך הלאה, אבל כמובן שהאימפקט של זה הוא לא על המערכת הפיננסית כמו שקיים בעולמות של בנקאות וביטוח.

ואז אנחנו שואלים את עצמנו, אוקיי בואו נסתכל איך אנחנו עושים פיקוח על יציבות. יש כיום שני מודלים ומבנים שונים לחלוטין של בנקאות וביטוח, האם אפשר לעשות את זה ביחד? כן אפשר. כמה זמן זה ייקח? מה העלויות של זה? ומה התועלות? ומה בסופו של דבר התוצאה שנקבל? זה גם שאלות שאנחנו צריכים לשאול את עצמנו.

הוקמה ועדה ליציבות פיננסית, אז קודם כל בואו ניתן לה לרוץ להתגבש ולראות איך היא פועלת ואיך היא מתאמת והיא מתאמת פה היום לא רק את בנק ישראל והפיקוח על שוק ההון - רשות שוק ההון, אלא נמצאים בה גם רשות ני"ע והאוצר ובנק ישראל לא רק בפיקוח על הבנקים אלא מערכת התשלומים וכך הלאה, ואני חושב שהגוף הזה צריך להוכיח את עצמו. אנחנו נפגשים ומדברים על מיפוי סיכונים, מדברים על הבעיות הכואבות בעולמות של הסיכונים. אני חושב זה כלי פנטסטי שהתחברנו אליו לא ברמה הפוליטית, זה שרגולטורים מדברים ביניהם לבין עצמם זה ברור. כאשר

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אנחנו שואלים שאלה לגבי מבנה המערכת בואו נשאל את זה מרמה תיאורטית מוצקה ואחר כך נבדוק את זה אמפירית ובואו נעשה את העבודה הזו כמו שצריך ולא כל פעם כמו איזשהם רעיונות עד הוק.

אני פעם חושב כך ופעם חושב אחרת וזה תלוי במודל ובוודאי שצרכנות, גילוי ויציבות הם לפעמים מטרות שמתנגשות אחת בשנייה וצריך לאזן ואז אפשר לעשות בכלל שכל הצרכנות כולל הפיננסית תהיה בכלל מחוץ למפקחים. יכול להיות שיש בזה היגיון רב, אבל אז באים אחרים שמכירים קצת את המערכת ואומרים אבל בעיות צרכנות מייצרות בעיות יציבות והיציבות משפיעה על צרכנות וכך הלאה ויש יחסי גומלין אז אי אפשר שזה יהיה מנותק. אז אני אומר לכם שהמטוטלת הזו פעם הולכת לפה ופעם הולכת לשם ואני לא יכול לתת התייחסות חד משמעית לדבר הזה. אני חושב שאנחנו צריכים, אם אנחנו רוצים לעסוק בזה, לעשות עבודה יותר עמוקה.

עכשיו אני רוצה לעבור לפן הזה שאני הבנתי שהוא המרכזי בדיון של היום - של חברות עם שליטה וללא שליטה ובעיקר חברות ללא שולטת. אז קודם כל צריך להבין שאת הבעיה הזאת בעולמות האקדמיים היו מגדירים כבעיה של mechanism design. זה מקום שממנו אני בא מבחינת עולמות המחקר וכך הלאה, המודלים המתמטיים והכלכליים של mechanism design. מה שאנחנו רואים בעולם הפיקוח על עולמות הביטוח בהשוואה לבנקאות, אנחנו רואים mechanism design שגוי, אנחנו רואים את זה בצורה הכי פשוטה. לקחו את חוק מראני של הבנקאות, ניסו להלביש אותו על עולם הביטוח בלי לקחת בחשבון שהמבנה הוא שונה לחלוטין. אם היו חושבים על זה עד הסוף ואומרים בואו נעשה quick fix - אז הוא היה מאוד פשוט. בואו נמזג רעיונית את חברת ההחזקות עם חברת הביטוח ונגיד שיש לנו פה גוף אחד ואז פתרתי את כל הבעיה - יש לי מודל זהה לחלוטין עם הבנקים - הגוף המפוקח הוא גם הגוף הציבורי ונגמר העניין. אפשר היה לעשות את זה, הצענו את הדבר הזה בתחילת הדרך, אבל מה לעשות שבדרך לא רק הכלכלה מדברת, לפעמים זה משפטים וחקיקה וכך הלאה וכנראה שהייתה בעיה למשרד המשפטים ולעוד גורמים לעכל את הדבר הזה בצורה הזאת.

עברנו לאפשרות השנייה הכי טובה בעיניים שלנו. האפשרות השנייה הכי טובה אמרה בעצם שאנחנו עוזבים את חברת ההחזקות לעשות מה שהיא חושבת לנכון למעט דבר אחד - חברת ההחזקות מוגדרת בחוק הפיקוח על הביטוח כמבטח וצריך להבין את זה. לצורך הנושא של ההיתר, לצורך כל ההיבטים שנוגעים לשליטה, חברת ההחזקות מוגדרת כמבטח ונמצאת תחת הפיקוח שלנו ולא תחת פיקוח של מישהו אחר באספקט הזה. בוודאי שחברת החזקות ציבורית נמצאת תחת הכללים והפיקוח של רשות ני"ע באספקטים של חוק ני"ע, אבל באספקטים שנוגעים לשליטה ולהתנהלות של חברת ביטוח, זה נמצא תחת הפיקוח שלנו. ואז אמרנו נעזוב וניתן לעסק הזה מעל חברת הביטוח להתנהל בצורה

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

חופשית לגמרי, בדרגות חופש מלאות אנחנו לא מעורבים שם. ואז לגבי חברת הביטוח אמרנו שמה אנחנו צריכים לחשוב בהינתן המבנה מה אנחנו עושים שם. ניסינו להיצמד ככל האפשר לתכליות של חקיקת מראני ומה שקורה בבנקים, כי אני לא חושב שהמודלים צריכים להיות שונים.

מה שאמרנו הוא שאם יש וועדה כזו אז בואו לא נעשה צחוק, המטרה של הוועדה בסופו של דבר הייתה כזו שהיא משרתת אינטרס ציבורי בנושא מינוי הדירקטורים כאשר מי שבוחר בסופו של דבר את הדירקטורים זה גם כן בעלי המניות. רק שאצלנו בעלי המניות זה לא בעלי המניות בחברת הביטוח כי בעלי המניות בחברת הביטוח יש רק אחד כזה - זה חברת ההחזקות. למעשה, יש משפטנים שיאמרו שבעצם חברת כלל היא לא תאגיד ללא שליטה, היא תאגיד שיש לו שולט ברור, חברת ההחזקות. אבל כמובן שזה לא תכלית החוק, ואנחנו חייבים להסתכל על שרשור והתוצאה הזו היא תוצאה טכנית של חוסר ההתאמה של החוק למצב הקיים במציאות, למבנה ההחזקות הזה. ואז אנחנו הולכים לתכלית החקיקה ואומרים שאם יש וועדה כזו אז היא צריכה להיות הרבה יותר משמעותית בהשפעה שלה. לכן אמרנו שהוועדה הזו בסופו של דבר רוב הדירקטורים המכהנים צריכים להיות מומלצי וועדה. כי אם אנחנו לא מגיעים לתוצאה הזו אז אנחנו מגיעים לוועדה שלא משפיעה בעצם על ההתנהלות וההכוונה של החברה, הם יבחרו אמנם על ידי בעלי המניות בסופו של דבר, על ידי חברת ההחזקות, אבל מי שיציע וימליץ זו תהיה הוועדה. פה אני נותן כוח לוועדה מעבר למה שנתנו בבנקאות, אבל אני חושב שמראית תפקיד הוועדה אנחנו חייבים לקיים את זה.

דבר נוסף שהלכנו עוד איזשהו צעד קדימה, אמרנו שהוועדה תמליץ על יו"ר. אנחנו חושבים שיו"ר זה תפקיד קרדינלי, אנחנו רואים את זה פעם אחר פעם.

אמיר ברנע

יו"ר חברת ההחזקות אתה מתכוון?

משה ברקת

לא, יו"ר חברת הביטוח. בחברת ההחזקות אנחנו לא נוגעים, אנחנו מדברים על חברת הביטוח.

אמיר ברנע

אם הבנתי במתכונת שאתה מציע אתה מאחד את מתכונת הפיקוח על חברות הביטוח עם המערכת הבנקאית כלומר עם שיטת הפיקוח של המפקח על הבנקים. אתה רוצה בעצם לקבץ את חברת ההחזקות מחברת הביטוח כחברה הומוגנית מבחינת הניהול?

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

משה ברקת

לא. אמרתי שהפתרון הראשון היה לעשות מיזוג רעיוני, הפתרון הזה לא צלח ולא קיבל דחיפה של המערכת הרחבה יותר. אני חושב שהוא נכון, אבל כרגע זה לא הפתרון שיישמנו אז אנחנו שמים את הפתרון הזה בצד. אני חושב שהפתרון הזה היה פותר הרבה בעיות והיה משווה את עולמות הביטוח לעולמות הבנקאות. אז שמנו את זה בצד מסיבות משפטיות, חוקיות, מה שלא נקרא לזה, כי אז גם הפיקוח על חברת ההחזקות היה צריך להיות של המפקח על הביטוח בכל מקרה, כי ברגע שאנחנו ממיזגים רעיונית המשמעות של המיזוג הרעיוני הזה היה גם הדבר הזה.

הלכנו למה שקיים היום והגישה שלקחנו הייתה כזו שחברת ההחזקות יש לה חופש מלא, אבל חברת ההחזקות היא זו שממנה היא לא זו שמתערבת במינוי של חברת הביטוח. מי שמנהל את חברת הביטוח זה דירקטוריון חברת הביטוח. עכשיו בהקשר של הוועדה, הוועדה צריכה להשפיע על עולם הביטוח על דירקטוריון הביטוח. מרבית הדירקטורים המכהנים יהיו מומלצי וועדה, זה תנאי אחד. התנאי השני, נוגע ליו"ר, שהיו"ר יהיה מומלץ של הוועדה. הוועדה תמליץ על היו"ר אבל בעלי המניות יכולים להחליט מכיוון שהיו"ר צריך קודם להיבחר כדירקטור והיא ממליצה על יו"ר, אבל בסופו של דבר מי שבוחר יו"ר בחקיקה הישראלית זה הדירקטוריון. אז מה שקורה זה שקודם כל מביאים את ההצעה לבעלי המניות, אם בעלי המניות לא רוצים את אותו דירקטור שהומלץ ליו"ר כיו"ר הם יכולים לעשות דבר פשוט, בכלל לפסול אותו מכהונה בדירקטוריון ולא להצביע לו. אם הם לא מצביעים לבחירה שלו בוודאי הוא לא יכול להיות יו"ר ואז הם "הצביעו ברגליים" ואמרו לא, זה לא יהיה יו"ר, אנחנו רוצים להחליט על יו"ר אחר. קודם כל יש פה גושפנקא של בעלי המניות להמלצה זו. אבל אם בעלי המניות כן בחרו אותו כדירקטור זה למעשה אישור של בעלי המניות שהם מקבלים את המלצת הוועדה.

עכשיו אנחנו מגיעים לשולחן הדירקטוריון. שולחן הדירקטוריון לא יתנהל כמו מועדון חברים וכל מה שהמליצה הוועדה וכל מה שהחליטו בעלי המניות לא רלוונטי, והם יחליטו שהם בוחרים יו"ר את זה שהם הכי מסמפתיים, סתם אני כמובן מקצין את הדברים בעניין הזה. זה לא מועדון חברים, הדירקטוריון יכול להחליט על יו"ר אחר מזה שהומלץ על ידי הוועדה ואושר כמו שאמרתי על ידי ההצבעה הזו של בעלי המניות, אבל הוא צריך הנמקות מאוד טובות לעניין הזה וזה המנגנון ששמנו. זה בהקשר להשפעה של חברות ללא גרעין שליטה בעולם הביטוח.

אבל לנו יש נגיעה הרבה יותר רחבה לעולם הזה וזה דרך ההשקעות של המוסדיים שהם משקיעים בחברות ללא גרעין שליטה. נכנסנו שם גם לעניין הזה, אם זה שראיתם את ההתייחסות שלנו הראשונית לבחינת הדברים במקרה של שופרסל, היינו מעורבים במקרה של ישרכארט ונהיה מעורבים

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

גם במקרים אחרים. אנחנו רוצים להבין את התפקיד של הגופים המוסדיים בתהליך הזה. אנחנו מגיעים למצב כמו בשופרסל למשל שאנחנו מבינים, אנחנו לא יודעים אם זה נכון או לא נכון, שיכול להיות שבסופו של דבר ההשפעה על זהות היו"ר הייתה השפעה מאוד דרמטית על ידי מנכ"ל. אם קיים דבר כזה כשיש לנו חוק שמפריד את תפקידי היו"ר והמנכ"ל וכך הלאה, אז כנראה שיש איזושהי בעיה. אנחנו רק רצינו להבין מדוע בעצם מה שקרה בשופרסל זה שב-2016 באה החברה ובחרה דירקטורים ויו"ר דירקטוריון נבחר בסופו של דבר מהדירקטורים האלו באסיפה הכללית וכאן אף אחד לא דרש כינוס אסיפה כללית. רצינו רק להבין את הדבר הזה ונקבל את הנתונים ונעבד אותם. נתנו הרבה זמן לגופים המוסדיים להשיב, לחשוב, לכתוב את הטיועונים. אנחנו נבדוק את זה, שום דבר לא בוער לנו. הנקודה שלנו זה לאו דווקא שופרסל אלא נקודה הרבה יותר עקרונית. אותו הדבר גם בישראל, צריך להבין שיש פה עניין גדול שאנחנו דיברנו עליו גם בעבר והוא איך המוסדיים באים ומצביעים? מי עושה את ההצבעה? איזה גוף מקבל את החלטות ההצבעה? על מה הוא מסתמך כאשר הוא מקבל את החלטות ההצבעה? זה נושא שאני לא אחזור עליו, נכנסנו אליו, זה נושא שחייבים להסדיר אותו וחייבים להבין את הדבר הזה שזה חלק מתהליך ההצבעה. לכן כל הנושא הזה של תיאום מוסדיים בהצבעות וכולי, מכיוון שזה חלק מתהליך ההשקעה, זה דבר שצריך לאפשר כל עוד הוא לא עובר את הגבול. עובר את הגבול זה אומר שמישהו ללא היתר שליטה או ללא הגדרת שליטה הופך להיות בעל השליטה, זה כבר מעמד אחר. אבל אם לא מגיעים למצב הזה, אם התיאום הוא כזה שבא להגן על ההשקעה, אז זה דבר טבעי שהוא חלק מההשקעה.

היום יש את הטרנד שהוא כבר לא טרנד חדש, כל הנושא של ESG. יש לנו את G ב-ESG שאומר ממשלה. בואו נעשה מודל יותר רחב ESGSP ה-S השני הוא אסטרטגיה - אני משקיע בחברות רק עם אסטרטגיה שאני חושב שהיא נכונה. ה-P זה רווחיות - אני משקיע בחברות רק עם רווחיות נאותה. תגידו ממתי ממשלתי מנותק מעולמות ההשקעה? ממתי ממשלתי מקבל איזשהו פילר נפרד משלו? אני באמת חושב שאנחנו צריכים להבין את זה שקודם כל חלק מאחריות המוסדיים בנוגע להתנהלות של החברות וזה חלק שהם צריכים להטמיע בהשקעה שלהם וכאשר הם מגינים על ההשקעה הם צריכים להביא את זה בחשבון. מהצד השני, הגופים המוסדיים לא יכולים לנהל את המשק הישראלי ברמה שהנוסטרו ינהל את המשק, ואני אמרתי את זה בעבר בנושא חברות הייעוץ וכך הלאה. אני חושב שהאסימון לא נפל וצריכים להבין את זה. צריכים להבין שלא יכול להיות, יש פה ניגודי עניינים מהותיים שצריך להביא אותם בחשבון וצריך לתת את כוח ההצבעה של עמיתים לעמיתים ולהשאיר אותו שם, לא להעביר אותו לנוסטרו. מה שאנחנו רואים באירועים האחרונים זה דברים שהם קצת שונים ולכן אנחנו עם יד על הדופק ומנסים להתערב במקרים האלו ואנחנו נמשיך להתערב במקומות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שאנחנו חושבים שיש השפעה על הממשל התאגידי של החברות ואנחנו נעזוב את השוק לתפקד כלכלית, כאשר הוא מתפקד בצורה כלכלית חופשית וכל האורגנים ממלאים את התפקידים שלהם.

אנחנו צריכים לזכור שהכל בא לשרת פעילות כלכלית זה לא שהמבנים המשפטיים והמורכבים האחרים באים לשרת את עצמם. הכל בא לשרת פעילות כלכלית. המטרה שלנו, נניח בחברת כלל, זה שהחברה הזו תצליח ותיתן ערך לבעלי המניות ותיתן ערך למי שמבוטח בה ומי שחוסך דרך החברה הזו ושהיא תתנהל טוב יותר לטובת כל המחזיקים בעניין הזה, כשיש אחריות גדולה מאוד לרגולטור. העניין שלי זה לא מי יהיה דירקטור כזה או אחר ומה בדיוק יהיה ומי יבחר את הדירקטור. אם אנחנו מגיעים לתוצאה הכלכלית שהחברה הזאת משרתת את כל המחזיקים בצורה טובה יותר ויוצרת ערך זה האינטרס שאליו אני מכוון ולזה אני רוצה להגיע.

אמיר ברנע

האינטרס שלנו? מי זה אנחנו?

האם אתה מדבר כרשות ממשלתית? כרשות רגולטורית? אין פה איזה גישה פטרונית קצת? אתה לא מרגיש שהגישה הזו כאילו מכתובה כללים על מערכת שהיא מערכת קפיטליסטית שבנויה על יסודות קפיטליסטים שמתפקדת במשק חופשי?

משה ברקת

מה שאמרתי זה ההפך מפטרנליזם כי מה שאמרתי זה בסופו של דבר שברגע שאני מקדש את הכלכלה ואת זכויות בעלי המניות וכך הלאה זה בדיוק ההפך מפטרנליזם. אני אומר איך אני חושב פילוסופית מבחינת התפקיד שלי ורק התפקיד שלי, אני לא מחליף לא את שר אוצר ולא את שר משפטים ולא אחרים. אני מסתכל על ראיית התפקיד שלי וראיית התפקיד שלי מבחינת המשק זה לעשות מה שטוב לטובת המבוטחים ומה שמשרת את יציבות החברה ורק בעיניים האלה אני מסתכל. מה שאני אמרתי זה שהמבנים האלו בסופו של דבר צריכים לשרת פעילות כלכלית ואינטרסים כלכליים. אז אני לא יודע למה אמרת פטרנליזם כאשר אני הולך בדיוק לכיוון ההפוך.

ענת גואטה

אני אציג גישה מעט שונה, לדעתי שונה לגבי חלק מהנושאים. בחרתי להתייחס אליהם מזווית מבט קצת רחבה יותר ופחות ספציפית. אני רוצה לפתוח בנתון עובדתי שבעיני מבטא בצורה הכי טובה את המציאות שמולה אנחנו מתמודדים. אתם שלחתם רשימה של שאלות לפורום, אני אתייחס לחברות שהתייחסתם אליהם ברשימת הנושאים. אפשר לראות שנכון להיום, בדקתי אתמול בלילה, גם מגדל וגם כלל שתי חברות ביטוח מהגדולות בישראל נסחרות בתקופה האחרונה בדיסקאונט עמוק על ההון

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

העצמי שלהן כרגע כ-50% על ההון ובתקופות מסוימות אפילו פחות מכך. אם מסתכלים בהקבלה על הבנקים הגדולים, אפשר לראות שהבנקים הגדולים נסחרים בשיעור של בין 60% ל-70% על ההון שלהם בספרים ואם נסתכל על יתר חברות הביטוח שלא נמצאות כרגע בעין הסערה אז שווי השוק שלהן הוא כבין 70% ל-80% משווי הספרים שלהם. זה נתון שבעיני מסכם את המציאות במידה רבה.

קודם כל האירועים שקורים בכלל ובמגדל הם אירועים ששונים באופיים וגם מבנה השליטה הוא כמובן שונה, אבל בעיניי השאלה החשובה היא, מה הסיכוי שבעלי המניות בחברות הביטוח שנמצאות בעין הסערה יצליחו לשקם את ערך ההחזקה שלהם כתוצאה משימוש בכוח ההשפעה שיש להם בממשל התאגידי בחברות האלו. כמו שאתם יודעים, בכלל ביטוח היה ניסיון כזה מתישהו מזמן, והניסיון הזה נחסם ובעלי המניות בסוף משכללים בשווי ההחזקה שלהם בנוסף ליתר הסיכונים גם את הדבר שאנחנו קוראים חוסר וודאות רגולטוריות וגם את הכשלון שלהם הקיים או הפוטנציאלי להשפיע על ניהול החברה דרך הממשל התאגידי שלה. זו אחת הסיבות שבגללה המשקיעים קונים מניות ומשקיעים בהן בטווח הארוך. בעיניי כדי שחברות הביטוח יבטיחו את היציבות שלהן וגם את הנגישות שלהן למקורות הון, הנגישות הזו חייבת להיות זמינה וכלכלית והמצב הזה שנוצר בחברות שנסחרות בדיסקאונט כל כך עמוק לא מאפשר להם לגייס הון בתנאים כלכליים עבורים, זה פוגע גם בהן וגם בממשל התאגידי שלהן.

אני רוצה להתייחס לנושא שהעלאתם לגבי הארביטראז' הרגולטורי. אני לא כופרת בקיומו של ארביטראז' רגולטורי, אני טוענת שתופעת הארביטראז' הרגולטורי רק מחריפה לאורך העשור האחרון. כמו שאתם יודעים המבנה של הרגולציה בתחום הפיננסי בישראל מאז ומעולם הייתה במבנה פונקציונלי, זאת אומרת שעל הבנקאות מפקח בנק ישראל, על הביטוח והחיסכון ארוך הטווח היה בעבר אגף במשרד האוצר, רשות שוק ההון היום ושוק ההון היה בפיקוח של רשות ני"ע. למבנה הזה כמו לכל חלופה יש גם יתרונות וגם חסרונות, אבל זה די ברור שתנאי הכרחי להצלחה של המבנה הזה הוא שכל פעולה של כל אחד מהרגולטורים באזור הזה תהיה עם גבולות גזרה מאוד ברורים, תוך שאיפה של מינימום חפיפה בתחומי הפיקוח וגם להבטיח שמנגנוני התיאום בין הרגולטורים יהיו אפקטיביים כך שבכל מקום לפעילות של רגולטור אחד עשויה להיות השפעה ישירה או עקיפה על התחומים של הרגולטור האחר, הנושא הזה יהיה מוסדר ויעבוד בצורה תקינה.

רפורמת בכר בשנת 2005 הייתה האירוע הראשון שאתגר את המודל הזה והעביר בעצם חלק ניכר ממרכז הכובד בניהול כספי ציבור מהבנקים וחברות הביטוח לבתי ההשקעות שעיקר הפעילות שלהם בניהול כספי אחרים שהיו בזמנו קרנות נאמנות, ניהול תיקים וברוקאראז' פוקחה בזמנו על ידי רשות ני"ע ובכך למעשה פעילות הליבה שלהם שלעיתים מוכוונת מאותו מטה הפכה להיות מפוקחת בידי

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שני רגולטורים. בהמשך האירוע שיצר שיבוש נוסף ומהותי יותר במבנה הזה הייתה כניסה של מכשירי השקעה נזילים, פוליסות חיסכון וקופות גמל על ההשקעה שהמהות שלהם בכל היבט זהה למעשה לעולם קרנות הנאמנות שמפוקחות מסורתית על ידי רשות ני"ע ובכך למעשה נפתח ארביטראז' רגולטורי שבעיני מתבטא בשורה ארוכה של תחומים.

התחום הראשון זה רשתות ההפצה של מוצרי ההשקה. רשתות ההפצה במשק דה פאקטו נכון להיום הן כפולות, יש את רשתות ההפצה של סוכני הביטוח אל מול יועצי ההשקעות. שני סטנדרטים של פיקוח, שני סטנדרטים של מודל תגמול ושני סטנדרטים של אמות המידה בקוד ההתנהגות כלפי לקוחות. הפער השני הוא בפערי מיסוי ומערך תמריצים שונה להשקעה בנכסים תחליפים ואחרים כשמוצר אחד נהנה ממעבר חופשי בין מסלולים ויצרנים ובכך עלול לגרום לזה שהמוצר האחר שנחות לו נדון למעשה לכליה. הנושא השלישי הוא הפיקוח על ניהול החיסכון הציבורי. הכללים שחלים על גופים שמנהלים כספי ציבור בישראל ומיושמים הלכה למעשה על ידי שני רגולטורים שונים משפיעים על התמריץ להגיע לשוק ההון המקומי ויש רגולציה שונה בין השקעות בישראל לבין השקעות מחוץ לישראל ובכך למעשה נוצרת מציאות שבה עלות הרגולציה להשקעות בישראל גבוהה מעלות הרגולציה להשקעות בחו"ל ולכן להסטה משמעותית של זרמי ההשקעות של המוסדיים לשווקי זרים החל מישראל וכמובן שתופעת הביצה והתרנגולת גורמת למצב שהשוק המקומי סובל מחסרונות ומהיעדר עומק וסחירות וכולי ולתופעות שמזינות זו את זו.

הפער הנוסף שאני רוצה לדבר עליו הוא שקיים קושי בקידום של יוזמות שעשויות היו לקדם אמות מידה ראויות בהתנהלות מנהלי כספי ציבור. באופן הוליסטי למשל כל נושא ה-stewardship code שמאוד מקובל באירופה ומאומץ באופן וולנטרי גם בארה"ב. רשות ני"ע ניסתה לקדם את הנושא הזה, אני חושבת שראוי לקדם אותו כדי לפתור הרבה מאוד נושאים שבחלקם עלו בדיון זה.

אני אגיד את דעתי באופן גלוי, ברור, ישיר וכנה, אני חושבת שאחרי 3 שנים בתפקיד, בינואר אני משלימה 3 שנים בתפקיד, ואחרי היסטוריה ארוכה מאוד של קודמי בתפקיד שכשהייתי מחוץ לרשויות הסתכלתי עליהן ולא הבנתי על מה המתח ועל מה המחלוקות. אני חושבת שכל הנושא של שיתוף הפעולה בין הרשויות מצריך חשיבה מחדש ומצריך בנייה של מנגנוני תיאום ושיתוף פעולה שיהיו מוסדרים בחוק כדי לוודא שהם מתבצעים לטובת השוק ולטובת הצרכנים בשוק. אני חושבת שאזורי חיכוך בתחומי פיקוח כה רבים בסוף מייצרים מאזן כוחות שהוא לא מאוזן ולא יעיל במיוחד.

הנושא השלישי שאני רוצה להתייחס אליו ואליו התייחס גם חברי משה ברקת, הוא מבנה החזקות הכפול בחברות הביטוח והנושא של חברות ללא שליטה בענף הביטוח ומחוצה לו. כפי שהקדים אותי משה, באמת המבנה הזה הוא כפול מסיבות היסטוריות. התכלית ההיסטורית שהייתה לקיומן של

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

חברות החזקה שאוחזות בשליטה בחברות ביטוח היה כדי שהם יהיו אכסניה להחזקות רבות ומגוונות אבל בפועל נכון להיום מדובר בחברות שמחזיקות בחברת ביטוח כנכס עיקרי ולכן בעיניי אין תכלית למבנה הכפול הזה בוודאי שלא בראיית בעלי המניות ואני לגמרי מסכימה שהמבנה הזה הוא מבנה שצריך לחשוב איך מייעלים אותו. כי בבנקים החברה הציבורית היא הבנק עצמו, לפעמים גם חברת ההחזקות נסחרת אבל בהקשר של חברות הביטוח המבנה הזה כנראה מייצר בעיקר עלות עודפת שהיא לא כלכלית בראיית בעלי מניות החברה והיא מייצרת מורכבויות רגולטוריות וגם ממשל תאגידי מסובך.

נכון להיום המבנה הוא כזה שחברות הביטוח הן חברות פרטיות וחברות החזקה של חברות הביטוח הן חברות ציבוריות, אגב בדיוק כמו חברות ציבוריות אחרות בכל סקטור אחר שנסחר בבורסה, כמו למשל אנרגיה, תקשורת, חשמל וכולי. לכל ענף כזה יש את הרגולטור הנוסף שלו מעבר לרשות ני"ע. חברות החזקה של חברות הביטוח שנסחרות בבורסה כפופות לפיקוח של רשות ני"ע בכל ההיבטים שקשורים להגנה ואינטרסים של משקיעים. ואם יש פיקוח נוסף כמו שקיים בתקשורת, בביטוח ובבנקים, המשקיעים צריכים להכיר את כללי המשחק בסקטור כי בסוף יש לזה השפעה על שווי ההשקעה שלהם ועל הבחירה אם להשקיע או לא. כך למשל, המקרה של חברות החזקה בביטוח הוא לא המקרה היחיד שבו יש רגולטור נוסף לצד רשות ני"ע. זאת אומרת שאנחנו מורגלים מזה תקופה מאוד ארוכה בעבודה מול חברות ציבוריות שיש בהן רגולטור נוסף ושם העיקרון של שמירה על אינטרסים של משקיעים צריך להשתקף בעיקר בגילוי לטובת משקיעים, למשל בתהליכים שהרגולציה משתנה או שמתקיימת חובה למכור נכסים או בשינוי כללי המשחק. כלומר, מצב שבו יש יותר מרגולטור אחד הוא בהחלט מערכת שיכולה להתקיים ולפעול בצורה טובה ועדיין לאפשר לנו, לרשות ני"ע להגן על טובת המשקיעים.

אני חושבת שפה בעולם של ביטוח האפקט שנגרם הוא שנוצרה סביבה משמעותית של אי ודאות עבור בעלי מניות מהציבור. בעלי המניות האלו מתמחרים את הסיכונים אבל מתקשים לפעול כדי לתקן את השווי של החברות ולכן תופעת הדיסקאונט העמוק נמשכת ולא מתוקנת. אין כרגע מנגנון שמאפשר את התיקון שלה. לטובת הדיון הזה אני רוצה להפריד בין האירוע במגדל שנמצא אצלנו בבחינה, לבין האירוע של כלל ביטוח. המקרה של כלל ביטוח זה מקרה קלאסי של חברה ללא בעל שליטה שבמהלך חייה עברה ממצב של שליטה לאי שליטה ובעצם החברה הזו נדרשת לגבש מחדש את מאזן הכוחות במשולש הזה של רגולטור, בעלי מניות ודירקטוריון. בזווית של המשקיעים בחברות כאלה ללא שליטה אני חושבת שצריך לדאוג שכללי הפעולה והעבודה של המשקיעים יהיו ברורים, שתהיה וודאות ובהירות. אני חושבת שהמצב כרגע רחוק מלהיות כזה. בסוף אני חושבת שזה החובה שלנו והאחריות שלנו כרגולטור לקבוע ולהסדיר את הכללים האלה.

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

המצב הכפול הזה של חברות החזקה וביטוח, הוא לא מחויב המציאות כפי שאמרתי הוא שארית היסטורית. אני חושבת שיש היגון רב בפעילות של בעלי מניות מהציבור לפעול לתיקון המבנים הכפולים האלו בכל מקום שאין להם הצדקה כלכלית ואם יש איזה שהיא מדיניות משפטית וכולי שאני לא מכירה אותה זה משהו שאנחנו צריכים להידרש לו ולפתור אותו.

בחברות ללא גרעין שליטה כפי שגם משה ציין – שופרסל ואחרים, היו מספר אירועים שנגעו להתנהלות הפנימית. מדובר במבנים חדשים שכרגע בעלי המניות המוסדיים ובעלי המניות מהציבור לומדים איך להתנהל בתוכם, גם הדירקטוריון לומד את סביבת הממשל התאגידי החדשה הזו. כרגע כפי שצוין גם קודם אנחנו נמצאים בעבודה מתקדמת עם משרד המשפטים כדי לקבוע את כללי המשחק בנושא חברות ללא גרעין שליטה. התפיסה שלנו היא שאין עדיפות בין חברות עם בעל שליטה לחברה בלי בעל שליטה, בכל אחת מהחברות יש את סוגי הבעיות הרלוונטיות לה ובכל אחת יש צורך להתמודד באופן מתאים. אפשר לראות שבארה"ב ובאנגליה למשל החברות הגדולות ביותר בסקטור הפיננסיים הן חברות ללא שליטה ולכן אני חושבת שלא צריך לחשוש מחברות ללא שליטה גם בחברות שקיים בהן פיקוח יציבותי. בסוף השאלה של האם יהיו כאן יותר חברות ללא שליטה או לא היא שאלה שאנחנו לא נשאלים אותה לחלוטין, היא תהליך אבולוציוני שקורה בשוק והוא יקרה אם נרצה בו או לא. בסוף מדובר בהעדפות כלכליות של משקיעים ובעלי שליטה.

אני חושבת שיכולת השליטה של בעלי המניות על התנהלות חברה, במיוחד חברה ללא בעל שליטה ועל מצבים של תת שווי שלא ניתן לתיקון היא קריטית בתמחור של המניות ובמקום שבו יכולת ההשפעה הזו נפגעת, מנגנון התיקון הזה פשוט לא עובד. אין דרך לייצר את ההיזון החוזר הבריא הזה ששווקים יודעים להפעיל בצורה חכמה. לכן אני חושבת שלצד ההתערבות של הרגולטור, כשהדבר הזה נדרש, תמיד צריך להשאיר מקום לפעולה של בעלי מניות. בסוף בעלי המניות הם אלו שהשקיעו את ההון הפרטי שלהם בחברה ולא ניתן להחליף את כוח ההשפעה החיובית שלהם שיכולה להיות על החברה ועל הממשל התאגידי בהיבטים מאוד מאוד חיוביים כשכמובן תפקיד הרגולטור ברקע זה תמיד לקבוע גבולות גזרה וכללי התנהגות ברורים. גם בנושא הזה חשוב לי לומר שבישראל, העולם הזה של כללי התנהגות לניהול כספי ציבור הוא מאוד מאוד לא מפותח. בחלוף עשורים של שנות רגולציה הצלחנו לייצר כאן צבר רב מאוד, הררים של הוראות וכללים שמאוד קשה לחלץ מהם את כוכב הצפון של מי שמנהל כספי אחרים. אני חושבת שיש מקום נרחב לפתח את העולם הזה של כללי התנהגות טובה למנהלי כספי אחרים בישראל, שיטפלו בשאלות פשוטות כמו למשל איך מציעים דירקטורים? מה הפורמט הנכון להצעה של דירקטורים? איך מנהלים פוטנציאל לניגוד עניינים? איך מטפחים שומרי סף? איך משתתפים בהנפקות ללא חתם? איך מטפלים בדירוג פנימי לעומת דירוג חיצוני? המון נושאים שנמצאים בתפר, הרבה מאוד הוראות וכללים לגביהם, אבל כוכב הצפון החד והברור לא בהיר

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לשוק ואני חושבת שאנחנו צריכים לפעול כדי לייצר כללים כאלו כי בסופו של דבר הכללים האלה פועלים לטובת השוק והבריאות שלו. אנחנו מצידנו ברשות מנהלים תהליך כדי לקדם כללים כאלה אבל כמובן שבלי עבודה משותפת ובלי הרגולטורים הכלליים הם יהיו אות מתה.

אני חושבת שהדאגה לנושא של יציבות הניהולית ואולי גם הפיננסית בחברות ביטוח ללא שליטה היא דאגה שכבודה במקומה מונח אבל בעיני הדאגה הגדולה ביותר או הגדולה יותר שצריכה להטריד אותנו זה מה שאנחנו קוראים תופעת הריכוזיות שמתפתחת בשוק הפנסיה ובשוק ניהול הכסף הציבורי. אני חושבת שבמקום לדבר על הבעיה הזו אנחנו מתעסקים בשאלה איך הרגולטור צריך לנהל? איך הוא צריך להסדיר את הפרסונות בממשל התאגידי? מה גבולות הגזרה בין הרשויות? שאגב אני חייבת לומר שהשאלה הזו עולה בעוצמה הרבה יותר נמוכה מול רגולטורים אחרים שאנחנו פועלים לצידם ומה בעצם צריכה להיות חלוקת הסמכויות, אני חושבת שזו הסטה של הדיון למקום שהוא הטפל ולא העיקר. לא בטוח שצריך לזעזע את המבנים האלו בגלל בעיית ריכוזיות ככל שהיא קיימת בענף אם לדעתנו היא קיימת. אם כספי ציבור לא מנוהלים כמו שצריך אז פגיעה בזכות הקניינית של בעלי המניות היא לא הפתרון, גם הרתעה של בעלי המניות היא לא פתרון. צריך לזכור שבסוף חברות הביטוח כשהן רוצות לגייס הון כדי להשלים הון עצמי או כדי ליצר כריות ביטחון הן מגיעות לשוק ההון וחברות שנסחרות במחצית מההון העצמי שלהן פשוט מוגבלות ביכולת הגיוס שלהן ולכן אני חושבת שדרך ההתערבות היא משהו שצריך לשקול אותו בכובד ראש וגם לקחת בחשבון את מחיר ההתערבות מבחינת המשקיעים וגם את יכולת השיקום של החברה אחרי תהליך ההתערבות מהסוג הזה.

אמיר ברנע

בפתח הדברים שלך דיברת על התמחור של מניות חברות הביטוח והבנקים ואפשר היה להבין מדברייך, כך אני הבנתי, שאת רואה דווקא בתמחור הנמוך של השוק אינדיקציה לפעולה רגולטורית לא תקינה מול הגופים האלה. אחרת אני לא יכול להבין למה הבאת את זה כדוגמא, כי התייחסת לענפים האלו ולא לענפים אחרים כמו נדל"ן מניב או ענפים אחרים שגם שם נסחרות חברות מתחת להון העצמי המאזני. האם זה המסר?

האם את חושבת שביטוח ובנקים, בתור גופים שבהם נושא ביציבות השלכות רוחביות, ובכל הספרות המקצועית מדובר שהפיקוח עליהם שונה מהפיקוח על חברות ציבוריות אחרות בגלל ההבלטה של ההשלכות הרוחביות של היציבות והניזולותי מה שלא קיים בחברות אחרות, איך את רואה את ההבחנה הזו בפעולה של רשות ני"ע? אני לא הצלחתי להבין עד הסוף.

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ענת גואטה

מה שאני אומרת זה שבכל הענפים האחרים אין מניעה לבעלי המניות להשפיע באמצעות כוחם על תיקון הממשל התאגידי בחברות שהם משקיעים בהן. בענף הפיננסיים בדגש על הביטוח כרגע נוצרה חוסר בהירות. אני חושבת שהניסיונות של בעלי המניות להשפיע על הממשל התאגידי ולתקן את תת השווי דרך ההשפעה שלהם על הממשל התאגידי מכיוון שהיא כרגע לא ברורה, לא וודאית, בחלק מהמקרים גם נחסמה. אני חושבת שהדבר הזה מייצר מצב של תת שווי שקשה יהי לתקן אותו באמצעי שוק, זה מה שאני טוענת. בכל ענף אחר, גם בענף הנדל"ן, זה בסדר גמור שחברה שנסחרת בדיסקאונט הרי בסופו של דבר שווי הספרים הוא לא קדוש ואנחנו מבינים את היעילות של מנגנוני התמחור בשוק בהקשר הזה. אבל אני חושבת שבדיוק כאן התפקיד של בעלי המניות הוא לעשות שימוש בכוח שלהן, שוב בצורה מוסדרת.

אמיר ברנע

המפקח מונע את זה מהם? האם מערכת הרגולציה מונעת מבעלי המניות לפעול בצורה אופטימלית?

ענת גואטה

אני חושבת שבמקומות שבהם קיימת התערבות רגולטורית בפעולה של בעלי המניות זה ללא ספק מרתיע. בואו לא נשכח איפה אנחנו חיים, אנחנו חיים במדינת ישראל, הגופים המוסדיים רק בשנים האחרונות הפכו להיות יותר מעורבים בממשל התאגידי. אם היית מדבר על הנושא הזה לפני עשור, אז כנראה שהדיון הזה לא היה מתקיים בכלל. ושוב צריך לזכור מאיפה הגענו. אני חושבת שהעיקרון הזה של מעורבות של בעלי מניות מיעוט בממשל תאגידי של חברות ציבוריות הוא עיקרון עתיק יומין. אני רוצה להזכיר את זכות קודמי, העיקרון הזה הוטבע לפני כעשור והתגבש בשוק עקב בצד אגודל לצד הגידול בכוחם של משקיעים מוסדיים וזה בסדר גמור ולא צריך להיבהל מזה. אני חושבת שהעיקרון הזה בסופו של דבר הנחיל מסורת של בעלות אקטיבית להבדיל מבעלות פסיבית על ניירות ערך שבסופו של דבר, אני חושבת שמה ברקת לא יחלוק עליי, שהיא פוגעת בעמיתים שבשנים האחרונות מתחילה ללבב ולנצנץ ויש פעילות מבורכת במעורבות ממשל תאגידי של חברות ציבוריות בישראל. ברגע שאנחנו מנהלים תהליך שבו אנחנו עושים סוג של חקירה אז ברור שבעלי המניות המוסדיים יהססו בפעם הבאה לפני שהם שוקלים לעשות את זה. זה די ברור לכולנו וכולנו אנשים מבוגרים ומנוסים שהמערכת של שוק ההון היא לא מערכת של בית מרקחת והניסיון שלנו לייצר תהליכים סטרייליים ותהליכים היגייניים יש לה מחיר וזו הטענה שלי.

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

משה ברקת

כדאי להסתכל על מה עשתה מניית מגדל בתקופה האחרונה מאז שפעלנו וצריך לזכור שבמגדל לא מדובר בבעל מניות מיעוט אלא בעל השליטה ולכן לא ממש הבנתי אם אני צריך לתת לבעל המניות העיקרי.

ענת גואטה

אני לא התייחסתי למגדל בכוונה, אני ציינתי שהנושא הזה נמצא בבחינה, למגדל אני לא מתייחסת לחלוטין. אני דיברתי על התופעה של חברות ללא שליטה בהקשר של חברות ביטוח.

משה ברקת

אבל הדיסקאונט הגדול שצוין הוא במגדל גם.

ענת גואטה

גם בכלל, בסדר נכון. ציינתי את זה לאינדיקציה.

אבי בן בסט

המניע הנקודתי לדיון הזה הוא חברות ההחזקה בביטוח, אבל אני כמו בן אתמקד בשאלה היותר גדולה שאמיר ניסח אותה בהרחבה - מבנה הפיקוח הרצוי. אנחנו כל הזמן מזכירים את הסוגייה של הארביטראז' הפיקוחי והיא בוודאי אחת הבעיות היותר גדולות. רק אציין משפט אחד לטובת כולם, כשאנחנו אומרים ארביטראז' פיקוחי, אנחנו מתכוונים לפעולות דומות שמפוקחות בדרך שונה. אני רוצה להדגיש שיש גם בעיות נוספות. הרי אנחנו נמצאים גם במצב שאותו מוסד מפוקח לעיתים על ידי יותר ממפקח אחד ואז עולות בעיות נוספות למשל מיקוד האחריות - למי יש את האחריות אם חלילה מתעוררת בעיה? או בעיה אפילו עוד יותר גדולה, הראייה הכוללת של המוסד המפוקח, כך שבעצם מבנה הפיקוח הנוכחי מעורר יותר מאשר בעיה אחת ולא רק אצלנו. כדאי לזכור שהסוגייה הזו התחילה להעסיק את העולם כבר באמצע שנות ה-80, אני אתייחס לזה בסוף דברי, ומאז נעשו שינויים דרמטיים מאוד במערכות הפיקוח בעולם.

בישראל יש לנו ארבעה גופים, התייחסנו עד עכשיו לשלושה גופים - לפיקוח על הבנקים, רשות ני"ע, רשות שוק ההון. בנוסף אליהם קיימת גם רשות התחרות. היא אמנם מפקחת על כל סוגיות התחרות במשק ובכלל זה על התחרות בשוק הפיננסי, כך שאנחנו מדברים על מערכת בה יש ארבעה רגולטורים. בדרך כלל אנו מתייחסים יותר לרגולציה, אבל יש הבדלים עצומים גם בפיקוח. הבעיה היא לא רק

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ברגולציה, השאלה אם יש לך את הסמכות, את הכוח, את המשאבים לפקח כראוי ולהשתמש ברגולציה שניתנה לך.

חלק מהבעיות האלו קצת צומצמו בעקבות ועדת בכר, כי ועדת בכר הוציאה את קופות הגמל וקרנות הנאמנות מהבנקים, זה הפחית את מספר המפקחים שנכסים למערכת. אבל מאז כמו שענת ציינה חלו עוד שינויים שפתחו את הבעיה מחדש ובעיקר כניסת שחקנים חדשים לשוק האשראי.

ב-2007 פרסמתי מחקר שבו ניסיתי לאפיין את התופעה הזו עד כמה שאפשר גם בצורה כמותית, כלומר לבדוק באיזה מידה יש שונות בסמכויות הרגולציה והפיקוח בין המפקחים השונים במגרש. דירגתי אותם בסולם של 1 עד 5. לא אלאה אתכם בזה. נמצא שיש שונות מאוד גדולה בסמכויות גם הרגולטוריות וגם הפיקוחיות שבין המפקחים השונים, אפילו הייתי אומר פערים עצומים. חלק גדול מהפערים הללו נבעו מכך שלרשות שוק ההון, אז אגף שוק ההון במשרד האוצר, היו הרבה פחות סמכויות ומשאבים ממה שניתנו לרשויות אחרות. הרשות הזאת לשמחתי הרבה קיבלה סוף סוף עצמאות ב-2016. היה צריך לעשות זאת מזמן וטוב שכך. תוך כדי מהלך העצמאות הגדילו גם את סמכויותיה ובמידה מסוימת את משאביה.

אבל לצערי הרב בחישובים מחודשים שערכתי ממש לאחרונה על בסיס הנתונים האחרונים שיש משנת 2017, אני מוכרח להגיד שנכון שהפערים הצטמצמו אך עדיין יש פערים גדולים מאוד, השונות היא מאוד גדולה. אם מישהו יסתכל על המדד הכללי של ההשוואה הוא יגיד תראה זו לא שונות כל כך גדולה אבל זה מטעה ויש במערכת שלנו דברים אפילו עוד יותר מוזרים. זה לא רק שהשונות היא יותר גדולה, בכל סעיף וסעיף יכולה להיות שונות בכיוון הפוך מאשר בסעיף אחר. אתן לכם דוגמא מאוד בולטת, לבנק ישראל יש את העצמאות הניהולית הגדולה ביותר, מיד אתייחס מה זו עצמאות ניהולית. לעומת זאת, דווקא בפרמטרים של אכיפה, יש לו ציון יחסית מאוד נמוך בהשוואה לרשות ני"ע. אז מי שמסתכל על התמונה הכוללת אולי לא רואה שונות מאוד גדולה, אם אתה מסתכל על פרט פרט אתה רואה שונות מאוד גדולה. אני אתמצת את הפערים המרכזיים.

בואו ניקח לדוגמא את העצמאות הניהולית. מה זה אומר עצמאות ניהולית? מי ממנה את המפקח, האם יש לו או אין לו תקופת כהונה קצובה, למי כפוף המפקח, השייכות הארגונית של העובדים ולא פחות חשוב מכל אלה מקורות המימון - האם הם עצמאיים או מישהו אחר מכתוב לך אותם. כשאנחנו מסתכלים על זה עדיין דרגת העצמאות של המפקח על הבנקים היא כמעט כפולה מזו של רשות שוק ההון ורשות התחרות. זה בלתי סביר וזה בעיקר מתייחס למקורות המימון שאליהם אתייחס בהמשך. סמכויות אכיפה, יש סמכויות אכיפה סטנדרטיות שלכולם יש, למשל הצורך בדיווחים תקופתיים, החובה לתת מסמכים ומידע כנדרש וכולי. אבל יש שלוש סמכויות שבהן יש פערים מאוד גדולים-

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אחד, זה היכולת להיכנס למשרד של מפוקח לחיפוש ותפיסת מסמכים, השנייה חקירה והשלישית מעצרים. אז תראו, סמכויות כאלו יש כיום גם לרשות שוק ההון. כשהיו אגף במשרד האוצר לא הייתה להם סמכות כזו. לרשות התחרות סמכות זו היא בעוצמה הגדולה ביותר, אני לא אתייחס למגבלות שיש בתחום הזה. אם אנחנו מסתכלים על חקירה אז בעצם יש רק לרשות ני"ע ולרשות התחרות. יכולה להיות כזו למפקח על הבנקים אבל משום מה הוא לא משתמש בה.

מישהו יכול להגיד, תשמע אלו סמכויות מאוד חריפות שפוגעות בחופש הפרט, אז אולי לא צריך לתת אותן. אני אומר בסדר, בואו נשקול את זה. אבל מבחן אחד לכולם - או לכולם או לאף אחד. מה ההבדל בין מי שמפקח על קרן נאמנות לבין מי שמפקח על קופת גמל או קופת פנסיה? מה ההבדל בין בנק לקופת פנסיה? האם היציבות של הבנק חשובה לנו יותר מאשר יציבותה של קופת הפנסיה? זה לא סביר. אם יש סמכויות כאלה הן צריכות להינתן לכולם כדי שהם יהיו אפקטיביים גם בפיקוח ולא רק ברגולציה.

לגבי העונשים יש שונות הרבה יותר קטנה אבל שם הבעיה היא אחרת, המימוש של הסמכות הזו הוא שולי. דוח וועדת כבל, אותו דוח שנערך על ידי המומחים שהיו ליד הוועדה מצא לדוגמה שבשבע השנים האחרונות העיצומים והקנסות הכספיים על הבנקים היו 1 מיליון ש"ח, היו כנראה כמה בעיות שחייבו עיצומים יותר משמעותיים.

הנקודה הבאה שבה הפערים עוד יותר גדולים ופוגעים מאוד באפקטיביות של הפיקוח, זה ההבדלים המשמעותיים במשאבים שניתנו לכל מפקח בהשוואה למגרש שעליו הוא צריך לפקח. אחד, עלות העבודה בפיקוח על הבנקים וברשות ני"ע היא 54% יותר גבוהה מאשר ברשות שוק ההון וברשות התחרות, למה? הם עושים את אותה העבודה, אנחנו רוצים שיוכלו להשיג את העובדים הכי טובים. אלו פערים מאוד דרמטיים. אם תלכו לתקציב תקבלו פערים הרבה יותר גדולים, בין התקציב בכללותו של רשות ני"ע והפיקוח על הבנקים לעומת רשות שוק ההון ורשות התחרות. הדבר היותר חשוב, יהיה מי שיגיד תשמע גודל המגרש שצריכים לפקח עליו הוא לא אותו גודל, אז גם בזה טיפול. מאוד קשה לייחס את גודל המגרש לכל אחד, הכי טוב אם היה לנו את התוצר המפוקח, אבל אין לנו בלשכה המרכזית לסטטיסטיקה תוצר מפוקח ברמת הפירוט הנדרשת, אז לקחתי את הפרמטר הכי קרוב לתוצר - מספר העובדים המפוקחים. זה הכי קרוב לתוצר, מה עוד שבתחום הפיננסי אני חושב שההבדלים בהון לעובד בין ענפים שונים הם ממש שוליים, זה פחות או יותר אותו הדבר. כלומר להציב במכנה את העובדים המפוקחים זה פחות או יותר אותו הדבר. אתן לכם ישר את התוצאה הסופית, אם אתה עושה את החישוב של המשאבים, התקציב שניתן לכל אחת מהרשויות יחסית להיקף של הגורמים שהם צריכים לפקח עליהם אז ההבדל בין הפיקוח על הבנקים לרשות שוק ההון הוא פי

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שניים משאבים בהשוואה לכמות העבודה וברשות ני"ע פי ארבע משאבים ביחס להיקף הפעילות המפוקחת. אלו דברים שלדעתי, כן אפשר להשתמש פה במילה- בלתי נסבלים.

השונות הגדולה הזאת הייתה קיימת לא רק בישראל אלא גם בעולם הרחב, ובעולם הרחב, בהרבה מאוד מדינות, שינו את מבנה הפיקוח בדיוק כתוצאה משלושת הבעיות שדיברתי עליהם – הארביטראז', מיקוד האחריות והראייה הכוללת של המוסד המפוקח. אתן לכם תמצית על השינויים שחלו מ-1999 עד 2014. מדינות באיחוד מלא גדלו מ-10 ל-24 מדינות. לאיחוד היברידי, חלקי, (איחוד של 2 רשויות) עברו מ-17 ל-22. ולמערכת של "שתי הפסגות" עברו מ-1 ל-4. המגמה הכוללת היא חד משמעית איחוד רשויות הפיקוח במידה מלאה או חלקית, או צמצום של מספר רשויות הפיקוח.

עכשיו במילים ספרות מה לדעתי צריך לעשות בישראל. בצדק קודמי הזכירו את הרעיון של התמחות. זה לא סיפור פשוט להחליט מה המבנה הרצוי. מצד אחד יש יתרונות להתמחות ומצד שני יש יתרונות לראייה כוללת של המוסד המפוקח ומיקוד האחריות. אני מציע פתרון שהוא קצת שונה מאיחוד מלא, כדי לממש את שני היתרונות. אני מציע ליצור איחוד פדרלי של רשויות הפיקוח. שלושת רשויות הפיקוח יהיו מאוחדות למוסד אחד שיש לו יושב ראש. תהיה מועצה של 4 חברים שבראשה יעמוד יו"ר. לכל אחד מראשי המחלקות הללו תהיה סמכות הצבעה במועצה. לכל שלושת המפקחים- מנהל רשות שוק ההון, מנהל רשות ני"ע והמקפח על הבנקים יש קול. המחלוקות יפתרו בהצבעות כאשר כוחו היחסי של כל אחד זהה. בכל פעם שיהיו מחלוקות שקשורים לתחרות יצרפו גם את היו"ר של רשות התחרות למועצה.

דבר אחד מאוד מאוד קשה לי לקבל. שאין מנגנון תיאום מחייב בין הרשויות. הזכיר פה משה את ועדת היציבות, שבה באמת חברים כל הרגולטורים. רבותי, תסלחו לי על הביטוי, הועדה הזאת היא יותר כמו מועדון חברים שמחליפים בו דעות. אין מנגנון הכרעה. אנחנו יודעים שהיו מחלוקות ללא פתרון, כולל בתקופה האחרונה. אם נקח לדוגמא את הדרישה למיזוג של בנק איגוד ובנק מזרחי. ההכרעה נפלה בסופו של דבר בבית משפט. הועדה יכולה להיות גוף מתאם אבל חייב להיות לה מנגנון הכרעה. תתפלאו, אני עמדתי בראש ועדה שכל חבריה היו ארבעת הרגולטורים שציננתי, ב-1995, וזה בדיוק מה שהועדה הזאת המליצה- להקים מנגנון הכרעה מחייב למחלוקות רגולטוריות בין החברים. הגיע הזמן לעשות לפחות את זה, להישאר במצב הנוכחי לטעמי אי אפשר.

חדוה בר

עלו בדיון עד עתה הרבה נושאים שעלו ואני אתייחס רק לסוגיה של מבנה הפיקוח. אתחיל ואגיד שלפני שצוללים לכל הפרטים שעלו פה לשיחה אנחנו צריכים לשאול את עצמנו מה המטרה של מבנה הפיקוח בישראל? מה אנחנו רוצים לקדם? והאם אנחנו מצליחים לעשות את זה או שאנחנו צריכים לעשות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שינוי. ברור לי כמי שבאה מבנק ישראל שמטרה אחת של מבנה פיקוח אפקטיבי היא שמירה על יציבות פיננסית במשק כולו. אנחנו עכשיו במשבר פיננסי מאוד גדול, אף אחד לא הזכיר את זה, ובמובן רב המבחן של הרגולציה והיציבות הפיננסית נבחנים היום. אני חושבת שבסך הכל, ועוד לא גמרנו את המשבר, אנחנו רואים שהמערכת הפיננסית נותרה יציבה מאוד למרות חומרת המשבר ויתר על כן, מתוך עוצמתה היא גם תומכת בפעילות המשקית, בצורה של אספקת מקורות מימון לחברות ולמשקי הבית. כלומר, גם היום בשיא המשבר אנו רואים שאין קיצוב אשראי, והבנקים גם דחו החזרי אשראי בהיקפים חסרי תקדים. ברור שיש חברות רבות שמצבן מאוד קשה אבל עדיין אין במשק תופעה של קיצוב אשראי. אני חושבת שזאת נקודת זכות לכל המפקחים, שהובילו לכך שהמערכת הפיננסית הגיעה ערוכה למשבר. אני מכירה כמוזן הכי טוב את הבנקאות, והבנקאות במשבר הזה המשיכה להעמיד אשראי ו"לספק חמצן" לעסקים קטנים, גדולים ולמשקי הבית. לכן, אנחנו קודם כל צריכים לדבר על מה המטרות שלנו במבנה פיקוח אפקטיבי. כמוזן שמטרות נוספות של פיקוח על הגופים הפיננסיים צריכות להיות קידום תחרות והגנה על משקיעים וצרכנים.

הנקודה השנייה שאני רוצה לומר הוא שאין מודל פיקוח אחד שהוא טוב יותר מהשני. אם מסתכלים על העולם אנחנו רואים שאין אף מודל שהייתה אליו התכנסות בשנים האחרונות, וכי יש במדינות מערביות שונות מודלים שונים. גם מהסטטיסטיקה שפרופסור אבי בן בסט הציג, שגם בנק ישראל עקב אחריה במשך שנים ועדכן אותה רואים זאת בברור – יש מגוון מודלים לפיקוח על הגופים הפיננסיים ולא רואים מגמה ברורה בעולם של שינוי לעבר מודל מסוים. כן רואים, אגב, שאחרי המשבר של 2008 היה שינוי מאוד מהותי במבנה הפיקוח בהרבה מאוד מדינות. מדינות רבות ערכו שינוי כי המשבר היה משבר פיננסי והרבה מאוד מוסדות פשטו את הרגל, והבינו שיכול להיות שלרגולציה גם יש חלק בזה. אבל, אין כיוון או מגמה ברורים. לכל מבנה פיקוח יש יתרונות וחסרונות ואין אחד שהוא שלם.

יותר מזה- העלות של מעבר ממבנה פיקוח א' למבנה פיקוח ב' היא מאוד מאוד גדולה. אני ביקרתי עם צוות הפיקוח על הבנקים לפני כשנה וחצי באנגליה, מתוך מטרה להתעמק בסוגיה של מבנה הרגולציה. פגשתי את הרגולטורים האנגלים (הבנק המרכזי, הפיקוח על הבנקים בתוכו, ה-FCA), ודיברנו על המודלים החלופיים לפיקוח על המוסדות הפיננסיים. באנגליה הם היו ב-3 מודלים ב-20 שנים האחרונות: מודל מבוזר של מפקחים, מודל שאחד את כל המפקחים (ה-FSA) וכעת מודל דו ראשי. מתוך השיח איתם היה ברור שלכל אחד מהמודלים שהם יישמו יש יתרונות וחסרונות. אין אחד שהוא לגמרי עדיף על השני. גם זה צריך לזכור. כלומר יש עלות גבוהה למשק ממעבר בין מבנה פיקוח מסוג מסויים לאחר, והתועלות – אינן חד משמעיות. יש נושאים שמשתפרים, ואילו באחרים עלולה להיות פגיעה.

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בנוסף, כשדנים במבנה הפיקוח חשוב לקחת בחשבון גם את השיקולים הפוליטיים. אנחנו רוצים שלמפקחים על המוסדות הפיננסיים תהיה עצמאות. אבי בן בסט דיבר על העצמאות שחשוב שתהיה לרגולטורים, ואני מסכימה וחושבת שהיא קריטית. יש מודלים שבהם רגולטורים עלולים להיות תחת לחצים שהם לא דווקא מקצועיים, וזה מאוד מאוד מסוכן. זה יכול לפגוע במשק לאורך זמן.

אחרי שאמרתי את כל זה, שבעצם אין מודל פיקוח אחד שהוא עדיף ושיש עלות מאוד גדולה, אני כן חושבת, מהניסיון שלי בפיקוח על הבנקים בשנים האחרונות, שהשוק הפיננסי משתנה מאוד בשנים האחרונות וכן יש צורך לעשות חשיבה על מבנה הרגולציה או על שיפור התיאום הרגולטורי בין הרגולטורים השונים. בשנים האחרונות נוצרים שחקנים פיננסיים חדשים, חוץ בנקאים, יש שינויים טכנולוגיים שאנחנו רואים בעולם הפיננסי, שעשויים להתבטא בכניסה של ביג-טקס לתחומי הפיננסיים גם בישראל ובפעילות עניפה של פינטקס. במקביל, ישנם כמוזן הגופים המוסדיים שהפכו יותר ויותר דומים בפעילותם לבנקים לאורך השנים. זה יוצר חפיפה גם בפעילות וגם ברגולציה, שלא נאמר "ספגטי". שינויים אלה דורשים התייחסות, בין אם זה להסדיר את מערכות היחסים בין הרגולטורים השונים, כמו שענת גואטה ואבי בן בסט הציגו, או לחשוב על מבנה רגולציה אחר, אחרי ניתוח וחשיבה מעמיקים. אולם לא הייתי ממחרת לעשות את זה היום, אני לא חושבת שמבנה הרגולציה זו הבעיה הכי הכי אקוטית של מדינת ישראל כשאנחנו בתוך המשבר הכלכלי הגדול שנובע מהקורונה. להפך, אני חושב שבסך הכל יש תפקוד טוב של הגופים הפיננסיים ושל המפקחים עליהם וזאת זכות גדולה של משק. בהמשך, לאחר שנצא מהמשבר בהחלט יש מקום לחשוב על שיפור המצב הקיים לנוכח השינויים שאנחנו רואים בשוק הפיננסי כולו.

אהרון פוגל

אנחנו מדברים על מבנים, והרבה פעמים דנים יותר מדי במבנה ופחות מדי במהות. חלק גדול מהרגולציה הושפעה מנושאים אישיים. קרה איזה דבר כזה או אחר ב-IDB, ישר יש רגולציה שלמה שפוגעת כמו בחוק הריכוזיות, הפוגע באפשרות של חיסוי סיכונים של חברות גדולות ע"י יצירת חברות נכדות, ואני לא ארחיב את הדיבור. קרה משהו בשכר, עושים תיקון 20 או הגבלות בסקטור הפיננסי. מראש אני לא ממליץ אגב לאף אחד להיות חברה ציבורית היום, בין השאר בגלל זה. בעל שליטה לא יכול לקבוע מי המנכ"ל ומי היו"ר שלו, שזה החלטות הכי חשובות. אכיפה מנהלית זו גם סיבה לא להיות חברה ציבורית, אתה כמנהל לא בטוח שהעדר רשלנות, או כוונה, ימנע תשלום קנס אישי. כל מי שממלא תפקיד וחשוף, דירקטור, חבר הנהלה, למה לו לקחת סיכון? בשביל משכורת? עוד חודש בונוס? דרך אגב תחשבו על מנהל השקעות במוסדיים. הוא לוקח סיכון, אם הוא מצליח הוא מקבל עוד חודש בונוס, אם הוא נכשל- הוא לא יודע לנהל השקעות, דרך אגב, העתיד של החזרה לשגרה

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

והצמיחה במשק זה הקשר שלומדים בשיעור הראשון בכלכלה, בין חסכון להשקעה. אצלנו יש את כל המגבלות שמפריעות לחיסכון להגיע להשקעה ותוסיפו לזה את מה שקרוי, שלא בצדק, "דמי ניהול כפולים" שיוצרים הטיה לקנות סלים בחו"ל במקום לקנות קרנות עם מומחים בתחומים שונים. אני דרך אגב אומר שאם באה חברה חדשה להירשם בבורסה, אז אני מציע, לא כופה, לאנשי ההשקעות שלנו לעשות הערכה כלכלית ולהוריד 20% כי הניהול בה יהיה פחות טוב מאשר לפני זה. אם אתה לוקח הלוואה לא סחירה למדת באוניברסיטה שאתה צריך לשלם ריבית יותר גבוהה מאשר ריבית שהיית משלם אם היא הייתה סחירה, היום זה לא קורה. הרבה דברים נובעים מאירוע אישי ספציפי שיוצרים איזה רגולציה כללית כאילו כולם עבריינים. דרך אגב, הדבר הכי חמור שיש, עסקאות בעלי עניין, על זה צריך הכי להקפיד, עם הענישה הכי כבדה, צריך למצוא לזה מנגנונים.

לגבי חברות ההחזקה וחברות ביטוח. שוב קרה מקרה פרטי אחד או שניים ומזה פתאום עושים תיאוריות שלמות. אני מקבל את כל דבריו של משה עם תוספת בעניין הזה. אני מוכרח להגיד שיושב פה אמיר ואני היינו באותה חברה מדוברת, באותו דירקטוריון, חברת החזקות, חברת ביטוח, כולל דח"צים כולל הכל וזה עבד 100 מתוך 100 ללא שום בעיות. אין שום סיבה לדח"צים שונים בין החברות, זה יכול להיות אותו דירקטוריון. כמובן, רק אם יש בעלות של 100% ואם יש עסקת בעלי עניין שלא יכולה להיות מטופלת במסגרת הזאת צריך למצוא לה את הפתרון.

למה היום עוד נשארים עם חברת החזקות? זה מסיבה מאוד פשוטה. היום יש מגבלות על הגופים הפיננסיים, כמה הם יכולים להשקיע בנכס ריאלי, ואז אם נרצה 40% או 20% נעשה בחברת ביטוח ו-20% נוסיף בחברת החזקות. זה הדבר היחיד שמצדיק את זה.

שלומי שוב

זה מצב תקין מה שאתה מתאר?

אהרון פוגל

אני קודם כל מתאר את המצב. המגבלה של 20% היא עוד מפגע בדרך להתפתחות המשק. בריכוזיות צריך לטפל יותר בצורה ענפית מאשר בצורה בעלותית, אבל זה עוד נושא לפורום שווי הוגן. זה המצב הקיים, ברגע שיאפשרו לחברת ביטוח להשקיע יותר מ-20% בדברים פיננסיים או שגובלים לפעילות שלה, לא יהיה צורך בהחזקות וכשיש מגבלה של 20% על מה שקרוי ריאלי, לא נורא לחיות עם זה. לפחות יהיה חופש- אתה רוצה לקנות סוכנות ביטוח, אתה רוצה להכנס לאשראי מסוג מסוים דרך חברה מסוימת, שלא תהיה מגבלה, גם לא של 50%, ואז לא צריך את חברת החזקות. כמובן שאם הולכים למיזוג צריך לוודא שלא יהיה אירוע מס לא לכאן ולא לכאן, גם זה מחסום בנושא הזה.

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אני אגיד משהו שישמע אולי קיצוני- אני הייתי עושה ביטוח פיקדונות, בטח שקלי, בחינם לכל מי שמפקיד כסף בבנקאות וכולל גם חיסכון פנסיוני כזה או אחר או מילוי התחייבויות של חברות ביטוח. ביטוח ממשלתי. מה קורה חס וחלילה עם בנק לא יכול לעמוד בהתחייבויות שלו? מבחינה מאקרר-כלכלית לא קורה כלום, גם אם צריך לתת 100 מיליארד שקל לכבד את הפיקדונות לא קורה כלום, ירשמו גרעון יותר גדול. מה אתה אומר למפקיד? היה לך פיקדון והתחשבת בו כשקיבלת החלטות על צריכה וחסכון, מה שחשבת ששלך, נשאר שלך, חוץ מזה לא קרה שום דבר. כמובן אתה לוקח את המניות ושטרי ההון והאגרות חוב אם יש כאלה, כל מה שהוא לא פיקדונות. למה אני אומר את זה? כי ברגולציה שאתה עושה צריך לשקול את התועלת מול הנזק בהפרעה בפעילות שגורמת לזה שהחיסכון לא יוכל לממן השקעות.

יש גם משהו מאוד מאוד בעייתי, אנשים טובים לא רוצים לעבור תהליך של ועדות. במיוחד כשיש להם עוד תפקיד בחברה אחרת.

אמיר ברנע

סטנלי פישר הוכיח אחרת.

אהרון פוגל

אתה בדיוק מחזק את מה שאמרתי קודם - היוצא מן הכלל שמעיד על הכלל. צריך לשקול איך מגבלות השכר ותיקון השכר פוגע באיכות הניהול. איכות הניהול מבחינתי זה גם היכולת של מנהלך לקחת סיכונים ולנהל אותם, יותר מאשר רק לשמור על עצמו ולהיות מכוסה אם אתה מנכ"ל ואם אתה דירקטור.

ערן וולף

אני רוצה לתאר זה זווית קצת יותר צרה ממה שאתם דיברתם. אני אתעסק כמובן בתחום שלנו- אשראי צרכני חוץ מבנקאי. מה שאני חושב, ואני מעריך שאני לא היחיד, שחברות חוץ בנקאות נועדו לאתגר את הבנקים להציע ללקוחות תהליכים מהירים ונוחים לתת תשובות לנישות שהבנקים לא מצליחים לענות על צרכי הלקוחות בהן. בשנים האחרונות היו התפתחויות מרחיקות לכת בתחום הזה, קרו דברים דרמטיים בעיקר בתחום החקיקה. אני מבין שחלק ניכר מהחוקים החדשים שחוקקו היו תחת הכותרת "קידום התחרות".

אני רוצה לתאר את מצב הפתיחה של חברת אשראי חוץ בנקאי כמו שלנו, ואנחנו חברה יחסית גדולה עם מותג מוכר. לחברה קטנה, מה שאני אומר נכון אפילו יותר.

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לחברה חוץ בנקאית יש חוסר מהותי במידע לעומת הבנקים. הלקוחות לא מתנהלים אצלה בשוטף. יש חסרון דרמטי באפשרויות והעלות של גיוס ההון. אין "רצפת מכירה", סניפים, כמו לבנקים ואין בסיס לקוחות גדול. העובדה שאין בסיס לקוחות גדול ואין רצפת מכירה (ואגב גם בחברת ביטוח ישיר זה המצב) מחייבים לעשות הרבה שיווק ופרסום שצריך כמובן לבצע אותו באופן מאד יעיל.

אני רוצה לתאר לכם את העולם העיקרי של האשראי החוץ בנקאי- הלוואות לכל מטרה. אמנם אנחנו כיום בעיקר בהלוואות רכב אבל הלוואות לכל מטרה (שאינן מגובות בטוחה) זה הנושא המרכזי בעולם האשראי הצרכני. השילוב בין רמת הסיכון המאוד גבוהה בענף הזה, ואנחנו יודעים שבישראל יש חוקי פשיטות רגל מאוד מקלים, כל טעות סטטיסטית עלולה לעלות בהלוואה למלווה. השילוב בין רמת הסיכון הגבוה בענף הזה וכל הגורמים שציינתי, בעיקר העדר המידע, מובילים חברה כמו מימון ישיר לדחות 80% מהאנשים שמבקשים בקשה לאשראי לכל מטרה. תחשבו, אתם אנשי עסקים, איך אפשר להצדיק מודל כלכלי שבו על כל מיליון שקל שמשקיעים בפרסום 800 אלף שקל "נזרקים לפח" על לקוחות שנדחים? הדרך היחידה להתמודד עם מצב כזה, היא דרך תהליכי דיגיטציה, מוצרים ותהליכים מאוד יעילים, מודלי אשראי מתוחכמים וכמו שאתם יודעים פרסום יעיל. נכון, יש עכשיו בנושא של מידע תהליך משמעותי, הכניסה של מגר נתוני האשראי, של אבל זה רק יצמצם את פערי המידע.

אני מרגיש כשחקן בשוק, שאני צריך רגולטור שיגן עלי, שייתן לי את האפשרות המקלה בתהליכים של דיגיטציה, ואגב אנחנו בהחלט בקשר עם הרגולטור ואני מאמין שהוא רואה בנו גורם שעוזר לתחרות. ממש לא בא מחשבון דברים שקורים כרגע בשוק, שיש כל מיני תהליכי זיהוי דיגיטליים שבהם הבנקים מועדפים עלינו מבחינה רגולטורית. אם אני צריך להוציא לקוח בתהליך דיגיטלי על מנת שיביא לי מסמך, והבנק לא נדרש לזה, אין לחברה חוץ בנקאית סיכוי.

התהליכים כמו הפרדת כרטיסי האשראי מהבנקים והכניסה של מאגר נתוני האשראי נועדו כדי לעודד את התחרות ולאתגר את הבנקים. כל החברות החוץ בנקאיות מתחילות את הריצה עם משקולת וצריך להסיר את המשקולת האלה. כרגע יש אווירה של הכבדת המשקולות ואני יודע שהמפקח שלנו מטפל בזה. אני רק רציתי להעיר את הזווית הזאת כי זה ברמה הפרקטית יוצר בעיית תחרות רצינית בשוק.

שמוליק האוזר

אני רוצה להתייחס לעניין של מבנה הפיקוח והארביטראז' הרגולטורי. נקודה ראשונה, צריך לקחת בחשבון שקונספציית הפיקוח היא שונה לחלוטין, בנק ישראל ורשות שוק ההון - בראש ובראשונה זה יציבות - רשות ניירות ערך - הגנה על המשקיע באמצעות גילוי נאות. זה לא אומר שאת רשות ניירות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ערך לא מעניין יציבות או שאת רשות שוק ההון ובנק ישראל לא מעניין הגנה על הצרכן אבל הדגשים הם שונים לחלוטין. צריך לקחת את זה בחשבון כשאנחנו מדברים על ארביטראז' רגולטורי.

הדבר השני הוא שהארביטראז' הרגולטורי בשנים האחרונות הועצם. נקח לדוגמה את חברת נאוי. נאוי עד לפני כמה שנים לא יכלה לפעול כי מבחינת בנק ישראל היא הייתה תאגיד בנקאי. לאחר מכן באו הלחצים ופתאום יש חברות אחרות כמו חברות נאוי שנותנות אשראי והן בעולם בכלל לא יציבותי, הן בעולם של נותן שירותים פיננסיים או בעולם של רשות ניירות ערך שמפקחים על הגילוי הנאות. אפרופו זה, אני רוצה להגיד לך אבי, זה לא סתם שיש יכולות אכיפה שונות. העובדה שרשות ניירות ערך היא לא מפקחת יציבותית, היא לא אומרת לחברה - "תעשה ככה ולא אחרת", בניגוד לרשות שוק ההון ובנק ישראל, תשאל פעם את משרד המשפטים למה הוא לא נותן יכולות אכיפה כמו שיש לרשות ניירות ערך, אתה לא יכול לתת לאותו גוף את היכולת להגיד לך איך לפעול וגם אתה נותן לו את כל סמכויות האכיפה.

אנחנו חשופים היום גם לדברים שאי אפשר לפעול נגדם, כמו מטבעות דיגיטליים, אתה מוגבל רק לשוק המקומי. אני רק מזכיר לכם את האופציות הבינריות ששם זה חריג שנתנו לו גם איזושהי אפשרות לפעול בשווקים אחרים. על רקע זה, אני חושב, שכשאנחנו מסתכלים על ההתפתחויות האלה, ניקח את הדוגמה שחזרה ציינה - הדוגמה הבריטית. שם עד שנת 2000 היו 3 רגולטורים, כמו בישראל. בשנת 2000 הם אמרו - אנחנו חייבים לעשות שינוי והם שינו את זה לרגולטור אחד. אחרי המשבר של 2008 הם אמרו - "לא טוב", והלכו לרגולציה דו-ראשית. אין מודל אחד שהוא מנצח, אבל אני חושב, בהתחשב בכל הדברים שנאמרו פה, שהרגולציה הדו-ראשית, שקיימת בבריטניה ובעוד כמה מקומות, אומרת שככל שמדובר ביציבות יש מפקח אחד וככל שמדובר בהגנה על הצרכן והמשקיע זה מפקח אחר. את זה צריך לארגן, יכול להיות שהגופים יהיו מפקוחים גם על ידי זה וגם על ידי זה אבל בתחומים שונים לחלוטין.

נקודה אחרונה, ועדת היציבות הפיננסית חשובה גם כן למבנה הזה. אתה צריך איזה מישהו שבסוף יכול לתת, במקרים מסוימים שלא מוצאים פתרון, מנגנון של החלטות. הדרך שבה בנו את זה, נותן מנגנון שהוא מאוד ברור לאיך מחליטים החלטות.

דליה טל

כמה הערות לדברים שנאמרו על ידי קודמיי:

לעניין סמכויות בנק ישראל, אני מפנה את אבי בן בסט לסעיף 5 ג' (1) לפקודת הבנקאות, 1941 המאפשר לבנק ישראל לקבלת תעודת שוטר (ובמקרה הזה יש בידיו סמכויות חיפוי).

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לעניין הפיקוח על חברות החזקה שמחזיקות בחברות ביטוח או בבנקים, חוקי הבנקאות וחוקי הביטוח עוסקים בפיקוח על חברת הביטוח וואו הבנק, שלא כמו בארה"ב לדוגמא, ואולם ניתן להתנות בהיתר השליטה הניתן לחברת החזקה ולמחזיק הסופי Ultimate owner את ההתניות שהפיקוח מבקש להטיל על חברת החזקה, כלומר המכשיר המשפטי הוא "היתר החזקה".

ולגופו של עניין - אני לא רואה שום דבר רע בזה שיש חברה ציבורית שמחזיקה חברה פרטית. לדעתי זה מבנה מאוד טוב, אני גם מאוד מתחברת למה שענת אמרה. אני חושבת שבגוף שאין בו בעלי שליטה צריך לתת מעמד לבעלי המניות, זה הכסף שלהם, אי אפשר להעביר את כל הסמכויות לוועדה. פעם אמר לי ולאבי יושב ראש רשות ניירות לשעבר על הוועדה שהמצאנו למינוי דירקטורים בבנקים בשנות ה-80 - "מה אתם עושים פה ועדה מסדרת?". אני חושבת שזה עבד יפה מאוד בבנקים, הוועדה הזאת הוכיחה את עצמה לאורך השנים, לפחות בבנק לאומי, אני חושבת שדירקטוריונים בבנק לאומי לדורותיהם היו נאותים. אבל, לדעתי, עבר זמנה. מחלות הילדות עברו, המערכת התבגרה, לדעתי זה ממש לא נכון, ובטח שלא להרחיב את סמכויות הוועדה הזאת ולהגיד שהיא תחליט על מרבית הדירקטורים. יש בעלי מניות, שבעלי מניות יגידו את דברם.

יש עוד תקלה מאוד גדולה של הפיקוח על הבנקים, שענת עוד לפני תפקידה כיושבת ראש רשות ניירות ערך עלתה על זה, ואנחנו דיברנו על זה רבות. הפיקוח על הבנקים הגביל כל מוסדי שממליץ דירקטור בבנק כאיש קשור. מה עשינו בזה? שאף מוסדי לא ממליץ על דירקטור בבנקאות. הוועדה היא בעצם מונופוליסטית, כל המועמדים שלה הם המועמדים היחידים שיש במערכת הבנקאות. אתם שואלים אותי אם זה ראוי? זה לא ראוי. בנק ישראל צריך רק לשנות הוראה אחת קטנה אצלו ולא לקבוע שהגוף המוסדי הוא איש קשור. אנחנו צרכים לתת אפשרות למוסדיים להציע את המועמדים שלהם.

אני רוצה להגיד לכם שבבנק לאומי, מניסיוני, היו דירקטורים מעולים שבמעולים שבאו מהמלצות של המוסדיים. אני אגיד כמה שמות שאתם מכירים אותם - פרופסור ידידיה שטרן לא היה המלצה של הוועדה. גברת ציפי סמט גם לא הייתה המלצה של הוועדה. הם כולם באו מגופים אחרים שהמליצו על אנשים ראויים מאוד מאוד להיות דירקטורים בבנק. למה אנחנו היום צרכים לנטרל את כל המוסדיים שלא יכולים להציע אף מועמד להיות בבנק. רק הוועדה היא זאת שמחליטה, ואני מסכימה עם אהרון פוגל שיש תקלה גדולה מאוד כי מרבית האנשים לא רוצים ללכת לוועדה הזאת. הפרוטוקולים לא חשופים, אולי בצדק, הוועדה טוענת שהיא לא רוצה לפגוע באנשים ולכן היא לא מפרסמת את הפרוטוקולים. אתה נכנס לשם ואתה לא יודע אף פעם איך אתה תצא ואחר כך אתה עוד צריך לעבור תהליך של הצבעה. אני חושבת שבאופן עקרוני השוק החופשי לא צריך לאשר את הוועדות האלה. צריך לעשות סדר, כמו שבעולם כולו עושים. בארצות הברית, אמרה ענת, שנים כבר

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מערכת הבנקאות ומערכות הביטוח נשלטות על ידי הציבור, מי מציע שם את הדירקטורים? יש שם ועדה? אתם שמעתם פעם על כך שבארצות הברית יש בכלל אפשרות שתקום ועדה סטטוטורית שעומד בראשה שופט והנגיד ממנה את חבריה וכו'.

אני לא באה ואומרת שאני רוצה לבוא ולבטל את סמכויות בנק ישראל, הוא בודק כל דירקטור, הוא מאשר כל דירקטור, הוא בודק ניגוד עניינים, התהליך הזה צריך להישאר, אבל צריך לבטל את כל המוסדות האלה שעושים פטרונליזציה של השוק וממנים את הדירקטורים במערכת הבנקאות, לדעתי גם בחברות הביטוח.

האם עדיף גוף עם גרעין שליטה או גוף בלי גרעין שליטה? שנים רבות הפיקוח על הבנקים חשב שגוף עם גרעין שליטה עדיף. יש לו כתובת, הוא יכול לדבר איתם, הוא יכול לבקש שיזרימו עוד הון לבנק כשצריך, אבל אם השנים הוא התעורר והשוק גם השתנה. זה לא שגליה מאור קראה בזמנו לאייזנברג ואמרה לו צריך להכניס כסף לבנק והוא הכניס, היום זה לא המצב. ראינו את זה עם בנק דיסקונט כשפנו לבעלים של הבנק והם אמרו- "לא, אנחנו לא מכניסים, זה לא בהתחייבויות שלנו". אני יודעת שהפיקוח על הביטוח מכניס כל מיני הגבלות בהיתרים שהוא נותן מחייב את בעלי השליטה להזרים הון במקרים מסוימים, אבל במערכת הבנקאות זה לא קיים. לכן, היום אני יכולה בשקט לאמר שגוף עם גרעין שליטה או בלי גרעין שליטה הוא ללא הבדל. השוק עושה את שלו. לגבי גופים עם גרעין שליטה, בעצם הגופים המפקחים לוקחים מהם את כל סמכויות השליטה. כשאלו בא לקוח והוא רוצה לקנות בנק, חברת כרטיסי אשראי או חברת ביטוח אני אומרת לו- אתה ממילא לא תהיה שולט, אתה אולי תשים את הכסף אבל אתה לא תהיה שולט. לא יתנו לך להיות יושב ראש הדירקטוריון, לא יתנו לך לקבל החלטות, לא יתנו לך להיפגש עם הדירקטורים, לכן אתה צריך להחליט אם אתה שם את כספך בגוף שמישהו אחר שולט בו, לא אתה.

משה ברקת

דליה, את צודקת, אני גם בעד לפרק את הוועדה. אני אומר לך - אני בעד הדבר הזה. אבל, מה שיקרה זה שרגע אחרי זה, וראינו כבר את הניצנים של זה כבר עכשיו, יגידו שהמוסדיים משתלטים על המשק הישראלי ואז ילכו לפירוק של המוסדיים שזה יהיה אסון מבחינת החוסך. אנחנו בעד תחרות, אבל לפרק גופים שיש להם יתרון לגודל ויתרון למומחיות וכו' זה דבר שיכול להיות בעייתי.

צבי סטפק

אני מבין שאין הרבה זמן אז אני אעשה את זה בקיצור. תראו, אני רק חמישים שנים בשוק ההון הישראלי וכל כך הרבה דברים השתנו בתקופה הזאת, הרגולציה השתנתה, האשראי החוץ בנקאי,

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

התפתחויות טכנולוגיות, מה לא, הגופים המפוקחים השתנו גם הם מהיסוד. כשהתחלתי את העסק בתי השקעות בעצם, מה הם היו? היו חברות לניהול תיקי השקעות, חברות קטנות מאוד. במשך הזמן נוספו קרנות נאמנות, הגדולים שביניהם מנהלים כיום גם קופות גמל, השתלמות, פנסייה נכנסו להשקעות אלטרנטיביות וכו'. אז הכול מסביבנו השתנה במשך החמישים שנים האחרונות והדבר היחיד שלא השתנה זה מבנה הפיקוח, להוציא שינוי אחד משמעותי ומבורך, שהוזכר גם פה, שהוציאו את מה שנקרא היום רשות שוק ההון ממשרד האוצר, ממשרד שבוא נקרא לזה הוא פוליטי ונתנו לה עצמאות וכו'. אז זה שינוי אחד ויחיד שנעשה. אני לא יכול להעלות על הדעת הרבה תחומים שבמשך 50 שנה לא חלו בהם שינויים. אני אגיד בהקדמה שאני מאוד תומך בגישה שהובאה פה גם על ידי פרופסור בן בסט, למעשה בזכותו אני הגעתי לנושא הזה וכתבתי לפחות עשרה מאמרים על הנושא הזה מזוויות שונות, ואני גם תומך בגישה שהביע פה פרופסור האוזר. יכולים להיות ניואנסים לגישה וכו', אבל אנחנו יודעים שחלק מהסיבה שדברים לא השתנו זה גם מאבקי כוח פוליטיים. אני זוכר בוועדת אריאב הנגיד אז היה סטנלי פישר, הוא היה בעד איחוד רשויות הפיקוח, ואגב ההמלצות על איחוד רשות הפיקוח הולכות אחורה לדוחות של מקנזי משנות ה-90 מהמאה הקודמת, הרי הם המליצו על זה, זה לא דבר שאני המצאתי. זה דבר שבועדת בן בסט שהייתה בשנת 1995 שהוזכרה פה וכו'. אז סטנלי פישר היה מוכן לאיחוד רשויות פיקוח, רק מה, בתנאי שזה יהיה בראשות בנק ישראל וכמובן כשזה לא בדיוק התקבל, אז הוא הטיל וטו על הדיונים וועדת אריאב אפילו לא דנו בזה.

אבי בן בסט

היא התפרקה, היא אפילו סיימה בלי דוח.

צבי סטפק

עוד יותר טוב, נכון, והבעיה כאן היא בעצם כפולה. יש בעיה של מפוקחים שמוצאים את עצמם מפוקחים תחת כמה מפוקחים, לכל אחד מהם יש דרישות, לפעמים דרישות אחרות, לפעמים גם מנוגדות ולא רק אחרות, והן מייצגות עמדות שונות, וראינו לא מעט דברים. ראינו בשנים האחרונות גם לא מעט חיכוכים בין מפוקחים שונים שאחד נכנס לדעתו של השני, אני לא אומר כרגע אם זה נכון או לא אל הטריטוריה שלו. עכשיו יש ניגודי עניינים מדברים הרבה על ניגודי עניינים. יש הרבה ניגודי עניינים אינהרנטיים בפעילות של כל אחד ופרופ' האוזר הטיב להגדיר את זה. יש את העניין של שמירה על יציבות הגופים ויש את עניין של הדאגה למשקיעים ולצרכנים. רשות שוק ההון מפקחת גם על קרנות הפנסיה. קרנות הפנסיה - היציבות שלהם פחות חשובה, כפי שנאמר מקודם, מהיציבות של הבנקים? אז בגמל והשתלמות השאלה של יציבות היא פחות חשובה, בקרנות פנסייה היא הרבה יותר משמעותית, אז הרשות שם צריכה "לתמרן", אני כמובן מקצין בין יציבות הגופים שהיא מפקחת

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

עליהם, קרי קרנות הפנסיה וחברות הביטוח, לבין טובת הצרכנים בנושאים כמו דמי ניהול, עלויות וכל מיני דברים מהסוג הזה. הפיקוח על הבנקים דואג קודם כל לרווחיות של הבנקים וליציבות שלהם, מצד שני הוא צריך לדאוג גם לעמלות שהלקוחות משלמים. בקיצור, הפתרון בסוף בעיניי הוא חד משמעי, אני כבר שנים אומר את זה, וזה איחוד רשויות הפיקוח. עכשיו איחוד רשויות הפיקוח זה לא אומר איחוד מלא, זה לא אומר אובדן התמחות, אני אומר להפך, ברור שיש חשיבות להתמחות, ברור שזה ייקח כמה שנים לעבור לדבר כזה, ודרך אגב אחד יכול ללמוד מהשני. המבנה הדו-ראשי, כלומר רשות אחראית, בחלקה אגף נקרא לזה איך שרוצים, אחראית על היציבות של הגופים, לא בנק ישראל, הפנסיה, הבנקים וחברות הביטוח צריכות להיות תחת האגף הזה, מצד שני יש את האגף הצרכני, דאגה למשקיעים, גילוי נאות, וזה כמובן מה שבעיקר עושה היום רשות ניירות ערך, אבל לא רק.

אנחנו כאן מדברים ומדברים ואין סוף לדיבורים כבר שנים, מה יותר פשוט מאשר להקים ועדה אמיתית, לא ועדה ליציבות פיננסית, אני אגב לא מאמין בוועדה הזאת, אבל ועדה שהתפקיד שלה לא יהיה לדון באופן שוטף בזה אלא לדון בתכנון טווח ארוך של מבנה הפיקוח בישראל. זה תהליך שייקח לפחות שלוש שנים, זה לא יפגע באף מפקח קיים וצריך פעם אחת ולתמיד לעשות את מה שבעיניי הוא כל כך מתבקש ואני שמח שיש פה עוד אנשים שהם באותה דעה. בנוגע לשאלה שנשאלתי לגבי מינוי דירקטורים, השאלה היא באיזו זווית? תראה, יש את מה שנקרא "אקטיביזם מוסדי" זה תחת הכותרת הזאת. אני בגישה שכן, גופים מוסדיים צריכים להיות מעורבים, אבל לא להפוך את זה לשגרת יומם ולא להשתמש בזה כדגל פרסומי מותגי של מישהו שנלחם ב"רשעים", זה לא העניין. אני חושב שצריך לשמור את האפשרות לתאם בין גופים מוסדיים למקרים מיוחדים, כמובן בהרשאה של רשות התחרו (אגב זו עוד רשות שצריכה להיות מעורבת במבנה החדש של הפיקוח), לאותם מקרים שנדרשת חוות הדעת שלהם. אגב, אני אחזור רגע להשלים משהו, אבל כדי לגמור בנושא הדירקטורים אני חושב שצריכה להיות מעורבות, היא צריכה להיות מוגבלת למקרים באמת שלמשל חברות ללא גרעין שליטה, דברים מהסוג הזה, דברים שבאמת דוקרים את העיניים, וכן, ואז אני חושב שצריכים לקבל היתר לתיאום בין מוסדיים יש פה גם בעיות של 20%, מעל 20%, כל מיני נושאים אחרים, אבל אין זמן להתעמק בהם עכשיו. אני רק רוצה להשלים מה ששכחתי לומר לגבי מבנה הפיקוח: מבנה דו-ראשי צריך לעמוד בראשו יו"ר, כי ברור שיהיו חיכוכים והבדלי גישות בין הרשות הצרכנית, נקרא לזה, ולרשות היציבותית, אז צריך מישהו שבסוף יכריע בין הדברים. היום אין כזה דבר, אין מנגנון כזה בכלל, וכדי לתת תשובה לשאלה, אוקיי אתה לא נותן יותר מידי כוח לרגולטור העל? אני כמפוקח בעצם הייתי צריך לחשוש ממצב שבו אני נותן כוח עצום לאדם אחד שעומד בראש הפירמידה. אז ברור שכמו שברשות התחרות יש בית דין לערעורים, איזה שהם אינסנציה שאתה יכול לערער על איזה קביעות של רגולטור העל.

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אמיר ברנע

בנושא מינוי דירקטורים על ידי משקיעים מוסדיים, מה שענית, אתה לא מתייחס באופן ספציפי לביקורת שקשורה לעסקים האחרים של המוסדיים שמשפיעה על מינוי דירקטורים. הרי יש בעצם ניגודי עניינים מפה עד להודעה חדשה, יש נקמנות שקשורה לכל מיני פעולות שעשה המועמד הזה, נאמר שהיה פעם רגולטור כדוגמא היפותטית לגמרי, אז אני אומר, השאלה היא האם גוף מוסדי מסוגל באמת לבוא ולהגיד אני ממנה דירקטור על סמך הכישורים שלו, השמירה שלו על זכות המיעוט והיכולות שלו להתמודד עם בעלי שליטה או שלמעשה זה הכול נעשה כאילו בשוק פרסי אחד גדול.

צבי סטפק

זה ממש לא שוק פרסי. אני יכול למנות הרבה מאוד טיעונים נגד הטענה, להוסיף לטענה שלך, למשל יש טענה שאומרת מה פתאום אתם תתערבו לי? אתם מחזיקים את המניה היום, בעוד שבועיים אולי תמכרו אותה, אז אתם עכשיו קובעים לדירקטורים להיות עכשיו 6 או 9 שנות כהונה היום, אתם בפוזיציה שהיום אתם מחזיקים מניה ומחר כבר לא. סוג טענה שאפשר לטעון, אני לא מקבל אותה אבל אפשר לטעון אותה. לגבי העניין של מינוי דירקטורים משיקולים אינטרסנטים נגיד של קשרים, של תן לי ואתן לך, כי מיני דברים כאלה. תשמע, אין דבר מושלם, אני לא יכול להגיד שדברים כאלה לא יכולים לקרות, אבל בגלל אותם מקרים מעטים שזה יכול לקרות אני חושב שצריך לייצר איזשהו מנגנון של גילוי נאות של החברות, של המשקיעים המוסדיים, שיגידו שאין להם שום שיקול אינטרסנטי, אבל לפעמים זה דברים שמגיעים עד אבסורד, גם מקרה נדמה לי אם אני זוכר נכון, אלטשולר שחם הציע מועמד לבנק לאומי ופסלו את זה, למה? כי אלטשולר שחם מנהל את קופות הגמל והפנסיה שלו אם אני זוכר נכון בבנק לאומי.

אפשר ללכת למחוזות הזויים, אני חושב שבמקרים נורא מעטים, וטראה, להגיד שאין לחצים על מי שמחליט על מינוי דירקטורים, לכל אחד מהגופים המוסדיים יש לחצים, כל חברה, גם אנחנו ממש בימים אלה מהדקים את אופן קבלת ההחלטות באופן שיקטין למינימום את האפשרות של לחצים, שהלחצים לא יגיעו לבעלי השליטה. בכלל, בעלי שליטה אמורים להיות מנותקים מכל הדבר הזה, ובהיסטוריה שלי היו לי מקרים שפנו אליי וגם שילמנו מחיר על זה שלא היינו מוכנים להתערב לטובת אותו בעל שליטה שרצה במינוי קרובי משפחה. והנושא הזה של הוצאת בעלי שליטה ממעגל ההחלטות, כמה שאפשר כמובן, תמיד בצורה לא פורמלית דברים יכולים לקרות, אבל להדק את המנגנון של מי שמקבל את ההחלטות ולקבוע כללים נוקשים איך מקבלים ולתת הזדמנויות שוות לכל המועמדים לדירקטוריון להציג את עצמם או לא להציג את עצמם, זאת אומרת שאם אחד מציג את עצמו צריכה להיות האפשרות שגם האחרים יוכלו להציג את עצמם. כל זה צריך להיות מוסדר על ידי

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כל אחד מהגופים המוסדיים וזה בדיוק מה שקיים אצלנו, ואנחנו היום אפילו עוד יותר מהדקים את זה כי הבעיות של היום הרבה יותר גדולות ומורכבות מהבעיות שהיו לפני 4-5 שנים.

ענת גואטה

אני רוצה לומר שזה דיון חשוב, שזה נושא שראוי לעסוק בו, אני שמחה שעלו דעות מגוונות בדיון הזה ואני חושבת שראוי שיהיה המשך לדיון ושנקדם אותו בערוצים. סך הכול אני חושבת שהייתה רוח גבית לרוב הרעיונות.

שלומי שוב

אני חייב להגיד לכם, שאני גאה שהצלחנו לערוך דיון כזה, להתמודד עם הדברים, גם אם היו פה כל מיני חששות בהתחלה שאולי זה לא "יזרום". אני חושב שבאמת כל אחד פה הביע את דעתו, הרבה דברים יש פה, הרבה מן המשותף גם. אגב, אחד הבכירים בענף הביטוח אמר לי אם אתה רוצה שהם באמת ידברו ביניהם, מה שצריך לעשות זה לקחת את כל הרגולטורים ולשים אותם בבניין אחד. ככה הם יפגשו במעלית ויחליפו דעות, ככה התיאום יקרה בכל מקרה. זה קצת הלצתי אבל זה גם מעיד הרבה על מה שצריך להיות. אנחנו רוצים להגיד תודה, היה לנו דיון ארוך ומעניין, המשך יום נעים.

על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (Fair Value Forum (FVF), הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה, היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בנושא. הפורום שמקיים מפגש חודשי, משמש קבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות שנמצאות על סדר היום ומשמש פלטפורמה לשיתוף ידע, זיהוי בעיות, תהליכים ומגמות וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשקיעים.

הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן, בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל וחיבור בין תחומי הידע השונים.

סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות.

אתר הפורום: www.fvf.org.il