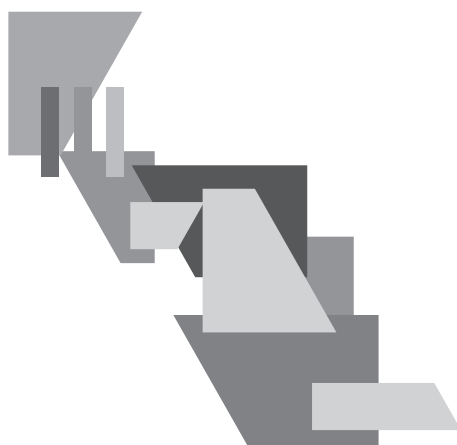




המכון הישראלי לדמוקרטיה

שינויים במבנה השווקים והמתווכים הפיננסיים ובמערכת הפיקוח

ראש הצוות: דוד ברודט



נייר
עמדה 53

ירושלים, כסלו התשס"ה, נובמבר 2004

הכנס נערך בחסות:

המכון הישראלי לדמוקרטיה הוא גוף עצמאי, המסייע לכנסת ולוועדותיה, למשרדים ולמוסדות ממשלתיים, לגופי השלטון המקומי ולמפלגות, באמצעות הגשת מחקרים והצעות לביצוע שינויים ורפורמות בדפוסי פעילותם.

נוסף על כך, המכון הישראלי לדמוקרטיה מממש את שליחותו על-ידי הצגת מידע משווה בנושאי החקיקה ובדרכי התפקוד של משטרים דמוקרטיים שונים. כמו כן הוא שואף להעשיר את השיח הציבורי ולעודד דרכי חשיבה חדשות על-ידי ייזום דיונים בנושאים שעל סדר היום הפוליטי, החברתי והכלכלי, בהשתתפות מחוקקים, בעלי תפקידי ביצוע ואנשי אקדמיה ועל-ידי פרסום מחקריו.

עורך ראשי: אורי דרומי
ראש מינהל מחלקת פרסומים: עדנה גרניט
עורכת הספרייה: יעל מושיוב
עריכת לשון: תמי אילון-אורטל
רכז הפקה: נדב שטכמן
עיצוב גרפי: רון הרן
סודר ונדפס בהתשס"ה בי'ארט פלוס', ירושלים

מסת"ב 8-91-7091-965-ISBN

© כל הזכויות שמורות למכון הישראלי לדמוקרטיה
Copyright by the Israel Democracy Institute
Printed in Israel 2004

הדברים המתפרסמים בניירות העמדה אינם משקפים בהכרח את עמדת המכון הישראלי לדמוקרטיה

■ הצוות המכין

ראש הצוות: דוד ברודט

חברי הצוות

ד"ר חדוה בר¹

פרופ' אמיר ברנע

דוד גרנות

ד"ר אריה עובדיה

מאיר שביט

עוזר מחקר

חגי פדר

תוכן עניינים

7	פתח דבר
9	הקדמה
11	פרק ראשון: מבנה השווקים והתיווך הפיננסי הרצוי למשק הישראלי
11	רקע
14	מטרת ההצעה
16	מהות ההצעה
19	1. שינוי מבנה הבעלות והניהול התפעולי
19	עמדה א – הפרדה בין הבעלות לניהול הנכסים
	עמדה ב – הוצאת מרבית הבעלות על הקופות והקרנות
21	ונייהול הכספים מידי הבנקים
24	2. בעלות צולבת של בנקים, חברות ביטוח וקרנות פנסיה
24	3. שיווק והפצה אוניברסליים
27	4. ייעוץ אובייקטיבי לפי קריטריונים
28	5. חיתום
29	6. הגדלת התחרות על האשראי השקלי
	פרק שני: הקמת רשות לפיקוח על המוסדות
31	והשווקים הפיננסיים בישראל
31	עיקרי הדברים
32	1. רקע ומוטיבציה להצעה
32	(א) מגמות בעולם
36	(ב) הפיקוח על השווקים הפיננסיים בישראל
39	2. הצעה למבנה הפיקוח על שוק ההון והכספים בישראל
	3. יתרונות וחסרונות של הקמת גוף פיקוח מאוחד,
44	בהשוואה לגוף מתאם

47	סיכום דיון
52	המשתתפים בכנס הכלכלי השנים-עשר
58	ביבליוגרפיה
71	English Summary

פתח דבר

הכנס הכלכלי השנתי השנים-עשר, "כנס קיסריה", התקיים כשנה לאחר השקת התכנית הכלכלית וערב דיוני התקציב 2005. ביקשנו לאמוד בו מהיבטים שונים, את מבחני הביצוע של התכנית הכלכלית. שלושה מבין ארבעת נושאי הכנס השנה התייחסו לכך ישירות.

הנושא הראשון, "שינויים במבנה השווקים והמתווכים הפיננסיים ובמערכת הפיקוח", נקבע יחד עם יו"ר ועדת הכספים בכנסת, ח"כ אברהם הירשזון, במגמה לסייע לו ולוועדה לבנות תכנית חקיקה אסטרטגית. בראש הצוות המכין עמד מר דוד ברודט ודוח הצוות מתייחס למבנה השווקים הפיננסיים ושוק ההון. כחלק מאותו סיוע לוועדת הכספים של הכנסת, פועל פרופ' אבי בן-בסט, עמית בכיר במכון הישראלי לדמוקרטיה, על פיתוח המלצות לרפורמות במבנה הפיקוח בשווקים האלה. הדיון ב"כנס קיסריה" התמקד במבנה שוק ההון, ואילו להמלצות הנוגעות לפיקוח ניחד דיון נפרד בעוד חודשים מספר. הנושא השני, "רפורמה בשלטון המקומי", עלה לדיון כאשר מערכת השלטון המקומי טרם נחלצה מן המשבר העמוק בו היא שרויה. נושא רחב זה מקפל בתוכו אשכולות של סוגיות ואנו מקווים שבעזרת דוח הוועדה המכינה, הצלחנו למקד את הדיון בכמה מן הסוגיות היותר חשובות. את הצוות השני הנחה מר יעקב אפרתי, סייעו בידו פרופ' ערן רזין מהאוניברסיטה העברית בירושלים וד"ר עדי ברנדר מבנק ישראל.

הצוות השלישי בהנחיית ד"ר גיא מונדלק הכין המלצות בנושא "ייחסי עבודה בעידן של תמורות". דומה שבעת האחרונה, בתהליכי היישום של התכנית הכלכלית, התחדדו דפוסי פעולה בעייתיים שנתקבעו במשך השנים. המלצות הצוות אמורות להנחות דיון שתכליתו הפשרת הקיבעון ושינוי. הצוות הרביעי בניהול פרופ' יוסף זעירא התמודד עם אתגרי "המדיניות המקרו-כלכלית" כאשר במוקד הדיונים המתח בין צמיחה ועוני. כותרתו של המושב הרביעי היא: "הקטנת האבטלה וצמצום הפערים בדרך לצמיחה כלכלית".

ברצוני להביע תודה עמוקה לראשי ולחברי הצוותים על המאמץ הגדול שהשקיעו. יבוא על הברכה בשם כולנו מנהלו האקדמי של הכנס, זו השנה הרביעית, פרופ' ראובן גרונאו.

פרופ' אריק כרמון

נשיא המכון הישראלי לדמוקרטיה

הקדמה

המכון הישראלי לדמוקרטיה הקים צוות שיעסוק בנושא מתווכים ושווקים פיננסיים, כחלק מן המאמץ הכולל של המכון לקראת דיוני כנס קיסריה ולקראת הכנת תקציב המדינה ל-2005. עבודת הצוות זכתה לעידוד מצד יו"ר ועדת הכספים של הכנסת, ח"כ אברהם הירשזון, במסגרת הדיון הציבורי בסוגיית המבנה הרצוי והראוי של שוק ההון והשווקים הפיננסיים. המטרה היא להניע דיון ציבורי רחב ומעמיק בשאלות מרכזיות אלה לתפקוד האורגניזם הכלכלי.

ראשיתו של הדיון הציבורי בכנס הכלכלי השנתי השנים-עשר והמשכו בבמות אחרות.

עם תחילת עבודתנו בחרנו לעסוק בשני נושאים עיקריים:

1. מבנה השווקים והתיווך הפיננסי הרצוי למשק הישראלי, ובפרט סוגיית הבעלות, ניהול הנכסים, השיווק והייעוץ של המתווכים הפיננסיים.
2. מבנה מערכת הרגולציה והפיקוח על מוסדות ושווקים פיננסיים בישראל.

המסמך המסכם את עבודתנו בנוי משני חלקים המציגים את המלצותינו העיקריות בתחומים האלה.

במסגרת עבודת הצוות, אשר נמשכה כשבעה חודשים, פנינו בכתב לאישים רבים על מנת להתייעץ עמם ולשמוע את עמדתם בנושאים שעסקנו בהם. ברצוננו להודות לפרופ' יאיר אורגלר – יו"ר הבורסה לניירות ערך; יהודה בן-אסייג – מנכ"ל מנורה-גאון; בר כוכבא בן-גרא – מנכ"ל הפניקס הישראלי; שאול ברונפלד – מנכ"ל הבורסה לניירות ערך; דב גלבוט – סמנכ"ל בכיר, בנק לאומי; די"ר אמנון גולדשמידט – סמנכ"ל בכיר, בנק דיסקונט; פרופ' שמואל האוזר – כלכלן ראשי, הרשות לניירות ערך; פרדי וידר – יו"ר איגוד הבנקים; איציק ויניש – יו"ר חטיבת קופות הגמל באיגוד לשכות המסחר; פרופ' נאווה חרובי – ביה"ס לביטוח, המכללה האקדמית נתניה; פרופ' מאיר חת – ביה"ס למשפטים, המכללה למנהל; איזי כהן – מנכ"ל מגדל; רון לבקוביץ – מנכ"ל אפסילון; יוסי מנור – יו"ר לשכת סוכני הביטוח; מיכאל נוימן – יו"ר הועדה לביטוח חיים בלשכת סוכני הביטוח; צבי סטפק – מנכ"ל מיטב; מיכאל ציוויר – יו"ר איגוד קרנות הנאמנות;

יעקב רוזן – משנה למנכ"ל, בנק הפועלים; אלי רוזנטל – מנהל תחום פיננסים, החטיבה הפיננסית באיגוד לשכות המסחר, על תרומתם. כמו כן ברצוננו להודות ליאיר חיים – בנק ישראל ולפרופ' יעקב פרוש – אוניברסיטת בר-אילן, על רעיונותיהם. כפי שמצוין בהמשך, השתמשנו גם בחומרים של ועדות קודמות שדנו בנושאים אלה. אנו מודים על תרומתם למר אלי יונס, לד"ר יורם טורבוביץ ולד"ר יצחק טל, אשר היו שותפים לעבודת הצוות ופרשו.

במקביל לעבודתנו המוצגת להלן, נבחר נושא הרגולציה בשוק ההון על ידי פרופ' אבי בן-בסט במסגרת המכון הישראלי לדמוקרטיה.

1 מבנה השווקים והתיווך הפיננסי הרצוי למשק הישראלי

רקע

סוגיית מבנה שוק ההון והכספים בישראל בכלל ומבנה מערכת הבנקאות בפרט, נידונה רבות בעשרים השנים האחרונות, בעקבות משבר מניות הבנקים ופרסום המלצות דוח בייסקי, בוועדות שונות שהוקמו במהלך השנים במטרה לקדם רפורמות שונות בשוק ההון, ועד לדוח מבקר המדינה לשנת 2003, אשר חזר ודן בסוגיית הפרדת קופות הגמל. דיונים אלה נסבו הן על בעיית הריכוזיות הקיימת בשוק הכספים וההון, והדומיננטיות של הבנקים בו, והן על בעיות של ניגודי עניינים. לא נחזור כאן על כל השיקולים ואף לא על כל העובדות בדבר הריכוזיות הרבה במערכת הבנקאות (משקלן של שתי הקבוצות הגדולות במערכת הבנקאות מסך הנכסים הוא כ-60% מהענף ומשקלן של חמש הקבוצות הגדולות – כ-94%), הדומיננטיות של הבנקים בפעילות בשוק ההון בכלל ובתחומי קופות הגמל, קרנות ההשתלמות וקרנות הנאמנות (תחומים המהווים חלק משמעותי מתיק הנכסים הפיננסיים של הציבור) בפרט, והיעדר קיומו של מגזר חוץ-בנקאי מפותח בישראל. בכל זאת נציין כי משקל הבנקים בסך מאזן המגזר הפיננסי עמד בסוף 2003 על 62% ויחד עם קופות הגמל – על 77% (ראו לוח 1). הדומיננטיות של הבנקים בפעילות המערכת הפיננסית כולה גבוהה אף יותר, משום ששיעורים אלה אינם כוללים את החזקות הבנקים במגוון חברות פיננסיות בתחומים כמו שירותי ניירות ערך, אשראי במט"ח, לרבות חברות לניהול קרנות נאמנות וחברות לניהול תיקים.

לוח 1
המגזר הפיננסי בישראל, 2003

המוסדות	מספר המוסדות	סך המאזן (מיליארדי ₪)	החלק היחסי מסך הנכסים	יחס הנכסים לתמ"ג
הבנקים	38	772	62%	156%
קופות הגמל	85	189	15%	38%
קרנות הפנסיה	44	140	11%	28%
חברות הביטוח	26	147	12%	30%
סך הכול	193	1,248	100%	251%

מקור: דוח הציבות הפיננסית לשנת 2003, בנק ישראל.

לוח 2 נכסים בקופות גמל ובקרנות השתלמות, לפי סוג תאגיד שולט, 2003

נכסים בקרנות השתלמות		נכסים בקופות גמל		סוג התאגיד השולט
באחוזים	במיליארדי ₪	באחוזים	במיליארדי ₪	
51.2%	28.0	80.7%	94.0	תאגידים בנקאיים
4.1%	2.3	1.4%	1.6	חברות פרטיות
2.0%	1.1	0.3%	0.4	חברות ביטוח
0.7%	0.4	2.1%	2.3	קרנות פנסיה
42.0%	23.0	15.5%	18.1	ללא תאגיד שולט
100%	54.7	100%	116.4	סך הכול

מקור: הדוח השנתי של הממונה על שוק ההון, הביטוח והחיסכון לשנת 2003.

לוח 3 נכסים בקרנות נאמנות, יולי 2004

נכסים במיליארדי ₪	נתח השוק	הבעלים
33.5	35%	הפועלים
28.4	29.7%	לאומי
12.3	12.9%	דיסקונט
4	4.2%	המזרחי
3.7	3.9%	הבינלאומי
12.1	12.7%	ברוקרים פרטיים

מקור: קרנות מידע זהב.

בשנה האחרונה שבה ועלתה לדין הציבורי בישראל סוגיית הבעלות של הבנקים על קופות הגמל וקרנות הנאמנות (לוחות 2-3 מציגים את נתוני השנה האחרונה). ליבת פעילותן של קופות הגמל וקרנות הנאמנות היא ניהול ההשקעות של כספי העמיתים, ובתחום זה קיים פוטנציאל לניגודי עניינים עם שאר עיסוקי המתווך הפיננסי. בעלות הבנקים על חברות חיתום, השולטות על חלק הארי של ניהול ההנפקות בשוק הראשוני, החזקותיהם בתאגידים ראליים והיותם נושים עיקריים של תאגידים עסקיים, יוצרים חשש לניגוד אינטרסים בניהול כספי העמיתים. מבקר המדינה קבע בדוח ל-2003 כי על אף הניסיונות ליצור 'חומות סיניות', חלק מהשקעות קופות הגמל נעשה בפיקדונות או בניירות ערך של הבנק השולט ובגופים שהם בעלי עניין. נוסף על כך, כל הפעילות הפיננסית של הקופות (עסקאות בניירות ערך, חשבונות עו"ש, וכדומה), נעשית באמצעות הבנק השולט או המנהל, תמורת תשלום עמלות.

ריכוזיות מערכות הכספים והמשקל המכריע של הבנקים בפעילות

הפיננסית במשק, מונעים היווצרות של שוקי הון וכספים פעילים שמחירי ההון נקבעים בהם באופן חופשי. הסיבה לכך פשוטה: כדי ליצור שוק הון פעיל נדרש ריבוי 'שחקנים'. ריכוזיות עומדת בניגוד לתנאי הכרחי זה. שוקי הון וכספים תחרותיים מהווים אלטרנטיבה לתיווך פיננסי. שקיפות העסקאות ומחזורי מסחר גדולים מאפשרים קביעת מחירי הון שבאמצעותם מושגת הקצאת הון יעילה למשק.

למרות הבעייתיות הטמונה בריכוזיות של מערכת הבנקאות ולמרות הפוטנציאל לניגודי עניינים, חשוב להדגיש כי קיימים יתרונות לתיווך פיננסי הפעיל במגוון רב של תחומים, לצד העיסוק הקלאסי במתן אשראי ובגיוס פיקדונות. שילוב פעילויות שונות על ידי אותו מתווך פיננסי, כגון פעילות בשוק ההון, החזקה מוגבלת של מניות בחברות ביטוח וכדומה, מאפשר לפזר את סיכונים ולכן להיות יציב יותר, וחשוף פחות לסיכונים. לאחרונה ערך הבנק העולמי בדיקה מקיפה של הגורמים המשפיעים על הסיכוי למשבר במערכת הבנקאות.² בחינה זו מבוססת על יותר מ-100 מדינות, אשר חלקן ספגו משברים במערכת הבנקאות בשני העשורים האחרונים. מן הבדיקה עולה שבמדינות שמערכת הבנקאות שלהן מפזרת את פעילותה בין מספר רב של תחומים (כיוון שהמגבלות הפיקוחיות מצומצמות), הסיכוי למשבר קטן יותר. כלומר, גורם צמצום הסיכון חשוב להגנה על יציבות המערכת הפיננסית כמו גם להגנה על ציבור המפקידים. יתרון נוסף וחשוב למעורבות של מתווך פיננסי במגוון פעילויות נובע מהעובדה שמגוון זה מאפשר ללקוחות לנהל את עסקיהם הכספיים תחת קורת גג אחת ולכן לחסוך בעלויות. עם זאת, אין בגורמים אלה אלא רק חלק מהשיקולים הרבים בקביעת המדיניות הנדרשת בהחזקות הבנקים בקופות הגמל, קרנות הנאמנות וקרנות ההשתלמות, לצד שיקולי הגברת התחרות ושכלול השוק. השאיפה להפחית את הריכוזיות בשוק ההון וליצור שחקנים חוץ-בנקאיים חזקים ומפותחים צריכה להיות, אם כן, משולבת בשמירה על מערכת בנקאות מתקדמת ויציבה בעלת מאפיינים אוניברסליים, כמקובל במרבית מדינות המערב וכפי שהתפתחה בישראל.

כאשר דנים בפתרון לבעיות האמורות, ריכוזיות וניגודי עניינים, עולה השאלה מהן האלטרנטיבות ובאילו מובנים הן טובות יותר. בהקשר זה יש לזכור כי ריכוזיות בתיווך הפיננסי מאפיינת לא רק את מערכת הבנקאות

Bart J., Caprio J. and Levine R., "Bank Regulation and Supervision: What Works Best?", World Bank, 2002.

בישראל, אלא גם את שוק הביטוח (משקלן של שתי הקבוצות הגדולות בסך הנכסים בשוק הביטוח הוא 48% ומשקלן של חמש הקבוצות הגדולות³ – 84%) ואת שוק הפנסיה (משקלם של שני הגופים הגדולים בשוק הפנסיה ערב הרפורמה היה 82% מסך נכסי הקופות הוותיקות והחדשות). ניגודי עניינים פוטנציאליים קיימים בפעילות כל המתווכים האמורים – חברות ביטוח וקרנות פנסיה – ובמידה פחותה גם אצל בנקים להשקעות (זרים ומקומיים) ואצל ברוקרים פרטיים. הבעייתיות של ניגודי עניינים בגופים חוץ-בנקאיים התחדדה בשלוש השנים האחרונות, כאשר בעקבות 'התפוצצות הבורסה' בשוק ההון האמריקני, התברר כי בשנות הגאות התרחשו מקרים רבים שבנקים להשקעות, גדולים ובעלי מוניטין, ניצלו לרעה את הפוטנציאל לניגוד עניינים בין פעילותם כיועצי השקעות לבין פעילות החיתום של הנפקות. אירועים אלה התרחשו למרות היותו של שוק ההון האמריקני גדול ומשוכלל יחסית לזה הקיים בישראל, והבהירו כי ניגודי עניינים קיימים אצל כל מתווך פיננסי העוסק בכמה פעילויות.

על רקע זה, שאלת המפתח שעמדה לפני הצוות בעבודתו היא כיצד להשיג את המטרות שהוצבו – הגברת התחרות וצמצום המוטיבציה לניצול ניגודי עניינים – במגבלות האמורות לגבי החלופות הקיימות למערכת הבנקאות המקומית, ומתוך התייחסות ליתרונות ליציבות שייתכנו בגיוון פעילות של מתווכים פיננסיים בכלל. למעשה המשתתפים בכתבת דוח בייסקי כבר נגעו במובן מסוים בבעיה של עיצוב רפורמה ושל שינוי מבנה שוק הכספים באומנם כי: "רצוי לנתק את הבנקים ... אולם התנאי לכך הוא שניתן לבנות מערך אלטרנטיבי... אשר יש לו סיכוי ממשי שלא יסבול מליקויים שאפיינו את המערך הנוכחי".⁴

מטרת ההצעה

עבודת הצוות התמקדה בסוגיית העיסוקים של המתווכים הפיננסיים בניסיון להציע שינויים מבניים אשר יטפלו בבעיות הריכוזיות ובניגודי האינטרסים. המדיניות הכלכלית הנחוצה בתחומי הפיננסיים צריכה להעמיד כיעדים מרכזיים את הגברת התחרות בפעילות התיווך הפיננסי – בפרט מול משקי

3 מתוך דוח היציבות הפיננסית לשנת 2003, בנק ישראל.

4 מתוך דוח ועדת בייסקי, 1986.

הבית (אשר הליברליזציה ופתיחת המשק לחו"ל השפיעו עליהם באופן מצומצם יחסית להשפעתן על חברות) – ואת צמצום הפוטנציאל לניצול לרעה של ניגודי העניינים, בד בבד עם שמירה מרבית על עקרונות היעילות הכלכלית ובהם יתרונות לגודל ולמגוון עיסוקים בפעילות מתווכים פיננסיים. המטרה המרכזית שעמדה לנגד עינינו בגיבוש ההמלצות להשגת יעד זה הייתה בניית שוק הון המורכב ממתווכים פיננסיים חוץ-בנקאיים מפותחים בעלי נפח פעילות גדול ויכולת להתחרות במערכת הבנקאות המסורתית. שוק כספים חוץ-בנקאי קיים במרבית המדינות המערביות אך לא התפתח דיו בישראל מסיבות שונות. קיומם של שחקנים חוץ-בנקאיים המתמחים בפעילויות פיננסיות מסוימות הוא מסימני ההיכר של שוק כספים מפותח. הרחבת פעילותם של גופים כאלה בישראל תוביל לשכלול ולהעמקה של שוק הפיננסיים. זו הדרך להתמודדות אמתית וארוכת טווח עם המבנה הריכוזי של מערכת התיווך הפיננסי. גופים אלה יכולים להיות בתי השקעות פרטיים, אשר החלו לצמוח בשנים האחרונות, או מתווכים פיננסיים זרים ובהם בנקים, מוסדות מימון ובנקים להשקעות. בעשור האחרון נכנסו למשק הישראלי עשרים בנקים זרים להשקעות (ראו לוח 4). חלקם יצאו מהמשק בשלוש השנים האחרונות בעקבות השפל בשוקי ההון בארץ ובעולם ועל רקע המצב הביטחוני, אולם כניסתם מעידה על הפוטנציאל הקיים להתפתחות מגזר שלישי של גופים פיננסיים.

יחד עם זאת, יש להישמר מפני אימוץ עמדות ופתרונות קיצוניים לבעיות שהועלו, כיוון שהם עלולים ליצור מערכת בנקאית לקויה ביחס למערכות זרות. יש גם להיזהר משימוש בחקיקה שיהיו לה השלכות על זכויות הקניין וחופש העיסוק, המעוגנות בחוקי היסוד. שימוש לא זהיר בחקיקה, שכביכול מאפשרת שינוי מהיר במבנה השוק והמשתתפים בו, הוא הרסני בטווח הארוך ולו רק עקב השפעתו על נכונותם של משקיעים זרים להשתתף בפעילות בשוק ההון הישראלי. הליברליזציה שעבר שוק ההון בישראל בשנים האחרונות הפכה אותו לחלק מהשוק הגלובלי, וזה הישג חשוב שיש להמשיך ולקדם. לכן, הפתרונות גובשו מתוך תפיסה שיש לאפשר שילוב בין השוק הפיננסי הישראלי לבין שווקים בחו"ל מבחינת פעילות המתווכים בפונקציות הבעלות, הניהול, הייעוץ והשיווק של מוצרים פיננסיים. הרפורמה המוצעת עומדת בתנאים של השווקים המובילים בעולם הן מבחינת תחומי הפעילות של המתווכים הפיננסיים והן מבחינת תנאי הרגולציה והפיקוח.

לוח 4 כניסה פיזית של בנקים זרים להשקעות לישראל

סוג נוכחות	שם המוסד	מדינה	שנת תחילת הפעילות	תחום פעילות			הון סיכון
				חיתום ורכישות נכסים	מיזוגים	ניהול	
שותפות אסטרטגית	Dain Raucher Wessels	ארצות הברית	2000	X	X	X	
	US Bancorp Piper Jaffray	ארצות הברית	2000	X	X	X	
	Goldman Sachs	ארצות הברית	-	X	X	X	X
נציגות	Morgan Stanley	ארצות הברית	1993	X	X	X	X
	Astaire ³	אירופה	1994		X	X	
	Needham	ארצות הברית	1998		X	X	
	Rothschild Bank ³	שווייץ	1998	X	X	X	
	CAIB	אוסטריה	1999	X	X	X	
	Bank of America	ארצות הברית	2000		X	X	
משרד	Robertson Stephens	ארצות הברית	1992		X	X	
	Lehman Bros.	ארצות הברית	1994	X	X	X	X
	Salomon Smith Barney	ארצות הברית	1995	X	X	X	X
	Oscar Gruss	ארצות הברית	1996	X	X	X	X
	UBS Warburg	שווייץ	1997	X	X	X	
	Deutschebank	גרמניה	1999	X	X	X	X
	Bear Stearns ³	ארצות הברית	2001	X		X	
	CIBC Oppenheimer Corp.	ארצות הברית	2001	X	X	X	
	/קנדה						
	J.P. Morgan Chase	ארצות הברית	2001	X	X	X	X
	Credit Suisse First Boston ³	אירופה/ארצות הברית	2001/2	X	X	X	X
	Merrill Lynch	ארצות הברית	2001/2	X	X	X	X

כניסה פיזית הוגדרה כמצב שלמתווך הפיננסי יש כתובת בישראל.
מקור: בר ח', לוקומטר ר', נחמני א', "כניסת בנקים זרים להשקעות לישראל והשפעתה על שווי המשקל התחרותי בשוק החיתום", הרבעון לכלכלה, דצמבר 2002.

מהות ההצעה

הצוות בחר לעסוק בעבודתו בארבע הפונקציות המרכזיות של העיסוקים הפיננסיים: בעלות, ניהול נכסים, שיווק וייעוץ. עיקר העבודה וההתלבטות התמקדו מטבע הדברים בסוגיות הבעלות וניהול הנכסים, שהן הסוגיות המורכבות והרגישות ביותר בתחום זה, בעיקר בכל הנוגע לשימיות הפתרונות במציאות הנוכחית בשוק ההון. בסופו של דבר התגבשו שתי עמדות שונות לגבי הפתרונות הדרושים לבעיות הריכוזיות וניגודי העניינים כפי שהוצגו. עמדה אחת גרסה כי הצעדים הדרושים הם **הפרדה בין הבעלות לבין ניהול ותפעול הנכסים** (קופות גמל, קרנות נאמנות וקרנות השתלמות) המצויים

בידי המתווכים הפיננסיים השונים. כל גוף פיננסי המחזיק בידו נכסים אלה יידרש **לבחור** בין המשך החזקה במרבית הבעלות וויתור על ניהול הכספים לבין הוצאת הבעלות מידי וניהול נכסי הקופה או הקרן. צעדים אלה יצמצמו באופן משמעותי את הפוטנציאל להיווצרות ניוודי עניינים בין הפעילויות השונות של הבנקים, כיוון שבדרך זו מנהל הכספים – בין אם זה הבנק (שלא יהיה הבעלים של הקרן או הקופה) או מתווך פיננסי אחר, חיצוני לבנק – יראה לפניו רק את טובת הלקוח, כלומר השגת התשואה הגבוהה ביותר בתנאי הסיכון שנקבעו.

העמדה השנייה אשר התגבשה בצוות גרסה כי על מנת לטפל באופן יסודי בבעיות ניוודי העניינים וכדי לצמצם את הריכוזיות ולאפשר לשחקנים חוץ-בנקאיים להתפתח, **יש להפוך את החברות המנהלות קופות גמל, קרנות השתלמות וקרנות נאמנות לחברות ציבוריות** ולחייב את הבנקים ואת חברות הביטוח לעמוד בתוואי ברור ומוגדר שבמסגרתו חלקם של הבנקים וחברות הביטוח בבעלות החברות המנהלות קופות גמל וקרנות השתלמות יפחת למקסימום של 20%, ובעלותם על חברות המנהלות קרנות נאמנות יפחת ל-40% לכל היותר. כמו כן, חברות הניהול יחויבו להעביר לפחות 80% מניהול ההשקעות לגופים חוץ-בנקאיים. התומכים בעמדה זו סבורים שהפיכת חברות הניהול לציבוריות תתרום בשלושה אופנים:

- א. הפרדה אפקטיבית בין חברת הניהול ובעל השליטה (הבנק), המבוססת על חוקי ניירות ערך המסדירים עסקאות עם בעלי שליטה.
- ב. שקיפות בקשר בין החברה והבנק, המעוגנת בתשקיף ובדוחות תקופתיים.
- ג. קביעת מחיר שוק למניות חברת הניהול, שתקל על מכירת חלקי בעלות לגורמים חיצוניים.

צעדים אלה יביאו לביזור רב יותר של הכספים וייצרו כר נרחב להתפתחותם של שחקנים חוץ-בנקאיים חזקים ומפותחים. עמדה זו מחמירה יותר עם הבנקים בהשוואה לעמדה הראשונה שהוצגה, כיוון שהיא דורשת הוצאה בו זמנית הן של חלק גדול מהבעלות והן של ניהול הכספים. אולם היא בכל זאת מותירה לבנקים מעורבות מסוימת בתחומי קופות הגמל, קרנות הנאמנות וקרנות השתלמות, בדומה לרעיון שיושם בתחום ההחזקות הראליות על ידי הבנקים. לפי גישה זו, יצירת שוק הון משוכלל ותחרותי אינה מחייבת הוצאה מוחלטת של מערכת הבנקאות מכלל המוסדות הפיננסיים המנהלים את כספי הציבור ומתחרים בשוק. נוכחות מצומצמת של הבנקים בשוק קופות הגמל, קרנות הנאמנות וקרנות השתלמות ובעצמה מוקטנת באופן משמעותי בהשוואה למצב היום, תתרום לתחרות ולשיפור

הביצועים הן של המתווכים הפיננסיים החדשים שייכנסו לתחומי ניהול נכסים ובעלות על החברות המנהלות והן של המערכת הבנקאית.

היות שבסופו של דבר חברי הצוות לא הגיעו להסכמה בסוגיות אלה, בחרנו להציג את שתי העמדות השונות ואת שני סוגי הפתרונות שהועלו. הציפייה הטבעית מצוותי חשיבה היא אמנם שיציגו פתרון אחד שאין בלתו, אך הצגת שתי העמדות במקביל תוכל לדעתנו לתרום לדיון הציבורי הפתוח, ויותר מאשר הגעה לפשרה מאולצת שאיש אינו שלם עמה.

בתחומי השיווק והייעוץ הושגה הסכמה רחבה לגבי הצעדים הנדרשים. בתחום השיווק – **כל המתווכים הפיננסיים יורשו לשווק את כל המוצרים הפיננסיים**, כולל פוליסות ביטוח, קופות גמל וקרנות נאמנות. כמו כן, ייקבעו כללי פעולה שיאפשרו למתווכים פיננסיים לגבות עמלות הפצה, דבר שייצור מוטיבציה כלכלית בקרב הבנקים להפיץ ולשווק מוצרים של גופים פיננסיים חוץ-בנקאיים.

בתחום הייעוץ – מוצע לשנות את החוק כך שבנקים יוכלו לגבש סל הכולל מספר מוגבל של מוצרים הנכללים בהמלצות יועצי ההשקעות שלהם, לאחר שיפרסמו קריטריונים ברורים לקביעת המוצרים שייכללו בו. סל המוצרים יהיה חייב לעמוד בתנאי מינימום של היקף ומגוון שייקבעו על ידי הרגולטור. חוק הייעוץ המתוקן ישמור על ייעוץ מקצועי ואובייקטיבי. בנושא החיתום הצוות ממליץ לאסור על בנקים להיות מעורבים בחיתום של חברות שיש להם עניין בהן כבעלים או כנותני אשראי. צעד נוסף שהצוות ממליץ עליו בתחום האשראי השקלי הוא לעודד יצירת קרנות נאמנות שקליות נזילות (MMF).

בפרק הראשון נציג את שתי העמדות אשר התגבשו בצוות בנושאים השנויים במחלוקת סביב הבעלות וניהול הכספים. לאחר מכן נציג את העמדות שגובשו בנושאים שההסכמה עליהם הייתה רחבה.

אימוץ המלצות הצוות, לפי כל אחת משתי העמדות, מחייב **התאמה של הרגולציה** כך שתאפשר לגופים המפקחים לבחון את פעילותם של הבעלים והמנהלים החדשים של קופות הגמל וקרנות הנאמנות, כמו גם את פעילותם של הבנקים וחברות הביטוח בתחומים אלה. השינויים המוצעים מחדדים את הצורך ברפורמה במערך הפיקוח על שוק ההון, רפורמה שתכלול

האחדה של כללי רגולציה ופיקוח בין כל המתווכים הפיננסיים. דיון רחב ברפורמה הדרושה במערך הפיקוח מצוי בחלקו השני של נייר העמדה.

הצעדים המוצעים גובשו בהסתמך על המציאות הכלכלית שהמשק מצוי בה ומיועדים להתוות מדיניות **לפרק זמן של ארבע שנים**. לאחר מכן תיבחן השאלה האם הכלים המוצעים אכן הביאו להפחתת הריכוזיות במשק ולהגברת התחרות או שמא דרושה התערבות רחבה יותר.

1. שינוי מבנה הבעלות והניהול התפעולי

עמדה א – הפרדה בין הבעלות לניהול הנכסים

לרוב הקופות המנוהלות כיום בידי הבנק השולט או בידי חברה מנהלת שהיא חברה-בת של הבנק השולט, יש דירקטוריון משותף, ועדת השקעות משותפת ומנהל קופה משותף. בדירקטוריון מכהנים עובדי הבנק השולט ונציגים חיצוניים, ובראשו עומד מנהל בכיר של הבנק (או אף יו"ר הדירקטוריון של הבנק). את כל חברי הדירקטוריון (ובכללם הנציגים החיצוניים) ממנה הבנק השולט; הבנק או החברה המנהלת שבבעלותו קובעים את שכרם וגמולם של הנציגים החיצוניים וגם מממנים תשלומים אלה, והדירקטוריון ממנה מבין חבריו את חברי הוועדות השונות, בכללן ועדת ההשקעות.

על מנת להבטיח את הניהול העצמאי של קופות הגמל וקרנות הנאמנות, כל בנק או חברה פיננסית אחרת אשר בבעלותה נכסים העולים על שני מיליארד שקלים **יחויבו לנהל את נכסיהם באמצעות תאגיד נפרד**. עצמאותו של התאגיד תישמר על ידי מינוי רוב של דירקטורים חיצוניים במועצת המנהלים והעסקת עובדים שאין להם קשר עם הבנק. כדי להבטיח את עצמאותם של הדירקטורים החיצוניים, המפקח על שוק ההון יקבע נהלים למינויים ובכלל זה תקופות צינון אשר לפנייהן ואחריהן דירקטורים לא יוכלו לעבוד בבנקים או להיות בקשר עסקי עמו. עובדי התאגיד לא יוכלו להיות מושאלים מהבנק ולשוב לעבוד בו לאחר פרק זמן.

השליטה בניהול התפעולי ובניהול ההשקעות יוצרת, כאמור, פוטנציאל לניגודי אינטרסים. הצוות מציע פתרון בשני שלבים, שיובילו בסופו של דבר להפרדה בין שתי הפונקציות הללו.

היעד הסופי – הוצאת ניהול ההשקעות או העברת הבעלות

בנק או כל תאגיד אחר שבבעלותו יותר מ-80% מחברת הניהול של קופות הגמל או קרנות הנאמנות יעביר לניהול השקעות חיצוני לפחות 80% מנכסי הקופות והקרנות. הכוונה בניהול חיצוני היא חברה שאינה קשורה בקשרים כלשהם למתווך הפיננסי המחזיק בבעלות הקופה או הקרן (אינה חברה-בת או חברה-אחות או חברת-אם של המתווך הפיננסי). מנגד, הוא יוכל לנהל את מלוא השקעותיה של קופה או קרן אם יוותר על לפחות 80% מהבעלות. התאגיד יורשה להחזיק בידי עד 20% מהבעלות, כולל דרך חברות אחרות שבבעלותו (שרשור). כתוצאה מכך, בנק או כל תאגיד פיננסי שבבעלותו קופות גמל, קרנות השתלמות או קרנות נאמנות יצטרך לקבל החלטה האם הוא מעדיף להתמחות בניהול התפעולי של הקופה הנובע מן הבעלות או בניהול ההשקעות.

ניהול ההשקעות החיצוני יעשה באופן עצמאי תוך מסירת דין וחשבון לוועדת ההשקעות. ועדת ההשקעות תתווה את מדיניות ההשקעה מבחינת רמות הסיכון, אך לא תורשה להתערב בניהול ההשקעות ולא תנחה את מנהלי הכספים להשקיע בחברות מסוימות. ועדת ההשקעות תקבע גם מי ינהל את הברוקראגי. כדי לשפר את שקיפות הפעילות של החברות המנהלות יש לחייב אותן להציג את דמי הניהול הנגבים מהלקוחות בחלוקה לדמי ניהול החשבון ודמי ניהול ההשקעות וכמו כן לפרסם את דמי ניהול הברוקראגי, בין אם הוא נעשה על ידי הבנק ובין אם על ידי גורם חיצוני. חשוב להדגיש כי בנק לא יוכל להיות בעלים של חברות שאת ניהול השקעותיהן הוא יעביר לגורם חיצוני, מצד אחד, ולנהל השקעות של קרנות אחרות שאינן בבעלותו, מצד שני. הבנק יהיה חייב לבחור בין שתי הפונקציות הללו.

חברי הצוות מודעים להשפעה הניכרת שיש לבעל הקופה או הקרן על המנהל. הפרדה ממשית ניתנת לביצוע רק אם נקבעים קריטריונים מחייבים לדרך בחירת מנהל הכספים ולפיטוריו, באופן ששני אלה יהיו תלויים אך ורק ביכולת ביצוע. ראוי שבחירת המנהל והפיקוח (monitoring) עליו, יתבצעו באמצעות ועדת השקעות המורכבת ממינויים חיצוניים.

צעדים אלה ימומשו על ידי חברות המנהלות קופות גמל וקרנות נאמנות בהיקף של יותר משמונה מיליארד שקלים בתוך שלוש שנים. לאחר מכן ירד הסף להפרדה לארבעה מיליארד שקלים.

שלב ביניים – הפרדה חלקית של הניהול התפעולי וניהול ההשקעות

בנקים או תאגידים אחרים המחזיקים בשווי כולל של יותר משמונה מיליארדי שקלים, במישרין או דרך חברות קשורות בקופות גמל או קרנות השתלמות, יחויבו להעביר לפחות 50% מהכספים לניהול השקעות חיצוני או להכניס שותפים בהיקף של 40% לפחות לחברות המנהלות.

בנקים או תאגידים אחרים המחזיקים בקרנות נאמנות בשווי כולל של יותר משמונה מיליארדי שקלים יחויבו להעביר לפחות 26% מהכספים לניהול השקעות חיצוני או להכניס שותפים בהיקף של 26% לפחות לחברות המנהלות. מהלכים אלה יבוצעו בתוך שנה.

צעדים אלה יביאו להתפתחותם של גופים לניהול השקעות מחוץ למערכת הבנקאית, כיוון שהם יגדילו במידה רבה את היקף הנכסים שגופים כאלה יוכלו לנהל וכמו כן יגבירו את התחרות בין חברות הניהול הבנקאיות לחברות החיצוניות על השגת התשואה הגבוהה ביותר, לתועלתם של עמיתי הקופות והקרנות. בתקופת הביניים יוכלו הבנקים לבחון את ניהול ההשקעות החיצוני, ובסופה יצטרכו להחליט האם הם מעדיפים להתמחות בניהול השקעות או בניהול תפעולי.

בשלב הביניים, הפרדת הבעלות וניהול ההשקעות מצומצמות יותר בתחום קרנות הנאמנות בהשוואה לקופות הגמל, מפני שנכס זה נזיל יותר וניידות הלקוחות בו גבוהה יותר.

בנק יוכל לתת שירותי תפעול לקופות גמל שהוא אינו הבעלים שלהן ואינו מנהל את השקעותיהן. פעילות זו מנצלת את היתרונות של הבנק כגוף בעל פריסה רחבה והיא בעלת אופי טכני במהותה. כיוון שהבנק אינו מעורב בהשקעות הכספים, אין חשש כי פעילות כזו תיצור ניגודי עניינים.

עמדה ב – הוצאת מרבית הבעלות על הקופות והקרנות וניהול הכספים מידי הבנקים

הפחתת בעלות הבנקים על גופים המנהלים את כספי הציבור תבוצע דרך הפיכת חברות המנהלות קופות גמל, קרנות נאמנות וקרנות השתלמות לחברות ציבוריות, במטרה ליצור שקיפות מרבית בניהול החברות. במהלך השנים התגבשו כללים ברורים לגבי עסקאות של חברות ציבוריות עם בעלי עניין. הרשות לניירות ערך מקיימת מערכות תקינה ואכיפה אפקטיביות אשר נועדו לטפל בקשרים לא ראויים בין חברות ציבוריות לגורמים עסקיים בעלי עניין ואחרים. כמו כן, הנפקת חברה בבורסה לניירות ערך מחייבת

הצגה בתשקיף של כל היחסים בין הבעלים לחברה, כמו גם הגשת דוחות כספיים בכל רבעון. גם תפקידיה של ועדת ההשקעות בחברה ציבורית מוגדרים בצורה ברורה. אמצעים אלה חיוניים בחברות אשר מנהלות את נכסי הציבור. בנוסף, הנפקת החברות תאפשר את קביעת מחיר המכירה שלהן בהתאם למחירי מניותיהן כפי שייקבעו במסחר.

הפרדת הבעלות תבוצע בשלושה שלבים:

(א) יצירת תאגידים נפרדים – על מנת להבטיח את הניהול העצמאי של קופות הגמל, קרנות ההשתלמות וקרנות הנאמנות, כל חברה פיננסית אשר בבעלותה נכסים בהיקף של יותר משני מיליארד שקלים **תחויב לנהל את נכסיה בכל אחד משלושת המכשירים הפיננסיים הללו באמצעות תאגידים נפרדים**. עצמאותו של התאגיד תישמר על ידי אימוץ כללי החברות הציבוריות מבחינת מינוי הדירקטוריון וועדות ההשקעות ועל ידי הצגת תשקיפים על מערכות היחסים בין החברה המנהלת לבין גורמים עסקיים שונים ובכלל זה הבנקים. על מנת להבטיח את עצמאותם של הדירקטורים החיצוניים, המפקח על שוק ההון יקבע נהלים למינויים ובכלל זה תקופות צינון אשר לפניהן ואחריהן דירקטורים לא יוכלו לעבוד בחברת-האם או להיות בקשר עסקי עמה. צעדים אלה יבוצעו באופן מידי עם אימוץ ההצעות.

(ב) הנפקה לציבור – בתוך שנה יבצעו התאגידים המנהלים נכסים בהיקף של יותר משמונה מיליארד שקלים הנפקה של מניותיהם לציבור וימכרו חלק מהבעלות. הבנקים וחברות הביטוח המחזיקים בחברות לניהול קופות גמל יחויבו למכור 30% מהבעלות. בנקים המחזיקים בקרנות נאמנות או בקרנות השתלמות ימכרו 26% מהבעלות לפחות, על מנת ליצור מיעוט מוגן.

(ג) העברת הבעלות – בתוך שלוש שנים יימכרו לפחות 80% מהבעלות על תאגידים המנהלים החזקות בקופות גמל ובקרנות השתלמות בהיקף של יותר משמונה מיליארד שקלים לגורמים חיצוניים. חלקו של הבנק או של חברת הביטוח בבעלות על החברות המנהלות או על קופה או קרן מסוימת לא יעלה על 20%. כך תוגבל גם יכולת הרכישה של חברות ביטוח תאגידים המנהלים קופות גמל ל-20% לכל היותר. חברות המנהלות קרנות נאמנות יחויבו למכור בפרק זמן זה לפחות 60% מהבעלות וחלקו של הבנק לא יעלה על 40%. ההבדל בין שיעורי הבעלות השונים בתחום קופות הגמל וקרנות

הנאמנות נובע ממידת הנזילות של הנכסים, המשפיעה גם על יכולת מכירתם. בתום שלוש שנים יחל תהליך ההנפקה והמכירה גם לגבי חברות שהיקף נכסיהן הוא בין שני מיליארד לשמונה מיליארד שקלים. הדרגתיות התהליך תביא לכך שהבנקים הגדולים, המהווים את מוקד בעיית הריכוזיות בשוק ההון, יטופלו ראשונים. הבנקים הבינוניים והקטנים, אשר נתח השוק של כל אחד מהם קטן מ-10%, אינם מהווים גורם ריכוזי במשק. יחד עם זאת, גם בפעילותם קיים פוטנציאל לניגודי עניינים בין תפקידיהם כנאמני כספי הציבור לעיסוקיהם האחרים, ולכן בשלב השני תבוצע הוצאת הבעלות גם לגביהם.

תהליך העברת הבעלות יבוצע לאחר פרסום הוראות הרגולציה אשר תקבע מי רשאי לרכוש בעלות על קופות וקרנות. הכללים בנושא זה יבחינו בין קונים שהם בעלים של תאגיד ראלי, תאגיד פיננסי או הציבור הרחב. הרגולציה תקבע הסדרים מיוחדים אשר יודאו כי השליטה בקופות הגמל תצא מידי הבנקים, ולא תתאפשר העברת הבעלות לגרעין שליטה לא מזוהה, בדומה לנוהלי מכירת הבנקים.

הוצאת ניהול הכספים מידי הבנקים

ניהול הכספים המוחזקים בידי חברות הניהול של קופות גמל, קרנות נאמנות וקרנות השתלמות מהווה, כאמור, אחד המקורות העיקריים להיווצרות פוטנציאל לניגודי עניינים. הפיכת החברות המנהלות לציבוריות והוצאת הבעלות מידי הבנקים אינן פותרות לחלוטין את הבעיה, כיוון שעדיין יכול להיווצר מצב שבו הבעלים של הקופה או הקרן יעבירו את ניהול הנכסים לידי הבנק המחזיק בבעלות על חלק ממניותיה.

על מנת להבטיח ניהול מקצועי של הכספים לטובת הלקוח, **אפשרות הבנקים לנהל תוגבל למקסימום 20% מהנכסים המצויים בידי חברות הניהול של קופות גמל וקרנות השתלמות ולמקסימום 40% מהנכסים המצויים בקרנות נאמנות.** הגבלה זו תחול על ניהול נכסיהן של כל החברות, בין אם יש לבנק החזקות בהן ובין אם לאו. חברות הניהול יחויבו לפרסם את התשואות לכספי העמיתים אשר הושגו על ידי מנהלי ההשקעות השונים ובכלל זה הבנקים. כך יוכל הציבור להעריך את איכות ניהול כספו המופקד בקופות ובקרנות.

נשמעה בצוות גם הדעה שהוצאת הבעלות מידי הבנקים צריכה להיות מלאה, אולם היא לא התקבלה. הפתרון המוצע של הפרדת 80% מבעלות

הבנקים על קופות הגמל וקרנות ההשתלמות, ו-60% מהבעלות על קרנות הנאמנות מבוסס על ההנחה שאי אפשר לבטל לחלוטין את הפוטנציאל לניגודי עניינים, מפני שהוא קיים במידות שונות אצל כל המתווכים הפיננסיים העוסקים בכמה פעילויות ולא רק אצל הבנקים, כפי שתואר במבוא למסמך. לכן גם הוצאה מלאה (100%) של פעילות מסוימת מהבנקים והעברתה למתווך פיננסי אחר לא תפתור לחלוטין את בעיית ניגודי העניינים, אלא תעביר אותה ממתווך פיננסי אחד לאחר. אולם, לפי הצעתנו, כאשר תפחת שליטת הבנקים על קופות הגמל, קרנות הנאמנות וקרנות ההשתלמות וכמו כן על ניהול הנכסים שבידיהן, בעיית ניגודי העניינים בשוק ההון בתחומים אלה תצטמצם. היכולת להשתמש בכספי הציבור משיקולים זרים תקטן, כיוון שלציבור יהיו חלופות ויכולת לבחון ולהשוות בין ביצועי המתווכים הפיננסיים השונים. **הדגש בפתרון המוצע הוא על הגברת התחרות.** זו תוכל להיות גדולה יותר כאשר כל המתווכים הפיננסיים – כולל הבנקים – יתחרו על כל הפעילויות, לעומת מצב שבו יבוצע פיצול מלא של פעילויות מסוימות מהבנקים (לדוגמה ניהול ובעלות על קופות גמל וקרנות נאמנות) והעברתן למתווכים פיננסיים אחרים, תוך כדי חלוקת השוק לתחומי פעילות שונים, אשר בכל אחד מהם 'ישלוט' מתווך פיננסי מסוג מסוים.

2. בעלות צולבת של בנקים, חברות ביטוח וקופות פנסיה

בנקים יורשו להחזיק במניות של חברות ביטוח בהתאם לחקיקה הקיימת, דהיינו עד 20% מהבעלות ללא שליטה. **בנקים אשר יבחרו לעסוק בשיווק פוליסות ביטוח** (על כך נפרט בהמשך) **יורשו להחזיק עד 5% בכל חברת ביטוח.** זאת, כדי לצמצם את הפוטנציאל לניגוד עניינים אשר ייתכן כאשר הבנק הוא גם הבעלים של חברת הביטוח וגם עשוי לשווק את פוליסות הביטוח של אותה חברה. בעלות של עד 5% מותירה את המשקיע פסיבי וחסר מעמד מבחינת ניהול החברה (כלומר, הוא אינו בעל עניין). בנקים יוכלו להחזיק גם ב-5% לכל היותר מהבעלות על קרנות פנסיה. חברות הביטוח יורשו להחזיק עד 5% ממניות הבנקים ולא תהיה להם שליטה, וזאת בהתאם לקריטריונים שייקבעו על ידי המפקח על הבנקים.

3. שיווק והפצה אוניברסליים

היעד הסופי בתחום העיסוקים הפיננסיים הוא **מתן אפשרות לכל המתווכים הפיננסיים לשווק את כל המוצרים** ללא הגבלה, **וליצור כדאיות כלכלית**

באמצעות יכולת לגבות תשלום עמלה על ההפצה. למערכת הבנקאית יתרון מובהק בתחום זה, הנובע מפריסתם של כאלף סניפים לאורכה ולרוחבה של הארץ, כולל במקומות שחברות עסקיות מדירות רגליהן מהם משיקולי רווחיות. הקמה של מערכת הפצה אלטרנטיבית היא יקרה למשק ועלולה להוביל לייקור עמלות ההפצה הנגבות מהלקוח. לכן, היתרון המשקי הטמון בשימוש במערכת ההפצה הבנקאית – ברור. יש לאפשר לבנקים לממש יתרון זה בשיווק מגוון מוצרים פיננסיים, ובכלל זה פוליסות ביטוח וקרנות פנסיה. גם חברות הביטוח, סוכני הביטוח וברוקרים פרטיים יוכלו להפיץ את כל המכשירים הפיננסיים בהתאם לכללי פיקוח ורישוי, כפי שנהוג במערכת הבנקאית. ייתכן שיתרון הפריסה הגאוגרפית והמפגש הפיזי עם הלקוח יצמצם בעתיד, ככל שתגדל הנכונות של הלקוחות לרכוש מוצרים ושירותים באמצעי תקשורת חלופיים, כמו האינטרנט והטלפון.

עמלות הפצה – חוק הייעוץ כיום מחייב את הבנק למכור את כל המוצרים הפיננסיים, אולם אין לו אינטרס כלכלי למכור מוצרים שאינם בבעלותו, כיוון שאינו מקבל על כך כל תמורה. הגופים החוץ-בנקאיים אינם מוכנים ואינם יכולים לשלם עבור ההפצה כי הבנק מחויב למכור את מוצריהם לכל דורש. חוסר האחידות באינטרסים מביא לחוסר שיתוף פעולה. כתוצאה מכך, נתח השוק של היצרנים הקטנים הוא קטן והמפיצים משווקים בעיקר את מוצרי הבית. לאחרונה חל שינוי מסוים כאשר בנקים וברוקרים פרטיים חתמו מספר הסכמי הפצה למוצרים מסוימים, בעיקר קרנות נאמנות. הסכמים אלה נבחנים על ידי הרשות לניירות ערך.

יש לתקן את החוק באופן שיאפשר ליצור תמריץ כלכלי לכל מפיץ למכירת מוצרים של מנהלי השקעות אחרים. **בנקים וכל מתווך פיננסי אחר יוכלו לקבל עמלות הפצה** עבור מוצרים פיננסיים שהם משווקים. כך תיווצר ארכיטקטורה פתוחה של שיתופי פעולה בתחום השיווק בין יצרנים ומפיצים. כל גוף יוכל להתמחות בהפצת מוצרים מסוימים ולנהל קשרים עסקיים עם השחקנים בשוק על אספקת שירותי ההפצה שלו. שינוי זה ייצור מציאות חדשה ורמת הנגישות של המוצרים הפיננסיים של חברות חוץ-בנקאיות למשקי הבית תהיה גבוהה יותר. בנוסף, הוצאת מרבית הבעלות על קופות הגמל מידי הבנקים תאפשר לבנקים להתמקד בהפצת המכשירים הפיננסיים האיכותיים ביותר ללקוחותיהם וללא שיקולים זרים.

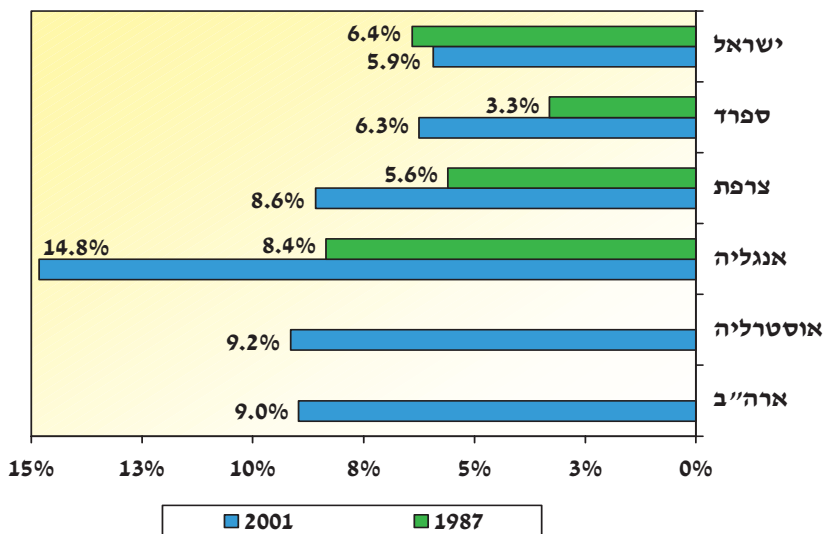
קיים חשש כי פתיחת השוק לשיווק והפצה סלקטיביים תנוצל על ידי המתווכים הפיננסיים כדי להעדיף קרנות וקופות מסוימות על פני אחרות ולחזק את שליטתם בהן. האפשרות לקבלת עמלות תוביל להפצה סלקטיבית

של המוצרים הפיננסיים בניגוד לכללי הייעוץ האוביקטיביים. על מנת למנוע מצב כזה, הרגולטור יקבע **עמלות הפצה אחידות** למשך שלוש שנים. המתווך הפיננסי יהיה מחויב לגבות מהלקוח עמלה אחידה על ביצוע פעולות בכל קרן או קופה. יחד עם זאת, תיתכן אפשרות כי המתווך הפיננסי יגבה עמלות שונות מלקוחות שונים בהתאם להיקף הנכסים ולהיקף העסקאות אשר הם מבצעים, כמקובל בשוק חופשי. מבנה העמלה וגובהה יקבעו על ידי הרגולטור בהתאם לשיקולים אלה. למען הסר ספק נבהיר כי לשיטתנו, תיאסר גביית עמלה שונה עבור מוצרים שונים המשווקים על ידי המתווך הפיננסי ללקוח, אך תתאפשר גביית עמלות שונות בין לקוח אחד לאחר בהתאם להיקף עסקאותיהם. העמלה תהיה אחת ואחידה. לא יתאפשר לגבות במקביל הן עמלת הפצה והן עמלות קנייה ומכירה עבור המוצרים שעמלותיהן יהיו בפיקוח.

כעבור שלוש שנים יבחן מחדש הצורך למעורבות של הרגולטור בגובה העמלה. במידה ששוק ההון יתפתח ותיווצר תחרות אמתית בין המתווכים הפיננסיים על שיווק המוצרים השונים, יהיה מקום לוותר על המעורבות בקביעת עמלת ההפצה ולאפשר את קביעתה בשוק החופשי בהתאם לאיכות המוצר המשווק ולהיקף השיווק וההפצה שיציע המתווך הפיננסי.

שיווק פוליסות ביטוח – כל המתווכים הפיננסיים, ובכלל זה הבנקים המסחריים, יורשו לשווק פוליסות ביטוח. המכירה תיעשה באמצעות יועצים מורשים כפי שיקבע המפקח על הביטוח (לפי עמדה ב' בתחום הבעלות וניהול הנכסים – הבנקים המחזיקים בנכסים בהיקף של יותר משמונה מיליארד שקלים יורשו לשווק ביטוח רק לאחר שהחזקותיהם בחברות המנהלות קופות גמל ירדו למקסימום 20%).

שיווק ביטוח באמצעות הבנקים עולה בקנה אחד עם המצב השורר במרבית, אם לא בכל, משקי המערב. הניסיון ממשקים שבהם הותר לבנקים לעסוק בביטוח מוכיח כי מהלך זה הוביל לצמיחה משמעותית בחלקו של הביטוח בתוצר הלאומי הגולמי (ראו תרשים 1). הפריסה הרחבה של הבנקים ויתרונות השיווק שלהם יאפשרו להגיע לאוכלוסיות רחבות אשר כיום כלל אינן מבוטחות. ככל שיגדל היקף האוכלוסייה המבוטחת יצטמצם הנטל על קופת המדינה ויקטן הצורך בהוצאות ציבוריות עתידיות. בנוסף, מערכת הסינוף הענפה והתשתית המיכונית והמקצועית המשוכללת המצויה בידי הבנקים תתרום להגברת התחרות, להתייעלות בענף ולהוזלת המחירים לצרכן.



תרשים 1. התפתחות החלק היחסי של פרמיות הביטוח מהתל"ג במדינות שונות
 מקור: Swiss Re, Economic Research & Consulting, sigma

שיווק קרנות פנסיה – בתחום החיסכון הפנסיוני הצורך בהרחבת היקף האוכלוסייה המבוטחת אף חזק יותר, הן מהבחינה החברתית והן מהבחינה הכלכלית. אין כל מניעה לאפשר למתווכים הפיננסיים, והבנקים ביניהם, לעסוק בשיווק ובהפצה של ביטוחי פנסיה.

4. ייעוץ אובייקטיבי לפי קריטריונים

חוק הייעוץ הנוכחי קובע כי כל יועץ ימליץ ללקוח על ההשקעה הטובה ביותר ללא קשר לזהות מנהל הנכסים. מצב זה יוצר פוטנציאל לקונפליקט בין הסביבה החוקית לבין ההיגיון העסקי של היועצים המועסקים על ידי בנקים ומתווכים פיננסיים אחרים. כאמור, החקיקה הקיימת, אשר אינה מאפשרת קבלה של עמלת הפצה מגורמים שהבנק משווק את מוצריהם, יוצרת אינטרס למכור בעיקר את מוצרי הבית. **כאשר גופים נוספים מלבד הבנקים ייקחו חלק בבעלות ובניהול הכספים של הקופות והקרנות, בעיית חוסר האובייקטיביות בייעוץ תצומצם** באופן משמעותי, כיוון שההבחנה בין מוצרים 'ביתיים' לבין מוצרים 'חיצוניים' תיטשטש.

חוק הייעוץ יוצר קשיים תפעוליים נוספים. חובתו של היועץ להמליץ על כל מוצר פיננסי לא מאפשרת לבנקים ולחברות להשקעות להתמחות בתחומים ספציפיים ומצומצמים. כמו כן, לשון החוק המחייבת להכיר את כל המכשירים הפיננסיים הקיימים במשק ולכלול את כולם בייעוץ היא דרישה שיועצי ההשקעות אינם יכולים לעמוד בה.

יחד עם זאת, הצוות סבור כי ייעוץ אובייקטיבי ומקצועי במערכת הבנקאית הוא חיוני. הייעוץ בבנק הוא הכלי המרכזי של משקי בית שהיקף השקעותיהם מצומצם ואינו מצדיק פנייה ליועצים עצמאיים.

כדי למצוא את האיזון הנכון בין ייעוץ מקצועי ואובייקטיבי מחד, לבין הצורך של בנקים וחברות להציע כמות מוצרים מוגבלת מאידך, אנו ממליצים כי בנוסף למתן אפשרות למתווך הפיננסי לקבל עמלת הפצה, ישונה גם חוק הייעוץ כך **שכל מתווך פיננסי בעל רישיון ייעוץ יוכל לבחור להמליץ על חלק מהכלים הפיננסיים**. המתווך הפיננסי יפרסם קריטריונים ברורים שלפיהם הוא יקבע אילו מוצרים פיננסיים ייכללו בסל המוצרים שהוא ייעץ ללקוחותיו להשקיע בהם. סל המוצרים יהיה חייב לעמוד בתנאים מינימליים מבחינת ההיקף והמגוון, ואלה ייקבעו על ידי הרגולטור. מוצרים העומדים בקריטריונים הללו ייכללו בסל הייעוץ ומוצר אשר אינו עומד בקריטריונים לא יוכל להיכלל בו. המתווך הפיננסי יחויב לעדכן את הקריטריונים ואת רשימת המוצרים העומדים בהם אחת לשנה לכל הפחות. יחד עם זאת, במידה שהלקוח מעוניין במוצר מסוים שאינו מופיע בסל הייעוץ, הבנק יהיה חייב לבצע את פעולות הקנייה והמכירה לפי בקשתו.

5. חיתום

פוטנציאל ניגוד עניינים בין הבנק ולקוחותיו מודגש במיוחד בהקשר לפונקציית החיתום. לכך מספר סיבות:

- א. קשר בין מתן אשראי לחיתום כאשר לקוח בעייתי מופנה לשוק ההון כשתמורת הנפקה מיועדת להחזר חוב.
- ב. קשר בין ניהול השקעות וייעוץ לחיתום כאשר הבנק משווק ניירות ערך שנרכשו על ידו כחתם לגופים קשורים או ללקוחות.
- ג. ניצול מעמד הבנק והאינפורמציה שבידו להפנות לקוחות למערכת החיתום שלו.

בנוסף, מנהל קונסורציום החתמים אחראי על תשקיף הנפקה כולל הצגה מלאה של קשרי הבנקים עם החברה המונפקת. גם לדעת אלה החושבים

שיש לאפשר לבנק להיות אחד החתמים בחברה שיש לו עניין בה, הרי שיש למנוע את היותו מנהל ההנפקה, כיוון שתפקיד זה מעניק לו אחריות על המידע הכלול בתשקיף החברה המונפקת.

הבנקים לא נמנעו מהתרחבות לתחום החיתום שהיה בעבר (בעקבות משבר המניות של שנות השמונים) נחלת המגזר החוץ-בנקאי. קיימות מספר הצעות לפתרון בעיות ניגודי העניינים הקשורות לחיתום:

- א. הצעה גורפת היא לאסור על בנקים לעסוק בעסקי חיתום.
- ב. הצעה מתונה יותר היא לאסור על בנקים להיות חתמים כשמדובר על חברה מונפקת שהבנק מעורב בה כנותן אשראי או כבעלים.
- ג. הצעה נוספת היא לאסור על בנקים להיות מנהלי קונסורציום החתמים במקרים של חברה מונפקת שהבנק מעורב בה כאמור, אך לא לאסור על השתתפות הבנקים כחתמים בלבד.

בסוגיית הריכוזיות בשוק החיתום, הצוות התחבט בשאלה האם הטלת איסורים או מגבלות על חלקו של כל בנק ועל חלקם של כל הבנקים בחיתום יעודד או יפריע לתחרות בתחום זה. בין שתי האלטרנטיבות: איסור גורף על הבנקים לעסוק בחיתום או איסור על בנקים להיות מעורבים בחיתום של חברות שיש להם עניין בהן כבעלים או כנותני אשראי, עדיפה לדעתנו ההצעה השנייה. זאת, כיוון שאם תתקבלנה ההמלצות להוציא מהבנקים את מרבית הבעלות על קופות הגמל וקרנות הנאמנות, ממילא תפחת בעיית ניגוד העניינים בין חיתום לבין ניהול נכסים בבנקים.

6. הגדלת התחרות על האשראי השקלי

עידוד גופים חוץ-בנקאיים להקים קרנות נאמנות שקליות (MMF – Money Market Funds)

MMF הן קרנות נאמנות המושקעות בניירות ערך קצרי מועד ומציעות למשקיע ריבית שוטפת וזיילות גבוהה. זיילות (liquidity) בשונה מסחריות (marketability), משמרת את שווי ההשקעה. הקרנות מתחרות על פיקדונות קצרי מועד מול הבנקים ומקטינות בכך את פער התיווך הפיננסי. בארצות הברית קרנות אלה מאפשרות למשקיע לקבל ריבית קרדיטורית עם זיילות גבוהה. הזיילות מושגת על ידי יכולת לכתוב שקים ולעתים אף על ידי אפשרות לקבל כרטיסי אשראי וכרטיס למשיכות כספים במזומן כנגד הפיקדון בקרן

הנאמנות. המשקיע משלם באמצעות שק או כרטיס אשראי המשוך על פיקדונו בקרן, והסכום בשק מוגבל למינימום מסוים. תשלומים קטנים מתבצעים באמצעות שקים של הבנק המקומי והשק של קרן הנאמנות מכסה ריכוז של הוצאות בבנק המקומי.

להבדיל מפיקדון בבנק, ההשקעה בקרן אינה מבוטחת על ידי ה-FDIC. יחד עם זאת, מבנה ההשקעות שלה מבטיח את קרן ההשקעה באמצעות תיק נכסים הכולל רק ניירות ערך קצרי מועד המונפקים על ידי גופים סולידיים.

העמלה שהמשקיע משלם אינה עולה על 0.5% לשנה ואין עמלות כניסה ויציאה. קיים מגוון דרישות לקרנות MMF השונות, והן נוגעות ליתרות המינימום, ההשקעה הראשונה והשק המינימלי.

ההצעה היא לעודד גופים חוץ-בנקאיים להקים קרנות נאמנות שקליות במתכונת ה-MMF בישראל, עם מתן זכות למשקיעים למשוך שקים ולקבל קרדיט בכרטיסי אשראי מול פיקדונות בקרנות אלה. קרנות נאמנות שקליות שיעמדו בדרישות יוכלו להתחרות במערכת הבנקאית בהצעת ריבית קרדיטורית, ולתרום בכך להפחתת המרווח הפיננסי שהוא גבוה במיוחד במגזר השקלי. זאת, מפני שבעקבות ריסון האינפלציה, סל הנכסים הפיננסיים של הציבור משתנה ומשקל ההשקעות השקליות גדל יחסית להשקעות מדדיות.

בנק ישראל מייחס חשיבות רבה להקמת שוק כספים פעיל כתחליף למשקל הבנקים בשוק האשראי. להערכתנו, הקמת מסגרת לביקוש לא-בנקאי לניירות ערך קצרי מועד יעודד הנפקת ניירות ערך מסחריים (commercial paper) ויכול להוות נדבך חשוב בהקמת שוק כספים.

במסגרת גיבוש ההצעה להקמת קרנות אלה יהיה צורך לקבוע את תנאי פעולתן במספר נושאים: דרישות מינימום שעל הקרן ומנהליה למלא, כפיפות רגולטורית למפקח על הבנקים או לגוף אחר, שיתופה במסלוקת בנק ישראל, יכולת המשקיעים להשתמש בכרטיסים למשיכת מזומן במכשירים אוטומטיים וכדומה. יש לפשט את הליכי ההנפקה של קרנות MMF ושל ניירות ערך סחירים וכמו כן להקל את הדרישות הניהוליות כדי להוזיל את עלות הפעלתן. קרנות אלה יוכלו להתפתח רק אם עלות הפעלתן, שממנה נגזרים דמי הניהול למשקיע, תהיה נמוכה מאוד. תשתית של קרנות שקליות כבר קיימת ומתבססת בעיקר על ניירות ערך קצרי מועד בהנפקות ממשלתיות (שחר, גילון ומק"מ).

2 הקמת רשות לפיקוח על המוסדות והשווקים הפיננסיים בישראל

עיקרי הדברים

המסמך הנוכחי מציג מסגרת כללית-עקרונית שתכליתה שינוי מערכת הפיקוח הקיימת והקמת גוף פיקוח אחד על כל המוסדות והשווקים הפיננסיים בישראל, אשר יחליף את שלושת גופי הפיקוח העצמאיים הפועלים כיום ויאחד ביניהם: הפיקוח על הבנקים, הפיקוח על הביטוח ועל שוק ההון, והרשות לניירות ערך. הצורך להקים רשות כזו עולה בעיקר מחפיפה גוברת בין הפעילויות של המתווכים הפיננסיים השונים (בנקים, חברות ביטוח, ברוקרים פרטים וכו') – שמובילה לעתים לחוסר עקביות בין הוראות הניתנות על ידי המפקחים השונים, ולחוסר איזון בעצמת הפיקוח על המתווכים הפיננסיים השונים בעיסוקם בפעילויות זהות. חוסר איזון זה משפיע על פעולתם התקינה של הגופים המפוקחים. הצורך באיחוד רשויות הפיקוח עולה גם מהרפורמה המוצעת בעיסוקי המתווכים הפיננסיים בשוק ההון, ובפרט מההצעה לאפשר לכל המתווכים הפיננסיים לשווק מגוון מוצרים ובהם גם ביטוח.

מגמת איחוד רשויות פיקוח מסתמנת בבירור במדינות אירופיות רבות (ובראשן בריטניה וגרמניה) ומוצגת בקצרה במסמך. ישנם הבדלים בין המודלים שנבחרו במדינות הללו, אולם יש גם קו המאחד את כולן, והוא צמצום במספר רשויות הפיקוח על המוסדות והשווקים הפיננסיים. אחד היתרונות שייכתנו מהקמת רשות פיקוח אחת בישראל הוא ראייה כוללת של שוק הכספים, לעומת ראייה רק של היחידות השונות הפועלות בו. רשות פיקוח אחת תעודד יצירת שוק כספים והון מאוזן ותחרותי יותר. יתרון נוסף הוא בצמצום מערכי הפיקוח לגוף אחד אשר יעבוד מול המתווכים הפיננסיים השונים. כתוצאה מכך, הביורוקרטיה הפיקוחית שהמתווכים הפיננסיים נאלצים להתמודד עמה – תקטן.

כדי שרשות הפיקוח שתוקם תוכל למלא כראוי את תפקידה: לשמור על יציבות המגזר הפיננסי ולהוות פתרון טוב מזה הקיים כיום, הכרחי שתהיה לה עצמאות מלאה – הן משיקולים ולחצים פוליטיים והן משיקולים ולחצים של הגופים המפוקחים על ידה. עצמאות זו צריכה להתבטא כמובן בחקיקה. ייתכן שהמעבר לרשות פיקוח אחת ייעשה דרך שלבי ביניים אשר יאפשרו

תיקונים ושינויים מתוך הניסיון הנצבר בישראל ובעולם, אולם היעד הסופי הוא איחוד שלוש הרשויות הקיימות לרשות אחת.

1. רקע ומוטיבציה להצעה

(א) מגמות בעולם

בשנים האחרונות מתקיים דיון ציבורי רחב במדינות המערביות לגבי המבנה הרצוי של הפיקוח על המוסדות והשווקים הפיננסיים, מתוך הכרה בחשיבות הנושא. הדיון לווה בשינויים גדולים שנערכו בפועל במבנה הפיקוח במדינות שונות. הסיבות המרכזיות שהובילו לדיון האמור ולרפורמות שנעשו בעקבותיו היו:

- **היווצרות קונגלומרטים פיננסיים** בעקבות מיזוגים של בנקים עם חברות ביטוח ועם בנקים להשקעות. מצב זה העלה שאלות רבות, ובראשן מי מפקח על קונגלומרטים אלה (המפקח על הבנקים, המפקח על הביטוח, או גוף אחר), וכיצד ליצור פיקוח כולל שרואה הן את השלם והן את מרכיביו בכל מישורי הפיקוח.
- שינויים שחלו בשווקים הפיננסיים: **החפיפה שגברה בין מתווכים פיננסיים שונים** באספקת שירותים פיננסיים דומים או זהים יצרה חפיפה גם בין תחומי הפיקוח של רשויות הפיקוח השונות. היעדר הגבולות בין תחומי הפיקוח הוביל לעתים לקונפליקטים בין המפקחים ולחוסר עקביות בהוראות הניתנות לגופים המפוקחים השונים והמתייחסות למוצרים זהים. התפתחויות אלה הולידו את ההבנה כי יש לחתור להרמוניזציה בין הוראות הפיקוח (אם כי לאו דווקא לאחידות מלאה).
- **חדשנות פיננסית** שאפיינה את שוקי ההון והכספים הובילה לכך שנוצרו תחומים ומוצרים פיננסיים ללא פיקוח.
- הרצון של המדינות **לייעל ולשפר את הפיקוח** על המוסדות והשווקים הפיננסיים נבע גם מההבנה שיש יתרונות לגודל בפיקוח על מוסדות ושווקים פיננסיים ויתרונות למגוון בפעילות פיקוח – הנובעים מסינרגיה ומהחפיפה הקיימת בין התחומים הפיננסיים השונים (חפיפה המתבטאת בין היתר במידע זהה הנאסף על הגופים המפוקחים, במומחיות דומה הנדרשת לפיקוח, וכו'). יתרונות אלה מאפשרים לגוף אחד לפקח בעלויות נמוכות מאלה של מספר גופים עצמאיים וביעילות גבוהה יותר. החדשנות הטכנולוגית-הפיננסית יוצרת אף היא יתרונות לגודל בהתאמת הפיקוח.

שלושה מודלים עיקריים נוצרו במדינות המערביות, אשר השוני העיקרי ביניהם מתבטא במספר רשויות הפיקוח העצמאיות:

1. **מודל המאחד את כל גופי הפיקוח** על המוסדות הפיננסיים (בנקים, ביטוח וניירות ערך) לגוף פיקוחי אחד (single, mega-supervision regulator) המחליף את שלושת הגופים העצמאיים. מבנה זה הונהג בשש מדינות אירופיות (בריטניה,⁵ גרמניה,⁶ אוסטריה, דנמרק, אירלנד, שוודיה, ובקרוב גם בלגיה – ראו לוח 3). גם במספר מדינות במזרח אירופה, אשר עסקו בשנים האחרונות בבניית המערכות הפיננסיות והצטרפו השנה לאיחוד האירופי, הוחלט ליצור גוף פיקוח אחיד על שלושת תחומי הפעילות המרכזיים: בנקאות, ביטוח וניירות ערך (אסטוניה, הונגריה, לטביה, מלטה).
2. **מודל הכולל שני גופי פיקוח עיקריים:** גוף אחד מאחד את כל רשויות הפיקוח על המוסדות והשווקים כדי להגן על יציבותם ולפתח את שוקי הכספים. הגוף השני עוסק בטיפול בצרכנים ובדרך שבה נעשים עסקים בשווקים הפיננסיים ועל ידי המתווכים הפיננסיים (אוסטרליה).
3. מודל הכולל **הפרדה מוחלטת** בין המפקחים השונים (ארצות הברית, יוון, ספרד, צרפת, פורטוגל).

5 FSA - Financial Services Authority, הפועל לפי חוק חדש: Financial Services and Markets Act, 2000

6 BaFin - Federal Financial Supervisory Authority, הפועל לפי חוק Law of Integrated Financial Services Supervision, 2002.

לוח 5 מבנה הפיקוח במדינות שונות בעולם

מדינה	מספר המוסדות האחראים על פיקוח	האם הבנק המרכזי מעורב בפיקוח על בנקים*	האם אחד ממוסדות הפיקוח הוא סוכן של הממשלה
אוסטריה	1 האיחוד נעשה ב-2002	כן	-
אירלנד	1 האיחוד נעשה ב-2003	כן	לא (הפיקוח על הביטוח היה סוכן של הממשלה לפני איחוד הרשויות)
בריטניה	1 האיחוד נעשה ב-1997	כן	לא
גרמניה	1 האיחוד נעשה ב-2002	כן	לא
דנמרק	1 האיחוד נעשה ב-1988	לא	לא
יפן	1 האיחוד נעשה ב-1998	-	לא
נורבגיה	1 האיחוד נעשה ב-1986	-	לא
שוודיה	1 האיחוד נעשה ב-1991	כן	לא
קוריאה	1 האיחוד נעשה ב-1998	-	לא
בלגיה	2	כן	לא
לוקסמבורג	2	לא	לא
פינלנד	2	כן	-
פורטוגל	3	כן	לא
הולנד	3	כן	לא
ספרד	3	כן	לא
יוון	3	כן	לא
איטליה	3	כן	לא
צרפת	>3	כן	לא
ארצות הברית	>3	כן	לא
ישראל	3	כן	כן, הפיקוח על הביטוח ועל הפנסיה

* המעורבות של הבנק המרכזי בפיקוח על יציבות המגזר הבנקאי יכולה להתבצע בדרכים שונות: הבנק המרכזי הוא המפקח על הבנקים, הבנק המרכזי מעורב במטלות ספציפיות, נציגי הבנק המרכזי משתתפים בדירקטוריון של הגופים המפקחים, הבנק המרכזי והפיקוח על הבנקים משתפים מקורות לפעילות, קרי כוח אדם, טכנולוגיות, מנהל.

מקורות:

Central Banking Publication, *How countries Supervise their Banks, Insurers and Securities Markets* 2002

European Central Bank, 2003, *Developments in National Supervisory Structures*
Briault C., 1999, *The rationale for a single national financial services regulator*, FSA Occasional paper series 2

בחינה של השתלשלות הדברים מעלה כי **באירופה קיימת התכנסות למודל הראשון – איחוד מלא של רשויות הפיקוח**. ביטוי לכך נראה כבר במעבר של המדינות שצוינו לעיל למודל זה. העובדה שגם אנגליה וגם גרמניה בחרו במודל של איחוד מלא של רשויות הפיקוח, אף שנקטו פילוסופיות פיקוח שונות עד ניסוח הדירקטיבות של השוק האירופי,⁷ עשויה להוביל את המדינות שלא בחרו בו לעשות כך בעתיד.

עם זאת, קיימים הבדלים לא מעטים במבנה רשות הפיקוח, גם בין מדינות שהחליטו על הקמת רשות אחת. אחד ההבדלים נוגע למידת **המעורבות של הבנק המרכזי בפיקוח על הבנקים** (ראו לוח 5). חלק גדול מהמדינות המוזכרות לעיל החליטו, במסגרת השינויים שנערכו במבנה הפיקוח על המוסדות והשווקים הפיננסיים, להותיר על כנה בדרך כלשהי את מעורבות הבנק המרכזי בפיקוח על יציבות המגזר הבנקאי. בחלק מהמדינות הבנק המרכזי הוא המפקח על הבנקים או מעורב במטלות ספציפיות של פיקוח; נציגי הבנק המרכזי משתתפים בדירקטוריון של הגופים המפקחים; לבנק המרכזי ולפיקוח על הבנקים כוח אדם, טכנולוגיות, ומנהל משותפים. במקביל, ברוב המדינות שביצעו את האיחוד נקבע כי **המעקב אחר יציבות המערכת הפיננסית בכללותה** (יציבות סיסטמטית) יהיה בידי הבנק המרכזי וכי לרשות הפיקוח שהוקמה יהיו קשרים מוסדרים עמו.

רוב המדינות שלא הקימו גוף פיקוח אחד קבעו באופן פורמלי כי **המפקחים העצמאיים יתאמו את פעילות הפיקוח ביניהם**. תיאום זה נעשה באמצעות הקמת גוף מתאם (lead regulator; coordinator) (לדוגמה, בבלגיה, בהולנד ובצרפת) ושמירה על העצמאות של כל אחד מגופי הפיקוח השונים, או באמצעות יצירת מסמך הבנות בין המפקחים (כולל הבנק המרכזי). המלצה לתאם בין פעילויות המפקחים על הבנקים, הביטוח ושוק ההון התקבלה גם על ידי ה-BIS ב-2001 (Coordinator Paper). ההצעה מושתתת על רצון טוב של המפקחים העצמאיים לשתף פעולה ביניהם. כך, לא נקבעות מראש סמכויות לגוף המתאם, חלק גדול מפעילות התיאום היא וולונטרית ותלויה בשיקול הדעת של המפקחים העצמאיים, והעומד בראש הגוף הוא אחד משלושת המפקחים – המפקח על הבנקים, על הביטוח או

7 הפיקוח באנגליה היה עקיף ואילו בגרמניה – פיקוח ישיר, שכלל התערבות בעסקאות בודדות.

המפקח על שוק ניירות ערך. החשיבות המיוחסת לתיאום בין המפקחים הובילה את ה-BIS ב-1996 להקים גוף בינלאומי שיתאם בין המפקחים על הבנקים, הביטוח וניירות הערך. בגוף נציגים משלושת מוסדות הפיקוח מכל המדינות (Joint Forum).

חלק מהמדינות אשר בחרו בסופו של התהליך לאחד בין רשויות הפיקוח **הקימו בשלב הראשון מועצת תיאום** בין המפקחים השונים. אוסטרליה לדוגמה, יצרה גוף (Council of Financial Supervisors) המתאם בין רשויות הפיקוח העיקריות במדינה (הבנק המרכזי, שעמד בראש המועצה המתאמת, הפיקוח על הביטוח והפנסיה, הרשות לניירות ערך והפיקוח על מוסדות פיננסיים). מטרתו של גוף התיאום הייתה לשפר את איכות הפיקוח על ידי החלפת מידע בין המפקחים, יצירת מנגנון סיוע של רשות פיקוח אחת לשנייה בהבנת ההתפתחויות במערכות הפיננסיות, זיהוי נושאים חשובים העומדים על הפרק, מניעת היווצרות חללים בפיקוח מצד אחד, וחפיפה או חוסר עקביות בפיקוח מצד שני. תהליך דומה של הקמת גוף תיאום כשלב ראשון לגוף מאוחד התרחש גם בבריטניה. ניסיונות אלה מובילים להערכה כי מדינות נוספות המצויות כיום בשלב של תיאום פעילות בין מפקחים עצמאיים עשויות לעבור להקמת גוף פיקוח אחד.

(ב) הפיקוח על השוקים הפיננסיים בישראל

- בישראל קיימות שלוש רשויות פיקוח ורגולציה על שוק ההון והכספים:
1. הפיקוח על הבנקים – תפקידיו כוללים פיקוח על יציבות התאגידים הבנקאיים מהיבט ההגנה על כספי המפקידים, שמירה על הניהול התקין של התאגידים הבנקאיים ושמירה על הגינות ביחסים העסקיים שבין הבנקים ללקוחותיהם. הפיקוח על הבנקים הוא מחלקה בבנק ישראל והמפקח מתמנה בידי נגיד בנק ישראל.
 2. אגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון במשרד האוצר – מפקח באופן ישיר על חברות וסוכני ביטוח, חברות לניהול קרנות פנסיה, חברות לניהול קופות גמל וקרנות השתלמות ומפעילי תכניות חיסכון. כמו כן האגף אחראי על התוויית מדיניות בנושאי חיסכון ועל מכלול הפעולות הקשורות לשוק ההון. המפקח על הביטוח והממונה על שוק ההון מתמנה בידי שר האוצר.
 3. הרשות לניירות ערך – תפקידה המרכזי הוא שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך. סמכויות הרשות כוללות פיקוח על פעולות

התקינה של חברות ציבוריות, הסדרת הפעילות של ענף קרנות הנאמנות ופיקוח עליו, פיקוח על הניהול התקין וההוגן של הבורסה לניירות ערך ורישוי מנהלי תיקים ויועצי השקעות ופיקוח על מילוי חובותיהם. הרשות חברה במוסד לתקינה חשבונאית. יו"ר הרשות וחבריה מתמנים בידי שר האוצר.

התיאום בין המפקחים השונים אינו מעוגן בחוק ומתקיים בתדירויות שונות בתקופות שונות ובהתאם לנכונותם של המפקחים.

הדיון בנושא הפיקוח הרצוי על השווקים הפיננסיים בישראל החל כבר בסוף שנות השמונים, כאשר הוקמה בבנק ישראל ועדה בנושא הרפורמה בשוק ההון. לאחר תהליך ויסות המניות הבנקאיות והמשבר שבא בעקבותיו התבהר לכול כי ישנן פעילויות בשוק ההון אשר אינן מוסדרות כראוי והפיקוח עליהן לוקה בחסר (דוח צוות משנה לבחינת מערך הפיקוח על שוק ההון, אוגוסט 1989). במהלך שנות התשעים הוקם בבנק ישראל צוות נוסף. המלצתו הייתה להקים ועדה לתיאום בין המפקחים, שיהיו חברים בה המפקח על הבנקים, הממונה על שוק ההון, הביטוח והחיסכון, הממונה על ההגבלים העסקיים, יו"ר הרשות לניירות ערך וחבר נוסף שיכהן כיו"ר הועדה ויבחר על ידי שר האוצר ונגיד בנק ישראל. במסגרת ועדת התיאום לא יידונו נושאי מדיניות. במסמך הנוכחי עשינו שימוש גם בחומר שנאסף ונותח בוועדות אלה.

בשנים האחרונות התרחשו בישראל מספר שינויים המעלים את הצורך

לדון שוב בנושא הפיקוח על שוק הכספים וההון:

1. בדומה להתפתחויות בעולם גם בישראל קיימת **חיפה בין הפעילויות של המתווכים הפיננסיים השונים**, וזו אף גדלה **בשנים האחרונות**.
2. פתיחת השווקים הפיננסיים לחו"ל הובילה **לכניסה של מתווכים פיננסיים ששום גוף מגופי הפיקוח אינו מפקח עליהם** או עורך מעקב בסיסי אחר פעילותם. כך במקרה של בנקים זרים להשקעות שפתחו בישראל נציגויות, משרדים או יצרו שיתופי פעולה עם מתווכים פיננסיים מקומיים, והחלו לפעול בתחומי חיתום הנפקות וניהול תיקי השקעות של לקוחות (ב-2001 היו עשרים בנקים זרים להשקעות בעלי כתובת בישראל).⁸ השינויים הרבים המתרחשים בשווקים הפיננסיים וחוסר

8 ניתוח התופעה והשפעתה מוצגים אצל בר ח', לוקומט ר', נחמני א', 2002.

התיאום הקיים היום בין גופי הפיקוח, עלולים להוביל לחוסר פיקוח של תחומי פעילות או גופים פיננסיים נוספים. אפשר אמנם להכפיף כל מתווך פיננסי או מוצר חדש למפקח מסוים, אולם הדינמיות בשווקים היא כה רבה, שקיומו של גוף פיקוח אחד תאפשר לעקוב ולפקח ביתר מהירות ויעילות אחר השינויים בשווקים.

3. **הבעלות הצולבת בין בנקים לחברות ביטוח הועמקה:** הבנקים מחזיקים כיום מניות בחברות הביטוח וחברות הביטוח מחזיקות מניות בבנקים.
4. **ההתפתחויות הטכנולוגיות** הרבות שחלו בתחומים הפיננסיים (כגון שיווק ישיר, חתימות אלקטרוניות, מאגרי מידע) העלו שאלות יסוד חדשות לסדר היום של כלל המפקחים.

מעבר למגמות אלה, גורם מכריע בסוגיית הפיקוח על שוק ההון והכספים בישראל הוא **מבנה השוק, אשר היה נותר מבנה אוניברסלי**. גם בהצעות השונות המועלות כיום לגבי ארגון מחדש של מבנה העיסוקים של המתווכים הפיננסיים, ביניהן ההצעה המועלית בנייר עמדה זה, אין המלצה ליצור מתווכים פיננסיים שיעסקו כל אחד בתחום פיננסי אחד בלבד. **מצב זה מוביל לכך שגוף פיננסי אחד מפוקח כיום, ויפוקח גם בעתיד, על ידי יותר ממפקח אחד**. ראוי לציין בהקשר זה כי בישראל, בשונה ממגמה ששררה בעולם, לא נוצרו קונגלומרטים פיננסיים במובן של שליטת מתווך פיננסי אחד במתווך פיננסי שני (כפי שקרה במדינות שהבנקים שלהן מוזגו עם חברות ביטוח). אחת הסיבות לכך שבישראל לא נוצרו קונגלומרטים פיננסיים היא המגבלות שהוטלו על הבנקים (כגון המגבלה בתחום החזקות ראליות). אולם הבנקים וחברות הביטוח בישראל כן מחזיקים, כאמור, זה בהון זה (ללא שליטה), ובנקים מחזיקים בהון חברות-בנות העוסקות בפעילויות בשוק ההון (כגון חיתום הנפקות, ניהול תיקי השקעות). לכן גם במובן ההוני (במקביל לחפיפה האמורה בתחום שיווק וניהול המוצרים הפיננסיים – כלומר האוניברסליות של המתווכים) ישנם קשרים רבים בין המתווכים הפיננסיים השונים הפועלים בישראל.

על רקע האמור לעיל, נפרט את הבעיות במבנה הפיקוח הקיים היום בישראל:

- **אין ראייה כוללת של שוק ההון והכספים בישראל ולא קיים גוף שתפקידו לנווט את כלל השוק**. ייתכן אף שהיעדר גוף כזה הוא שהוביל

לשוק כספים ריכוזי שאין בו מגוון מתווכים פיננסיים, ולאי קידום של רפורמות שהוצעו בתחום מבנה שוק הכספים.

- **אין מדיניות פיקוח עקבית בין המפקחים השונים, ובין המפקחים על אותו סוג של מתווכים פיננסיים בזמנים שונים.** מצב זה אינו מאפשר ליצור קוד התנהגות, שהוא חיוני ליצירת מסורת של ציות לפיקוח.
- **הפיקוח על הגופים השונים בנוגע לאותן פעילויות אינו זהה –** הן בכללי הפיקוח והן בעצמת הפיקוח. פערים אלה מתבטאים בהסדרה של הפעילות, בדיווח לציבור ולרשויות, בביקורת, באכיפה ובענישה.
- **אין תיאום בין גופי הפיקוח השונים וקיימות סתירות היוצרות בלבול.** מבקר המדינה התייחס לסוגיה זו בדוח האחרון שלו לשנת 2003, בהקשר לפעילות יועצי השקעות ומנהלי תיקי השקעות, אשר נתונים לפיקוחה של רשות ניירות ערך ופועלים ברובם במסגרת הבנקים, המפוקחים על ידי המפקח על הבנקים.⁹
- ישנם **תחומים לא מפוקחים.** דבר זה יוצר תחרות לא הוגנת בין המתווכים השונים ועלול ליצור דילמה בין הצורך לציית לחוק לבין הצורך לשרוד בתחרות.

2. הצעה למבנה הפיקוח על שוק ההון והכספים בישראל

על רקע הדברים האמורים מוצע להלן מודל עקרוני לשינוי מבנה הפיקוח על המוסדות והשווקים הפיננסיים בישראל. הצעה מציגה מסגרת כללית לפיקוח על שוק ההון, ואם היא תאומץ, תידרש עבודה רבה בגיבוש הפרטים השונים והרבים אשר קביעתם הכרחית לצורך יישום ההצעה.

הקמת גוף פיקוח אחד על המוסדות והשווקים הפיננסיים בישראל ("הרשות לפיקוח על המוסדות והשווקים הפיננסיים")

מוצע להקים רשות פיקוח אחת על השווקים, על המוסדות הפיננסיים, ועל היועצים הפיננסיים. רשות זו תחליף את שלושת גופי הפיקוח העצמאיים הפועלים כיום ותאחד ביניהם: הפיקוח על הבנקים, הפיקוח על הביטוח ועל שוק ההון, והרשות לניירות ערך. ההתקדמות לקראת הקמת הרשות תהיה מדורגת, ותתחיל בהקמה מיידית של צוות שיכין את התשתית, כפי שמתואר להלן.

9 דוח מבקר המדינה 54 ב' לשנת 2003.

א. מאפיינים כלליים:

- תוקם רשות אחת לפיקוח, רישוי ואכיפה של כלל פעילות המוסדות והשווקים הפיננסיים.
- הרשות תרכז את נושא הטיפול בצרכנים: תלונות הציבור, מענה לשאלות ומתן מידע לציבור, וכמו כן תמנה נציב תלונות ציבור אחד שיפעל במסגרת הרשות.
- הרשות לפיקוח תהיה רשות סטטוטורית עצמאית (ראו דיון בהמשך).
- הרשות תדווח לציבור, לממשלה ולכנסת על פעילותה ועל דרך השגת מטרותיה.
- ראש הרשות יגיש דין וחשבון לכנסת ולוועדת הכספים בנוגע לפעילות הרשות.

ב. מטרות הרשות:

- פיקוח על יציבות המוסדות והשווקים הפיננסיים.
- יצירת נורמות פיקוח עקביות לפעילויות דומות, והגברת ההרמוניזציה בתחומים הבאים:
 - ❖ הסדרה של יציבות, ניהול ומניעת ניגודי עניינים.
 - ❖ דיווח לציבור ולרשויות.
- טיפול בצרכנים: טיפול בפניות ובתלונות הציבור ודאגה לפעילות הוגנת של המתווכים ושל השווקים הפיננסיים (ראו דיון בהמשך).
- שימוש יעיל במקורות הפיקוח (ראו דיון בהמשך).

ג. דירקטוריון הרשות

יוקם דירקטוריון לפי חוק, אשר יפקח על מנהלי הרשות, ייעץ להם כיצד ויכול להשיג את מטרות הרשות, ויאשר את תקציבה.

ד. מבנה הרשות

בשל מורכבות הפיקוח, הרשות תיבנה באופן מטריציוני שיכלול מחלקות פיקוח לפי עיסוקים פיננסיים ולפי תחומים. הרשות תורכב מארבע מחלקות פיקוח על יציבות, ומארבע מחלקות רוחביות חוצות תחומים שיעניקו שירותים לכל ארבע מחלקות הפיקוח.

מחלקות הפיקוח:

1. פיקוח על הבנקים (כולל על תכניות חיסכון).
2. פיקוח על הביטוח: פיקוח על חברות וסוכנים, כולל על פעילות שיווק ביטוח שאינה מבוצעת בחברות הביטוח.

3. פיקוח על השוק הסחיר: פיקוח על שוק ניירות הערך, תשקיפי חברות, גילוי נאות, ועל בנקים להשקעות המציעים שירותי חיתום ואנליזה.
4. פיקוח על מנהלים בנאמנות של כספי הציבור: קרנות פנסיה, קופות גמל, קרנות נאמנות, מנהלי תיקים ויועצי השקעות.

מחלקות חוצות תחומים:

1. שירותים לוגיסטיים: מערכת מידע משותפת, דיווח חשבונאי, ייעוץ משפטי או ייעוץ חקיקה.
2. טיפול בצרכנים.
3. אכיפה כולל חקירות.
4. רישוי.

ה. לרשות יהיה מנגנון תיאום מיוחד עם הגופים הבאים: בנק ישראל (כמתואר בהמשך), הממונה על ההגבלים העסקיים, שלטונות המס, הרשות להלבנת הון. מסגרת התיאום תיקבע באופן רשמי.

1. עצמאות הרשות

תנאי ראשון להקמת רשות פיקוח שתוכל להשיג את מטרותיה בשמירה על יציבות המגזר הפיננסי הוא ליצור מנגנונים שיבטיחו את עצמאותה – הן מלחצים פוליטיים והן מלחצים של המגזרים המפוקחים. החשיבות של עצמאות ואי תלות רשות הפיקוח המוצעת מקבילה לחשיבות שיש לעצמאות הבנק המרכזי כדי להשיג יציבות מוניטרית. סוגיה זו נידונה בהרחבה לאחרונה על ידי ה-IMF (Quintyn and Taylor, 2002).¹⁰ העדויות על המשברים הפיננסיים הסיסטמטיים של שנות התשעים הראו שכמעט בכל המדינות שחוו משבר, הוא הועמק בגלל היעדר עצמאות פוליטית של רשות הפיקוח. תלות זו באה לידי ביטוי הן בשיקולים ולחצים פוליטיים שהופעלו במקרים שונים של פשיטות רגל של מתווכים פיננסיים, והן באי יכולתו של הגוף המפקח להגיב במהירות, עקב ההכרח לעבור מסלול ארוך ואטי של אישורים

¹⁰ “The independence of regulatory agencies matters from the point of view of financial sector stability for many of the same reasons that the independence of central banks matters for monetary stability and that independence of both agencies will reinforce each other in achieving the overall goal of financial stability”. P. 4.

כדי להתאים נוהלי עבודה. חשוב להדגיש סוגיה זו בהקשר של ישראל, בפרט על רקע העובדה שיישום הקמת הרשות המוצעת יהיה כרוך בהוצאת הפיקוח על הבנקים מהבנק המרכזי. כיום הפיקוח על הבנקים נהנה מעצמאות רבה בזכות העצמאות של הבנק המרכזי ושל הנגיד העומד בראשו. עצמאות זו צריכה להישמר במסגרת הרשות החדשה שתוקם.

עצמאות הרשות צריכה להיות מעוגנת בחוק ולהתבטא בין היתר בכך שהיא תהיה מופרדת ממושרדי הממשלה (משרד האוצר); בתנאי המינוי וההדחה של ראש הרשות (אשר ייקבעו בחוק ולא יהיו תלויים בהחלטות שיקבל ראש הרשות או בהתבטאויותיו); ביכולת של הרשות לקבוע כללים ונהלים לפיקוח ללא אישור הדרגים הפוליטיים; בהגנה חוקית על המפקחים בביצוע עבודתם; ובעצמאות בענייני תקציב (גודלו ודרכי השימוש בו).

ז. טיפול בצרכנים

תפקיד השמירה על יציבות המוסדות הפיננסיים יכול לעתים לעמוד בניגוד עניינים עם נושא הטיפול בצרכנים. ייתכן גם שיתעוררו חילוקי דעות בגוף הפיקוח לגבי כמות המשאבים שיש להקצות להגנה על תחום היציבות לעומת אלה שיש להקצות לטיפול בצרכנים. סיבות אלה הובילו את אוסטרליה ליישם מודל פיקוח הכולל שני גופים נפרדים: גוף האמון על יציבות המתווכים והשווקים הפיננסיים, וגוף אחר האמון על טיפול בצרכנים. עם זאת, רוב המדינות שיישמו שינויים במבנה הפיקוח על השווקים והמתווכים הפיננסיים, ובראשן בריטניה וגרמניה, בחרו לא להפריד את תחום הטיפול בצרכנים מהגוף המפקח על היציבות. גם ההצעה הנוכחית היא להקים בישראל גוף אחד לפיקוח אשר יכלול את נושאי היציבות יחד עם נושא הגנת הצרכן. הסיבות העיקריות לכך הן:

- הפרדת נושא הטיפול בצרכנים, אשר תתבטא בין היתר באחריות מיניסטרילית ותפקודית שונה על שני הנושאים, עלולה להוביל לסתירות ולחוסר יכולת להכריע בסוגיות שיועלו.
- יש אפשרות ליישם מודל המצמצם את ניגודי העניינים האמורים בין הגנה על יציבות לבין הטיפול בצרכנים, שישמור על יכולת הכרעה. לפי מודל זה – שני הנושאים יטופלו במחלקות נפרדות, והטיפול בצרכנים לא ייעשה על ידי המפקחים על היציבות (המפקח על הבנקים, על הביטוח וכו'). במקרים של ניגודי עניינים, מפקח-העל של הרשות המוצעת הוא זה שיכריע.

ח. הגדלת יעילות הפיקוח וחיסכון בעלויות

איחוד של פעילות הפיקוח הנעשית כיום על ידי שלושה גופים נפרדים צפוי להוביל לחיסכון בעלויות בתחומים שיש בהם כיום כפילויות. מדובר בכל הנושאים שהצענו לכלול במחלקות חוצות תחומים: רישוי, שירותים לוגיסטיים – ביניהם שירותים משפטיים ואיסוף מידע ועיבודו, טיפול בפניות ובתלונות הציבור, טיפול בהוראות הרשות להלבנת הון וכו'. מלבד חיסכון כספי שיתאפשר בעקבות איחוד הפונקציות האלה, נראה שתגבר גם היעילות הכלכלית בפיקוח על המתווכים הפיננסיים הפועלים בחלק מהמקרים בתחומים זהים ומציעים מוצרים דומים או זהים, בעקבות **הגדלת העקביות וההרמוניזציה** בין הוראות הפיקוח על המתווכים השונים. יש עדות משלוש מדינות שביצעו איחוד רשויות על קיומם של יתרונות לגודל. דנמרק, נורבגיה ושוודיה יישמו את האיחוד לפני כעשור וחצי. לטענת חוקרי ה-IMF (Taylor and Fleming, 1999), בשלוש המדינות דווח על חיסכון בעלויות ועל יתר יעילות בפיקוח בעקבות איחוד הרשויות. החוקרים הסיקו כי היתרונות לגודל בגוף מאוחד רלוונטיים במיוחד למשקים קטנים שבהם המגזר החוץ-בנקאי מצומצם. ראוי לציין כי מעבר לניסיון של מדינות סקנדינביה, אין ללמוד עדיין מהניסיון של מדינות אחרות בעולם שעברו למודל של רשות אחת לפיקוח על שוק ההון והכספים, כיוון שברובן היישום נעשה בשנים האחרונות ולא עבר די זמן כדי ללמוד ממנו על סוגיה זו.

ט. מימון פעילות הרשות

הכספים לפעילות הרשות יתקבלו מעמלות שייגבו מהגופים המפוקחים. מודל זה מיושם באנגליה ובגרמניה, וכן ברשות לניירות ערך בישראל.

י. הקשר עם הבנק המרכזי

חשוב למסד את הקשר של רשות הפיקוח המוצעת עם הבנק המרכזי, על רקע היותו של האחרון הבנקאי של הממשלה, היועץ הכלכלי של הממשלה, אחראי על המדיניות המוניטרית המבוצעת דרך הבנקים והשווקים, ומלווה לשעת חירום למערכת הבנקאות. מוצע כי תהיה ועדת תיאום בין רשות הפיקוח והבנק המרכזי, אשר תתכנס באופן קבוע, ופעילותה תעוגן במסמך הבנות בין שני הגופים בנוגע לשיתוף הפעולה ביניהם בזמנים רגילים ובעתות משבר (בדומה לקיים בבריטניה). כמו כן, לבנק המרכזי יהיה כאמור נציג בדירקטוריון של רשות הפיקוח.

במקביל, הבנק המרכזי ימשיך לדאוג ליציבות הפיננסית הכוללת, במסגרת התחום שהוקם בבנק ישראל ועוסק בטיפול בנושא זה, בדומה למצב בבנקים מרכזיים רבים במדינות מערביות.

יא. תקופת מעבר עד להקמת הרשות

מוצע כי עד להקמה ולהפעלתה השוטפת של הרשות לפיקוח על המוסדות והשווקים הפיננסיים תיקבע תקופת מעבר של שלוש שנים. בתחילת התקופה הממשלה תכריז על הקמת רשות הפיקוח, וימונו ראש הרשות, דירקטוריון הרשות וצוות פעולה אשר יכלול את המפקח על הבנקים, המפקח על הביטוח ועל שוק ההון, ראש הרשות לניירות ערך, ונציגי ציבור. כל אלה יחלו בטיפול בנושאי החקיקה ובנושאים האחרים שיידרשו לצורך הקמת הגוף האמור, וידווחו לשר האוצר ולנגיד בנק ישראל על ההתקדמות ועל לוחות זמני הביניים. בתקופת המעבר ייתכן שיאוחדו באופן הדרגתי חלק מהגופים כמו אגף שוק ההון והרשות לניירות ערך. כמו כן אפשר לשקול איחוד הדרגתי של פעולות בנושאי צרכנות.

בשלב השני תוקם בחקיקה רשות פיקוח סטטוטורית עצמאית.

3. יתרונות וחסרונות של הקמת גוף פיקוח מאוחד, בהשוואה לגוף מתאם

היתרונות של הקמת גוף פיקוח אחד:

- א. גוף פיקוח אחד יראה את כלל שוק ההון והכספים בישראל ולא רק את היחידות השונות הפועלות בו. מצב זה עשוי להגביר את התחרות בשווקים הפיננסיים ולפתח תיווך פיננסי מושתת על מגוון מתווכים.
- ב. גוף זה יאפשר שמירה טובה יותר על ענייניו של הציבור במצבים של ניגודי עניינים בין המפקחים על המתווכים השונים.
- ג. גוף מאוחד יאפשר ליהנות מיתרונות לגודל, להתמחות, ולמגוון בפיקוח (כגון איחוד מערכות ואיסוף מידע, איחוד הוראות פיקוח וניצול המומחיות של העובדים בפיקוח על מוסדות מסוג אחד לצורך פיקוח על מוסדות פיננסיים מסוג אחר). לכן יתאפשר גם לצמצם עלויות פיקוח.
- ד. מערך הפיקוח המאוחד יאפשר פעולה מתואמת מול המתווכים הפיננסיים ולכן יצמצם את הסרבול הרגולטורי שהם מתמודדים עמו כיום.
- ה. גוף פיקוח אחד יאפשר גמישות ביכולת להגיב לשינויים החלים

בשווקים הפיננסיים, כגון היווצרות של מוצרים פיננסיים חדשים או מתווכים פיננסיים חדשים.

ו. גוף פיקוח אחד יאפשר **יתר עקביות בפעילות הפיקוח על המוסדות השונים**, בפרט במבנה המוצע לעיל, שיהיו בו מחלקות רוחב שיעניקו שירותים (זהים) לכלל מחלקות הפיקוח על המוסדות השונים (חקיקה, דיווח חשבונאי, פניות ציבור וכו').

ז. גוף מאוחד **יפעל להגברת הפיקוח על גופים חוץ-בנקאיים** העוסקים בניהול כספי ציבור, ואשר ייתכן כי בעתיד משקלם בשוק הכספים יגדל, עם יישום רפורמות במבנה העיסוקים של המתווכים הפיננסיים.

ח. הפרדת הפיקוח על הבנקים מבנק ישראל והפרדת הפיקוח על הביטוח, על שוק ההון ועל הפנסיה מהאוצר – **יפעלו לצמצום הפוטנציאל לניגוד עניינים הקיים במבנה הנוכחי** (בין הפיקוח על הבנקים לתפקידיו האחרים של בנק ישראל, כגון מתן ייעוץ כלכלי לממשלה והשמירה על היציבות המוניטרית; ובין הפיקוח על הביטוח, על שוק ההון ועל הפנסיה לבין האוצר בהיותו לווה גדול מאוד מהציבור הרחב לצורך מימון חלק מתקציב הממשלה).

החסרונות העיקריים של הקמת גוף פיקוח אחד:

א. יש **חשש כי הרשות שתוקם לא תהיה עצמאית לחלוטין** משיקולים פוליטיים ומלחצים של הגופים המפוקחים – בניגוד למה שמוצע לעיל. כפי שצוין, עצמאות הרשות מהווה תנאי הכרחי ליכולתה לשמור על יציבות המתווכים והמגזר הפיננסי. במסגרת זו הוצאת הפיקוח על הבנקים מהבנק המרכזי והעברתו לגוף שאינו עצמאי לחלוטין תוביל לצמצום החופש שיש לפיקוח על הבנקים כיום ולכן תהווה פתרון נחות מהמצב הקיים היום.

ב. יצירת רשות פיקוח המאחדת את כל שלוש הרשויות החשובות עלולה ליצור גוף בעל **סמכויות רחבות וכוח רב מדי**. בעיה זו דורשת טיפול מראש, שיכלול יצירת איזונים ובלמים ודרגי ערעור.

סיכום דיון

הדיון במסגרת מושב מתווכים ושווקים פיננסיים התמקד בסוגיות הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון ובאמצעים הנחוצים על מנת להתמודד עמן.

ריכוזיות בשוק ההון

מקור חילוקי הדעות בסוגיית הריכוזיות הוא התחלופה בין יעילות ותחרותיות לבין יציבות. ככל שיש יותר מתווכים פיננסיים בעלי נתח שוק קטן, המערכת תחרותית יותר, אך היציבות של כל מתווך ומתווך נמוכה יותר. יחד עם זאת, הנזק למשק כתוצאה מקריסה של מתווך פיננסי קטן נמוך לאין שיעור מהתמוטטות של בנק המחזיק נתח נכבד מהשוק. לתחלופה בין יעילות ליציבות חשיבות מכרעת בתחום של קופות גמל וקרנות נאמנות. לכן, גם אם מחליטים להוציא את הבעלות עליהן מידי הבנקים, מן הראוי להתייחס גם לשאלות כיצד מוכרים ולמי מוכרים, במיוחד את קופות הגמל. על מנת למנוע זעזועים במשק חשוב לבצע את התהליך בהדרגה.

הפרדת הבעלות על קופות גמל וקרנות נאמנות מידי הבנקים

בסוגיה זו נחלקו הדוברים בין אלה שתמכו בהוצאה מוחלטת של הבעלות מידי הבנקים לבין אלה שהתנגדו להוצאה מוחלטת.

הטיעונים העיקריים בעד ההפרדה:

- שוק ההון הישראלי יוצא דופן בעולם המערבי בכך שהוא מתאפיין הן בריכוזיות גבוהה והן במגוון עיסוקים רחב, דבר שמביא לתחרותיות נמוכה כל כך.
- היתרונות לגודל מתמצים בבנקים שגודלם עד 10% מהמערכת בלבד. משקל שני הבנקים הגדולים בישראל גדול הרבה יותר ולכן ראוי לנקוט צעדים להקטנתם.
- מחקרים רבים שנערכו הראו כי הריכוזיות הגבוהה בשוק ההון פוגעת בתחרותיות והנפגעים העיקריים הם משקי הבית. נמצא קשר ישיר בין עצמת הריכוזיות לפערי הריבית. ישנם מחקרים אשר מראים ניצול ברור של ניגודי עניינים.
- קופת גמל היא מתווך פיננסי, תחליפי לבנק. היא מקבלת הפקדות מהציבור ומשקיעה אותן. ניתוק הבנקים מקופות הגמל יאפשר להן להתחרות עם הבנקים כגורם מממן ובכך להקטין את הריכוזיות בתחום האשראי.

הטיעונים העיקריים נגד ההפרדה:

- סוגיית ניגודי העניינים אינה קיימת כיום כיוון שניהול הקופות והקרנות בבעלות הבנקים מתבצע על ידי דירקטוריון חיצוני וועדת ההשקעות מורכבת מרוב של חברים חיצוניים, כולל העומד בראשה. היחומות הסיניות' הקיימות הן גבוהות, יעילות ואפקטיביות.
 - פוטנציאל לניגודי עניינים תמיד קיים, גם אצל מתווכים פיננסיים חוץ-בנקאיים, אלא שאצלם הפיקוח והפרדת העיסוקים מצומצמים באופן ניכר ביחס לבנקים. גם הריכוזיות בענפים אחרים כמו הביטוח גבוהה, ולכן מכירת הקופות והקרנות לחברות ביטוח לא תפתור את הבעיה אלא רק תשנה את מיקומה.
 - ריכוזיות המערכת הבנקאית מאפיינת ארצות מפותחות ומתקדמות כמו פינלנד והולנד. משקלו של הבנק הגדול בהולנד מגיע ל-70% מהמערכת הפיננסית.
 - נכסי קופות הגמל הם נזילים. זעזוע בבעלות אשר יערער את האמון של הציבור בניהול הקופות יכול להביא להוצאה המונית של הכספים מהן. הציבור הרחב לא יפקיד את כספו בגופים קטנים שאמינותם מפוקפקת. הציבור מעוניין לנהל את כל נכסיו בבנק שרמת הסיכון שלו נמוכה מאוד ביחס לחברות ברוקרים פרטיות ובנקים להשקעות.
 - יש בהצעות פגיעה בזכויות הקניין של בעלי המניות בבנקים ופגיעה בזכותו של הציבור לנהל את החיסכון הפנסיוני שלו.
 - הוצאת הקופות והקרנות מידי הבנקים תיצור מערכת פיננסית לקויה ביחס לשווקים זרים ותקטין את כושר התחרות של שוק הפיננסיים הישראלי בזירה הגלובלית.
 - ההצעות של הצוות מחזקות את מעורבות הרגולציה במשק ופוגעות בחופש הפעולה של כוחות השוק.
 - תמחור הקופות והקרנות טומן בחובו קושי הנובע מנזילות הנכסים ומחוסר הוודאות לגביהם.
- מרבית המתנגדים הביעו תמיכה בצעדים מתונים כמו הוצאת חלק מהנכסים של הבנקים לניהול חיצוני, הקמת תאגידים נפרדים לניהול הנכסים, הגבלת ניהול הכספים על ידי ועדת השקעות אחת, חקיקת חוק ראשי לפיקוח על קופות גמל, הגברת השקיפות בניהול הנכסים, הקלת המעבר בין הבנקים והעברת נכסים מבנק לבנק. כמו כן עלה הצורך לאפשר מתכונות של הסכמי הפצה בנוגע לקופות גמל וקרנות נאמנות.
- אחת הטענות שהעלו נציגי הבנקים הקטנים והבינוניים היא כי יש

להציע פתרונות שונים לשני הבנקים הגדולים, המרכזים כ-60% מהשוק, ולבנקים האחרים אשר נתח השוק שלהם אינו פוגע בתחרותיות. לפי דעה זו, יש לעודד את הבנקים הקטנים להתפתח ולהתמזג על מנת ליצור ארבע קבוצות בנקאיות חזקות במשק.

הצעה נוספת שעלתה היא לבצע פיצול חלקי על ידי מתן היתר לבנקים לשלוט באופן מלא בחלק קטן מהקופות והקרנות ולא לאפשר להם להיות שותפים רק ב-20% בכל קופה או קרן שבבעלותם, כפי שהציע הצוות. מספר דוברים ציינו את חשיבות קיום ביטוח פיקדונות כפי שמקובל בכל מדינות המערב.

בעלות צולבת בין בנקים לחברות ביטוח

מבין הבנקאים שהשתתפו בדיון היו שיצאו נגד הקשר בין בעלות על חברות ביטוח למתן היתר לשווק ביטוח. לטענתם בעלות הבנקים בחברות ביטוח היא בעלות פיננסית גרדא כמו בכל חברה אחרת והם אינם שותפים לניהול חברות הביטוח.

שיווק ביטוח על ידי בנקים

כל הדוברים בנושא הסכימו כי מתן אפשרות לבנקים לעסוק בשיווק והפצה של ביטוח ופנסיה תאפשר לייעל את השוק, תגדיל את תועלת הצרכן ותאפשר לבנקים ליהנות מיתרונות לגודל. יחד עם זאת נטען כי יש לחוקק חוק ייעוץ ושיווק בביטוח כפי שקיים בכל המדינות המתקונות, בגלל המאפיינים המיוחדים של התחום. ברגע שההיבטים השונים של העיסוק בביטוח יוסדרו בחוק, כל מי שעומד בקריטריונים יוכל לעסוק בשיווק והפצה של ביטוח.

ייעוץ ושיווק פיננסי

היו דוברים שציינו כי חוק הייעוץ הקיים צריך להשתנות. החוק הנוכחי יוצר ניגוד עניינים מבני כיוון שהוא מחייב את הבנק להעניק ללקוח ייעוץ אובייקטיבי בזמן שהבנק מרוויח רק ממכירת המוצרים שלו. הבנק נדרש להעמיד את מערך הייעוץ והשיווק שלו לטובת מוצרים של גופים זרים מבלי לקבל על כך כל תמורה. יש לבטל את מערך הייעוץ החובה הקיים כיום בבנקים ושאינו ממומן על ידי הלקוחות ולהפוך את הייעוץ לשירות בתשלום שכל בנק יחליט כיצד הוא רוצה לקיימו. כמו כן נטען כי יש לאפשר לבנקים לגבות תשלום בעבור שיווק מבלי שהרגולטור יתערב בגובה עמלת השיווק. גובה העמלה צריך להיקבע בשוק החופשי.

רגולציה ופיקוח

ראש הרשות לניירות ערך, משה טרי, הציג את גישתו בתחום הפיקוח. הגישה מבוססת על שלושה עקרונות: שקיפות, אכיפה ואחידות. באחידות, הכוונה היא לאחידות בכללים ולאחידות ותאימות עם כללי הרגולציה במשקים אחרים במערב. אותם כללים צריכים לחול על כל היועצים הפיננסיים, המוצרים הפיננסיים והשחקנים. הוא ציין את חשיבות שיתוף הפעולה בין המפקחים השונים על מנת ליצור אחידות בכללים.

יציבות פיננסית

אביה ספיבק, המשנה לנגיד בנק ישראל, טען כי הסיכון במשק הישראלי מתואם במידה גבוהה עם הסיכון בארצות המתפתחות. המשמעות של כך היא שהמשק הישראלי נמצא באינטגרציה עם משקים אחרים, כך שצריך לראות את השוק הישראלי יותר ויותר כחלק מהשוק הגלובלי. היציבות שהגענו אליה היא תוצאה משולבת של הרגיעה בשווקים העולמיים ושל המדיניות המוניטרית והפיסקלית של בנק ישראל והממשלה.

אחד המדדים הבולטים ליציבות פיננסית הוא היחס בין ההון לרכיב הסיכון. יחס זה עלה מ-9.9 ל-10.3 בשנה האחרונה. משקל הבנקים באשראי למגזר הפרטי גדול מאוד בהשוואה בינלאומית, אם כי ב-15 השנים האחרונות ניכרת מגמה של ירידה ותחילת היווצרותו של שוק אשראי חוץ-בנקאי.

עמדתו של נגיד בנק ישראל, דוד קליין: המצב הנוכחי בשוק הפיננסיים מאופיין בשלושה פגמים:

1. חוסר תחרותיות הפוגע בלקוחות, במפקידים ובלוויים.
2. ריכוזיות הפוגעת ביציבות ומסכנת את המערכת כולה.
3. פגיעה בצמיחה בגלל חוסר יכולת לפתח שוק הון אמתי. שערי הריביות לטווח הארוך גבוהים יותר מאלו שהיו מתקיימים לו הייתה תחרות אמיתית.

הפרדה בין ניהול לבעלות היא פגומה משום שהיא מנוגדת להיגיון הניהולי. אם ניהול ההשקעות יוצא מידי הבנקים, הבנקים לא יוכלו להיות אחראים לתוצאות. לכן, יש להוציא גם את הבעלות וגם את הניהול מידי הבנקים. כל הפרדה חלקית תחייב להמשיך במדיניות של 'חומות סיניות'. אם החומות קשוחות מדי – הן יוצרות עיוותים חמורים בשוק ההון. אם הן רכות מדי – הן מקטינות את האמינות של השוק.

הבנקים כיום מונעים כניסה של מתחרים זרים ומוכנים לשאת בהפסדים לפרק זמן ארוך על מנת לחסל כל ניסיון לתחרות. הפרדת קופות הגמל וקרנות הנאמנות מידי מהבנקים תהווה מנוף לכניסת משקיעים זרים. תנאי הכרחי לבניית שוק חוץ-בנקאי בתנאים הנוכחיים, הוא חסימה של הבנקים. אם רוצים לאפשר לגופים חוץ-בנקאיים להתפתח, חסימה זו חיונית. אחרת ייווצרו שני קונגלומרטים פיננסיים שיעשו בשוק ההון הישראלי כרצונם. בתחום ההפצה, ראוי להישען על יכולת ההפצה של המערכת הבנקאית, אך יש לפתח גם ערוצי הפצה נוספים, למשל דרך סוכני הביטוח או באמצעות הפצה אלקטרונית.

בתחום הייעוץ, אם ההפרדה תבוצע באופן מלא, גם פניו של חוק הייעוץ ישתנו ללא היכר. כאשר לא יהיה אינטרס של בעלות, הייעוץ יפעל לטובת הלקוח בלבד. בהחלט יהיה אפשרי לשלב ייעוץ עם הפצה.

עמדתו של מנכ"ל משרד האוצר, יוסי בכר: מדיניות משרד האוצר היא להגביר את התחרותיות בשווקים. אין לנו כוונה לפגוע ביציבות הבנקים, שכן בנקים חזקים ורווחיים חיוניים למשק. יחד עם זאת, אין להתעלם מבעיות הריכוזיות וניגודי העניינים. לגבי הפתרון, כפי שאמרו מרבית הדוברים, אין אמת מוחלטת ואין נוסחה מדויקת להשגת היעד של התחרות. בכל אופן, המטרה של הוועדה שאני עומד בראשה היא להביא ליישום פתרון הדרגתי אשר ישנה את פני שוק ההון. בתחום ההפצה, אנו רוצים להרחיב את רשתות ההפצה הקיימות במשק ולבחון כיצד אפשר להשתמש בהן בצורה היעילה ביותר.

המשתתפים בכנס הכלכלי השנים-עשר

חברת ועדת הכספים, כנסת ישראל	ח"כ רוחמה אברהם
נשיא בית הדין הארצי לעבודה	השופט סטיב אדלר
המדען הראשי, משרד התעשייה, המסחר והתעסוקה	ד"ר אלי אופר
יו"ר הבורסה לניירות ערך	פרופ' יאיר אורגלר
חבר ועדת הכספים, כנסת ישראל	ח"כ חיים אורון
שר העבודה והרווחה	השר זבולון אורלב
סמנכ"לית מחקר ותכנון, המוסד לביטוח לאומי	גבי לאה אחדות
יו"ר המועצה לביטחון לאומי	האלוף גיורא איילנד
נשיא התאחדות המלונות בישראל	מר אבי אלה
נשיא התאחדות המלאכה והתעשייה בישראל	מר יהודה אלחדף
היועצת הכלכלית לוועדת הכספים, כנסת ישראל	גבי סמדר אלחנני
מנהל מינהל מקרקעי ישראל	מר יעקב אפרתי
ראש המכון למדיניות ואסטרטגיה, המרכז הבינתחומי, הרצליה	ד"ר עוזי ארד
משרד יגאל ארנון עורכי דין	עו"ד יגאל ארנון
ראש עיריית אור יהודה	מר יצחק בוכבזה
מנכ"ל משרד האוצר	רו"ח ד"ר יוסי בכר
יו"ר דירקטוריון בנק ירושלים בע"מ	מר דוד בלומברג
מנכ"ל התאחדות התעשיינים	מר יורם בליזובסקי
רווה רביד רו"ח	רו"ח אורית בליטנטל
יו"ר ההסתדרות הרפואית	ד"ר יורם בלשר
מנכ"ל סנטרי טכנולוגי גרופ	אלוף (מיל') איתן בן אליהו
עמית בכיר במכון הישראלי לדמוקרטיה; המחלקה לכלכלה, האוניברסיטה העברית בירושלים	פרופ' אבי בן-בסט
החוג למדיניות ציבורית, אוניברסיטת תל-אביב	ד"ר דן בן דוד
גרוס קלינהנדרלר חודק ושות'	עו"ד תמר בן דוד
מנכ"ל מבטחים החדשה	מר אלי בן חמו
הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת תל-אביב	פרופ' רות בן ישראל
ראש אגף תקציבים במשרד הביטחון ויועץ כספי לרמטכ"ל	תא"ל ד"ר שמואל בן צבי
מנכ"ל המוסד לביטוח לאומי	ד"ר יגאל בן שלום
סמנכ"ל משאבי אנוש, קבוצת "טבע"	מר חיים בנימיני
ראש תחום שוק ההון, מחלקת המחקר, בנק ישראל	ד"ר חדוה בר
מנכ"ל משרד הפנים	רו"ח גדעון בר לב
לשעבר יו"ר התאגדות המנהלים בבתי-הספר העל יסודיים	ד"ר אהרון בר-עוז
יועץ כלכלי; לשעבר מנכ"ל משרד האוצר	מר דוד ברודט
נשיא אוניברסיטת בן גוריון בנגב	פרופ' אבישי ברוורמן
מנכ"ל הבורסה לניירות ערך	מר שאול ברונפלד
גולדשטיין סבו טבת רו"ח	רו"ח ליעד ברזילי
ראש תחום הסקטור הציבורי, בנק ישראל	ד"ר עדי ברנדר
דיקן מייסד, בית ספר אריסון למנהל עסקים, המרכז הבינתחומי, הרצליה	פרופ' אמיר ברנע
לשעבר שר התיירות	מר עוזי ברעם
נשיא ויו"ר גאון אחזקות בע"מ	מר בני גאון

יו"ר מועצת המנהלים של יפעילים חברה להשקעות	מר יורם גבאי
מנהל רשות החברות הממשלתיות, משרד האוצר	עו"ד איל גבאי
גביש גולדברג	עו"ד משה גביש
ראש תחום מוניטארי, מחלקת מחקר, בנק ישראל	ד"ר יוסי גיברה
מנכ"ל יבין קבוצת יבנה	מר יעקב גדיש
גולשטיין סבו טבת רו"ח	רו"ח אלי גולדשטיין
יועצת משפטית לאגף הסכמי שכר, משרד האוצר	עו"ד אורנה גייל
יועצת כלכלית; לשעבר ממונה על אגף הכנסות המדינה במשרד האוצר	גב' ציפי גל ים
מנכ"ל פלאפון תקשורת בע"מ	מר יעקב גלברד
המנהל האקדמי של הכנס; המחלקה לכלכלה, האוניברסיטה העברית בירושלים	פרופ' ראובן גרונאו
מנכ"ל הבנק הבינלאומי הראשון	מר דוד גרנות
יו"ר כוח המשימה הלאומית לקידום החינוך בישראל; מנכ"ל כרמל VC בע"מ	מר שלמה דברת
ביה"ס למדיניות ציבורית וממשל, האוניברסיטה העברית בירושלים	ד"ר מומי דהן
חבר ועדת הכספים, כנסת ישראל	ח"כ ניסים דהן
מנכ"ל א. דורי חברה לעבודות הנדסה בע"מ	מר אורי דורי
נשיא המועצה הציונית בישראל	אלוף (מיל') עוזי דיין
מנכ"ל משרד התעשייה המסחר והתעסוקה	מר רענן דינור
BDO זיו האפט	רו"ח יורם האפט
הממונה על אגף התקציבים, משרד האוצר	מר קובי הבר
מנכ"ל ויו"ר גיזה ניהול השקעות בע"מ	מר זאב הולצמן
יו"ר מועצת המנהלים טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ	מר אלי הורביץ
יו"ר ועדת הכספים, כנסת ישראל	ח"כ אברהם הירשזון
ראש המחלקה המשפטית, רשות ההגבלים העסקיים	עו"ד מיכל הלפרין
יו"ר הראל חברה לביטוח	מר יאיר המבורגר
בית הספר למנהל עסקים, אוניברסיטת חיפה	פרופ' יצחק הרפז
חבר ועדת הכספים, כנסת ישראל	ח"כ יצחק הרצוג
ראש בית הספר לכלכלה ע"ש א. ברגלס, אוניברסיטת תל-אביב	פרופ' צבי הרקוביץ
מנכ"ל מקורות	מר רוני וולפמן
מנכ"ל שירותי בריאות כללית	מר זאב וורמברנד
מזכ"ל הסתדרות המורים	מר יוסי ווסרמן
מזכ"ל ויועצת משפטית, ההסתדרות הרפואית	עו"ד לאה ופנר
יו"ר איגוד הבנקים בישראל	מר פרדי וידר
חבר ועדת הכלכלה, כנסת ישראל	ח"כ אבשלום וילן
יו"ר קרן גבריאל שרובר	מר עוזי וקסלר
מנהלת ועדת הכלכלה, כנסת ישראל	גב' לאה ורון
יו"ר אינספייר השקעות בע"מ	מר אבירם ורטהים
מחלקת המחקר, בנק ישראל	פרופ' צבי זוסמן
מנכ"ל בנק הפועלים	מר צבי זיו
BDO זיו האפט	רו"ח שלמה זיו
המחלקה לכלכלה, אוניברסיטת בר-אילן	פרופ' בנימין זילברפרב

יו"ר האגף לכלכלה ולחברה, הסתדרות העובדים הכללית החדשה	עו"ד אפרים זילוני
החשב הכללי, משרד האוצר	ד"ר ירון זליכה
מרכזת המטה ליישום דו"ח קרמניצר-שנהר, משרד החינוך	גב' יהודית זמיר
המחלקה לכלכלה, האוניברסיטה העברית בירושלים	פרופ' יוסף זעירא
גרוס קלינהנדלר חודק ושות'	עו"ד דוד חודק
ראש עיריית תל-אביב	מר רון חולדאי
ראש ההתמחות במימון, המכללה למנהל	פרופ' ראובן חורש
סגנית מנהל מינהל השלטון המקומי, משרד הפנים	גב' אנה חזן
ראש המועצה המקומית יפיע; יו"ר ועדת המעקב של ערביי ישראל	מר שאוקי חטיב
מנכ"ל מועדון אנשי העסקים הערביים בישראל	ד"ר רמזי חלבי
מנכ"ל חריש יזמות בע"מ	מר מיכה חריש
נשיא התאחדות התעשיינים	מר עודד טירה
ראש הלישכה המשפטית של האגף לאיגוד מקצועי, הסתדרות העובדים הכללית החדשה	עו"ד דורית טנא
יו"ר הרשות לניירות ערך	מר משה טרי
לשעבר שר החינוך	מר אהרון ידלץ
לשעבר ראש אגף תקציבים במשרד האוצר	מר אורי יוגב
מנכ"ל בנק המזרחי	מר אלי יונס
מנכ"ל מכתשים אגן תעשיות בע"מ	מר שלמה ינאי
מנכ"ל משרד הביטחון	מר עמוס ירון
משנה לממונה על הכנסות המדינה, משרד האוצר	גב' פרידה ישראל
מנהל ועדת הכספים, כנסת ישראל	מר טמיר כהן
החוג לסוציולוגיה ולאנתרופולוגיה והחוג ללימודי עבודה, אוניברסיטת תל-אביב	פרופ' ינון כהן
חבר ועדת הכספים, כנסת ישראל	ח"כ יצחק כהן
חבר הוועדה לענייני ביקורת המדינה; הוועדה לזכויות הילד; ועדת החוץ והביטחון, כנסת ישראל	ח"כ רן כהן
יו"ר המזכירות הפדגוגית, משרד החינוך	פרופ' יעקב כץ
נשיא המכון הישראלי לדמוקרטיה	פרופ' אריק כרמון
יועצת משפטית, הפניקס הישראלי חברה לביטוח	עו"ד שירית כשר
יו"ר דירקטוריון דלתא-גליל תעשיות בע"מ	מר דב לאוטמן
המחלקה לכלכלה, האוניברסיטה העברית בירושלים	פרופ' דוד לב הרי
המחלקה לכלכלה, האוניברסיטה העברית בירושלים; מנהל מכון פאלק למחקר כלכלי בישראל	פרופ' ויקטור לביא
סגנית יו"ר הכנסת	ח"כ אתי לבני
שרת העלייה והקליטה	השרה ציפי לבני
שרת החינוך, התרבות והספורט	השרה לימור לבנת
שותף ומנכ"ל מרקסטיין קפיטל	מר רון לובש
לוצאטו את לוצאטו עורכי פטנטים	ד"ר אתי לוצאטו
לוצאטו את לוצאטו עורכי פטנטים	ד"ר כפיר לוצאטו
משרדי יגאל ארנון עורכי דין	עו"ד אמנון לורץ
המשנה ליועץ המשפטי לממשלה, משרד המשפטים	עו"ד דוידה לחמן-מסר
יו"ר דירקטוריון רכבת ישראל	רו"ח משה ליאון

כלכלן ראשי של בנק הפועלים מנכ"ל יומנטרה הפקולטה למשפטים והחוג ללימודי עבודה, אוניברסיטת תל- אביב	פרופ' ליאו ליידרמן עו"ד נחום לנגטל ד"ר גיא מונדלק
היועצת המשפטית, משרד האוצר יו"ר דירקטוריון בנק דיסקונט לישראל ביה"ס לאודר לממשל, דיפלומטיה ואסטרטגיה, המרכז הבינתחומי, הרצליה	עו"ד ימימה מזוז מר אריה מינטקביץ פרופ' רפי מלניק
חבר ועדת הפנים ואיכות הסביבה, כנסת ישראל מנכ"ל טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ עמית בכיר במכון הישראלי לדמוקרטיה; משרד חיים צדוק ושותי'	ח"כ עמרם מצנע מר ישראל מקוב עו"ד דן מרידור
יו"ר דירקטוריון בזק בינלאומי הרשות לתכנון כוח אדם והחוג ללימודי עבודה, אוניברסיטת תל-אביב	ד"ר ליאורה מרידור גבי רונית נדיב
מנהל משרדי לשכת התאום של הארגונים הכלכליים חברת ועדת הכספים, כנסת ישראל יו"ר דירקטוריון בנק הפועלים יו"ר המוסד לבוררות מוסכמת בשירות הציבורי שר האוצר	מר שלמה נוימן ח"כ אורית נוקד מר שלמה נחמה מר נחמן אורי השר בנימין נתניהו גבי ציפי סאמט ד"ר מאיר סוקולר
סגן מנהל מחלקת המחקר, בנק ישראל יו"ר דירקטוריון מבטחים החדשה חבר ועדת הכספים, כנסת ישראל משנה לנגיד בנק ישראל יו"ר דירקטוריון הפניקס הישראלי חברה לביטוח בע"מ יו"ר דירקטוריון קבוצת מגדל ראש עיריית רחובות מנכ"ל סלקום ישראל בע"מ	ד"ר מישל סטרבצינסקי מר שמואל סלאבין ח"כ ניסן סלומינסקי פרופ' אביה ספיק ד"ר אריה עובדיה מר אהרון פוגל מר שוקי פורר ד"ר יצחק פטרבורג ח"כ אופיר פינס-פו ד"ר קרנית פלוג מר סבר פלוצקר מר בני פפרמן
מנהל הרשות לתכנון כוח אדם, משרד התעשייה המסחר והתעסוקה עורך כלכלי, "מעריב" יו"ר הסתדרות העובדים הכללית החדשה ביה"ס לכלכלה, אוניברסיטת תל-אביב יועץ לתחום הרשויות המקומיות נשיא המכללה האקדמית ספיר מנכ"ל מרכז השלטון המקומי יו"ר מועצת המנהלים, מנפאואר ישראל בע"מ; נשיא חברת POC, חברה ליינוץ אסטטגי יו"ר פורום CFO	מר משה פרל מר עמיר פרץ פרופ' אפרים צדקה מר עוזי צובנר פרופ' זאב צחור מר דב קהת מר יוסי קוצניק גבי נגה קינן גבי ענת קינן

נגיד בנק ישראל	ד"ר דוד קליין
יו"ר המועצה לתכנון ובניה	מר עמרם קלעגי
יו"ר איגוד מנהלי מחלקות החינוך ברשויות המקומיות	מר אבי קמינסקי
המחלקה לכלכלה, האוניברסיטה העברית בירושלים	פרופ' יוגין קנדל
הפקולטה לניהול, אוניברסיטת תל-אביב	פרופ' שמואל קנדל
שותף ומנכ"ל מרקסטון קפיטל	מר אמיר קס
הממונה על הכנסות המדינה, משרד האוצר	מר מאיר קפוטא
לשעבר ראש עיריית קריית מלאכי	מר ליאור קצב
חבר ועדת הכספים, כנסת ישראל	ח"כ איוב קרא
לשעבר ראש עיריית בני ברק	הרב מרדכי קרליץ
רווח רביד רו"ח	רו"ח יגאל רביד
עמית בכיר במכון הישראלי לדמוקרטיה; ראש החוג למחשבת ישראל, האוניברסיטה העברית בירושלים	פרופ' אביעזר רביצקי
מנהל אגף המכס והמע"מ	מר איתן רוב
מנכ"ל החברה לישראל בע"מ	מר יוסי רוזן
לשעבר מנכ"ל מרכז השלטון המקומי	מר גיורא רוזנטל
מנכ"ל משרד התשתיות הלאומיות	מר אלי רוזן
ביה"ס לכלכלה, אוניברסיטת תל-אביב	פרופ' אסף רזין
המחלקה לגאוגרפיה, האוניברסיטה העברית בירושלים	פרופ' ערן רזין
נשיא המרכז הבינתחומי, הרצליה	פרופ' אוריאל רייכמן
יו"ר מרכז המועצות האיזוריות	מר שמואל ריפמן
לשעבר סגן מנהל המינהל לשלטון מקומי, משרד הפנים	מר בנימין ריקרדו
הממונה על השכר, משרד האוצר	מר יובל רכלבסקי
חבר הוועדה לענייני ביקורת המדינה, כנסת ישראל	ח"כ חיים רמון
חבר ועדת הכספים, כנסת ישראל	ח"כ אהוד רצאבי
יועץ עצמאי; לשעבר הממונה על שוק ההון	מר מאיר שביט
חבר ועדת הכספים, כנסת ישראל	ח"כ אברהם (בייגה) שוחט
שר במשרד האוצר	השר מאיר שטרית
יו"ר ועדת הפנים ואיכות הסביבה, כנסת ישראל	ח"כ יורי שטרן
עורך בכיר לכלכלה וחברה, "הארץ"	מר נחמיה שטרסלר
עמית בכיר במכון הישראלי לדמוקרטיה; הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת בר-אילן	פרופ' ידידיה צ' שטרן
מנכ"ל מודלים כלכליים בע"מ	ד"ר יעקב שיינין
יו"ר ועדת החינוך והתרבות, כנסת ישראל	ח"כ אילן שלגי
מנכ"ל רפאל	מר גיורא שלגי
משרד יגאל ארנון עורכי דין	עו"ד חגי שמואלי
יו"ר ועדת הכלכלה, כנסת ישראל	ח"כ שלום שמחון
ראש אגף כלכלה, התאחדות התעשיינים	גבי נירה שמיר
מנכ"ל שיוון עובדים בע"מ	מר אורי שני
יו"ר האגף לאיגוד מקצועי, הסתדרות העובדים הכללית החדשה	מר שלמה שני
היועצת המשפטית לכנסת, כנסת ישראל	גבי אנה שניידר
משרד יגאל ארנון עורכי דין	עו"ד דיויד שפירא
ראש אגף כלכלה ומחקר, משרד האוצר	ד"ר מיכאל שראל
ראש הממשלה	מר אריאל שרון

שותף בכיר כספי ושות' עורכי דין
יו"ר דירקטוריון רפא"ל
מנכ"ל משרד החינוך
מנכ"ל אשלים
חברת ועדת החינוך והתרבות, כנסת ישראל

עו"ד ד"ר דוד תדמור
מר יעקב תורן
גבי רונית תירוש
פרופ' יוסף תמיר
ח"כ פרופ' יעל תמיר

ביבליוגרפיה

בר ח', לוקומט ר', נחמני א', 2002, "כניסת בנקים זרים להשקעות לישראל והשפעתה על שווי המשקל התחרותי בשוק החיתום", **הרבעון לכלכלה**, מספר 4.

דוח היציבות הפיננסית לשנת 2003, בנק ישראל (יפורסם בקרוב).
דוח ועדת החקירה לעניין ויסות מניות הבנקים, 1986 (יו"ר הוועדה בייסקי משה, חברי הוועדה: סרנת מרשל, זילר ורדימוס).

דוח מבקר המדינה 54 ב' לשנת 2003, מרס 2004.
דוח צוות משנה לבחינת מערך הפיקוח על שוק ההון, אוגוסט 1989, נייר פנימי, בנק ישראל (חברי הצוות אבלס זאב, אופנבכר עקיבא, הרצברג מיכאל, להמן יואב, מאור גליה, סמט ציפורה, סרורי שמעון, רוטנברג דוד).
דוח צוות תיאום הפיקוח על שוק ההון, מרס 1995, נייר פנימי, בנק ישראל (יו"ר הצוות בן-בסט אבי, חברי הצוות: אבלס זאב, טורבוביץ יורם, מינטקביץ אריה, שביט מאיר).

Bank for International Settlements, 1998, *Supervision of Financial Conglomerates*, Publication no. 34.

Bart J., Caprio J. and Levine R., 2002, *Bank Regulation and Supervision: What Works Best?*, World Bank.

Basel Committee on Banking Supervision, International Organization of Securities Commission, International Association of Insurance Supervisors, 2001, *The Joint Forum Compendium of Documents, Coordinator Paper*.

Briault C., 1999, *The rationale for a single national financial services regulator*, FSA Occasional paper series 2.

Central Banking Publication, *How countries Supervise their Banks, Insurers and Securities Markets* 2002.

European Central Bank, 2003, *Developments in National Supervisory Structures*.

Financial Supervision: The EU Approach, 29th Economics Conference of the Oesterreichische National bank Vienna, 31st May 2001.

- Goodhart, C., Hartmann P., Llewellyn D., Rojas-Suárez L. and Weisbrod S., 1998, *Financial Regulation. Why, how and where now?* Foreword by Eddie George. London and New York: Published by Routledge in association with the Bank of England. 1998. p. 251.
- Joint Press Release by the Federal Financial Supervisory Authority and the Deutsche Bundesbank, Nov. 2002.
- Llewellyn, D., Institutional Structure of Financial Regulation: The Basic Issues; Paper Presented at World Bank Seminar, *Aligning Supervisory Structures with Country Needs*, Washington DC, 4th–5th December, 2003.
- Quintyn M. and M. Taylor, 2002, “Regulatory and Supervisory Independence and Financial Stability”, IMF Working Paper no. WP02\46.
- Reserve Bank of Australia Bulletin, 1995, Council of Financial Supervisors.
- The New Federal Financial Supervisory Authority (BaFin), web.
- Schmitz-Lippert T., 2002, New Financial Supervisory Structure in Germany, Background and Main Features.
- Taylor M. and A. Fleming, 1999, “Integrates Financial Supervision, Lessons from the Scandinavian Experience”, *Finance and Developments*, A quarterly magazine of the IMF, Vol. 36(4).

ניירות העמדה של המכון הישראלי לדמוקרטיה

- **רפורמה בשידור הציבורי**
פרופ' ירון אזרחי, ד"ר עמרי בן-שחר וגבי רחל לאל
- **עקרונות לניהול ולתקצוב על-פי תפוקות במגזר הציבורי**
פרופ' דוד נחמיאס ואלונה נורי
- **הצעת חוק השב"כ: ניתוח משווה**
אריאל צימרמן בהנחיית פרופ' מרדכי קרמניצר
- **זתיים וחילוניים בישראל: מלחמת תרבות?**
פרופ' אביעזר רביצקי
- **לקראת רפורמה מבנית במגזר הציבורי בישראל**
פרופ' דוד נחמיאס, מרל דנון-קרמזין ואלון יראוני
- **היועץ המשפטי לממשלה: סמכות ואחריות**
ד"ר גד ברזילי ופרופ' דוד נחמיאס
- **הסתה, לא המרדה**
פרופ' מרדכי קרמניצר וחאלד גנאים
- **בנק ישראל: סמכות ואחריות**
פרופ' דוד נחמיאס וד"ר גד ברזילי
- **השתלבות קבוצות "פריפריה" בחברה ובפוליטיקה**
בעידן שלום: א. החרדים בישראל
פרופ' מיכאל קרן וד"ר גד ברזילי
- **מבקר המדינה: סמכות ואחריות**
ד"ר גד ברזילי ופרופ' דוד נחמיאס
- **חופש העיסוק**
פרופ' מרדכי קרמניצר, ד"ר עמרי בן-שחר ושחר גולדמן
- **הפריימריס המפלגתיים של 1996 ותוצאותיהם הפוליטיות**
גדעון רהט ונטע שר-הדר

- **השסע היהודי-ערבי בישראל: מאפיינים ואתגרים**
פרופ' רות גביזון ועסאם אבו-ריא (הופיע גם בערבית)
- **100 הימים הראשונים**
פרופ' דוד נחמיאס וצוות המכון הישראלי לדמוקרטיה
- **הרפורמה המוצעת במערכת בתי המשפט**
שחר גולדמן בהנחיית פרופ' רות גביזון ופרופ' מרדכי קרמניצר
- **תקנות ההגנה (שעת חירום) 1945**
מיכל צור בהנחיית פרופ' מרדכי קרמניצר
- **חוק ההסדרים: בין כלכלה ופוליטיקה**
פרופ' דוד נחמיאס וערן קליין
- **פסיקת הלכה בשאלות מדיניות**
פרופ' ידידיה צ' שטרן
- **הרבנות הממלכתית: בחירה, הפרדה וחופש ביטוי**
איל ינון ויוסי דוד
- **משאל-עם: מיתוס ומציאות**
דנה בלאנדר וגדעון רהט
- **השסע החברתי-כלכלי בישראל**
איריס גרבי וגל לוי בהנחיית פרופ' רות גביזון
- **מדינה משפט והלכה – א. מנהיגות ציבורית כסמכות הלכתית**
פרופ' ידידיה צ' שטרן
- **מעברי שלטון בישראל: השפעות על מבנה הממשל ותפקודו**
פרופ' אשר אריאן, פרופ' דוד נחמיאס ודורון נבות
- **העדפה מתקנת בישראל: הגדרת מדיניות והמלצות לחקיקה**
הילי מודריק-אבן-חן בהנחיית פרופ' מרדכי קרמניצר ופרופ' דוד נחמיאס
- **הטלוויזיה הרב-ערוצית בישראל: ההיבט הציבורי**
פרופ' ירון אזרחי, ד"ר זוהר גושן וגבי חני קומנשטר
- **דגמים של שיתוף אזרחים**
אפרת וקסמן ודנה בלאנדר בהנחיית פרופ' אשר אריאן

הכנס הכלכלי התשיעי – יוני 2001
מנהל הכנס והעורך: פרופ' ראובן גרונאו

- **אסטרטגיה לצמיחה כלכלית בישראל**
- **אי-שוויון בישראל: חצי הכוס הריקה וחצי הכוס המלאה**
- **הרפורמה במערכת הבריאות: עבר ועתיד**
- **המדיניות המקרו-כלכלית לשנים 2001 – 2002**
- **מדינה, משפט והלכה – ב. עושר שמור לבעליו לרעתו: מקומם של המשפט ושל ההלכה בחברה הישראלית.**
פרופ' ידידיה צ' שטרן
- **חקיקה פרטית**
דנה בלאנדר וערן קליין בהנחיית פרופ' דוד נחמיאס

הכנס הכלכלי העשירי – יולי 2002
מנהל הכנס והעורך: פרופ' ראובן גרונאו

- **איום ביטחוני ומשבר כלכלי**
- **הגלובליזציה**
- **מדיניות הפנסיה**
- **המדיניות המקרו-כלכלית לשנים 2002-2003**
- **רגולציה – הרשות המפקחת**
אורי ארבל-גנץ בהנחיית פרופ' דוד נחמיאס ופרופ' ידידיה צ' שטרן
- **רגשות דתיים, חופש הביטוי והמשפט הפלילי**
(בשיתוף עם קרן קונרד אדנאואר)
פרופ' מרדכי קרמניצר, שחר גולדמן וערן טמיר
- **זת ובג"ץ: דימוי ומציאות א. פרסום "מנוף – המרכז למידע יהודי" במבחן הביקורת**
ד"ר מרגית כהן, ד"ר אלי לינדר ופרופ' מרדכי קרמניצר

- האומנם מדינת כבוד האדם?
אלוף הראבן
- פורנוגרפיה – מוסר, חירות, שוויון: הצעה לתיקון האיסור על פרסום והצגת תועבה, ועבירות קרובות
רם ריבלין בהנחיית פרופ' מרדכי קרמניצר
- המשמעות הפוליטית והחברתית של פינוי יישובים בי"ש
יאיר שלג
- הכנס הכלכלי האחד-עשר – יולי 2003
מנהל הכנס והעורך: פרופ' ראובן גרונאו
- המדיניות המקרו-כלכלית לייצוב המשק ולצמיחה
- הצעה לארגון מחדש של החינוך הציבורי בישראל על בסיס ביזור ואיזור
- אמניות ושקיפות במשק
- מערכת ההשכלה הגבוהה לעשור הקרוב
- המונופוליסט כקרבן: על זכויות חוקתיות בדיני ההגבלים העסקיים
עדי אייל בהנחיית ידידיה צ' שטרן ודוד נחמיאס
- מדינה, משפט והלכה – ג. דת ומדינה: תפקידה של ההלכה
ידידיה צ' שטרן
- זכויות חברתיות בחוקה ומדיניות כלכלית
אבי בן-בסט ומומי דהן
- האם תיתכן מדינת הלכה? הפרדוקס של התאוקרטיה היהודית
אביעזר רביצקי
- יהודים שלא כהלכה: על סוגיית העולים הלא-יהודים בישראל
יאיר שלג

הכנס הכלכלי השנים-עשר – יולי 2004

מנהל הכנס והעורך: פרופ' ראובן גרונאו

- המדיניות המקרו-כלכלית: הקטנת האבטלה וצמצום הפערים בדרך לצמיחה כלכלית
- שינויים במבנה השוקים והמתווכים הפיננסיים ובמערכת הפיקוח
- רפורמה בשלטון המקומי: ביזור לראויים ואבזור לנחשלים
- יחסי עבודה בעידן של תמורות
- **الصدع العربي اليهودي في اسرائيل: مميزات وتحديات**
 الاستاذ عصام ابو ريا البروفيسورة روت جيبزون

English Publications of the Israel Democracy Institute

- **Religious and Secular Jews in Israel: A Kulturkampf?**
 By Prof. Aviezer Ravitzky
- **State, Law, and Halakhah: Part One – Civil Leadership as Halakhic Authority**
 By Prof. Yedidia Z. Stern
- **Incitement, Not Sedition**
 By Prof. Mordechai Kremnitzer and Khalid Ghanayim
- **State, Law and Halakhah: Part Two – Facing Painful Choices**
 Law and Halakhah in Israeli Society
 By Prof. Yedidia Z. Stern
- **The Political and Social Ramifications of Evacuating Settlements in Judea, Samaria and the Gaza Strip**
 By Yair Sheleg

אפשר לרכוש את ניירות העמדה

במכון הישראלי לדמוקרטיה

ת"ד 4482, ירושלים 91044

טלפון: 02-5392888, 1-800-202222; פקס: 02-5631122

affects the proper operation of the supervised bodies. The need to unify the regulatory authorities also derives from the proposed reform among capital market financial mediators and, in particular, the suggestion to allow all financial mediators to market a variety of products, including insurance.

Main Principles of the Proposed Reform:

- An authority will be established for the supervision, licensing and enforcing of all financial institutions and market activities.
- The authority will coordinate consumer issues: complaints by the public, response to queries and provision of public information alongside the treatment of stability issues.
- The regulatory authority will be an independent statutory authority.

One possible advantage to be gained by establishing a single regulatory authority in Israel is that it will make it possible to attain a general view of the financial market, rather than just the various units operating within it, and will thus support the formation of a more balanced and competitive financial market. It is, however, important to emphasize that a necessary precondition for establishing a regulatory authority that can perform its role in maintaining the stability of the financial sector and constituting a better solution than existing solutions, is to maintain the full independence of such an authority, both from political considerations and pressures, and from the bodies it supervises. This independence must, of course, be enacted in legislation.

It is possible that the shift to a single regulatory authority will undergo a number of intermediate stages that will facilitate the introduction of adjustments and amendments based on the experience accumulated in Israel and the world, but the final goal is the full merging of the present three authorities into a single authority.

administration of funds, the problem of lack of objectivity in consultancy will be significantly curtailed as the distinction between “home” and “external” products will blurred.

The team recommends that the consultancy law be changed so that the banks will be able to formulate a package that includes a limited number of products recommended by their investment consultants, after publishing clear criteria for establishing which products are to be included. The products package will have to meet minimum conditions of scope and variety as determined by the regulator. The amended law will maintain professional and objective consultancy.

Underwriting

The team recommends that banks be prohibited from underwriting companies in which they have an interest as owners or as credit-givers. When the greater part of ownership and asset management is taken away from the banks, the potential for a conflict of interest between underwriting and other areas of activity will decline.

B. Structure of the Regulatory and Control System over the Financial Institutions and Markets

The team recommends setting up a single regulatory authority for all financial institutions and markets in Israel. This authority will replace the three independent regulatory bodies presently operating: the Supervisor of Banks, Israel Commissioner of Insurance and the Israel Securities Authority. The need for such a network mainly arises from the increasing overlap between the activities of various financial mediators (banks, insurance companies, private mediators, etc.), which under the present regulatory structure sometimes leads to lack of consistency between the instructions given by the various supervisors and the lack of balance in the regulation of various financial intermediators involved in similar activities. This lack of balance

is in order to minimize the potential for a conflict of interest, which is possible when the bank is both the owner of the insurance company and can also market that company's insurance policies. Banks will also be able to hold no more than 5% of pension fund ownership (as a financial investment).

Insurance companies will be entitled to hold bank stocks up to no more than 5% and without a controlling interest, according to the criteria established by the inspector of banks.

Marketing and Distribution

All financial mediators will be entitled to market all financial products, including insurance policies, provident funds, trust funds and pension funds. Every financial mediator is obliged to carry out every buy and sell order given by a client, regardless of the ownership of the product that the client wishes to buy or sell.

Rules of action will be established so as to enable financial mediators to collect a distribution fee and provide banks with a financial incentive to distribute and market products issued by extra-banking financial bodies. At first the distribution fee will be determined by the regulatory agency and will remain uniform for three years, in order to prevent a situation wherein the financial mediator will prefer to market funds that pay a high distribution fee. After three years, the need for regulatory agency intervention in setting the fee will be reconsidered.

Consultancy

The present consultancy law creates a potential for conflict between the legal environment and the business logic of the consultant employed by banks and other financial mediators. Existing legislation, which does not allow parties whose products are marketed by the bank to receive any fee, creates interest to mainly sell in-house products. When additional financial bodies become involved in the ownership and

applicability in the present reality of the Israeli economy.

Main Recommendations:

Ownership and asset management – there are two different positions with respect to the required solutions:

Position A: Separation between ownership and management of assets (provident funds, mutual funds and educational funds) presently held by the various financial mediators. Every financial body holding these assets will administer them through a separate corporation and will be obliged to choose between the continued holding of majority ownership (80%) and relinquishing most of the funds' administration and transferring responsibility for ownership while administering the funds' assets.

Position B: Conversion of companies administering provident funds and mutual funds into public companies, and obligating the banks and insurance companies to remove themselves from at least 80% ownership of provident funds and education funds and 60% ownership of trust funds. Moreover, their ability to administer the assets of the funds will be limited to a maximum of 20%, with the rest being transferred to external investment management.

The team's recommendations (according to the two positions) offer a gradual plan for applying the proposed reform, which will first be directed to the large banks with assets amounting to more than NIS 8 billion in each of the instruments, and then to financial bodies with smaller assets.

Cross-ownership of Banks, Insurance Companies and Pension Funds

The banks will be entitled to hold insurance company stocks under existing legislation, i.e. up to 20% of ownership without control. Banks choosing to market insurance policies will be allowed to hold up to 5% of any such insurance company. This

Financial Markets and Intermediaries

Team Director: David Brodet

Researcher: Hagai Feder

The team addressed two main issues:

- I. The market structure and financial mediation suitable for the Israeli economy;
- II. Structure of the regulatory and control system over the financial institutions and markets.

A. The Market Structure and Financial Mediation Suitable for the Israeli Economy

The team discussed the functions of ownership, asset management, marketing and consultancy, as well as the underwriting activities of the financial mediators. The main objectives in these areas are to increase competition within the sphere of financial mediation – especially vis-à-vis households – and to minimize the potential for abuse arising from conflicts of interest. The way to attain these goals is to build a capital market of well-developed extra-banking financial brokers having a large volume of activities alongside the banking system, wherein all mediators compete among themselves in all areas of the capital market.

The proposed solutions are based on the recognition that every financial mediator involved in a number of activities has a potential conflict of interests. Thus, whatever structure is suggested for the capital market, it will not completely eliminate the potential for conflicts of interest, but increasing the number of players in every area of activity could help diminish the ability and motivation to exploit such conflicts of interest.

The team's recommendations in these areas were formulated in an attempt to cope with complex dilemmas in the area of proprietary rights, stability of the financial system and

that with the aid of the preparatory committee's report, we have succeeded in focusing the discussion on several of the more important issues. The second team was guided by Mr. Ya'akov Efrati, assisted by Prof. Eran Razin of the Hebrew University of Jerusalem and Dr. Adi Brender of the Bank of Israel.

The third team, led by Dr. Guy Mundlak, prepared recommendations on the topic of "Industrial Relations in Times of Transition." It would appear that in recent times, during the implementation processes of the economic plan, problematic modes of operation that had become entrenched over the years were accentuated. The team's recommendations were supposed to guide a discussion aimed at unfreezing the entrenchment and bringing about change.

The fourth team, managed by Prof. Joseph Zeira, dealt with the challenges of "Macroeconomic Policy," and the discussions focused on the tension between growth and poverty. The title of the fourth session was "Reducing Unemployment and Closing Gaps on the Road to Economic Growth."

I would like to express my heartfelt thanks to the leaders and members of the team for the great effort they invested. Special thanks are extended on behalf of us all to the academic director of the conference for the fourth year, Prof. Reuben Gronau.

Prof. Arik Carmon

President of the Israel Democracy Institute

Summary

THE 12TH ANNUAL ECONOMIC CONFERENCE – JULY 2004

Conference Head and Editor: Prof. Reuben Gronau

Preface

The 12th annual economic conference, the Caesarea Conference, was held about one year after the economic plan was launched and on the eve of the 2005 budget discussions. It sought to evaluate its performance criteria from different aspects. Three of the conference's four topics this year addressed this directly.

The first topic, "Financial Markets and Intermediaries" was determined together with the Chairman of the Knesset Finance Committee, MK Avraham Hirschson, in order to assist him and the committee to assemble a strategic legislation plan. The preparatory team was headed by Mr. David Brodet, and the team's report addresses the structure of financial markets and the capital market. As part of the assistance to the Knesset Finance Committee, Prof. Avi Ben-Bassat, a Senior Fellow at the Israel Democracy Institute, is working on the development of recommendations for reforms in the supervisory structure of these markets. The discussion at the Caesarea Conference focused on the structure of the capital market, and in a few months we plan to dedicate a separate discussion to recommendations on supervision.

The second topic, "Local Government Reform," was discussed at a time when the local authorities had not yet extricated themselves from the deep crisis in which they were immersed. This broad topic encompasses clusters of subtopics, and we hope