

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

חומר רקע למפגש מקוון (נובמבר 2020):

פערי רגולציה בסקטור הפיננסי על רקע מבנה השליטה בחברות הביטוח

רקע

נושא השליטה והרגולציה בסקטור הפיננסי קיבל לאחרונה הדים בדיווחים על טענות לליקויים בממשל התאגידי בחברות הביטוח הגדולות. כידוע חברות הביטוח המפוקחות על ידי הרשות לשוק ההון, הן חברות פרטיות שנשלטות על ידי חברות אחזקה ציבוריות שמפעילות חברות אחרות פרטיות שעוסקות בתחומים שונים. עיקר הפיקוח על חברות האחזקה הציבוריות הוא של רשות נירות ערך. בבנקים המצב שונה כאשר הבנק היא חברה ציבורית המפוקחת על ידי בנק ישראל ובבעלותה חברות בת שגם הן כפופות לפיקוח בנק ישראל. כלומר, הסקטור הפיננסי מפוקח על ידי שלוש רשויות נפרדות: **בנק ישראל, רשות שוק ההון ורשות נירות ערך** כאשר הדגשי הפיקוח, יציבות, תחרות, דיווח וזכויות מיעוט שונים בין רשויות אלה.

משותף לבנקים ולחברות הביטוח, מינוף פיננסי בשיעורים חריגים שנשען בין היתר על גיבוי הציבור. כך שההצדקה לפיקוח על חברות בסקטור הפיננסי (בנקים, חברות ביטוח וחברות למתן אשראי חוץ בנקאי) נובעת משתי סיבות עיקריות. הסיבה הראשונה היא בעיית הסוכן (agency) לפיה אינטרס בעלי המניות הוא הגדלת סיכון בחברה ממונפת בעוד שהפיקוח מכיר בהשלכות הרחוביות שיש לחדלות פירעון בחברה פיננסית על המשק ולכן מציב מגבלות על נטילת סיכונים. הסיבה השנייה היא בעיית טווח כאשר בחברות ביטוח למשל טווח ההתחייבויות הביטוחיות הוא ארוך ואילו משקיע במניות חברת הביטוח מושפע מהדיווח השוטף שעקב אסימטריה באינפורמציה יכול ליצור כדאיות לפעילות כלכלית שאינה עקבית עם יציבות החברות לטווח ארוך.

עד לאחרונה הצליח המגזר הפיננסי להתמודד עם הכפילות, גם אם הפתרון לא היה אידיאלי. בשנתיים האחרונות חלו מספר שינויים במגזר אשר מעלים את הנושא לדיון:

א. הפיכת אחת מחברות הביטוח ושניים מהתאגידים הבנקאים לחברות ללא גרעין שליטה

ב. החלטה להטיל פיקוח על חברות למתן אשראי חוץ בנקאי

ג. כניסת חברות הביטוח למתן אשראי לתאגידים וללקוחות פרטיים.

נציין כי בעבר כאשר התעוררו סוגיות של ממשל תאגידי לא תקין בתאגידים בנקאים ציבוריים הנושא הוסדר על ידי הנגיד ולא על ידי הרשות לניי"ע.

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לבסוף, בשני אירועים מתוקשרים, ביקש המפקח על רשות שוק ההון להתערב בהחלטות דירקטוריון של שתי חברות אחזקות ציבוריות בענף הביטוח, **מגדל וכלל ביטוח**, בטענה לפגיעה בממשל התאגידי בחברות אילו. התערבות זו מעלה מספר סוגיות מעניינות, כמו האם למפקח לרשות ההון סמכות על חברות האחזקה הציבוריות או האם סוגיות בהקשר לממשל תאגידי בקבוצות ציבוריות הן תחת פיקוח הרשות לני"ע או המפקח לרשות שוק ההון.

במקרה כלל ביטוח מונה כב' השופט (בדימוס) פרופ' יורם דנציגר כבודק לשם בחינת התנהלות בעלי המניות וחברי הדירקטוריון (להלן: "**הבודק**") בין היתר לאור טענת ההנהלה על ניסיונות לשיבושים במהלך הניהול התקין. דו"ח הבודק¹ והתגובות עליו עוררו שאלות מהותיות על השליטה והפיקוח הן בחברות עצמן והן בחברות האחזקה, מהו הממשל התאגידי הראוי בממשק בין הדירקטוריון, ההנהלות הרגולטור וזהות הרגולטור הרלבנטי.

במקרה מגדל ובהתאם לדיווח מידי מיום 5/11/2020 בקשר עם הליך ביקורת וחקירה מנהלית שעורכת רשות שוק ההון ביטוח וחיסכון, קיבלה החברה טיוטת דו"ח ביקורת מהרשות הכוללת ממצאים ביחס לשורה של ליקויים בממשל התאגידי של החברה, אשר סווגו למספר תחומים: מעורבות תדירה של מר שלמה אליהו, בעל השליטה בחברה, בניהולה השוטף של מגדל ביטוח; תפקוד ועבודת הדירקטוריון; מעורבותו של דירקטוריון החברה בניהול מגדל ביטוח ותפקוד ועדת הביקורת וועדת האיתור.

כמו כן, כוללת טיוטת דו"ח הביקורת פירוט ביחס לשורה של צעדים נדרשים לשם תיקון הליקויים המפורטים במסגרת התחומים האמורים, הגברת עצמאות הדירקטוריון וועדותיו ושיפור אפקטיביות מנגנוני הבקרה והפיקוח, אשר עיקריהם, הינם: (א) על דירקטוריון מגדל ביטוח לקיים דיון מלא וממצה בממצאי דו"ח הביקורת בהקדם האפשרי ובפרט להתייחס לצעדים הנדרשים לתיקון הליקויים, כמפורט בדו"ח; (ב) לפעול באופן מידי לסיום כהונתו של מר שלמה אליהו כנושא משרה במגדל ביטוח או בחברות בנות שלה; (ג) על דירקטוריון מגדל ביטוח לשקול את סיום כהונתה של גבי רונית בודו כיו"ר ועדת הביקורת של מגדל ביטוח, לשקול שנית את הרכבן של ועדות הדירקטוריון ואת זהות יושבי הראש של הוועדות. כמו כן ועדת האיתור של מגדל ביטוח נדרשת לקיים דיון חוזר לקביעת אמות המידה בקשר עם זיקה אישית לבעל השליטה; (ד) מגדל ביטוח תגבש ותפיץ נוהל לעובדיה ומנהליה אשר יגביל את המגעים שינהלו במישרין עם בעל השליטה בה או מי מטעמו, ככל

¹ דוח הבודק החיצוני פורסם בדיווח מידי של כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ באתר המאיה בתאריך ה-10.06.2020 : <https://mayafiles.tase.co.il/rpdf/1301001-1302000/P1301023-00.pdf>

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שאלה לא נעשים במסגרת עבודת הדירקטוריון; (ה) דירקטוריון מגדל ביטוח יגבש נוהל עבודה מעודכן בהתאם לחוזר "דירקטוריון גופים מוסדיים" ולאור ממצאי הדו"ח אשר יכלול הוראות בקשר עם מעורבות אסורה של בעל השליטה או מי מטעמו בניהול החברה וכן (ו) ממועד קבלת הדוח ועד להודעה חדשה, ישיבות הדירקטוריון וועדותיו במגדל ביטוח יתמוללו בצורה מלאה, ויו"ר הדירקטוריון או הוועדה הרלבנטית יודאו כי בישיבות נוכח גורם מלווה מטעם הייעוץ המשפטי.

פערי רגולציה בסקטור הפיננסי

הכלכלה המודרנית הביאה עמה שינויים רבים בכל הקשור לפעילות של הגופים הפיננסיים. בעבר, גוף פיננסי מסוים לרב התמקד בפעילות מסוימת דוגמת שירותי בנקאות, שירותי ביטוח, הנפקה ומכירה של נגזרים וכד'. כיום הרב המכריע של הגופים הפיננסיים הגדולים בעולם ובישראל אינם מתמקדים בפעילות פיננסית מסוימת אלא מציעים מגוון שלם של שירותים תחת קורת גג אחת ולעיתים אף משלבים פעילויות לא פיננסיות נוספות דוגמת החזקות מהותיות בתאגידים ראליים או השקעות בנדל"ן מניב. ההתפתחות והשתכללות של השווקים הפיננסיים הביאה עמה יתרונות רבים לצרכנים ולמשקיעים אך מנגד היא מהווה אתגר משמעותי בכל הקשור לרגולציה על אותם גופים פיננסיים.

ישנם מודלים רבים ומגוונים של צורות פיקוח על שווקים פיננסיים בעולם. כך למשל במדינות מסוימות סמכויות הפיקוח מוקצות בהתאם לסוג המוצר הפיננסי ובמדינות אחרות הרגולציה ה"מערכתית" מופרדת מהרגולציה שנוגעת להגנת הצרכן.

ישנן מדינות שאף מיישמות מודל לפיו רשות אחת בלבד מפקחת על כלל שוק הכספים מתוך הנחה כי הדבר מונע את הבעיה המרכזית שקיימת כאשר קיימים כמה רגולטורים שונים - חוסר שיתוף פעולה ביניהם.

בישראל מודל הפיקוח הוא מודל אשר מקצה את סמכויות הפיקוח בהתבסס בחלקו על זהות המפוקח ובחלקו על פי סוג המוצר הפיננסי. התומכים במודל מפוצל מסוג זה מאמינים שזה יוצר מצב בו כל רגולטור הוא בעל מומחיות בשוק או במוצר פיננסי ספציפי ובכך הפיקוח שלו יהיה יעיל יותר. מנגד, ברור כי ישנם חסרונות רבים למודל האמור כאשר אחד המרכזיים בהם הוא איבוד ראייה כלל-מערכתית, דבר אשר באופן טבעי יכול להוביל לכשלי שוק רבים.

השילוב בין גופים פיננסיים אשר מציעים שירותים פיננסיים מגוונים לבין מודל הפיקוח הקיים בישראל יכול ליצור מצבים של כפל רגולציה או מצבים של "ארביטראז' רגולטורי" שכן גוף מסוים יכול למצוא עצמו "בוחר" להיות מפוקח על ידי רגולטור שמציע לו רגולציה מקלה ונוחה יותר. עם זאת נזכיר שהספרות המקצועית מתייחסת בהרחבה להצדקת הפיקוח הפרטני על הבנקים יחסית לגופים חוץ בנקאיים. הבנקים מספקים נזילות למשק באמצעות חשבונות עו"ש שמממנים אשראי. ההסתמכות של הציבור על נזילות חשבונות עו"ש נובעת מגיבוי הבנק המרכזי ומצדיקה רגולציה ספציפית כדי להימנע מבעית הסוכן שהוזכרה לעיל.

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הבעייתיות במודל הפיקוח בישראל לא נובעת רק מהעובדה שלגופים הפיננסיים יש פעילות מגוונת ומורכבת. במקרים רבים אנחנו עדים לכך שישנו פער בין האחריות שמוטלת על המפקחים לבין הסמכות שלהם לממש אותה בפועל. נוסף על כך, המטרות והיעדים של הרגולטורים בישראל שונים ולפעמים אף סותרים. כך למשל, רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון פועלת לשמור על יציבותם של הגופים המוסדיים כדי להבטיח פירעון התחייבויות לציבור פרטיות או ציבוריות, ומנגד רשות ניירות ערך פועלת על מנת לשמור על עניינו של ציבור בני"ע, מניות ואג"ח.

דוגמא בולטת לפערים הקיימים במודל הפיקוח בישראל היא תחום העמדת האשראי. המערכת הפיננסית המקומית מורכבת ממגוון שחקנים הפועלים בתחום האשראי, חלק גדול מהמוצרים אותם מציעים שחקנים אלו הינם בעלי אותם מאפיינים, אולם הרגולציה המוטלת עליהם בהעמדתם יכולה להיות שונה בתכלית.

אם נחלק את השחקנים הפועלים בתחום העמדת האשראי בישראל בצורה גסה מדובר בבנקים, חברות כרטיסי האשראי, גופים מוסדיים וגופים חוץ בנקאים. הגופים הנ"ל מפוקחים על ידי רגולטורים שונים והרגולציה החלה על כך אחד מהם שונה בהרבה היבטים וביניהם דרישות ההון לפעילות, הוראות "הכר את הלקוח" ונהלי איסור הלבנת הון, חובות גילוי נאות, גביית עמלות, מגבלות על שיווק ויזום אשראי ללקוחות, חובות ודרישות דיווחים ללקוחות, ניהול בנקאות בתקשורת, דרישות פיזור ועוד.

שאלות לדיון

1. האם מבנה השליטה הדו שלבי בחברות הביטוח בישראל הוא נאות? מדוע צריך להיות הבדל לעניין זה אל מול התאגידים הבנקאיים? האם יש למנוע מחברות הביטוח למשל פעילויות אחרות – כמו למשל בהקשר של בתי ההשקעות? האם מבנה החזקה זה פוגע בעמיתים והמבוטחים?
2. האם נכון לאפשר לדירקטורים בחברה מבטחת לכהן כדירקטורים גם בחברת החזקות?
3. האם יש להקנות לרגולטורים סמכויות אכיפה וחקירה נוספות?
4. האם יש צורך לפעול לצמצום הארביטראז' הרגולטורי בין הגופים הפיננסיים השונים הפועלים בישראל – לדוגמה, בין חברת מימון חוץ בנקאי לבין חברת כרטיסי אשראי? שהרי כיום בישראל נוצר מצב שבו במקרה של מתן אשראי (הלוואה) לצרכן פרטי הרגולציה החלה תלויה בזהות המפקח ולא במהות הגוף.
5. האם יש מקום להגברת שיתוף פעולה בין הרגולטורים בישראל?
6. מה קו הגבול בין רשות ניירות ערך למפקח הרלוונטי בהסדרת הממשל התאגידי של גופים מפוקחים שהם גם חברות ציבוריות?