

המשבר העולמי, גופים מוסדיים ושוק ההון בישראל: מסקנות ביניים

מאת

אסף חמדני*

מהם לקחי המשבר הכלכלי העולמי באשר לרגולציה של שוק ההון בישראל? לפי הגישה הרווחת בישראל, המשבר חשף כשל שיטתי בהחלטות ההשקעה של הגופים המוסדיים באיגרות חוב, וזאת על רקע שנים שבהן צמיחת שוק האשראי החוץ-בנקאי הווצה באופן דרמטי. התזה העומדת ביסוד המאמר היא שאם אכן היה כשל בתפקוד הגופים המוסדיים, מקורו נעוץ במבנה התמריצים הבסיסי של גופים מוסדיים הפועלים בשוק תחרותי. התחרות בין גופים מוסדיים על לבם של החוסכים מעודדת התנהגות עדרית (herd behavior) ויוצרת חשש להתפתחותן של בועות פיננסיות – חשש המוחרף בישראל לנוכח נטיית הגופים המוסדיים להשקיע בשוק המקומי בלבד.

תהליך "ההפרטה" של הפנסיה מחזק את משקלם של הגופים המוסדיים כמשקיעים בשוק ההון ויוצר תלות מתמשכת בין ציבור החוסכים לגופים המוסדיים המנהלים את כספו. להתפתחות הראשונה יש השלכות על ההסדרה של דיני התאגידים וניירות הערך; השנייה מחייבת פיתוח אמצעים לפיקוח על הגופים המוסדיים לשם הגנה על החוסכים. השינויים במעמדם של הגופים המוסדיים בשוק ההון ובמבנה התמריצים שלהם מביאים לשתי מסקנות מרכזיות. ראשית, הניתוח מצביע על הצורך בגיבוש הסדרים שישמרו את יתרונות התחרות בין הגופים המוסדיים מחד גיסא, תוך התמודדות עם הסכנות הטמונות בתחרות זו לציבור החוסכים וליציבות השווקים הפיננסיים מאידך גיסא. פתרונות המתמקדים במוצר ספציפי – איגרות חוב של חברות בישראל או ניירות ערך מגובי משכנתאות בחו"ל – מתמקדים בסימפטום ולא בבעיה, ולפיכך נידונו לכישלון בהתמודדות עם משברים בעתיד. שנית, עליית כוחם של הגופים המוסדיים יוצרת צורך בבחינה מעמיקה של אפיק חדש, שלא נדון עד היום בספרות האקדמית, להסדרת דיני התאגידים וניירות הערך, כלומר: רגולציה של צד הביקוש. לנוכח המקום המרכזי שממלאים כיום הגופים המוסדיים המנהלים כספי פנסיה בשוק ההון בישראל ומחוצה לה, להגבלה של החלטות ההשקעה שלהם יכולה להיות השפעה דומה לזו של שינוי הכללים החלים על חברות המנפיקות מניות או ניירות ערך. במאמר יידונו יתרונות

* פרופסור חבר ומרצה לדיני תאגידים, הפקולטה למשפטים, האוניברסיטה העברית. מאמר זה נכתב במסגרת גיליון מיוחד של כתב העת משפטים שעניינו השלכות המשבר העולמי על שוק ההון בישראל. אני מודה לאור אלקון, ליעל ארידור-בר אילן, לצילי דגן, לשרון חנס, לניצן חקלאי, לישי יפה, לידין ענתבי, ליוג'ין קנדל ולאד רוק על הערות מועילות ולאנה סורוקה והדר שהרבני על עזרה מצוינת במחקר.

ההסדרה של צד הביקוש בהשוואה לאפיק המסורתי של הסדרת צד ההיצע – החברות המנפיקות.

א. מבוא. ב. גופים מוסדיים וחיסכון פנסיוני. 1. מידת המעורבות של הממשלה והאינטרס הציבורי בפיתוח שוק ההון; 2. המישור הצרכני; 3. המישור הפנסיוני; 4. "בעיית הנציג"; ג. המשבר הפיננסי והגופים המוסדיים בישראל. 1. המישור הצרכני: היעדר מודעות לסיכון; 2. המישור הפנסיוני: רמת סיכון גבוהה מדי; 3. בעיית הנציג, כשל בהחלטות השקעה ושוק האשראי החוץ-בנקאי; ד. תמחור חסר של איגרות חוב: סיבות אפשריות. 1. הטענות הרווחות: הסברים חלקיים בלבד; 2. ההסבר המלא: תופעת העדר והתפתחות אפשרית של בועה; ה. השלכות: חופש החוים מול רגולציה של משקיעים. 1. רגולציה של צד הביקוש; 2. כלים לרגולציה של הביקוש; 3. אחזקות קונצרנים ריאליים בגופים מוסדיים וכללים מרשים; ו. סיכום.

א. מבוא

המשבר העולמי הגיע אל חופי ישראל בעיצומו של תהליך מתמשך שבמסגרתו צומצמה המעורבות הממשלתית בחיסכון הפנסיוני וכספי החיסכון הופנו לשוק ההון. תהליך זה הגביר את כוחם של הגופים המוסדיים בישראל כמשקיעים בניירות ערך, כמו גם את התלות של החיסכון ארוך הטווח של הציבור בהתפתחויות בשוק ההון. המשבר המחיש היטב תלות זו: בישראל אמנם לא קרסו בנקים ומוסדות פיננסיים אחרים, אך ירידות השערים בבורסה בשנת 2008 גררו הפסדים כבדים לציבור החוסכים לפנסיה בקופות גמל, בקרנות פנסיה ובביטוחי חיים (להלן: "הגופים המוסדיים"). לפי נתוני משרד האוצר, ההפסד הממוצע בשנה זו היה 11.13% בקרנות הפנסיה, 19.94% בקופות הגמל ו-18.8% בביטוחים המשתתפים ברווחים.¹

הפסדים ניכרים אלה הביאו לחקיקה בהולה של רשת ביטחון פנסיוני² ולהסכמה גורפת – שהיו שותפים לה גם גורמי פיקוח כגון בנק ישראל³ – בדבר כשל בפיקוח על

1 נתונים על קרנות פנסיה זמינים באתר פנסיה נט pensyanet.mof.gov.il/Pensya/Pensya/UI/; נתונים על קופות גמל זמינים באתר קופות גמל נט gemelnet.mof.gov.il/dafMakdim.aspx; נתונים על ביטוח חיים זמינים באתר ביטוח נט Tsuot/UI/DafMakdim.aspx; נתונים על ביטוח חיים זמינים באתר ביטוח נט bituachnet.mof.gov.il/bituachTsuotUI/Tsuot/UI/bituachTsuotUI.aspx.

2 תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (הגנה ממשלתית על החיסכון הפנסיוני) (הוראת שעה), התשס"ט-2009, ק"ת 550.

3 ראו בנק ישראל "חיבה ד'-1: מבנה שוק ההון והפיקוח עליו: לקחים משוק איגרות החוב הקונצרניות ומניהולן של קופות הגמל וקרנות ההשתלמות" דין וחשבון 2008, 121, 135 (2009) www.boi.gov.il/deptdata/mehkar/doch08/heb/doch08h.htm. "היקף השחיקה ברכוש הפיננסי של הציבור בעקבות המשבר העולמי נגזר לא רק מהיקפו ועוצמתו של הזעזוע החיצוני [...] אלא גם מחשיפה של

הגופים המוסדיים המופקדים על החיסכון הפנסיוני. חצי הביקורת הופנו בעיקר לפעילותם של הגופים המוסדיים כמשקיעים באיגרות חוב של חברות (להלן: "אג"ח חברות") משתי סיבות: ראשית, שוק המימון החוץ-בנקאי בישראל צמח בצורה דרמטית בשנים שקדמו למשבר, כשהגופים המוסדיים העלו את הביקוש שלהם להשקעה באג"ח חברות.⁴ שנית, משבר האשראי העולמי הקשה על חברות רבות לגייס אשראי ובכך העמיד בסכנה את יכולתן לעמוד בהחזרי החוב שלהן. החשש שחברות לא יוכלו לעמוד בתשלומים שהתחייבו להם, פגע פגיעה ניכרת בשווי האג"ח שהחזיקו הגופים המוסדיים. בעת הכתיבה של שורות אלה נראה שההפסדים היו זמניים בלבד.⁵ התשואות הנאות בחיסכון הפנסיוני בשנים 2009 ו-2010 אמנם ריכזו את האווירה הציבורית, אך השאירו על כנה את השאלה האם ההפסדים שספגו החוסכים לפנסיה בשנת 2008 מחייבים הסקת מסקנות לגבי הפיקוח הראוי על הגופים המוסדיים, ובייחוד אלה העוסקים בחיסכון פנסיוני.

רשימה זו דנה בלקחי ביניים של המשבר הכלכלי העולמי ביחס לשוק ההון בישראל, תוך התמקדות בגופים המוסדיים ובשוק החיסכון הפנסיוני. לרשימה זו שתי מטרות עיקריות: הראשונה מתמקדת בהתפתחויות בישראל בשנת 2008. התזה המרכזית של הרשימה בהקשר זה היא שההתמקדות בתפקוד הגופים המוסדיים כמשקיעים באג"ח חברות מחטיאה את העיקר. אם אכן נחשף כשל (כפי שיוסבר בהמשך אין עדיין הוכחה שאכן היה כשל כזה) בהשקעות הגופים המוסדיים בישראל, הרי הוא נעוץ במבנה התמריצים של גופים מוסדיים הפועלים בשוק תחרותי. התחרות בין גופים מוסדיים על לב החוסכים מביאה להתנהגות עדרית (herd behavior) ויוצרת חשש להתפתחותן של בועות פיננסיות. חשש זה מוחרף בישראל לנוכח נטיית הגופים המוסדיים להשקיע בשוק המקומי בלבד. לפיכך, הלקח העיקרי העולה מהמשבר העולמי ביחס לשוק הפנסיוני בישראל הוא שיש לקבוע מנגנונים שישמרו את יתרונות התחרות בין הגופים המוסדיים מחד גיסא, תוך התמודדות עם הסכנות הטמונות בתחרות זו לציבור החוסכים וליציבות השווקים הפיננסיים מאידך גיסא. פיתרונות המתמקדים במוצר ספציפי – אג"ח חברות בישראל או ניירות ערך מגובי משכנתאות בחו"ל – מתמקדים בסימפטום ולא בבעיה ולפיכך לא ימנעו התפתחות משברים בעתיד.

המשקיעים המוסדיים לסיכונים, תולדה של גורמים מקומיים [...] בשוק ההון בתחומים שנתרו ללא פיקוח ורגולציה נאותים" (ההדגשה אינה במקור); פירוט נוסף בעמ' 135-139.

4 לפי נתוני משרד האוצר, בסוף שנת 2002 החזיקו קופות הגמל בממוצע 4.47% מתיק ההשקעות באג"ח חברות סחירות. לעומת זאת, בסוף שנת 2008 עמדה ההשקעה על כ-23.28% מהתיק. ראו אתר משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון 147.237.72.127/kupot_gemel/kg_sikum_main.htm.

5 שם. בשנת 2009 השיבו הגופים המוסדיים את מרבית ההפסדים של שנת 2008. מובן כי משיפור זה נהנו רק עמיתים שלא שינו את החזקותיהם.

המטרה השניה מתמקדת בתחום הרגולציה של שוק ההון, תוך סקירת הספרות האקדמית בתחום זה. מדינות רבות שותפות לתהליך הרפורמה בפנסיה. אולם, על אף חשיבות הסוגיה והשפעתה על מגזרים רחבים באוכלוסיה, טרם זכתה ההסדרה של החיסכון הפנסיוני לדיון מעמיק בספרות המשפטית. צמצום המעורבות הממשלתית בפנסיה מחזק את משקלם של הגופים המוסדיים כמשקיעים בשוק ההון ויוצר תלות מתמשכת בין ציבור החוסכים לגופים המוסדיים המנהלים את כספו. להתפתחות הראשונה יש השלכות על ההסדרה של דיני התאגידים וניירות הערך; השניה מחייבת בחינה של הכלים המשפטיים ושל מנגנוני השוק לפיקוח על הגופים המוסדיים לשם הגנה על החוסכים באמצעותם. הרשימה תפתח דיון ראשוני ברגולציה של החיסכון הפנסיוני מחד גיסא ובהשלכות של ההתפתחויות בתחום החיסכון הפנסיוני על ההסדרה של שוק ההון מאידך גיסא.

הפרק הראשון יציע מסגרת נורמטיבית ראשונית לניתוח הרגולציה של שוק החיסכון הפנסיוני. הדיון יבחין בין שני היבטים מרכזיים בהסדרה של תחום זה. ההיבט הראשון עניינו האינטרס הציבורי ברווחה הכלכלית של ציבור הפורשים לגמלאות, והוא משפיע בעיקר על מעורבות המדינה בקביעה של רמת הסיכון שנוטלים הגופים המוסדיים בהשקעת כספי החוסכים. ההיבט השני עניינו התמודדות עם ניגוד העניינים המובנה ("בעיית הנציג") שבין העמיתים לגופים המוסדיים. הספרות המשפטית דנה בהרחבה באמצעים להתמודדות עם בעיית הנציג שבין ההנהלה לבעלי המניות בתאגיד.⁶ אולם, הרפורמות בתחום הפנסיה, המביאות להזרמת כספים בהיקף ניכר לגופים המוסדיים, מחדדות את קיומה של בעיית נציג נוספת – זו שבין החוסכים לפנסיה לבין הגופים המופקדים על ניהול כספם.

לאור המסגרת האנליטית שפותחה בפרק הראשון, הפרקים השני והשלישי ינתחו באופן ביקורתי טענות רווחות באשר לליקויים שנחשפו בשוק ההון המקומי בעקבות המשבר. אפשרות אחת היא שחסכונות הפנסיה של הציבור היו חשופים לסיכונים מופרזים, שאינם עולים בקנה אחד עם האינטרס הציבורי ביציבות החיסכון הפנסיוני. טענה רווחת נוספת היא שהמשבר חשף תופעה מקיפה שבמסגרתה הגופים המוסדיים תמחרו בחסר את הסיכון הטמון בהשקעה באג"ח חברות.

הגופים המוסדיים נתפסים כמתוחכמים וכבעלי מיומנות פיננסית. לפיכך, כשל מערכתי באיכות של החלטות ההשקעה שלהם מחייב בחינה מעמיקה. הפרק הרביעי יסביר כי התאוריות המקובלות בדבר הסיבות לתמחור החסר – ובייחוד אלה המתמקדות בהתפתחויות בשוק המקומי, כגון רפורמת בכר – הן לכל היותר חלקיות. אם אכן הייתה תופעה של תמחור חסר, ההסבר המשכנע ביותר לקיומה הוא התפתחות של בועת אשראי חוץ־בנקאי, שנוצרה משילוב בין גורמים מקומיים (נטיית "home bias" של הגופים

6 לניתוח מקיף ראו זוהר גושן "בעיית הנציג כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים" ספר זיכרון לגואלטיארו פרוקצ'יה – חיבורי משפט 239 (אהרן ברק, נפתלי ליפשיץ, אוריאל פרוקצ'יה ומרדכי א' ראבילו עורכים, 1996).

המוסדיים והיעדר משקיעים זרים באג"ח חברות) לבין גורמים שהם תוצאת לוואי של תחרות בין גופים מוסדיים (כגון נטיה להתנהגות עדרית).

הפרק החמישי יציג שתי מסקנות מרכזיות הנובעות מן המשבר לגבי הרגולציה של שוק ההון והגופים המוסדיים. המסקנה הראשונה נוגעת לצורך בבחינה מעמיקה של אפיק חדש, שלא נדון עד היום בספרות, להסדרה של דיני התאגידים וניירות הערך – רגולציה של צד הביקוש. לנוכח המקום המרכזי שתופסים כיום הגופים המוסדיים המנהלים כספי פנסיה בשוק ההון בישראל ומחוצה לה, להגבלת החלטות ההשקעה שלהם יכולה להיות השפעה דומה לזו של שינוי הכללים החלים על חברות המנפיקות מניות או ניירות ערך. המאמר ידון ביתרונות שמציעה ההסדרה של צד הביקוש על-פני האפיק המסורתי של החלת כללים קוגנטיים על צד ההיצע – החברות המנפיקות. המסקנה השנייה מתמקדת במשטר הראוי לפיקוח על הגופים המוסדיים. בהקשר זה יטען המאמר כי האתגר המרכזי עבור חוקרים וקובעי מדיניות הוא פיתוח אמצעים שימנעו מגופים מוסדיים לתרום להתפתחותן של בועות פיננסיות ובכך לפגוע בטובת החוסכים וביציבות השווקים הפיננסיים.

לדיון בגורמים למשבר בישראל ומחוצה לה ובהשלכותיו יש ממד ספקולטיבי לא מבוטל. אין עדיין די מחקרים אקדמיים על אודות הסיבות למשבר בכלל ובשוק ההון בישראל בפרט. עם זאת, ההתפתחויות הדרמטיות בשוק ההון מחייבות את קובעי המדיניות לקבל החלטות "בזמן אמת". ההיסטוריה מלמדת כי דווקא בתקופת משבר נוצר חלון ההזדמנויות הפוליטי לרפורמות מקיפות בתחום הרגולציה של שוק ההון, על אף הסכנה שחקיקה חפוזה תביא לתוצאות בעייתיות לטווח ארוך.⁷ בכל מקרה, תכליתו המרכזית של המאמר היא להצביע על כיווני מחשבה ומחקר ראשוניים בעקבות המשבר, תוך פתיחת פתח לדיון מעמיק יותר במחקר עתידי.

ב. גופים מוסדיים וחיסכון פנסיוני

השפעת המשבר העולמי על הציבור בישראל היא תוצאת תהליך מתמשך של שינוי במבנה של שוק הפנסיה. מדינת ישראל הנהיגה בעשורים האחרונים רפורמות מקיפות, שהמכנה המשותף לכולן הוא צמצום המעורבות הממשלתית בתחום החיסכון הפנסיוני. רפורמות אלה, שכללו מעבר של מגזרים במשק מפנסיה תקציבית לפנסיה צוברת והפחתה בהנפקה של אג"ח ממשלתיות "מיועדות" המבטיחות תשואה, הביאו לשתי

7 ראו, לדוגמה, חקיקתו החפוזה של חוק Sarbanes-Oxley (SOX, Pub. L. No. 107-204, 2002) בארצות-הברית בעקבות משבר אנרון. לניתוח מקיף של חקיקה זו ראו Roberta Romano, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, 114 YALE L.J. 1521 (2005).

תוצאות עיקריות: ראשית, מספר גדול יותר של אזרחים במדינת ישראל תלויים בכל הנוגע לעתידם הפנסיוני בגופים המוסדיים הפועלים בשוק הפרטי; שנית, הגופים המוסדיים משקיעים חלקים ניכרים מהכספים שהם מנהלים בשוק ההון ובכך מגבירים את החשיפה של החיסכון הפנסיוני לתנודות השוק.⁸

תהליכים אלה אינם ייחודיים לישראל.⁹ אולם, בעוד השוק הפנסיוני בישראל ובעולם עובר רפורמות בקצב מואץ, הספרות האקדמית-משפטית העוסקת בהגנת החוסכים לפנסיה היא מעטה.¹⁰ בפרק זה אציג מסגרת נורמטיבית ראשונית לניתוח השוק המוסדי, תוך התמקדות בתחום החיסכון לפנסיה. בפרק הבא תשמש מסגרת זו לדיון בטענות הרווחות באשר לכשלים שחשף כביכול המשבר העולמי בשוק בישראל.

הדיון יפתח בסוגיה המקדמית בדבר מידת המעורבות הישירה של הממשלה בהבטחת החיסכון הפנסיוני של אזרחיה. לאחר מכן אציג הבחנה בין שלושה מישורים: הבטחת האינטרס הציבורי בחיסכון ארוך טווח לעת פרישה ("המישור הפנסיוני"), הגנה על הצרכן-החוסך ("המישור הצרכני") ואמצעים להתמודדות עם בעיית הנציג, דהיינו: פער האינטרסים שבין החוסכים לגופים המנהלים את כספיהם. ההבחנה המוצעת בפרק זה היא מלאכותית ויש חפיפה בין הקטגוריות. עם זאת, כפי שימחיש הדיון בפרק הבא, הבחנה זו חיונית לזיהוי כשלים אפשריים בשוק ולגיבוש כלי המדיניות המתאימים להגנה על ציבור החוסכים.

1. מידת המעורבות של הממשלה והאינטרס הציבורי בפיתוח שוק ההון

שאלת יסוד בתחום החיסכון הפנסיוני היא ההיקף הראוי של מעורבות המדינה. האם על המדינה ליטול על עצמה את האחריות לתשלום פנסיה נאותה לאזרחיה? האם עליה

8 רפורמות אלה תרמו גם להגברת כוחם של בעלי השליטה. ראו אסף חמדני ריכוזיות השליטה בישראל: היבטים משפטיים (מחקר מדיניות 78, המכון הישראלי לדמוקרטיה, 2010) www.idi.org.il/PUBLICATIONSCATALOG/Pages/PP_78/Publications_Catalog_2078.aspx

9 ראו, לדוגמה, Waldo Tapia, *Description of Private Pension Systems* (OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, paper No. 22, 2008), available at www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/description-of-private-pension-systems_237831300433 ("The role of private pensions in the provision of retirement income has grown significantly in the past two decades, reflecting efforts by many countries to trim down unsustainable pay-as-you-go benefits")

10 למיטב ידיעתי, לא קיימת ספרות משפטית בישראל או מחוצה לה הדנה לעומק בסוגיה של המשטר הראוי לפיקוח על גופי פנסיה. יורם מרגליות דן בהרחבה בבעיית האפליה בהסדרי החיסכון הפנסיוני שנוצרה בעבר בשל חלק מהרפורמות בתחום; ראו יורם מרגליות "אפליה בהסדרי החיסכון הפנסיוני ופתרונה המוצע" משפטים לא 529 (2001).

לעשות כן באמצעות פנסיה תקציבית ממשלתית, ביצירת רשת ביטחון משלימה לחיסכון פנסיוני פרטי, בתמריצי מס או בכל מתכונת אחרת?¹¹ התשובה לשאלות אלה מתבססת במידה רבה על עמדות כלכליות, פוליטיות וחברתיות. אין בכוונתי להשיב על שאלות אלו אלא לתאר, כרקע לדיון בהמשך, את המדיניות הישראלית בתחום זה.

מעורבות ממשלתית ישירה: משרד האוצר פעל בשנים האחרונות באופן עקבי לצמצום המעורבות הממשלתית הישירה בהבטחת הפנסיה של אזרחי המדינה. המדינה מעודדת אמנם חיסכון לפנסיה על-ידי מתן הטבות מס ניכרות לחיסכון לטווח ארוך, אך משאירה את מלאכת ניהול ההשקעות לשוק הפרטי ואינה מעניקה לחוסכים רשת ביטחון של ממש.¹²

כספי פנסיה ושוק ההון: צמצום המעורבות הממשלתית הישירה בתחום הפנסיה מעלה את השאלה האם המדינה צריכה להגביל את האפיקים שבהם יושקעו כספי החיסכון הפנסיוני, ובמיוחד האם יש לנקוט עמדה באשר להפניה של כספי החיסכון ארוך הטווח של הציבור להשקעה בשוק ההון בכלל ובשוק ההון המקומי בפרט. יש להבחין בין שני היבטים של שאלה זו: ראשית, האם טובתו של ציבור החוסכים לפנסיה מחייבת שכספם יושקע במניות ובאג"ח חברות (להבדיל מאג"ח ממשלתיות)? דהיינו: האם אפיקי השקעה אלה צפויים להניב לטווח ארוך תשואה עודפת בהשוואה לאפיקים אחרים? שנית, האם המדינה רואה חשיבות בהשקעת החיסכון הפנסיוני בחברות מקומיות במטרה לפתח את שוק ההון או להשיג יעדים כלכליים אחרים?¹³

במילים אחרות: האפשרות לתיעול של כספי החיסכון הפנסיוני לשוק ההון המקומי מעוררת ניגוד עניינים פוטנציאלי בין האינטרסים של החוסכים לפנסיה לבין האינטרס של המדינה בפיתוח של שוק ההון והמשק. מבחינת המדיניות הראויה, השאלה היא האם רצוי לראות את כספי החיסכון הפנסיוני כמשאב שיש להשתמש בו לשם פיתוח שוק

11 ראו Robert Henry Cox, *The Consequences of Welfare Reform: How Conceptions of Social Rights are Changing*, 27 CAMBRIDGE J. SOC. POL'Y 1, 8-9 (1998).

12 תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (הגנה ממשלתית על החיסכון הפנסיוני) (הוראת שעה), שנחקקו בעיצומו של המשבר, יצרו לראשונה רשת ביטחון לחיסכון הפנסיוני, אך היא מעניקה הגנה לחוסכים רק בנסיבות מוגבלות מאוד.

13 ראו לדוגמה יורם מרגליות, לעיל ה"ש 10, בעמ' 535 ("הגדלת שיעור החיסכון במשק היא הצדקה מרכזית במישור המאקרו-כלכלי לסבסוד או לכפיית פנסיה"); יעקב לביא ואביה ספיבק "השפעת הסדרי הפנסיה והגמל על החיסכון בישראל" רבעון לכלכלה 43, 202 (1996). ההסתמכות על כספי הפנסיה כמקור מימון עבור חברות ישראליות באה לידי ביטוי גם בעיצומו של המשבר, כאשר המדינה נקטה צעדים על-מנת לעודד גופים מוסדיים להשקיע באג"ח של חברות ישראליות. הדוגמה הבולטת ביותר היא קרנות המנוף, שהוקמו בעידוד משרד האוצר ובשיתוף הגופים המוסדיים. ראו מצגת מידע על קרנות המנוף מ-1.1.2009, www.mof.gov.il/Lists/List17/Attachments/9/, manof2008.pp

ההון, גם במחיר פגיעה אפשרית בתשואה של החוסכים.¹⁴ על רקע זה, יש הטוענים להפרדת הפיקוח על החיסכון הפנסיוני ממשרד האוצר. בכל מקרה, בשנים האחרונות פעלה ישראל לפי מדיניות המקלה, ואולי אף מעודדת, השקעה של כספי החיסכון הפנסיוני בשוק ההון. הרפורמה בכללי ההשקעה משנת 2003 ממחישה היטב מגמה זו. עד לרפורמה השקיעו קרנות הפנסיה הוותיקות לפחות 93% מנכסיהן באג"ח מיועדות (המונפקות על-ידי הממשלה ובעלות תשואה מובטחת), וקרנות פנסיה חדשות השקיעו 70% מנכסיהן באג"ח מיועדות. בהתאם לכללי השקעה חדשים, שנכנסו לתוקף ב-1 לאוגוסט 2003, חויבו קרנות הפנסיה להשקיע באג"ח מיועדות 30% מנכסיהן בלבד. קרנות פנסיה ותיקות חויבו להשקיע 50% מהיתרה באג"ח ממשלתיות סחירות, ואת יתר הכספים הותר להן להשקיע בשוק ההון.¹⁵ לעומת זאת, נקבע כי קרנות הפנסיה החדשות תשקענה את יתרת נכסיהן באופן דומה להשקעות בקופות גמל ובתכניות ביטוח חיים משתתפות ברווחים, דהיינו: ללא דרישה להשקעה מינימלית באג"ח ממשלתיות לא מיועדות. מדיניות זו לוותה בהצהרות של קובעי מדיניות כלכלית שלפיהן כספי החיסכון הפנסיוני יתרמו לשכלול שוק ההון, למשל באמצעות יצירת מקורות מימון שיתחרו במגזר הבנקאי.¹⁶

ההחלטה על צמצום המעורבות הממשלתית ותיעול כספי הפנסיה לשוק ההון יוצרת תלות בין הרווחה הכלכלית של ציבור החוסכים לתנודות בשוק ההון. על רקע זה, חלק מהביקורת בעיצומו של המשבר – ובמיוחד בסוגיה של פרישת "רשת ביטחון" לחיסכון הפנסיוני – נגעה להחלטה העקרונית של ישראל לתעל את כספי הפנסיה לשוק ההון.

14 לגישה הקובעת עמדה מפורשת בשאלה זו ראו Dimitri Vittas, *Pension Reform and Capital Market Development: "Feasibility" and "Impact" Preconditions* (Development Research Group World Bank, Paper No. 2414, 1999) available at elibrary.worldbank.org/getfulltext;jsessionid=1k78qaad1eki2.z-wb-live-01?linkid=docserver/2414.pdf&itemWebId=/content/workingpaper/10.1596/1813-9450-2414&mime=pdf. המחקר מביע גישה שלפיה שכלול השווקים הפיננסיים והתפתחות המשק אינם היעדים העיקריים של רפורמה בפנסיה. התכלית העיקרית של רפורמה כזו היא הבטחת מקורות כספיים לפורשים לגמלאות; ההתפתחות של שוק ההון היא אך יעד משני.

15 ראו יחידת ניהול החוב הממשלתי באגף החשב הכללי דוח שנתי לשנת 2003 73 (2003) www.finance.gov.il/chov/general/docs/rep2003_6.pdf; משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון, הסדר הפנסיה – שאלות ותשובות -2003 www.finance.gov.il/hon/2001/pension/plan2003-faq2.asp#q9.

16 ראו, לדוגמה, נאום נגיד בנק ישראל דוד קליין בנושא פתיחת השווקים הפיננסיים ויעילות המדיניות המקרו-כלכלית (17.5.2001) www.bankisrael.gov.il/deptdata/neumim/neum052h.htm (השקעת החיסכון הפנסיוני באג"ח מיועדות מונעת פיתוחו של שוק אג"ח חברות ומחבלת בסיכויי הצמיחה במשק); הרצאתו של המשנה לנגיד בנק ישראל ד"ר מאיר סוקולר בנושא קרנות הפנסיה בשוק ההון www.bankisrael.gov.il/deptdata/neumim/neum129h.htm (13.7.2003).

לסיכום: הרפורמות בחיסכון הפנסיוני התבססו על הפקדת המגזר הפרטי על ניהול החיסכון, תוך מתן אפשרות להשקעה של כספי הפנסיה בשוק ההון. עם זאת, למדינה נותר אינטרס ניכר בהבטחת עתידה הכלכלי של אוכלוסיית הפורשים לגמלאות. כפי שאסביר בהמשך, אינטרס זה בא לידי ביטוי גם ברגולציה של הגופים המוסדיים העוסקים בחיסכון פנסיוני.

2. המישור הצרכני

כמו במקרים אחרים, גם בגופים מוסדיים נדרש פיקוח על איכות השירות המוענק לחוסך, צרכן השירות. פיקוח זה כולל היבטים סטנדרטיים של הגנת הצרכן כגון טיב השירות וגובה דמי הניהול, מסירת מידע מלא לחוסכים אודות אפיקי ההשקעה העומדים לרשותם ופרסום נאות של התשואות שצברו העמיתים ושל דמי הניהול הנגבים מהם. פיקוח זה נדרש גם בגופים מוסדיים שאינם עוסקים בחיסכון פנסיוני, כגון קרנות נאמנות. עם זאת, האינטרס הציבורי בהבטחת חיסכון פנסיוני מקנה חשיבות מיוחדת לכך שיעמוד לרשות החוסכים מידע מלא על אודות מגוון אפיקי ההשקעה העומדים לרשותם ומידת התאמתם של אפיקים אלה להעדפות הסיכון שלהם ולצרכיהם הפיננסיים לטווח ארוך. לשם השגת מטרה זו יש גם אינטרס ציבורי בהבטחת ייעוץ פנסיוני אובייקטיבי, איכותי ובלתי-תלוי.¹⁷

דוגמה להסדרה במישור זה היא חוק הייעוץ הפנסיוני¹⁸ שנחקק בעקבות ועדת בכר, שהמליצה להעניק ללקוח אפשרות להחליט אם להתקשר עם גורם בעל עניין או עם גורם אובייקטיבי.¹⁹ חוק הייעוץ הפנסיוני מבחין בין יועץ פנסיוני לבין משווק פנסיוני. יועץ פנסיוני חייב לבצע את תפקידו באופן אובייקטיבי ונטול זיקה ליצרנים הפנסיוניים או למוצרים פנסיוניים, תוך קבלת עמלה זהה מכל היצרנים.²⁰ לעומתו, סוכן פנסיוני רשאי להעניק ייעוץ בנוגע למוצר פנסיוני שלגביו יש לנותן הייעוץ זיקה המתבטאת, בדרך כלל, בתשלום עמלה למשווק על-ידי יצרנים פנסיוניים.

17 לניתוח מקיף של הקשיים בהבטחת ייעוץ פיננסי נטול פניות ראו Howell E. Jackson, *The Trilateral Dilemma in Financial Regulation*, in OVERCOMING THE SAVING SLUMP – HOW TO INCREASE THE EFFECTIVENESS OF FINANCIAL EDUCATION AND SAVING PROGRAMS 82 (Annmaria Lusardi ed., 2008).

18 חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (עיסוק בייעוץ פנסיוני ובשיווק פנסיוני), התשס"ה-2005, ס"ח 918.

19 ועדת בכר דו"ח הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון עמ' 41-53 (הוגש למר בנימין נתניהו, שר האוצר, בספטמבר 2004) ozar.mof.gov.il/bachar/pdf/bachar.pdf.

20 הכלל נקבע בס' 28 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (עיסוק בייעוץ פנסיוני ובשיווק פנסיוני).

כפי שיוסבר בפרק הבא, המשבר הביא למגוון טענות העוסקות בכשלים שהתגלו בהגנת הצרכן, במיוחד בכל הנוגע למודעות החוסכים לגבי מהות הסיכונים אליהם הם חשופים.

3. המישור הפנסיוני

גם אם המדינה אינה מבטיחה ישירות את הפנסיה של אזרחיה, יש לה אינטרס בעתידה הכלכלי של אוכלוסיית הפורשים לגמלאות. הביטוי המרכזי של אינטרס זה, עד לפרוץ המשבר, היה הטבות המס שהעניקה הממשלה לחיסכון לפנסיה. אולם, ההחלטה בעיצומו של המשבר להעניק רשת ביטחון לחוסכים לפנסיה, המחישה שהאינטרס הציבורי אף יכול לבוא לידי ביטוי משמעותי יותר.

הרגולציה במישור הפנסיוני עוסקת באמצעים שיש בהם כדי להבטיח את האינטרס הציבורי בכך שיעמדו לרשות הגמלאים מקורות כספיים שיאפשרו להם לחיות ברווחה: האופן שבו יש להשתמש במכשיר של הטבות המס כדי לעודד אפיקי חיסכון נאותים ואמצעי הפיקוח וההסדרה הנוספים שיש לקבוע כדי לשמור על האינטרס הציבורי בהבטחת עתידו הפנסיוני של הציבור.

(א) המישור הפנסיוני והמישור הצרכני

בין חופש הבחירה של הפרט לאינטרס הציבורי ברווחתה הכלכלית של אוכלוסיית הפורשים לגמלאות יש מתח אינהרנטי. לשם המחשה, נניח שחלק מהאוכלוסיה מעדיף לצרוך את הכנסתו ולא לחסוך לפרישה. קובעי המדיניות נדרשים להחליט אם ראוי לאפשר לכל פרט לחסוך בהתאם להעדפותיו (כיום מוענקות הטבות מס רק לחיסכון לפרישה) או שמא על המדינה לנקוט גישה פטרנליסטית,²¹ שתצמצם את יכולת הפרטים להשפיע על השאלה האם לחסוך. שאלות דומות מתעוררות גם בנוגע להתערבות המדינה באופן המשיכה של כספי החיסכון עם הגעת החוסך לגיל פרישה.

סוגיה נוספת היא ההיקף הראוי של מעורבות המדינה בהתאמה של רמת הסיכון של התיק הפנסיוני ותוחלת התשואה שלו לנתוני החוסך. ההנחה המקובלת היא שפרופיל הסיכון של חוסך צעיר יחסית – שאופק ההשקעה שלו רחוק יותר – צריך להיות שונה משמעותית מזה של חוסך על סף פרישה. על רקע זה נשאלת השאלה האם על המדינה

21 לדיון בחשיבות הפטרנליזם בתחום החיסכון הפנסיוני ראו Deborah M. Weiss, *Paternalistic Pension Policy: Psychological Evidence and Economic Theory*, 58 U. CHI. L. REV. 1275 (1991). לדיון בהשפעות על אופן קבלת ההחלטות של פרטים בכל הנוגע לחיסכון הפנסיוני ראו Shlomo Benartzi & Richard Thaler, *Heuristics and Biases in Retirement Saving Behavior*, 21 J. ECON. PERS. 81 (2007). לדיון מעמיק של ההצדקות לפטרנליזם ראו Eyal Zamir, *The Efficiency of Paternalism*, 84 VA. L. REV. 229 (1998).

להתערב בהחלטות הפרט בנוגע לרמת הסיכון בתיק, לחייב הסתמכות על ניהול השקעות מקצועי בתיק הפנסיוני, להגביל את מגוון המוצרים הפנסיוניים שיוצעו לציבור ולהגביל גופים מוסדיים בבחירת ההשקעות שלהם.

להלן אציג שתי דוגמאות לדרך שבה מוסדר המישור הפנסיוני בישראל, תוך התמקדות בהגבלות על חופש הבחירה של הפרט המבוססות על שיקולים הנוגעים לאינטרס הציבורי. הרחבת אוכלוסיית החוסכים ועידוד חיסכון לגיל פרישה: בד בבד עם צמצום המעורבות הממשלתית הישירה, ישראל פועלת בשנים האחרונות להרחבה של אוכלוסיית החוסכים לפנסיה, באמצעות חיוב עובדים ומעסיקים להפריש לחיסכון פנסיוני. שר המסחר והתעשייה חתם לאחרונה על צו הרחבה (הידוע בכינוי "חוק פנסיה חובה") המחייב מעסיקים להפריש לפנסיה עבור עובדיהם.²² בה בעת פועל משרד האוצר לעידוד חיסכון לטווח ארוך יותר, באמצעות תיקוני חקיקה שהביאו לכך שהטבות המס למפקידים בקופות הגמל יינתנו רק לחיסכון שנפדה על-ידי החוסך במועד הפרישה לגמלאות.²³ התוצאה המצטברת של שינויים אלה היא חיובם של מעבידים ועובדים להפריש משכרם לחיסכון פנסיוני, שיעמוד לרשות החוסך רק בעת פרישה לגמלאות. ניהול אישי:²⁴ ככלל, החקיקה בישראל אינה מאפשרת ניהול עצמי של כספי החיסכון, אלא מחייבת חוסכים לשלם עבור ניהול השקעות על-ידי קופת גמל, קרן פנסיה או חברת ביטוח. בשנת 2006 פרסם אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר מסמך עקרונות בנוגע להפעלת חשבון חיסכון פנסיוני אישי, במגמה לאפשר לחוסך המעוניין בכך לקבל אחריות בנוגע להחלטות ההשקעה של כספי הפנסיה שלו (ולחסוך את דמי הניהול).²⁵ בסופו של דבר הוחלט להעניק אפשרות זו רק ביחס לקרנות ההשתלמות ולכספי הפקדות של עצמאים (בתנאים מסוימים).²⁶

- 22 צו הרחבה לביטוח פנסיוני מקיף במשק לפי חוק הסכמים קיבוציים, התשי"ז-1957, ס"ח 63.
- 23 חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (תיקון מס' 3), התשס"ח-2008, ס"ח 160.
- 24 לניתוח של המנגנון האמריקני של פנסיה בניהול אישי ראו Colleen E. Medill, *The Individual Responsibility Model of Retirement Plans Today: Conforming ERISA Policy to Reality*, 49 EMORY L.J. 1 (2000).
- 25 משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון "הפעלת חשבון חיסכון פנסיוני אישי בישראל (IRA) (טיוטה)" (12.12.2006) ozar.mof.gov.il/hon/2001/mosdiym/memos/tf2006-8652b.pdf. לפי טיוטה זו יוכל החוסך לבחור באחת החלופות או בשתיהן: ניהול תיק השקעותיו ובכלל זאת בחירת הנכסים הספציפיים או בחירת מנהל תיקים מקרב כל מנהלי התיקים המורשים בישראל.
- 26 תק' 2 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (קופת גמל בניהול אישי), התש"ע-2009, ק"ת 54.

(ב) קרנות נאמנות ופיקוח יציבות

אפשר לחדד את ההשלכות של האינטרס הציבורי בהבטחת חיסכון פנסיוני נאות לתושבי המדינה באמצעות השוואה בין מאפייני הפיקוח על גופי הפנסיה למאפייני הפיקוח על קרנות הנאמנות ומאפייני הפיקוח על הבנקים וחברות הביטוח.

קרנות נאמנות: בין קרנות נאמנות לגופי החיסכון לפנסיה קיים דמיון לא מבוטל. בשני המקרים מדובר בגופים מוסדיים שעיסוקם ניהול כספים עבור ציבור חוסכים. לכאורה, ניתן היה לטעון שאין הצדקה להפרדת הפיקוח על גופי הפנסיה מהפיקוח על קרנות נאמנות. אולם, המשקיעים בקרנות נאמנות אינם זוכים להטבות מס, אין חקיקה המחייבת עובדים לחסוך בקרנות נאמנות ואין הגבלות (הנובעות מהטבות המס) על משיכת הכספים. הפיקוח על קרנות נאמנות הוא צרכני בעיקרו: חוק השקעות משותפות בנאמנות²⁷ מתמקד בהבטחת שקיפות בנוגע הן לאפיקי ההשקעה של כל קרן והן לדמי הניהול. גורמי הפיקוח אינם מתערבים בבחירת אפיקי ההשקעה המוצעים בקרנות ואלה נקבעים לפי ההתפתחויות בשוק ההון.

לעומת זאת, ההסדרה של החיסכון הפנסיוני עוסקת גם בהיצע המוצרים הפנסיוניים, מסדירה את מסלולי ההשקעה של גופי הפנסיה ומתיימרת להתאים את רמת הסיכון לפרופיל של החוסך לפנסיה. זאת, לאור האינטרס הציבורי בהבטחת הרווחה הכלכלית של היוצאים לגמלאות.

פיקוח יציבות: הרפורמות בחיסכון הפנסיוני בישראל עודדו מעבר לחיסכון בשיטת הפנסיה הצוברת, או פנסיה מוגדרת-הפרשות (defined contribution). בשיטה זו החוסך מפקיד אצל הגוף המוסדי סכום מוגדר ובסופו של דבר מקבל לידיו את פירות ההשקעה: ככל שהשקעות הגוף המוסדי יניבו תשואה גבוהה יותר, כך יגדל סכום הפנסיה של החוסך. בה בעת, אם יגרום הגוף המוסדי להפסדים יקטן סכום הפנסיה העומד לרשות החוסך.²⁸

מאפיין זה משליך על היחס הראוי של הרגולציה הפנסיונית לנטילת סיכונים השקעה על-ידי גופים מוסדיים. כאמור, המדינה מעניקה הטבות מס לחיסכון הפנסיוני כדי להבטיח רווחה כלכלית לחוסכים. האינטרס של המדינה אינו מתמצה בשמירה על קרן ההשקעה, אלא מחייב גם את הבטחת יכולתם של גימלאים להתפרנס בכבוד גם לאחר פרישתם. בהינתן היחס הבלתי-נמנע בין תשואה על ההפקדות לסיכון, הגשמת אינטרס ציבורי זה מחייבת גם נטילת סיכונים השקעה מסוימים על-ידי גופים מוסדיים. תפקידם

27 חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994, ס"ח 308.

28 לסקירה של השלכות המעבר לשיטת פנסיה זו ראו Edward A. Zelinsky, *The Defined Contribution Paradigm*, 114 YALE L.J. 451 (2004).

של גורמי הפיקוח הוא לאזן בין הצורך בהבטחת הקרן (הפקדות החוסכים) לבין הצורך בנטילה מושכלת של סיכונים כדי למקסם את התשואה על ההפקדות.²⁹ תפקיד זה של הפיקוח על החיסכון הפנסיוני מבחין בינו לבין פיקוח יציבות מהסוג שבו עוסק הפיקוח על הבנקים או על חברות הביטוח. בלי להיכנס לדיון מעמיק בתפקידי הפיקוח על הבנקים, אפשר לקבוע שלמפקידים בבנק אין אינטרס שהבנק ייטול סיכונים בכסף, משום שהם אינם נהנים מסיכונים אלה. על רקע זה סביר להניח שהפיקוח על הבנקים יהיה שמרני יותר בכל הנוגע לנטילת סיכונים על-ידי מוסדות בנקאיים.

4. "בעיית הנציג"

ביסוד מערכת היחסים שבין גופים מוסדיים לבין החוסכים באמצעותם עומד קונפליקט בין האינטרס של הגופים המוסדיים לזה של החוסכים. קונפליקט זה מתקיים הן בגופי פנסיה והן בגופים מוסדיים אחרים כגון קרנות נאמנות. הגופים המוסדיים מנהלים את כספי החוסכים תמורת דמי ניהול. אינטרס החוסכים הוא להשיג תשואה מרבית על ההפקדות שלהם (בהתחשב בסיכון ובניכוי דמי הניהול), ואילו האינטרס של הגופים המוסדיים הוא להפיק רווח מרבי – בעיקר מגביית דמי ניהול – מניהול של כספי החוסכים.³⁰

בדומה לניגוד העניינים שבין הנהלת התאגיד לבעלי המניות, גם בעיית הנציג של גופים מוסדיים יכולה להתבטא בשני מישורים עיקריים. ראשית, גוף מוסדי יכול לפעול בניגוד עניינים להפקת רווחים על חשבון העמיתים. במסגרת זו אפשר לכלול הפקת רווחים מפעילות עסקית נלווית של הגוף המוסדי כגון חיתום (גוף מוסדי עלול להשקיע את כספי העמיתים בהנפקות של ניירות ערך שבהן הוא משמש כחתם) או בהענקת שירותי מסחר בבורסה על-ידי גוף קשור (כספי החוסכים ישמשו לתשלום של עמלות מסחר מופרזות לצדדים קשורים). התנהגות מסוג זה מקבילה להפרה של חובת האמונים בידי נושאי המשרה של תאגיד.

שנית, גוף מוסדי עלול לפגוע בעמיתים על-ידי ניהול השקעות לא מקצועי או עקב אי-השקעת משאבים נאותים בהגנה על האינטרסים של עמיתים (לדוגמה: חוסר נכונות

29 ראו Pablo Antolin et. al., *Investment Regulations and Defined Contribution Pensions* (OECD WORKING PAPERS ON INSURANCE AND PRIVATE PENSIONS, Paper No. 37, 2009), available at www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/investment-regulations-and-defined-contribution-pensions_222771401034.

30 לניתוח של הקונפליקט במקרה של קרנות נאמנות בארצות-הברית ראו Paul G. Mahoney, *Manager-Investor Conflict in Mutual Funds*, 18 J. ECON. PERS. 161 (2004). גופים מוסדיים יכולים להפיק גם תועלות עקיפות, שלא באמצעות דמי ניהול, מניהול כסף של אחרים, לדוגמה: הכנסות מהשאלת מניות או מפעולות בניגוד עניינים.

ליטול חלק פעיל בהצבעות באספה הכללית). התנהגות מסוג זה מקבילה להפרה של חובת הזהירות של נושאי משרה בתאגיד.

הספרות האקדמית דנה בהרחבה בבעיית הנציג שבין קברניטי התאגיד לבעלי המניות מהציבור. אולם, על אף מעמד המתחזק של גופי הפנסיה בישראל ומחוצה לה, הספרות האקדמית כמעט אינה עוסקת בשאלה איך אפשר להבטיח שגופים מוסדיים ישקיעו משאבים נאותים בניהול השקעות ולא יפעלו בניגוד עניינים תוך פגיעה בכספי החוסכים. הדיון שלהלן יסקור את תמהיל האמצעים שעליהם מתבססת הרגולציה של גופי הפנסיה בישראל בהקשר זה, תוך הצגת שאלות הטעונות ליבון מחקרי בעתיד.

(א) תחרות וניוד

האמצעי המרכזי להגנה על כספי החוסכים בישראל הוא עידוד התחרות. משרד האוצר פעל בשנים האחרונות באופן שיטתי כדי להסיר חסמים לתחרות בין גופים מוסדיים ומוצרי פנסיה. מדיניות זו מתבססת על שני נדבכים: ראשית, רפורמת הניוד, שהושלמה בשנת 2009, העניקה לחוסכים את האפשרות להעביר את חסכונותיהם מגוף מוסדי אחד לאחר, לרבות בין מוצרים פנסיוניים שונים זה מזה, בלי לאבד את הטבות המס ותוך פגיעה מינימלית בזכויותיהם הפנסיוניות. שנית, משרד האוצר מחייב גופים מוסדיים לפרסם נתונים לעמיתים ובכלל זה נתונים בדבר התשואה שהניבו ההשקעות של הגוף המוסדי. משרד האוצר אף מפעיל באתר האינטרנט שלו מערכת של פרסום תשואות על בסיס קבוע כדי לאפשר לחוסכים ללמוד על התשואות שהניבו גופים מוסדיים הפועלים בשוק.

יכולתם של העמיתים לנייד את כספם בכל עת מאירה שוני משמעותי בין החוסכים בגופים המוסדיים לבין בעלי המניות בחברה ציבורית. לאחר שרכשו מניות בהנפקה (או בשוק המשני), בעלי מניות בחברה ציבורית לא יכולים לדרוש שהחברה תקנה מהם את מניותיהם. לכל היותר הם יכולים למכור את מניותיהם למשקיעים אחרים בבורסה. עובדה זו מגבילה מאוד את תמריצי השוק של מנהלי חברות ציבוריות, שכן ספק עד כמה הם מושפעים מירידה במחיר המניות בבורסה כתוצאה ממכירת מניות בהיקף גדול. לעומת זאת, העמיתים בגופי הפנסיה בישראל (ובקרנות הנאמנות) יכולים לחייב בכל עת, את הגוף המוסדי שבו הם משקיעים לפדות את השקעתם במזומן. גוף מוסדי שיאכזב את העמיתים עלול להתמודד תוך זמן קצר עם ירידה ניכרת בנכסים המנוהלים – ובדמי הניהול. לפיכך, התחרות על כספם של החוסכים מספקת לגופים המוסדיים תמריץ משמעותי ומתמשך לפעול כדי לשמור על בסיס הלקוחות שיאפשר להם לגבות דמי ניהול.

לנוכח האפשרות לפדות את כספי החיסכון בכל עת יש הטוענים כי ראוי להתייחס לגופים המוסדיים כגופים המוכרים מוצר או שירות פיננסי. בהתאם לכך, יש להקל בדרישות הרגולציה החלות על גופים אלה בתחומים כגון ממשל תאגידי וחובות

נאמנות.³¹ בכל מקרה, יחסי הגומלין בין אפשרות הניוד למשטר המשפטי להגנה על זכויות עמיתים טעונים מחקר מעמיק.

(ב) ממשל תאגידי

הגופים המוסדיים כפופים לדרישות ממשל תאגידי,³² שתכליתן להבטיח ניהול איכותי יותר של ההשקעות תוך הגנה על האינטרסים של העמיתים. בישראל בולטת הדרישה לקיומו של מוסד פנימי נוסף על הדירקטוריון וההנהלה – ועדת השקעות, שבה נדרשים לכהן גם נציגים חיצוניים, דהיינו: כאלה שאינם תלויים בגוף המוסדי.

דרישות הממשל התאגידי החלות על חברות ציבוריות נועדו לסייע בהגנה על האינטרסים של בעלי המניות מהציבור. לעומת זאת, דרישות הממשל התאגידי החלות על גופים מוסדיים נועדו להגן על ציבור החוסכים-הלקוחות ולהבטיח כי החלטות ההשקעה של הגופים המוסדיים יתקבלו משיקולים של טובת החוסכים בלבד. במילים אחרות, דרישות הממשל התאגידי החלות על הגופים המוסדיים בתור שכאלה לא נועדו להגן על בעלי המניות שלהם (או של החברות המנהלות שלהם). תכלית זו באה לידי ביטוי בדרישה לכהונה של נציגים חיצוניים בוועדת ההשקעות, גם אם מדובר בגוף מוסדי שהוא חברה פרטית בבעלות גורם אחד בלבד.³³

המחקרים האקדמיים על אודות הממשל התאגידי הראוי לגופים מוסדיים הם מעטים. עם זאת, כעניין תאורטי יש ספק גדול בדבר התועלת שבכפיית כהונתם של נציגים חיצוניים בדירקטוריון או בוועדת ההשקעות של גופים מוסדיים. בניגוד לדירקטורים החיצוניים בחברות ציבוריות בישראל, שכהונתם תלויה הן בבעל השליטה והן בבעלי מניות המיעוט, הנציגים החיצוניים בגופים המוסדיים ממונים על-ידי החברה המנהלת בלבד. לאור התלות שלהם בגוף המוסדי, ספק אם היעדר זיקה פורמלית נוספת בינם לבין הגוף המוסדי יכולה לספק להם תמריצים נאותים לפעול נגד האינטרס של מי שמינה אותם.³⁴

31 ראו John C. Coates & R. Glenn Hubbard, *Competition in the Mutual Fund Industry: Evidence and Implications for Policy*, 33 J. CORP. L. 151 (2007) (ניתוח שאלה זו ביחס לשוק קרנות הנאמנות בארצות-הברית).

32 ראו גם Juan Yermo, *Governance & Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries* (OECD WORKING PAPERS ON INSURANCE AND PRIVATE PENSIONS, Paper No. 15, 2008) available at www.oecd.org/dataoecd/26/53/40194872.pdf (מחקר בנוגע לרגולציה של גופים מוסדיים (בדגש על קרנות פנסיה) במדינות מזרח-אירופה, אמריקה הלטינית ומדינות OECD).

33 ראו בג"ץ 6432/02 איגוד קופות הגמל הענפיות נ' שר האוצר, פ"ד נו(3) 918 (2003).
34 ראו לדוגמה, מחקר המטיל ספק בשאלה האם דירקטורים חיצוניים בקרנות נאמנות תורמים להגנת מחזיקי היחידות: *Do Independent*: Stephen Ferris, Stephen P. & Xuemin Yan (Sterling).

(ג) הסדרה ופיקוח

אמצעי נוסף להתמודדות עם פער האינטרסים שבין הגופים המוסדיים לעמיתים הוא קביעת כללים המסדירים את פעולתם של גופים מוסדיים כמשקיעים, לרבות הטלת הגבלות על פעולות בניגוד עניינים. נוסף על כך, רשויות הפיקוח פועלות כדי לאכוף את הכללים החלים על הגופים המוסדיים, לרבות עמידתם בסטנדרטים הנוגעים לחובתם כלפי העמיתים.

דוגמה מישראל להגבלות על ניגודי עניינים היא הגבלות על השקעת גופים מוסדיים בצדדים קשורים. חלק מהגופים המוסדיים בישראל נמצאים בשליטה של פירמידות שליטה. במקרה זה, החשש הוא שמנהלי ההשקעות בגוף מוסדי ירכשו ניירות ערך של חברות קשורות גם בתנאים שאינם עולים בקנה אחד עם טובת העמיתים. בעיה דומה מתעוררת כשגוף מוסדי רוכש ניירות ערך בהנפקה שבה שימש גורם קשור לגוף המוסדי כחתם.³⁵

הרגולציה של הגופים המוסדיים יכולה להתייחס גם לתפקודם השוטף כמשקיעים בניירות ערך. בישראל, לדוגמה, חלות על הגופים המוסדיים חובות סטטוטוריות מפורטות בנוגע להשתתפות באספות של בעלי מניות ומחזיקי אג"ח, לרבות קביעת מדיניות ההצבעה ודיווח על אודות ההצבעה בפועל.³⁶

(ד) כללי אחריות

גם לבתי המשפט יש תפקיד בהגנה על החוסכים, בפיקוח על הגופים המוסדיים ובהסדרת פעילותם. על גופים מוסדיים ועל אלה הפועלים מטעמם מוטלות חובות כלפי העמיתים, לרבות חובה לפעול בזהירות ובמיומנות ולנקוט צעדים סבירים לשם שמירה על נכסי העמיתים (חובה שכמוה כחובת הזהירות המוטלת על נושאי משרה בתאגיד) ואיסור להעדיף כל שיקול ועניין על-פני טובת העמיתים (שכמוה כחובת האמונים).³⁷ בדומה למצב בהפרת חובות נאמנות של נושאי משרה בתאגיד, לרשות החוסכים עומדת אפשרות לתבוע את הגופים המוסדיים בגין נזקים הנגרמים בשל הפרת חובות הנאמנות כלפיהם. על רקע זה עולה השאלה – שגם לה טרם ניתנה תשובה מחקרית

Directors and Chairmen Matter? The Role of Boards of Directors in Mutual Fund Governance, 13 J. CORP. FIN. 392 (2007).

35 ראו, לדוגמה, את התמודדות של החוק הישראלי בס' 67 לחוק השקעות משותפות בנאמנות ובס' 41 לתקנות מס הכנסה (כללים לאישור וניהול קופות גמל), התשכ"ד-1964, ק"ת 1302.

36 לסקירה מקיפה, ראו, משרד האוצר דו"ח הועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל (2008) (להלן: דו"ח ועדת חמדני) / www.finance.gov.il/hon/2001/gemel/memos/hamdani2008.pdf.

37 ראו ס' 3 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל); ס' 75 לחוק השקעות משותפות בנאמנות. ראו גם ס' 10(ב) ו-13(א) לחוק הנאמנות, התשל"ט-1979, ס"ח 128.

מספקת – מהו המשטר האופטימלי לאחריות הגופים המוסדיים כלפי עמיתיהם. לדוגמה, האם יש להחיל על ניהול ההשקעות בגופי הפנסיה את כלל שיקול הדעת העסקי שהתפתח ביחס לנושאי משרה בתאגיד, ומפחית במידה ניכרת את החשיפה שלהם לאחריות בשל הפרת חובת הזהירות? מהן התרופות הראויות במקרה של פעולה בניגוד עניינים? הפסיקה בישראל טרם הבהירה את היקף אחריות הגופים המוסדיים כלפי העמיתים בכלל ובמיוחד בכל הנוגע לניהול כושל של השקעות.

פרק זה הציע הבחנה בין מספר מישורים של הסדרת השוק הפנסיוני. הבחנה זו אינה ממצה, ויש גם חפיפה מסוימת בין מישורים אלה. לדוגמה, הבטחת קיומו של ייעוץ פנסיוני בלתי-תלוי היא אמצעי צרכני מובהק מחד גיסא, אך מגשימה גם את האינטרס הציבורי בקיומו של חיסכון פנסיוני נאות מאידך גיסא. אולם, כפי שימחיש הדיון בפרק הבא, יתרונה של ההבחנה המוצעת הוא פונקציונלי: היא מבהירה את היעדים של הסדרת השוק ומקלה על הדיון בתפקודו של השוק המוסדי בישראל על רקע המשבר העולמי.

ג. המשבר הפנסיוני והגופים המוסדיים בישראל

האם חשף המשבר העולמי ליקויים מערכתיים בתפקוד הגופים המוסדיים בישראל או בחקיקה המסדירה את פעילותם? בפתח הדברים אציין שלא די בקיומם של הפסדים בחיסכון הפנסיוני – דרמטיים ככל שיהיו – כדי להצביע על בעיה מערכתית. בהינתן ההחלטה להפנות את כספי החיסכון הפנסיוני לשוק ההון, צפוי להתקיים מתאם בין תשואות החיסכון הפנסיוני לבין הנעשה בשוק ההון. מקורו של המשבר אינו בישראל ושוקי המניות והאג"ח בכל העולם חוו מפולת קשה בשנת 2008. לפיכך, תוצאת הלוואי המתבקשת מההפניה של כספי החיסכון הפנסיוני להשקעה בשוק ההון היא תשואה שלילית של אפיקי החיסכון לפנסיה במקרה של משבר כלכלי עולמי.³⁸

הספק בדבר כשל בתפקוד הגופים המוסדיים בישראל מתחזק על רקע הנתונים שלפיהם פגיעת המשבר בפנסיה בישראל לא הייתה שונה משמעותית מהפגיעה בפנסיה במדינות OECD.³⁹ ייתכן אמנם כי גוף מוסדי מסוים הניב תשואות שליליות חריגות,

38 עם זאת, העובדה שחיסכון פנסיוני החשוף לשוק ההון סובל מתנודתיות, מחייבת את קובעי המדיניות לדאוג לעיצוב של מוצרי הפנסיה באופן שיתמודדו עם תנודתיות זו ועם השלכותיה לגבי החוסכים.

39 לפי נתוני OECD, בסוף שנת 2008 עמדו התשואות השליליות של קרנות פנסיה על כ-20% (נומינלית). ארבע מדינות בלבד ב-OECD דיווחו על תשואות שליליות נמוכות מ-20%. ראו *Special Feature: Private Pensions and the 2008 Turmoil of Financial Markets*, OECD Pension Markets in Focus 5, 3 (2008) www.oecd.org/dataoecd/42/19/41770561.pdf; Jack Van Deree, *The Impact of the Recent Financial Crisis on 401(k) Account Balances*, EBRI EDUCATION AND RESEARCH FUND, 326 Issue Brief (2009).

אולם הטיפול במקרים אלה צריך להיות נקודתי – בין על-ידי רשויות הפיקוח ובין על-ידי בתי המשפט במסגרת תביעות שיגישו עמיתים.
 על רקע ספק זה אנתח בהמשך כמה טענות רווחות בנוגע לבעיות שחשף המשבר, תוך שימוש בהבחנה שפותחה בפרק הקודם בנוגע להסדרה של שוק החיסכון הפנסיוני. ראשית אתייחס לטיעונים הנוגעים לבעיית הנציג, דהיינו: כשלים בתפקודם של המוסדיים כמשקיעים בחברות ובמיוחד באג"ח חברות.

1. המישור הצרכני: היעדר מודעות לסיכון

טענה אחת היא שציבור החוסכים לא היה מודע למהות הסיכונים שהחיסכון הפנסיוני שלו חשוף להם. לפי טענה זו, העמיתים בקופות הגמל, בקרנות הפנסיה ובביטוחי החיים המשתתפים ברווחים הניחו כי מדובר בהשקעות סולידיות ולא ידעו כי עתידם הפנסיוני מושפע במידה ניכרת מההתפתחויות בשוק ההון.⁴⁰ כל עוד התנהל שוק ההון על מי מנוחות לא הייתה לחוסכים סיבה מיוחדת להתעניין במהות החשיפה של החיסכון שלהם לסיכונים שוק. רק בחודשי המשבר ובעקבות ההפסדים הכבדים הבינו החוסכים לראשונה כי כספי הפנסיה שלהם נתונים בסיכון וכי יש באפשרותם לבחור מסלולי השקעה סולידיים יותר.

ביסוד טענה זו עומדת הנחה עובדתית שלפיה חלק ניכר מהעמיתים היו מעדיפים לוותר על הסיכוי לתשואה גבוהה יותר תמורת הפחתה ברמת הסיכון של החיסכון הפנסיוני שלהם. למיטב ידיעתי, אין בנמצא נתונים אמפיריים על אודות העדפות הסיכון של החוסכים לפנסיה בישראל או על איכות המידע שעמד לרשותם. ממחקרים שנערכו בעולם עולה כי הציבור הרחב אינו מודע כלל לפרטים חיוניים בנוגע לחיסכון הפנסיוני שלו.⁴¹ תמיכה מסוימת לטענה בדבר היעדר מידע אפשרי אולי למצוא בהחלטה של חלק מהחוסכים בקופות הגמל בשיא המשבר להעביר את כספי החיסכון שלהם למסלולי השקעה סולידיים.

www.ebri.org/pdf/briefspdf/EBRI_IB_2-2009_Crisis-Impct.pdf (ההפסד המוצע בשנת 2008

למחזיקי חשבונות פנסיה אישיים בסכום של יותר מ-\$200,000 בארצות-הברית עמד על כ-25%).
 40 ראו עידן גרינבאום, רות רגב, הדר רו ורימונה פרקש "מוכרים פה פנסיה במבצע וזה יתפוצץ לנו בפרצוף" כלכליסט 30.11.2008 www.calcalist.co.il/Ext/Comp/ArticleLayout/CdaArticlePrint.Preview/1,2506,L-3158988,00.html

41 מחקרים שנערכו מחוץ לישראל מראים שציבור החוסכים לפנסיה בדרך כלל אינו מודע לפרטים בדבר אופי החיסכון הפנסיוני שלו. ראו, לדוגמה, Sewin Chan & Ann Huff Stevens, *What You Don't Know Can't Help You: Pension Knowledge and Retirement Decision-Making*, 90 REV. ECON. & STAT. 253 (2008).

מכל מקום, בהנחה שטענה זו בדבר חוסר מתאם בין העדפות החוסכים לבין פרופיל הסיכון של התיק הפנסיוני שלהם נכונה, לקחיו המקומיים של המשבר צריכים להתמקד במישור הצרכני, דהיינו: נקיטת אמצעים להעלאה של מודעות הציבור לרמת הסיכון של התיק הפנסיוני שלו. על רשויות הפיקוח לפעול בשני היבטים מרכזיים במישור זה: ראשית, לוודא שיעמוד לרשות ציבור החוסכים מידע נאות, לרבות מידע על רמת הסיכון של התיק ועל אפשרויות הבחירה בין מסלולי חיסכון בכמה רמות סיכון; שנית, יש לפעול כדי להעמיק את החינוך הפיננסי של הציבור ולשפר את מערך הייעוץ הפנסיוני, וזאת כדי לאפשר בחירה מושכלת של אפיק החיסכון המתאים.

2. המישור הפנסיוני: רמת סיכון גבוהה מדי

טענה שונה במקצת היא שכספי החיסכון הפנסיוני, במיוחד אלה של חוסכים מבוגרים יחסית, לא היו אמורים להיות חשופים לסיכון גדול בשוק ההון.⁴² לפי גישה זו, המשבר חשף את נטיית הגופים המוסדיים בישראל להשקיע נתח גבוה מדי של התיק הפנסיוני בניירות ערך שאינם אג"ח ממשלתיות (או השקעה נטולת סיכון אחרת).⁴³ טענה זו מתחזקת לנוכח העובדה שעם פרוץ המשבר נוהלו רוב הכספים המושקעים בקופות גמל ובקרנות פנסיה במסלול השקעות אחיד ("המסלול הכללי"), במנותק מגילו של החוסך ומהמועד הצפוי של פרישתו לגמלאות.⁴⁴

ככל שפרופיל הסיכון של התיק הפנסיוני צריך להיקבע בהתאם להעדפותיו האישיות של כל חוסך, טענה זו זהה במהותה לטענה העוסקת במישור הצרכני שנדונה לעיל. לעומת זאת, אם האינטרס הציבורי מחייב גישה פטרנליסטית בנוגע לפרופיל הסיכון של התיק הפנסיוני, אזי ההתמודדות עם תופעה זו אינה מוגבלת לצעדים צרכניים גרידא. לפי הגישה הפטרנליסטית על המדינה להבטיח שרמת הסיכון של החיסכון הפנסיוני תעלה

42 ראו, לעיל ה"ש 15. מנתונים שפרסם משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון – קופות גמל, עולה כי בסוף שנת 2002 הושקעו בממוצע 43.64% באג"ח ממשלתיות ו-4.47% באג"ח חברות סחירות. לעומת זאת, בשנת 2008 עמדה ההשקעה באג"ח ממשלתיות על 35.74% וההשקעה באג"ח חברות סחירות עמדה על 23.28%. הנתונים זמינים באתר אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון www.kupot_gemel/kg_sikum_main.htm. ראו גם משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון, "גופים מוסדיים" דוח שנתי 2007, 45, 88-86, www.ozar.mof.gov.il/hon/2001/ general/doch_2007/2mosd.pdf. הדוח כולל נתונים משנים 2004-2007, המצביעים על ירידה עקבית בהשקעה באג"ח ממשלתי ועל עלייה עקבית בהשקעה באג"ח קונצרני.

43 טענה דומה אפשר להפנות לגבי קרנות ההשתלמות, שהרי מדובר בחיסכון הנהפך נויל לאחר תקופה קצרה יחסית.

44 ראו משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון "התאמת מסלול החיסכון למאפייני העמית – טיוטה" חוזר גופים מוסדיים 2009-161 (טיוטה) (2009) www.finance.gov.il/hon/2001/gemel/ memos/t2009-161.pdf.

בקנה אחד עם האינטרס החברתי, גם כשאינטרס זה אינו עולה בקנה אחד עם העדפות הפרט.

המצב כיום – שבו רוב החוסכים נמצאים במסלול השקעה אחיד, המתעלם מנתונייהם האישיים – הוא ללא ספק בעייתי. המדיניות המאפשרת השקעה של כספי הפנסיה בשוק ההון מתבססת על ההנחה שבטווח הארוך השקעה בשוק ההון תביא לתשואה גבוהה יותר על הפקדות החוסכים. אולם, השקעה כזו בשוק ההון כרוכה גם בתנודתיות רבה, שפגיעתה בחוסכים מבוגרים (הזקוקים לכספי החיסכון בעתיד הקרוב) עשויה להיות משמעותית יותר. לפיכך, האינטרס הציבורי בהגנה על החיסכון הפנסיוני מחייב לבצע התאמה מסוימת בין גיל החוסך לבין פרופיל הסיכון של החיסכון הפנסיוני שלו.⁴⁵ לכאורה, הדרך להשגת תכלית זו היא שינוי תקנות ההשקעה כדי לקבוע הגבלות כמותיות נוקשות על שיעור החשיפה של גופים מוסדיים באג"ח חרות, במניות ובכספים אחרים שאינם מבטיחי תשואה. יתרונה של שיטה זו בכך שהיא פשוטה ליישום, אך חסרונה נעוץ בכך שאף היא מתעלמת מן הצורך להתאים את היקף החשיפה לסיכון לנתוני החוסך, שכן היא קובעת הגבלות אחידות לחוסכים הרחוקים מגיל הפרישה ולחוסכים הקרובים אליו. לפיכך, דרך חלופית היא דרישה מהגופים המוסדיים לספק מסלולי חיסכון והשקעה בהתאם לפרופיל האישי של החוסך. נראה שמשרד האוצר החליט לפעול בדרך האחרונה כאחד מלקחי המשבר, באמצעות יישום המודל המכונה "צ'יליאני".⁴⁶

3. בעיית הנציג, כשל בהחלטות השקעה ושוק האשראי החוץ-בנקאי

עד עתה התמקד הדיון בטענות בדבר בעיות שחשף המשבר בנוגע להבטים הצרכניים והפנסיוניים של הפיקוח על שוק החיסכון ארוך הטווח בישראל. אולם, עיקר הדיון במאמר זה יוקדש לטענה מורכבת יותר ובעלת השלכות החורגות ממשטר הפיקוח על השוק המוסדי בישראל. לפי טענה זו, המשבר חשף גם כשל רחב-היקף באיכות של החלטות ההשקעה של הגופים המוסדיים – כשל שהוא תוצאה של בעיית הנציג, דהיינו: העובדה שהגופים המוסדיים מנהלים את כספם של אנשים אחרים.

45 ראו המלצת OECD בנושא "life cycle funds": Pablo Antolin & Fiona Stewart, *Private Pensions and Policy Responses to the Financial and Economic Crisis* (OECD WORKING PAPERS ON INSURANCE AND PRIVATE PENSIONS, Paper No. 36, 2009) available at www.oecd.org/dataoecd/37/54/42601323.pdf.

46 ראו את התאמת מסלול החיסכון הפנסיוני למאפייני העמית, משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, לעיל ה"ש 44. החוזר כולל הנחיות לגופים מוסדיים לצורך אימוץ מודל המבוסס על מסלולי חיסכון תלויי גיל. ההבדל בין המסלולים יהיה ברמת הסיכון. לביקורת על המודל ראו רון שטיין "המודל הצ'יליאני לא פותר הכל" גלובס 14.5.2009 [www.globes.co.il/news/article.aspx? 14.5.2009](http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000449831) . did=1000449831

הביקורת בהקשר זה מתמקדת בתפקודם של הגופים המוסדיים כמשקיעים באג"ח חברות.⁴⁷ בשנים האחרונות חל גידול דרמטי בהיקף האשראי החוץ-בנקאי בישראל, בעיקר בשל העליה בהשקעת גופים מוסדיים באג"ח סחירות ולא סחירות שהנפיקו חברות ישראליות. עם התרחבות משבר האשראי העולמי התעורר חשש שחלק ממנפיקי האג"ח בישראל לא יעמדו בהחזר החוב; יתר על כן, התברר כי רוב האג"ח הונפקו ללא ביטחונות או הגנות חוזיות מקיפות (covenants) בשטרי הנאמנות.⁴⁸ לנוכח התפתחויות אלה התבססה בציבור ובקרב קובעי המדיניות בישראל הטענה לפיה הגופים המוסדיים כשלו כמשקיעים באג"ח חברות. לדוגמה, נטען שהגופים המוסדיים לא נערכו כראוי למתן אשראי, לא הכשירו כוח אדם מתאים ולא הקימו מערכי אשראי שיטפלו בגביה ויבטיחו את החזר החוב.⁴⁹ מקובל אף להשוות בין תפקודם הלקוי של הגופים המוסדיים כמלווים (בתוקף מעמדם כמחזיקי אג"ח חברות) לבין מומחיות הבנקים במתן אשראי וטיפול בו.⁵⁰ בסופו של דבר הביאה הביקורת את אגף שוק ההון במשרד האוצר להקים ועדה שמטרתה בחינה של הדרכים לשיפור התפקוד של הגופים המוסדיים כמשקיעים באג"ח חברות.⁵¹

הניסיון להשוות בין הענקת אשראי על-ידי בנקים לרכישת איגרות חוב על-ידי גופים מוסדיים שגוי מיסודו ואין טעם להרחיב לגביו.⁵² גם העובדה שהגופים המוסדיים לא התעקשו על ביטחונות או הגנות חוזיות מפורטות אינה מצביעה בהכרח על כשל שיטתי בהחלטות ההשקעה של גופים אלה. לצורך בחינת התפקוד של הגופים המוסדיים, השאלה המכרעת היא האם גופים אלה תמחרו מראש את הסיכון הנובע מהשקעה

47 ראו לדוגמה, אתי אפללו "איך קרה שקרנות הפנסיה והגמל הפסידו רבע משוויין?" *The Marker* 3.2.2009 www.themarker.com/tmc/articleSmall.jhtml?log=tag&ElementId=skira20090203 87756; רון שטיין "שכר הלימוד של המוסדיים – הציבור ישלם היטב על השיעור: לא כך מחשבים את הסיכון באג"ח הקונצרניות" *גלובס* 25.12.2008 www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000410581.

48 ראו משרד האוצר דו"ח הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות רכישת איגרות חוב לא ממשלתיות (2010) (להלן: דו"ח ועדת חודק) www.chamber.org.il/images/Files/6168/chodek-final.pdf.

49 הביקורת על כך שהגופים המוסדיים לא דורשים ביטחונות נמשכת גם כיום. ראו שרון שפורר "מחנק האשראי משתחרר: 8 הנפקות בשבוע, 22 מיליארד שקל גויסו ב-2009" *The Marker* 7.9.2009.

50 ראו עירן פאר "המחדל הוא של המוסדיים" *גלובס* 2.10.2009 www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000502042.

51 ראו דו"ח ועדת חודק, לעיל ה"ש 48.

52 בניגוד להלוואה בנקאית, אג"ח (סחירה) מקנה למחזיקים בה יתרונות של סחירות ופיזור סיכונים. לניתוח מעמיק של ההבדלים בין רכישת אג"ח להענקת הלוואה על-ידי בנק ראו Yakov Amihud, Kenneth Garbade & Marcel Kahan, *A New Governance Structure for Corporate Bonds*, 51 *STAN. L. REV.* 447 (1999).

באיגרות החוב לנוכח ההגנות המזעריות שמכשירים אלה העניקו למשקיעים. גם ללא הגנות נלוות כגון בטוחות או תניות בשטר הנאמנות, השקעה באג"ח (או במכשירים פיננסיים אחרים) יכולה להיות סבירה כל עוד הגוף המוסדי מתמחר כראוי את הסיכון הטמון בעובדה שבמקרה של קושי בפירעון האג"ח לא יעמדו לרשותו אמצעים אפקטיביים לגביית החוב.⁵³

לפיכך, כדי לבסס את הטענה בדבר בעיה מערכתית בתפקוד הגופים המוסדיים בישראל כמשקיעים, יש לבחון אם הם תמחרו כראוי את הסיכון של השקעה באג"ח חברות, דהיינו: אם הריבית שדרשו המשקיעים על ההלוואה הייתה סבירה ביחס לסיכון. למיטב ידיעתי טרם נערך מחקר אמפירי הבוחן לעומק את שאלת התמחרון של איגרות החוב שרכשו גופים מוסדיים בישראל בתקופה הרלוונטית.⁵⁴ עם זאת, ההנחה בדבר תמחרון חסר של סיכונים מקובלת הן על בנק ישראל (כמפורט להלן) והן על רשות ניירות ערך.⁵⁵ הנחה זו נתמכת בשתי אינדיקציות.

האינדיקציה הראשונה היא הצהרות של חלק מהגופים המוסדיים שהם לא תמחרו כראוי את הסיכון הגלום באג"ח החברות בהן השקיעו.⁵⁶ האינדיקציה השנייה היא

53 בהנחה שהתמחרון הראשוני של ניירות ערך אלה שקלל את כל הסיכונים העתידיים הצפויים, מחזיקי האג"ח לא יכולים לטעון בדיעבד לזכויות החורגות מאלה הקבועות בשטר הנאמנות. ראו Marcel Kahan, *The Qualified Case Against Mandatory Terms in Bonds*, 89 *Nw. U. L. Rev.* 565, 573 (1995) ("what matters is not whether the individual bondholders possess perfect information, but whether the market accurately prices the terms of a bond when it is issued").

54 יצוין כי יש קושי תאורטי לקבוע בדיעבד מה היה התמחרון "הנכון" של איגרות חוב (או כל נייר ערך אחר) בזמן ההשקעה. לדיון במתודולוגיות אפשריות לבחינת תופעה של תמחרון חסר בשוק האג"ח בישראל ראו שאול זילברמן וגיתית גור-גרשגורן תקציר מנהלים – משבר אשראי: שוק אג"ח חברות 2008-2003 מחקר מדיניות 34, 6-17 (מכון מילקן, 2009).

55 ראו דברי הסבר לס' 9 בתזכיר חוק ניירות ערך (נאמנים לתעודות התחייבות), התש"ע-2010 (יש צורך בקביעה קוגנטית של תניות בשטר הנאמנות להגנת מחזיקי האג"ח כיוון שהמציאות הוכיחה שיש "קושי בתמחרון" בהיעדרן של תניות כאלה) www.isa.gov.il/Download/IsaFile_4775.pdf.

56 שרון ביידר "ורמוס: רך אחרי שיושבת אצלך פנסיונרית בת 78 שאיבדה נתח גדול מהפנסיה שלה אתה מבין את עומק המשבר" גלובס 8.12.2008 www.globes-online.com/news/docView.aspx?did=1000405385&fid=2173. בכתבה מצוטטים הגורמים האלה: רועי ורמוס, מנכ"ל פסגות: "כשלנו כגופים מוסדיים בדרישה לביטחונות, היינו צריכים לדורש פרמיית סיכון גבוהה יותר [...]"; צבי לובצקי, מבעלי השליטה באי.בי.אי: "[...] הייתה בעבר הערכת חסר של סיכונים". אינדיקציה נוספת היא עסקאות השקעה שנראות תמוהות על-פניהן, ובייחוד כאלה בהן כספי הלוואה של מחזיקי האג"ח שימשו להשקעה בנדל"ן מחוץ לישראל על-ידי יזמים ללא כל הבנה בשוק. מקרה אחד שהגיע לכותרות הוא ההשקעה בחברת יולי שוקי הון. ראו שרית מנחם "בעלי האג"ח זועמים: שלמה נס מוכר את השליטה ביולי שוקי הון לחברת נדל"ן קפריסאית" *The Marker* 7.12.2008 marker.co.il/tmc/article.jhtml?log=tag&ElementId=skira20081207_1044174.

"המרווח הממוצע" ביחס לאיגרות חוב ממשלתיות. דרך מקובלת למדידת "פרמיית הסיכון" של אג"ח היא השוואה של התשואה הצפויה על אג"ח זו לתשואה של אג"ח ממשלתית (המשקפת השקעה חסרת סיכון) לתקופה דומה. הנתונים ההיסטוריים שפרסם בנק ישראל מראים שמרווח התשואה בין אג"ח חברות לאג"ח ממשלתיות היה נמוך מאוד עד פרוץ המשבר. לדוגמה, המרווח הממוצע בחודש ספטמבר 2006 עמד על 57.0.75%

נתונים אלה הביאו את בנק ישראל לקבוע כי מרווחים אלה לא שיקפו נכונה את הסיכון הגלום בהשקעה.⁵⁸ אולם, לכשעצמם, הנתונים אינם מוכיחים את קיומה של בעיית תמחור "מקומית", דהיינו: על-ידי הגופים המוסדיים בישראל. הירידה במרווחים בין אג"ח חברות לאג"ח ממשלתיות בתקופה הרלוונטית לא הייתה ייחודית לישראל. לפני פרוץ המשבר העולמי היה גידול עולמי בהיצע האשראי ומרווחי הריבית על אג"ח חברות היו נמוכים יחסית. לאור היצע האשראי, אג"ח חברות והלוואות בנקאיות הונפקו גם מחוץ לישראל ללא הגנות מקובלות על זכויות המחזיקים (covenant-lite).⁵⁹ לסיכום: התזה לפיה המשבר חשף תופעה של תמחור חסר של סיכונים על-ידי הגופים המוסדיים טעונה עדיין הוכחה על-ידי מחקר כלכלי מעמיק. עם זאת, הקביעה שהיה כשל שיטתי באיכות של החלטות ההשקעה של גופים מוסדיים באיגרות חוב של חברות כבר קנתה אחיזה בציבור, בקרב בנק ישראל ובקרב הרשות לניירות ערך. על רקע זה יצא המשך הדיון ברשימה זו מהנחה שהמשבר אכן חשף נטיה של גופים מוסדיים לתמחור בחסר את הסיכון הגלום באג"ח חברות.

ד. תמחור חסר של איגרות חוב: סיבות אפשריות

תופעה רחבת-היקף של תמחור חסר של סיכון על-ידי גופים מוסדיים מטילה ספק במספר הנחות יסוד בדבר הרגולציה של שוק ההון ומבנה השוק הפנסיוני בישראל ומחוצה לה. בניגוד למשקיע הקטן, הגופים המוסדיים נתפסים כמתוחכמים ובעלי הבנה פיננסית. על רקע זה יש נטיה להקל ברגולציה של ניירות ערך הנמכרים לגופים מוסדיים

57 ראו הודעה לעיתונות של בנק ישראל מיום 29.3.2009 www.boi.gov.il/press/heb/090329/090329h.htm

58 ראו בנק ישראל דין וחשבון 2008, לעיל ה"ש 3, בעמ' 126 (הגופים המוסדיים העמידו אשראי במרווחים שלא שיקפו נכון את הסיכונים).

59 ראו, לדוגמה, Edward I. Altman, *Global Debt Markets in 2007: New Paradigm or the Great Credit Bubble?*, 19 J. APPLIED CORP. FIN. 17 (2007); Peter Lattman, 'Covenant-Lite' Loans Face Heavy Hits, WALL STREET J., Mar. 18, 2009.

בלבד. יתר על כן, התפיסה בדבר תחכום הפיננסי של הגופים המוסדיים עומדת ביסוד המדיניות המעדיפה ניהול מקצועי של הפנסיה על-פני ניהול אישי. לפיכך, תופעה רחבת-היקף של תמחור חסר של השקעות על-ידי גופים מוסדיים מחייבת בחינה מקיפה. הפרק ידון בסיבות אפשריות לתופעת תמחור החסר שהתגלתה כביכול במשבר. הטענות הרווחות כיום בדבר הסיבות לתופעה מתמקדות בהתפתחויות מקומיות כגון רפורמת בכר והתפתחות שוק האשראי החוץ-בנקאי.⁶⁰ בניגוד לטענות אלה, בפרק זה ייטען כי תמחור החסר נובע ממבנה התמריצים של גופים מוסדיים בשוק תחרותי ומוחרף בישראל בשל כמה תופעות מקומיות ובראשן "home bias" של הגופים המוסדיים.

1. הטענות הרווחות: הסברים חלקיים בלבד

(א) ניגודי עניינים בהשקעה

האם תמחור החסר הוא תוצאה של ניגודי עניינים? ניגודי עניינים עלולים להשפיע על הצבעות של גופים מוסדיים באספה הכללית⁶¹ וגם על החלטות השקעה שלהם.⁶² שני מצבים עיקריים עלולים להשפיע על החלטות השקעה: פעילות עסקית של הגוף המוסדי (ובעיקר פעילות חיתום) והשקעה בצדדים קשורים.

חיתום: פעילות חיתום מעוררת ניגודי עניינים כשגוף מוסדי רוכש ניירות ערך עבור העמיתים בהנפקות שבהן הוא (או צד קשור) משמש גם כחתם. האינטרס של חתם הוא להביא להצלחת ההנפקה, דהיינו: למכור כמות גדולה של ניירות ערך במחיר גבוה ככל האפשר. האינטרס של העמיתים הוא לרכוש ניירות ערך במחיר נמוך ככל האפשר. לפיכך יש חשש שהאינטרס בהצלחת ההנפקה יביא גוף מוסדי המשמש כחתם לרכוש ניירות ערך מכספי העמיתים גם בתנאים שאינם מטיבים עם העמיתים.

השקעה בצדדים קשורים: בשוק הישראלי יש חברות ציבוריות רבות הנמצאות בשליטה משותפת במסגרת פירמידות שליטה.⁶³ מבנה בעלות קונצרני זה מעורר מגוון

60 לדוגמה לטענה שלפיה מקור הפגיעה בכספי החיסכון הפנסיוני הוא רפורמת בכר, שכפתה על הבנקים את מכירת קרנות הנאמנות וקופות הגמל, ראו אלי ציפורי "מחכים לתשובה מיולי בכר" גלובס 7.11.2008.

61 ראו C.B. Ingley & N.T. van der Walt, *Corporate Governance, Institutional Investors and Conflict of Interest*, 12 CORP. GOVERNANCE INT'L REV. 534, 540 (2004). ראו גם דו"ח ועדת חמדני, לעיל ה"ש 36, עמ' 15-16.

62 ראו Michael Klausner, *Institutional Shareholders, Private Equity, and Anti-takeover Protection at the IPO Stage*, 152 U. PA. L. REV. 755 (2003).

63 לסקירה מקיפה על אודות תופעת ריכוזיות השליטה בישראל ראו חמדני, לעיל ה"ש 8.

בעיות של ממשל תאגידי,⁶⁴ המחריפות כשפירמידת השליטה כוללת גם גוף מוסדי. ניגוד העניינים מתעורר כשגוף מוסדי רוכש ניירות ערך של צד קשור. הסכנה היא שטובתו של בעל השליטה בקונצרן, ולא האינטרס של החוסכים, תכתיב לגוף המוסדי את שיקולי ההשקעה בצדדים קשורים.

החקיקה בישראל מתמודדת עם ניגודי עניינים אלה באופן חלקי בלבד⁶⁵ ודומה שיש לנקוט גישה מחמירה יותר בעניין. כפי שיוסבר בהמשך, ניגודי עניינים אלה, ובמיוחד שליטתם של קונצרנים ריאליים בגופים מוסדיים, פוגעים גם בהתפתחותם של מגוונים הכרחיים לשכלול שוק ההון בישראל, ומביאים למצב שבו קשה לצפות מגופים מוסדיים שיתעקשו על הגנות מתאימות בשטרי הנאמנות של איגרות חוב. אולם, מאחר שלא כל הגופים המוסדיים בישראל נגועים בניגודי עניינים בגין בעלות צולבת או פעילות חיתום, קשה לאמוד את עוצמת ההשפעה של ניגודי עניינים אלה על תמחור אג"ח חברות בשנים האחרונות.⁶⁶

(ב) חוסר בגרות של השוק

טענה נוספת מתמקדת בעובדת היותו של שוק האשראי החוץ-בנקאי הישראלי צעיר יחסית. לפי טענה זו, הבעיות בשוק האג"ח נבעו מחוסר ניסיונם של הגופים המוסדיים (שוב, בניגוד לבנקים) בטיפול באשראי ומחוסר הבנת הגופים המוסדיים את הסיכונים הנלווים להשקעה באג"ח חברות. גרסה מרוככת של טיעון זה היא שמדובר בתופעה זמנית הנובעת מן העובדה ששוק האשראי החוץ-בנקאי בישראל הוא חדש יחסית וכי טרם התפתחה תשתית שוק מתאימה – לרבות בקרב הגופים המוסדיים – להשקעה באיגרות חוב.⁶⁷

טיעון זה קשור לעובדה שבניגוד למדינות מפותחות אחרות, בישראל אין נוהג של פעולה משותפת של גופים מוסדיים כדי לקבוע אמות-מידה של ממשל תאגידי ותנאים

64 לסקירה מקיפה על אודות ההשפעות האפשריות של תופעת קבוצות השליטה בשווקים מתפתחים ראו Tarun Khanna & Yishay Yafeh, *Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?*, 45 J. Econ. Lit. 331 (2007).

65 ראו בנק ישראל דין וחשבון 2008, לעיל ה"ש 3, בעמ' 138-139.

66 למיטב ידיעתי אין נתונים בנוגע לשאלה אם תופעת תמחור החסר של סיכונים פגעה בגופים מוסדיים ביחס להשקעות שבהן היו בניגודי עניינים בעוצמה רבה יותר מאשר בנוגע להשקעות אחרות. כמו כן, אין נתונים לגבי משקלם היחסי של גופים מוסדיים הנתונים בניגוד עניינים ביחס לכלל השוק. לדיון כללי בשאלה אם אפשר לסמוך על התחרות וכוחות שוק שיטפלו כהלכה בבעיות ניגודי עניינים של התעשייה הפיננסית ראו Hamid Mehran & Rene M. Stulz, *The Economics of Conflicts of Interests in Financial Institutions*, 85 J. FIN. ECON. 267 (2007).

67 ראו Pipat Luengnaruemitchai & Li Lian Ong, *An Anatomy of Corporate Bond Markets: Growing Pains and Knowledge Gains* (INT'L MONETARY FUND, Working Paper No. .WP/05/152, 2005) available at 209.133.61.129/external/pubs/ft/wp/2005/wp05152.pdf

נוספים להשקעה בחברות.⁶⁸ זאת, כשפעילות משותפת של גופים מוסדיים בתחומים אלה היא חיונית לשכלול של שוק ההון ולקביעת אמות-מידה החורגות מאלה הנדרשות באופן מנדטורי על-ידי המחוקק או רשויות הפיקוח.

בנוגע לאיגרות חוב, שטר נאמנות הכולל הגנות על מחזיקי האג"ח הוא סוג של מוצר ציבורי. אין זה סביר לצפות מגוף מוסדי יחיד שיקח על עצמו את העלויות הכרוכות בגיבוש שטר כזה או בהטמעתו בקרב החברות המנפיקות איגרות חוב. בהיעדר התאגדות או נציגות של גופים מוסדיים, גוף מוסדי יחיד לא יכול להכתיב לחברה את תנאי נייר הערך המונפק ולכן הוא חייב לבחור בין השקעה בתנאים המוצעים, לבין ויתור על ההשקעה. שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים לקביעת קווים מנחים משותפים להשקעה, או שטר נאמנות לדוגמה, יכולים לסייע בשכלול השוק ובשיפור האיכות של איגרות החוב המונפקות לציבור.

חוסר שיתוף הפעולה בין גופים מוסדיים הוא תוצאה של שני גורמים: ראשית, עמדתה העוינת של רשות ההגבלים העסקיים מקשה על שיתופי פעולה בין גופים מוסדיים.⁶⁹ שנית, כפי שהוסבר בחלק הקודם, חלק ניכר מהגופים המוסדיים הם בבעלות קונצרנית. גופים מוסדיים אלה נתונים בניגוד עניינים מובנה בכל הנוגע לפעולה לחיזוק ההגנות המוקנות למחזיקי איגרות החוב ולהצבת דרישות מחברות מנפיקות. ככל שפעולה מתואמת אכן תביא לשינוי של כללי ההתנהגות בשוק ההון, הדבר עלול להשפיע לרעה על עלויות ההון של החברות שבמסגרתן הם פועלים. לפיכך, כל עוד יהיו גופים מוסדיים מרכזיים בשוק ההון בישראל בשליטת קונצרנים עסקיים, ספק אם תוכל להתפתח תשתית לפעולה משותפת של גופים מוסדיים. בהיעדר תשתית לפעולה משותפת של גופים מוסדיים יהיה צורך בחיזוק המעורבות של המחוקק ושל רשויות הפיקוח.

עם זאת, ספק אם טיעונים אלה יכולים להסביר תופעה של תמחור חסר של הסיכון באיגרות חוב. חוסר הניסיון בהשקעה באיגרות חוב והיעדר שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים לקביעת תניות חוזיות ופיננסיות פוגעים אולי באיכות של איגרות החוב שמנפיקות חברות בישראל, אך אין בהם כדי להסביר מדוע יסכימו גופים מוסדיים לשלם מחיר מופקע עבור מוצר נחות יחסית.⁷⁰ ספק גם אם הידע המקצועי הנדרש כדי לתמחר איגרות חוב שונה משמעותית מהידע הנדרש לשם תמחור ניירות ערך בסיכון גבוה יותר – מניות. מכל מקום, גם אם הייתה תופעה של חוסר מקצועיות, מדובר בסופו של דבר

68 ראו דו"ח ועדת חודק, לעיל ה"ש 48, בעמ' 34.

69 ראו דו"ח ועדת חמדני, לעיל ה"ש 36, בעמ' 28.

70 השפעה אפשרית עוסקת בזיקה בין אחידות (סטנדרטיזציה) של ניירות הערך לבין תמחור. אילו קבעו הגופים המוסדיים נוסח אחיד של שטר נאמנות, לדוגמה, היה קל יותר לתמחר מקרים שבהם החברה המנפיקה רוצה לסטות משטר הנאמנות.

בעניין כספי. איגרות חוב של חברות הן מוצר נפוץ בעולם ואין שום בעיה לגוף מוסדי (או לכל גורם אחר) לרכוש ייעוץ מקצועי מגורמים עולמיים בעלי ניסיון.⁷¹

(ג) מרוץ אחר תשואות

טענה שזכתה להדים חזקים יחסית מתמקדת בזיקה בין התופעות שהתגלו במשבר למדיניות משרד האוצר לעידוד תחרות בתחום החיסכון הפנסיוני ולהגברת השקיפות ביחס לתשואות. ביטוי לגישה זו היא הצעת חוק פרטית המבקשת לאסור על פרסום תשואות של גופים מוסדיים על בסיס חודשי והחלטת משרד האוצר בשנת 2009 לעבור לפרסום של תשואות שנתיות בלבד.⁷²

משרד האוצר פעל בשנים האחרונות באופן עקבי לעידוד התחרות בשוק הפנסיוני, תוך מתן אפשרות לחוסכים להעביר את כספם בין חברות מנהלות ובין מוצרי פנסיה. הניוד של החיסכון הפנסיוני נועד להעניק למנהלי הגופים המוסדיים תמריץ מבוסס שוק לנהל באופן איכותי את כספי החוסכים. בד בבד, עם הענקת האפשרות לניוד, קבע משרד האוצר כללים לפרסום התשואות שהניבו ההשקעות של הגופים המוסדיים.

הביקורת טוענת שהתחרות בין הגופים המוסדיים מביאה אותם לנהל את כספי הפנסיה – שנועדו להבטיח את רווחתם הכלכלית של החוסכים בטווח הארוך – במטרה להניב תשואות בטווח הקצר. ביקורת זו בנויה על כמה הנחות: ראשית, הדרך למשוך לקוחות – ובכך להגדיל את דמי הניהול – היא להציג תשואות גבוהות משל המתחרים. שנית, החוסכים משווים בין הגופים המוסדיים בהתבסס על תשואת ההשקעות של הגופים המוסדיים על-פני טווח הזמן שלגביו הם מפרסמים נתוני תשואות: אם הפרסום הוא על בסיס חודשי אזי הנטייה של החוסכים תהיה להסיק מסקנות בדבר איכות ניהול ההשקעות בהתבסס על ביצועי התיק הפנסיוני על-פני טווח זמן זה.⁷³ שלישית, הדרך להשגת תשואות גבוהות בטווח קצר היא העלאה של רמת הסיכון של ההשקעות.

71 לבסוף אפשר לטעון כי הגופים המוסדיים הסתמכו יתר על המידה על המוניטין של בעל השליטה. נימוק זה יכול אולי להסביר מתן אשראי לקונצרנים גדולים, אך ספק אם יש בו כדי להסביר השקעה באג"ח של חברות קטנות יחסית. לתופעה של הסתמכות על המוניטין של בעלי שליטה בשוק ריכוזי ראו Ronald J. Gilson, *Controlling Family Shareholders in Developing Countries: Anchoring Relational Exchange*, 60 STAN. L. REV. 633 (2007).

72 הצעת חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (תיקון – פרסום תשואות), התשס"ט-2009. ההצעה עברה בקריאה טרומית ביום 27.5.2009. ראו גם משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון "כללי פרסום תשואה לגופים מוסדיים – טיוטה" חוזר 170-2009 (2009) ozar.mof.gov.il/hon/2001/mosdiym/memos/t2009-170.pdf, החוזר אינו מאפשר פרסום תשואות שלא על בסיס שנתי.

73 ראו דין וחשבון בנק ישראל 2008, לעיל ה"ש 3, בעמ' 166: "[...] על רקע פרסום תדיר של התשואות, ניהול ההשקעות מונע משיקולים קצרי טווח [...]".

כתוצאה מכך נוצר בקרב הגופים המוסדיים תיאבון מוגבר להשקעות שרמת הסיכון שלהן גבוהה יותר, אך יש בהן פוטנציאל להפקת תשואות גבוהות יותר.⁷⁴ בטרם אדון לגופה בביקורת זו, מעניין לעמוד על ההקבלה בינה לבין הגישה הרווחת בדבר הגורמים למשבר העולמי. בשני המקרים הטענה היא שתמריצים להשגת תוצאות בטווח הקצר יביאו בסופו של דבר לנטילה לא מוצדקת של סיכונים – בין אם על-ידי הנהלות המוסדות הפיננסיים ובין אם על-ידי הגופים המוסדיים המחזיקים במניות של מוסדות פיננסיים אלה.⁷⁵

הטענה שלפיה יש לגופים מוסדיים הפועלים בשוק תחרותי תמריצים להפקת תשואות בטווח הקצר אינה ייחודית לישראל ואף עולה בקנה אחד עם הספרות הפיננסית.⁷⁶ אולם, לכשעצמה טענה זו אינה יכולה להסביר תופעה של תמחור חסר של סיכון, ומכל מקום אין בה כדי לשכנע בדבר הצורך בהפחתת השקיפות בנוגע לתשואות הגופים המוסדיים.

מבנה התמריצים של גופים מוסדיים מביא אותם להתחרות על תשואות הכספים שהם מנהלים. ככלל, גופים מוסדיים גובים דמי ניהול של כאחוז משווי הנכסים שבניהולם (ולא כאחוז מהרווחים שצברו החוסכים לאור ניהול ההשקעות על-ידי הגוף המוסדי). מבנה תגמול זה מעודד גופים מוסדיים לפעול כדי לגרום לחוסכים נוספים להעביר אליהם את ניהול כספם. מחקרים מראים שהחלטות חוסכים היכן להשקיע את כספם מושפעות במידה רבה מהתשואות שהפיק הגוף המוסדי בעבר. מאחר שהדרך הפשוטה ביותר לשיפור התשואה היא הגדלת הסיכון, יש לגופים מוסדיים המבקשים להגדיל את בסיס הלקוחות תמריץ להגדיל את רמת הסיכון בתיק ההשקעות שהם מנהלים, לדוגמה: על-ידי הסטת השקעות מאפיקים בטוחים (כמו אג"ח ממשלתיות) לאפיקים בטוחים פחות (אג"ח חברות או מניות).⁷⁷

74 ראו Judith Chevalier & Glenn Ellison, *Risk Taking By Mutual Funds as a Response to Incentives*, 105 J. POL. ECON. 1167 (1997).

75 ראו, לדוגמה, Lucian A. Bebchuk & Holger Spamann, *Regulating Bankers' Pay*, 98 GEO. L.J. 247 (2010).

76 ראו Raghuram G. Rajan, *Has Financial Development Made the World Riskier?*, 12 EUR. FIN. MGMT. 499 (2006); Leo E. Strine, Jr., *Toward a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Bebchuk's Solution for Improving Corporate America*, 119 HARV. L. REV. 1759, 1764 (2006).

77 להסבר מסוג זה ראו Charles W. Calomiris, *The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next*, 15 J. STRUCTURE FIN. 6 (2009). מחקר זה טוען ששורש הבעיה הוא מבנה התגמול של גופים מוסדיים, שבין היתר מקבלים דמי ניהול על-פי היקף הנכסים (בניגוד, למשל, לקרנות גידור).

לסיכום: תחרות בין גופים מוסדיים עלולה להביא אותם להתמקדות ברווחים בטווח הקצר ולהעלאת רמת הסיכון של הכספים שהם מנהלים.⁷⁸ תוצאה זו בעייתית במיוחד כשמדובר בגופים מוסדיים המנהלים כספי חיסכון פנסיוני, וזאת בשל האינטרס הציבורי שכספי הפנסיה ישמשו את החוסכים במועד פרישתם לגמלאות. לפיכך, תפקיד מרכזי של גורמי הפיקוח בשוק פנסיה תחרותי הוא קביעת מנגנונים שיביאו לשימור היתרונות בקיומה של תחרות מחד, תוך מניעה של ניהול השקעות לטווח הקצר בלבד, מאידך. עם זאת, לכשעצמו, מדרף אחר תשואות – לרבות הגברת הביקוש למכשירים פיננסיים ברמת סיכון גבוהה – אינו יכול להסביר תופעה של תמחור שגוי של סיכון ברמת הגוף המוסדי היחיד.

מנהל השקעות המעוניין להציג תשואה גבוהה בטווח הקצר עשוי להשקיע בנכסים מסוכנים כגון אג"ח חברות בשיעור העולה על זה האופטימלי. ככל שהעליה ברמת הסיכון אינה עולה בקנה אחד עם רצונו של החוסך, נוצר כשל המחייב התמודדות במישור הצרכני; ככל שהעליה ברמת הסיכון אינה עולה בקנה אחד עם האינטרס המדינתי ביציבות של החיסכון הפנסיוני, נוצר כשל המחייב התמודדות במישור הפנסיוני (למשל באמצעות הגבלה של רמת הסיכון של החיסכון). אולם, גם למנהלת השקעות המעוניינת להעלות את שיעור הנכסים המסוכנים בתיק משיקולי תשואה לטווח הקצר אין סיבה הגיונית לשלם מחיר מופרז על השקעה באג"ח חברות או בכל נייר ערך אחר. אותה תחרות הדוחפת גופים מוסדיים להגביר את הביקוש לנכסים מסוכנים מעניקה לגופים אלה תמריץ שלא לשלם מחירים מופקעים עבור נכסים פיננסיים.

לסיכום: מדרף אחר תשואות עלול להביא לעליה לא רצויה של רמת הסיכון בתיק החיסכון הפנסיוני. אולם, לכשעצמו, מדרף הגופים המוסדיים אחרי תשואות לא יכול להיות סיבה לתופעה רחבת-הקף של תמחור חסר. בכל מקרה, מבחינת מדיניות ראויה, גם אם יתברר כי לפרסום תשואות לטווח קצר עלולה להיות השפעה שלילית מסוימת, יש לאזן את העלויות הנובעות מפרסום התשואות אל מול היתרונות של השקיפות כאמצעי לפיקוח על איכות ניהול הכספים על-ידי הגופים המוסדיים.

2. ההסבר המלא: תופעת העדר והתפתחות אפשרית של בועה

מדרף אחר תשואות הוא אולי תנאי הכרחי לתופעה של תמחור חסר, אך אינו מספיק. ההסבר המשכנע ביותר לתמחור חסר של אג"ח חברות, אם אכן התקיימה תופעה כזו, מבוסס על שילוב של כמה גורמים:⁷⁹ הגברת הביקוש המצרפי של הגופים המוסדיים לנכסים פיננסיים מסוכנים על רקע התגברות התחרות בשוק הפנסיה, נטייתם של הגופים

78 אינטרס זה עלול להביא גם להצגה מוטעית של התשואות שהניבו השקעות הגוף המוסדי.

79 אעשה שימוש בביטוי "מעין בועה" כדי להימנע מהדיון התאורטי בשאלת ההגדרה הכלכלית המדויקת לקיומה של בועה.

המוסדיים להתנהגות עדרית על רקע מבנה התמריצים שלהם בשוק תחרותי, תופעת "home bias" של הגופים המוסדיים בישראל והדומיננטיות של גופים מוסדיים אלה בשוק איגרות החוב הישראלי.

(א) הגברת הביקוש לנכסים מסוכנים

הצמצום של מעורבות הממשלה בהבטחת החיסכון הפנסיוני הביא את הגופים המוסדיים להגדיל את שיעור החשיפה של תיק ההשקעות לשוק ההון. חלק גדול מהגופים המוסדיים מקבלים הפקדות שוטפות של העמיתים החוסכים לפנסיה, ועליהם להשקיע כספים אלה באפיקים מניבי תשואה. יתר על כן, כפי שהוסבר בחלק הקודם, תחרות התשואות בין הגופים המוסדיים מגבירה את הביקוש המצרפי שלהם לאפיקי השקעה עם תשואה (וסיכון) גבוהים יותר, בעיקר בטווח הקצר.

(ב) ריכוז ההשקעות בשוק המקומי

הגופים המוסדיים בישראל סובלים מבעיה מערכתית המכונה בשם "home bias":⁸⁰ הם מגלים העדפה ברורה להשקיע בישראל או בחברות שבעלי השליטה שלהן ישראלים. תופעה זו באה לידי ביטוי בולט במיוחד בהתלהבותם של גופים מוסדיים להשקיע גם בניירות ערך של חברות ישראליות או בשליטת בעלי מניות ישראלים – כגון "אפריקה ישראל" וחברות המשקיעות בנדל"ן במזרח אירופה – גם כשעיקר פעילותן העסקית של חברות אלה הוא מחוץ לישראל.

(ג) היעדר משקיעים זרים

בצד העדפת הגופים המוסדיים להשקעות בשוק ההון המקומי, יש ספק לגבי משקל הגופים הזרים כמשקיעים בניירות ערך ישראלים ובמיוחד באיגרות חוב של חברות ישראליות. לפי נתוני בנק ישראל עמד שיעור הבעלות הממוצע של משקיעים זרים באג"ח סחירות של חברות ישראליות על כ-0.3% בלבד.⁸¹

80 נטיית משקיעים להעדיף השקעות במדינה שלהם אינה ייחודית לישראל. ראו, לדוגמה, Bong-Chan Kho, Rene M. Stulz & Francis E. Warnock, *Financial Globalization, Governance, and the Evolution of the Home Bias*, 47 J. ACCT. RES. 597 (2009). ראו גם משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון "השקעות הגופים המוסדיים בחו"ל – מצב קיים, השלכות והצעות לפתרון" (2006) ozar.mof.gov.il/hon/2001/mosdiym/memos/ME20063243.doc; גלובס מחקרים כלכלת SHOCK: הרגולטור עסוק בניסיון לחליץ את המשק מהמשבר הכלכלי ההולך ומעצים. איך ייראה השוק הפיננסי של מחר? (נגה שביטרוז עורכת ראשית, גיל שלמה עורך, 2008) smile.globes.co.il/research/mashber_fiancy.pdf.

81 ראו בנק ישראל, החטיבה למידע ולסטטיסטיקה "התפלגות של החזקת איגרות החוב הפרטיות הסחירות" www.boi.gov.il/deptdata/monetar/shukhon/shon_heb.htm.

התוצאה המצטברת של שני הגורמים האחרונים היא שגופי החיסכון הפנסיוני המקומיים תופסים מקום משמעותי בבסיס המשקיעים באיגרות חוב של חברות ציבוריות בישראל. הנתונים לגבי משקלם המדויק של הגופים המוסדיים משתנים מעת לעת, אך ביטוי למרכזיות של גופים אלה אפשר היה לראות בהצעות לפתרון מצוקת האשראי בישראל באמצעות עידוד גופי הפנסיה לחזור ולהשקיע באג"ח חברות. אינדיקציה נוספת למשקלם המשמעותי של גופי הפנסיה אפשר היה לראות לאחרונה בהתנגדות העזה של חלק מהקונצרנים במשק להגבלות שביקש משרד האוצר להטיל על השקעות הגופים המוסדיים באג"ח חברות.⁸² אלמלא תפסו גופי הפנסיה מקום מרכזי בביקוש לאיגרות חוב, לא הייתה לחברות המנפיקות איגרות חוב סיבה להתנגד באופן כה נחרץ לכוונות משרד האוצר להגביל את גופי הפנסיה בכל הנוגע להשקעה באיגרות חוב.

גורמים אלה יוצרים במשותף את התמונה הבאה: בשנים האחרונות עלה הביקוש המצרפי של גופים מוסדיים בישראל להשקעה במניות ובאג"ח של חברות ישראליות.⁸³ מאחר שגופים אלה הם גורם דומיננטי בקרב המשקיעים הפוטנציאליים באג"ח של חברות ישראליות, עליה בביקוש המצרפי מצדם משפיעה בסופו של דבר גם על תנאי ההנפקה.⁸⁴ במקרה של אג"ח חברות, ביקוש מוגבר של הגופים המוסדיים הביא לכך שהריבית המוצעת על-ידי החברה המנפיקה (והתנאים האחרים של ההלוואה) יהיו נוחים במיוחד עבור החברה המנפיקה.

במילים אחרות: בעיית התמחור נובעת לא רק מהגברת הביקוש לנכסים מסוכנים על-ידי הגופים המוסדיים, אלא גם מהשפעת הביקוש של הגופים המוסדיים על התמחור של איגרות החוב בשוק ההון בישראל.

(ד) תופעת העדר

הניתוח עד שלב זה מספק לכל היותר הסבר חלקי לתופעת תמחור החסר. לכאורה, גוף מוסדי מתוחכם המבין כי נוצרת מעין בועה של השקעות באג"ח חברות יכול להחליט

82 ראו שרון שפורר "נוחי דנקנר נגד ועדת חודק: חברי הוועדה ויועציה מתעלמים מכללי יסוד בכלכלה" *The Marker* 15.11.2009.

83 גורם נוסף הוא חלופות ההשקעה, המושפעות משער הריבית שקבע בנק ישראל ומהיצע איגרות החוב הממשלתיות.

84 חוקרים מזהירים כי השילוב של רפורמה בשוק הפנסיה וריכוז השקעות הגופים המוסדיים בשוק המקומי עלול להביא להתפתחותה של בועת מחירים מקומית. ראו Jorge E. Roldos, *Pension Reform, Investment Restrictions, and Capital Markets*, PDP/04/4 INT'L MONETARY FUND POLICY DISCUSSION PAPER (2004) available at www.imf.org/external/pubs/ft/pdp/2004/pdp04.pdf. יש מחקרים הבוחנים את ההשפעה המצרפית של ההתנהגות של גופים מוסדיים על תמחור ניירות ערך ותגודתיות השוק. ראו, לדוגמה, Paul A. Gompers & Andrew Metrick, *Institutional Investors and Equity Prices*, 116 Q. J. ECON. 229 (2001); Xavier Gabaix, Parameswaran Gopikrishnan, Vasiliki Plerou & H. Eugene Stanley, *Institutional Investors and Stock Market Volatility*, 121 Q. J. ECON. 461 (2006).

שלא להשקיע באיגרות חוב (או אף להמר כנגדן), לחכות עד שאג"ח חברות יחזרו להיסחר בשוויין האמיתי ואז להציג תשואות שיכו את השוק. כאשר יפרוץ המשבר, יהיו התשואות של גוף מוסדי זה גבוהות במידה ניכרת משל המתחרים – דבר שיבסס את מעמדו בשוק.

אולם, להשלמת התמונה בנוגע לתמריצי הגופים המוסדיים יש צורך בהצגת מרכיב נוסף, שאף הוא תוצאת לוואי של התחרות בין הגופים המוסדיים: הנטיה להתנהגות עדרית (herding) של גופים מוסדיים. מחקרים אקדמיים מראים שגופים מוסדיים נוהגים לאמץ אסטרטגיות השקעה דומות לאלה של גופים מוסדיים מתחרים.⁸⁵ הספרות הפיננסית מספקת כמה הסברים אפשריים לנטיה של גופים מוסדיים לפעול באופן זה.

בדומה להסברים לנטיית גופים מוסדיים לפעול משיקולים של הטווח הקצר, ההסבר המרכזי מתמקד במבנה התחרות בין גופים מוסדיים, ובעיקר בנטיית חוסכים לבחור גופים מוסדיים על בסיס השוואתי. כאמור, גופים מוסדיים גובים לרוב את דמי הניהול שלהם כאחוז מסך הנכסים שהם מנהלים.⁸⁶ מכאן נובע שהכנסות הגופים המוסדיים נקבעות בעיקר על-ידי היקף הנכסים המנוהלים (ופחות על-ידי הרווחים או ההפסדים בגין נכסים אלה). מבנה תגמול זה מביא גופים מוסדיים להתמקד יותר בפעולות שיגדילו את בסיס הלקוחות ופחות בפעולות שיביאו לתשואה גבוהה יותר ללקוחות.

בד בבד, ציבור החוסכים מקבל החלטות בעיקר על-ידי בחינה השוואתית של תשואות הגופים המוסדיים (דהיינו: מה התשואה שהשיג גוף מוסדי בהשוואה למתחרים). התנהגות צרכנית זו יוצרת עבור הגופים המוסדיים תמריץ לנהל את השקעותיהם באופן דומה לזה של גופים מוסדיים המתחרים בהם (לדוגמה: גוף המנהל חיסכון פנסיוני יפעל בדומה לגופים אחרים בתחום זה).⁸⁷ תמריץ זה מתחזק על רקע נטיית הצרכנים לקבל החלטות בהסתמך על ביצועי ההשקעות של הגוף המוסדי בטווח הקצר.

ניתוח דומה חל גם ביחס למערך התמריצים של מנהלי ההשקעות בגופים המוסדיים. הניחו, לדוגמה, כי מנהלת השקעות בגוף מוסדי משוכנעת שנייר ערך מסוים נסחר במחיר מופקע. לכאורה אפשר לצפות כי מנהלת ההשקעות המעוניינת "להכות את השוק" תבחר דווקא לפעול באופן מנוגד למגמה, דהיינו: למכור את נייר הערך, אולם

85 מחקר שהתפרסם לאחרונה מראה כי גופים מוסדיים נוטים להשקיע באופן עדרי בתעשיות מסוימות. Nicole Choi & Richard W. Sias, *Institutional Industry Herding*, 94 J. FIN. ECON. 469 (2009); ראו גם Nishant Dass, Massimo Massa & Rajdeep Patgiri, *Mutual Funds and Bubbles: The Surprising Role of Contractual Incentives*, 21 REV. FIN. STUD. 51 (2008). מחקר זה מצביע על האפשרות ששינוי מערך התמריצים בקרנות נאמנות עשוי למתן את הנטיה להתנהגות עדרית.

86 בחלק מביטוחי החיים בישראל, שתכליתם חיסכון פנסיוני, יש מרכיב של השתתפות ברווחים. למיטב ידיעתי אין בנמצא מחקר שבחן אם מאפיין זה משפיע על דפוסי ההשקעה של גופים אלה.

87 ראו, לדוגמה, John C. Coffee, Jr., *What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990s*, 89 CORNELL L. REV. 269, 298-300 (2004).

בשוק שבו החוסכים פועלים על סמך שיקולים קצרי טווח, אסטרטגיה זו עלולה להתברר כמסוכנת. אם מחיר נייר הערך ימשיך לעלות בטווח הקצר, מנהלת ההשקעות שבחברה שלא להשקיע בנייר ערך זה תציג תשואות נחותות ביחס לעמיתיה. כאשר השוק יתקן את עצמו ומחיר נייר הערך יחזור לשוויו האמיתי, מנהלת ההשקעות עלולה כבר לאבד את מקום עבודתה.⁸⁸ לעומת זאת, מנהלת ההשקעות יודעת כי ההשלכות של השקעה כושלת בנייר ערך זה יהיו משמעותיות פחות אם גם המתחרים ישקיעו בו.

הסבר נוסף לנטיה להתנהגות עדרית הוא המעקב של גופים מוסדיים אחר החלטות השקעה של גופים מוסדיים אחרים, במטרה ללמוד מהחלטות אלה מידע על כדאיות ההשקעה.⁸⁹ הסבר אחר מתמקד דווקא במשטר האחריות החל על גופים מוסדיים: יש הטוענים שהחובה לפעול כנאמן סביר יוצרת עבור גופים מוסדיים נטיה לפעול באופן דומה לזה של המתחרים בשוק.⁹⁰ זאת, כיוון שפעולה במתווה דומה לזה של שאר השחקנים בשוק מפחיתה את החשש מפני הטלת אחריות משפטית במקרה של השקעות כושלות.

מכל מקום, בשוק כגון שוק איגרות החוב של חברות בישראל, שבו הגופים המוסדיים הם שחקנים מרכזיים, הנטיה שלהם להתנהגות עדרית עשויה להשפיע בסופו של דבר על מחירי השוק של ניירות ערך ואף להביא לעלייה לא מוצדקת במחירים של נכסים פיננסיים.⁹¹ השקעה של גופים מוסדיים בנייר ערך מסוים או במגזר מסוים תעלה את הביקוש המצרפי ותשפיע על מחיר נייר הערך. אולם, כאשר הגופים המוסדיים מחליטים למכור נייר ערך מסוים או ניירות ערך של מגזר מסוים, יביא הדבר לירידה חדה במחירים. תיאור זה עשוי לספק הסבר לאחת השאלות המטרידות בתחום המחקר של שוק ההון. הרפורמות בפנסיה ברחבי העולם הביאו לעלייה ניכרת בכוחם של גופים מוסדיים, כפי שהוא נמדד בשיעור הבעלות שלהם במניות ובניירות ערך אחרים. כניסתם לתמונה של גופים הנתפסים כמשקיעים מתוחכמים בעלי מיומנות פיננסית אמורה הייתה לכאורה

88 ראו Rajan, לעיל ה"ש 76: "If the mispricing in stocks does not correct itself in a relatively short while, the investment manager will see an erosion of his customers as he underperforms. It takes a very brave investment manager with infinitely patient investors to fight the trend, even if the trend is a deviation from fundamental value"

89 ראו Choi & Sias, לעיל ה"ש 85.

90 ראו P.S. Srinivas, Edward Whitehouse & Juan Yermo, *Regulating Private Pension Funds` Structure, Performance and Investments: Cross-Country Evidence*, 113 SOCIAL PROTECTION DISCUSSION PAPERS (2000).

91 ראו Amil Dasgupta, Andrea Prat & Michela Verardo, *The Price Impact of Institutional Herding* ;REV. FIN STUD. צפוי להתפרסם ב- Veronica Guerrieri & Peter Kondor, *Fund Managers, Career Concerns, and Asset Price Volatility* (NAT'L BUREAU ECON. RES. Working paper No. w14898, 2009) available at papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1391845.

לשכלל את שוק ההון. אולם, בד בבד עם העליה בכוחם של הגופים המוסדיים דומה שיש גם עליה בתדירות התפתחותן של בועות פיננסיות – מניות האינטרנט, חברות כמו "אנרון" והמשבר הנוכחי.

ה. השלכות: חופש החוזים מול רגולציה של משקיעים

התיאור בפרק הקודם בדבר הסיבות לתופעת תמחור החסר של אג"ח החברות בישראל מביא לכמה מסקנות מיידיות באשר לשוק המקומי. ראשית, ההסברים המבוססים על התפתחויות בשוק הישראלי כגון ועדת בכר הם שגויים או לכל הפחות חלקיים. נטייתם של גופים מוסדיים לפעול כעדר היא תוצר לוואי של תחרות לגיוס חוסכים באמצעות השגת תשואות. תופעה זו אינה שונה במהותה מהלהיטות שבה רכשו גופים פיננסיים רבים ברחבי העולם מוצרים פיננסיים שהתבררו בדיעבד כרעילים.

שנית, כפי שיוסבר בהמשך, מאחר שתופעה זו נובעת ממבנה התמריצים הבסיסי של השוק המוסדי, היא יכולה לחזור על עצמה בעתיד ביחס למכשירים פיננסיים אחרים. לפיכך, פתרונות המבוססים על רגולציה של מוצר פיננסי ספציפי – כגון אג"ח החברות שעמדו לכאורה ביסוד המשבר האחרון – ייתנו מענה חלקי בלבד לבעיה.

שלישית, כללי האחריות – חובות הנאמנות המוטלות על גופים מוסדיים – לא יכולים לפתור את הבעיה. הטלת אחריות על גוף מוסדי יחיד בגין הפרת חובות כלפי העמיתים היא בעייתית במצב שבו כל הגופים פועלים באופן דומה. יתר על כן, אם אכן יש ביקוש מצרפי גבוה לניירות ערך מסוגים מסוימים, תהיה לכך השפעה על מחיר השוק שלהם. ככל שהחלטה להשקיע בנייר ערך ספציפי נבחנת גם ביחס למחיר נכסים פיננסיים דומים בשוק, יש קושי להטיל אחריות על גוף מוסדי בגין החלטות השקעה בנסיבות אלה.

לדיון בפרק הקודם יש השלכות רחבות היקף על המבנה הבסיסי של הרגולציה בשוק ההון. מקובל להניח שבשלב ההנפקה משקיעים מתמחרים את מכלול ההסדרים שהחברה המנפיקה קובעת בנייר הערך המונפק. אולם, תופעה רחבת היקף של תמחור חסר של איגרות חוב מעמידה בספק הנחת יסוד זו. יתר על כן, עליית משקלם היחסי של הגופים המוסדיים כמשקיעים יוצרת אפיק חדש להסדרת הפעילות בשוק ההון – הרגולציה של צד הביקוש לניירות ערך. התפתחויות אלה מחייבות בחינה מחודשת של ההסדרה של דיני התאגידים ושוק ההון. פרק זה יציג כמה מסקנות ראשוניות, תוך התמקדות בנקודות הטעונות מחקר נוסף.

החלק הראשון ידון בהשלכות של עליית כוחם של הגופים המוסדיים בנוגע להסדרה של שוק ההון. בשוק שבו הגופים המוסדיים – בעיקר אלה המנהלים כספי פנסיה – תופסים נתח משמעותי מהביקוש לניירות ערך, תהיה גם לרגולציה של החלטות

ההשקעה שלהם השפעה דרמטית על השוק. לפיכך, עולה השאלה אם הסדרה של הביקוש אינה דרך עדיפה להתמודד עם החשש מפני תמחור חסר. החלק השני ידון בכלים האפשריים. במישור ההסדרה של הביקוש יצביע הניתוח על האתגר המרכזי הניצב בפני רשויות הפיקוח והספרות האקדמית: עיצוב מנגנונים שישמרו על היתרונות הטמונים בתחרות בין גופים מוסדיים, תוך התמודדות עם החשש מפני תרומתם של גופים אלה להתפתחות בועות.

1. רגולציה של צד הביקוש

הספרות האקדמית דנה בהרחבה בסוגיית ההיקף הראוי של חופש החוזים בדיני התאגידים.⁹² הסוגיה העקרונית שבה מתחבטת ספרות זו עוסקת בנסיבות שבהן על המחוקק לקבוע כללים קוגנטיים, שיגבילו חברות מהנפקת ניירות ערך ללא הגנות מתאימות. אולם, עליית כוחם של הגופים המוסדיים בשוק ההון מעלה סוגיה שלא נדונה בספרות – אם מוטב לקבוע הגבלות על המשקיעים ולא על החברות המנפיקות.

(א) רגולציה של ההיצע מול רגולציה של הביקוש

ההנחה שהמשקיעים בשלב ההנפקה יכולים לתמחר את ההגנות המוענקות להם היא אשר עומדת ביסוד הרתיעה של דיני התאגידים מהכתבת כללים קוגנטיים בשלב ההנפקה לציבור. ביטוי לתפיסה זו אפשר לראות בהסדרה של תחום איגרות החוב הסחירות, שהתמקדה בעיקר במישור הגילוי מתוך הנחה שרוכשי האג"ח יכולים להגן על עצמם על-ידי קביעת תניות מתאימות בשטר הנאמנות או על-ידי תמחור הסיכון. הרפורמות בפנסיה, שחזקו את מעמדם של הגופים המוסדיים בישראל ואת משקלם כמשקיעים בניירות ערך, צפויות היו לכאורה לחזק את המגמה של ריכוך הדרישות הקוגנטיות החלות על החברות המנפיקות. אולם, אם אכן יש תופעה רחבת-היקף של תמחור חסר של סיכון על-ידי משקיעים, ובכלל זה גופים מוסדיים, התגובה המתבקשת לכאורה היא העמקת ההגנה על מחזיקי האג"ח באמצעות הכבדת הדרישות על החברות המנפיקות איגרות חוב. אכן, שלא במפתיע, הביא המשבר להצעות חקיקה שמטרתן קביעת כללים קוגנטיים להגנה על מחזיקי איגרות החוב, ובכלל זה קביעה בחוק של עילות להעמדת ההלוואה לפירעון מיידי והסדרת ממשל תאגידי בחברות שהנפיקו אג"ח סחירות.⁹³

אולם, משקלם הניכר של הגופים המוסדיים בשוק ההון יוצר גם אפיק חדש לרגולציה – רגולציה של צד הביקוש. בשוק שבו הגופים המוסדיים הם חלק ניכר מהביקוש

Michael Klausner, *The Contractarian Theory of Corporate Law: A Generation Later*, 31 J. 92
CORP. L. 779 (2006).

93 תזכיר חוק ניירות ערך (נאמנים לתעודות התחייבות).

לניירות ערך, הכבדת הפיקוח עליהם יכולה להביא לתוצאות דומות לאלה של החמרת הדרישות מהחברות המנפיקות. לשם המחשה, בתחום האג"ח, המחוקק יכול לחייב כל חברה המנפיקה אג"ח לציבור לקבוע בשטר הנאמנות עילה מסוימת לפירעון מידי של החוב. לחלופין אפשר לאסור על גופים מוסדיים להשקיע באגרות חוב ששטר הנאמנות שלהן אינו כולל עילה מסוימת לפירעון מידי של החוב. ככל שהגופים המוסדיים תופסים נתח גדול יותר במסגרת בסיס המשקיעים הפוטנציאלי באגרות חוב, תהיה לשתי חלופות אלה השפעה דומה על התפתחות השוק.

אכן, בד בבד עם ההצעות לתיקון חוק ניירות ערך בנושא אגרות חוב מינה לאחרונה משרד האוצר ועדה שמטרתה לבחון את הפרמטרים שלפיהם ישקיעו גופי הפנסיה באג"ח חברות ("ועדת חודק").⁹⁴ אף-על-פי שהמלצות הוועדה נועדו לחול על גופי הפנסיה בלבד, הטענות נגדן התמקדו בכך שהן יגבילו במידה ניכרת את שוק האשראי החוץ-בנקאי.

במילים אחרות: הרפורמות בשוק הפנסיוני בישראל, שהביאו להגברת משקלם היחסי של הגופים המוסדיים בשוק ההון המקומי, הביאו גם לחיזוק יכולת ההשפעה של גורמי הפיקוח על גופים אלה, ובעיקר משרד האוצר, על שוק ההון בישראל. בזמן שהרגולציה המסורתית בתחום ניירות הערך מתמקדת בצד ההיצע, אפיק רגולציה חדש זה מתמקד בצד הביקוש – החלטות ההשקעה של הגופים המוסדיים. התפתחות זו מחייבת גם בחינה אקדמית של היתרונות והחסרונות של אפיק רגולציה זה. כפי שאסביר מיד, האפיק החדש מציע כמה יתרונות בהשוואה לאפיק המסורתי.

(ב) רגולציה של הביקוש: יתרונות

ככלל, רגולציה של ההיצע עלולה להביא הן להגנת יתר והן להגנת חסר. לעומת זאת, הרגולציה של הגופים המוסדיים מציעה כמה יתרונות בהשוואה לחלופה המסורתית: החשש להגנת יתר פוחת משום שרגולציה של צד הביקוש היא גמישה יותר ומספקת מענה הממוקד באינטרס הציבורי בהבטחת חיסכון פנסיוני נאות, והחשש להגנת חסר פוחת משום שרגולציה של צד הביקוש יכולה להתמודד עם מאפייני השוק העומדים ביסוד התופעה של תמחור חסר.

הגנת יתר: אחד היתרונות של שוק הון משוכלל הוא מתן אפשרות גם לזמים של פרויקטים בסיכון גבוה, שקבלת אשראי מהמערכת הבנקאית אינה אפשרית עבורם, לגייס את ההון הנדרש לפעילותם. הכבדת תנאי הסף להנפקת ניירות ערך מייקרת את העלות של גיוס ההון ומונעת מגופים מסוימים גישה לשוק.

רגולציה של צד ההיצע נוטה להיות קשיחה ולחול על כל החברות באשר הן (one size fits all). זאת, כאשר במקרים רבים השונות בין החברות המנפיקות, או תנאי השוק השונים, מצדיקים עיצוב שונה בתנאים של ניירות הערך המונפקים. לפיכך, אפשר

⁹⁴ ראו לעיל, ה"ש 48.

להצדיק רגולציה קוגנטית של צד ההיצע רק כשיש ודאות יחסית שהתועלת החברתית הטמונה בקביעת הגבלה מסוימת ביחס לכלל המנפיקים והמשקיעים גבוהה מהעלויות הצפויות להגבלה זו. אולם, גם אם ניתן להצביע על בעייתיות בתפקוד השוק, המחוקק לעולם יסבול מהיעדר מידע.

לעומת זאת, לרשות פיקוח על הגופים המוסדיים עומד ארגז כלים מגוון המאפשר הסדרה גמישה, המפחיתה מהעלויות הצפויות של התערבות בשוק. לדוגמה, במקום לחייב את כל החברות להנפיק איגרות חוב עם עילה מסוימת להעמדה לפירעון מיידי (כגון שינוי שליטה), אפשר לקבוע לגופים המוסדיים מגבלות כמותיות על האפשרות להשקיע באיגרות חוב ללא תניה כזו. הגבלות כמותיות אלה, שאי-אפשר ליישם במסגרת רגולציה של ההיצע, מאפשרות גמישות בקביעת ההגבלות על החברות המנפיקות ומשאירות מקום לפעולה של כוחות השוק כדי לקבוע את החברות שיוכלו לפעול במסגרת ההגבלה.⁹⁵

יתר על כן, ככל שתכלית ההתערבות היא הגנה על האינטרס הציבורי בהבטחת החיסכון הפנסיוני, הרגולציה של ההיצע עלולה להוות פיתרון רחב יתר על המידה. החלת תנאים קוגנטיים על חברות מנפיקות מגבילה גם משקיעים שאינם מופקדים על חיסכון פנסיוני כגון קרנות נאמנות, משקיעים פרטיים מתוחכמים ומשקיעים זרים. גם אם הגופים המוסדיים המנהלים כספי פנסיה תופסים חלק משמעותי בצד הביקוש לניירות ערך בישראל, ספק אם יש הצדקה לכללים השוללים את החופש ליטול סיכונים גם משחקנים אחרים. לעומת זאת, רגולציה של הגופים המוסדיים העוסקים בחיסכון פנסיוני תמקד את התערבות המדינה רק לכספים המיועדים להבטחת עתידם של הפורשים לגמלאות.

הגנת חסר: ספק אם הסדרה של ההיצע אכן תביא לתוצאות המיוחלות בכל הנוגע להגנת החוסכים בגופים המוסדיים. זאת, משום שהסדרה זו אינה מתמודדת ישירות עם הגורמים לבעיה שחשף כביכול המשבר – תמחור חסר של סיכון. גם אם תוגבל האפשרות להנפיק מכשירים פיננסיים מסוכנים במיוחד, עדיין נשקפת סכנה שהגופים המוסדיים יתמחרו בחסר את הסיכון במוצרים האחרים.

במקרה של אג"ח חברות, תיקוני חקיקה להרחבת ההגנות למחזיקי איגרות החוב (למשל, באמצעות הרחבת העילות לפירעון מיידי) יפחיתו אולי את רמת הסיכון הטמונה בהשקעה באג"ח,⁹⁶ אך לא יבטיחו כי הגופים המוסדיים יתמחרו נכון את הסיכון הנותר.

95 לשם המחשה נניח כי לגופים מוסדיים יותר לרכוש רק אחוז מסוים של איגרות חוב ללא תניה מסוימת בעניין פירעון מיידי. בהנחה שהמגבלה הכמותית אפקטיבית, סביר להניח כי רק חברות שהן ברמת סיכון נמוכה במיוחד או כאלה שמעניקות פיצוי נאות בריבית יוכלו להנפיק אג"ח לגופים מוסדיים ללא תניות אלה.

96 זאת בהנחה שלמנפיקים בעלי רמת סיכון גבוהה יותר תהיה רתיעה גדולה יותר מהתחייבות לפירעון מיידי בנסיבות מסוימות.

גופים מוסדיים יכולים לדרוש ריבית נמוכה מדי – ובכך לפגוע בחוסכים באמצעותם – גם עבור אג"ח עם תניות משופרות להגנת זכויות המחזיקים. כל עוד יש נטיה בקרב הגופים המוסדיים לתמחור חסר של סיכון, היא תשפיע גם על אופן ההשקעה שלהם בטווח רחב של מכשירים פיננסיים, לרבות מניות. יתר על כן, הכבדת הרגולציה על הנפקת אג"ח בישראל עלולה להביא חברות ישראליות (דהיינו: אלה הנהנות מתופעת "home bias" של גופים מוסדיים בישראל) להנפיק אג"ח בבורסות בחו"ל, והגופים המוסדיים בישראל ישקיעו בהנפקות אלה תוך עקיפה של מגבלות הרגולציה בישראל.

חלופות: לנוכח היתרונות של הרגולציה של צד הביקוש אפשר להעלות על הדעת גם מודלים מורכבים יותר היכולים להגיע לתוצאות דומות. מודל אפשרי הוא רגולציה של צד ההיצע (חברות המנפיקות ניירות ערך), שתשתנה בהתאם לבסיס המשקיעים של החברה (תוך הבחנה בין גופי חיסכון פנסיוני למשקיעים אחרים). לדוגמה, ניתן לקבוע שעל חברה אשר למעלה ממחצית המחזיקים בניירות ערך שלה הם גופי חיסכון פנסיוני יחולו כללי ממשל תאגידי מתמירים יותר. מודל זה דומה עקרונית למודל של הסדרת צד הביקוש, אך מבחינה מעשית מחייב את החברות להבחין בין סוגי המשקיעים. דיון מקיף במודל זה חורג ממסגרת המאמר, אולם חשוב לציין שהוא עומד בסתירה לפרקטיקה הרווחת כיום בישראל ומחוצה לה, שלפיה הנפקת ניירות ערך לגופים מוסדיים בלבד זוכה להקלות בדרישות הרגולציה.⁹⁷

לסיכום: ההסדרה של גופים מוסדיים והחלטות ההשקעה שלהם (צד הביקוש) מציעה כמה יתרונות בהשוואה לאפיק המסורתי של הרגולציה של שוק ההון (צד ההיצע). ראשית, הסדרה זו מתבססת על ארגז כלים מגוון, המקנה גמישות מסוימת לגורמי הפיקוח. שנית, אפיק זה מאפשר למקד את ההגנה רק באינטרס הציבורי בהבטחת החיסכון הפנסיוני. הסדרה של צד הביקוש תאפשר לחברות שיש להן בסיס משקיעים שאינו מורכב רק מכספי הפנסיה של הציבור ליהנות מגמישות רבה יותר בגיוס ההון. לדוגמה, חברה שהיא מוקד משיכה למשקיעים זרים, למוסדות פיננסיים המשקיעים את כספם שלהם או לקרנות השקעה פרטיות, תוכל להנות מגמישות רבה יותר בהצעת ניירות ערך.

2. כלים לרגולציה של הביקוש

עם עליית מעמדם של הגופים המוסדיים, סביר להניח כי תעלה גם החשיבות של הסדרה נאותה של צד הביקוש לניירות ערך. בחלק זה אציג סקירה ראשונית של אמצעים

97 ראו ס' 15 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, ס"ח 234. לניתוח השאלה אם הקלת הרגולציה במצבים שבהם בסיס המשקיעים מורכב מגופים מוסדיים בלבד ראו Donald C. Langevoort, *The SEC, Retail Investors, and the Institutionalization of the Securities Markets*, 95 VA. L. REV. 1025, 1055-1070 (2009).

אפשריים לפיקוח על החלטות השקעה של גופים מוסדיים, תוך התמקדות באמצעים אפשריים להתמודדות עם הסכנה מפני התפתחותן של בועות. תכליתה המרכזית של סקירה זו היא להצביע על השאלות הטעונות בחינה מעמיקה יותר ומחקר בעתיד.⁹⁸

(א) הגבלות כמותיות

מדינות רבות קובעות הגבלות כמותיות על אפשרויות ההשקעה של גופי פנסיה.⁹⁹ הגבלות כמותיות אלה יכולות להתייחס לסוגי ניירות הערך (לדוגמה: קביעת תקרה על השקעה באג"ח או במניות) או לסיכון של ניירות הערך (לדוגמה: קביעת מגבלות כמותיות על אג"ח בדירוגים מסוימים או על השקעה במניות של חברות עם הון עצמי מסוים). בנק ישראל אף הציע לאחרונה קביעת הגבלות כמותיות על היקף החשיפה של גוף מוסדי לאיגרות חוב של ענף מסוים.

לקביעת הגבלות כמותיות על השקעה של גופים מוסדיים יש כמה חסרונות בולטים. ראשית, בעולם שבו החדשנות הפיננסית כמעט אינה יודעת גבולות, שיטה זו סובלת מקושי אינהרנטי של קביעת הגדרות מתאימות ואכיפתן. לדוגמה, גם ההבחנה הבסיסית בין מניה לאיגרת חוב אינה פשוטה, ואפשר לעצב מניה שתהיה דומה מאוד לאיגרת חוב ולהפך.

שנית, כדי שהגבלות הכמותיות יהיו אפקטיביות יש להתאים אותן בכל מקרה שבו יופיעו בשוק מכשירים פיננסיים חדשים (תעודות סל, נגזרים וכיוצא באלה). צורך זה מייקר מאוד את השימוש במגבלות כמותיות עבור גורמי הפיקוח. שלישית, בהנחה שפרופיל הסיכון הראוי משתנה עם גיל החוסך, יש צורך בהתאמה של מגבלות ההשקעה למסלולי הפנסיה.

לכאורה, הדרך להתגבר על קשיים אלה היא להשתמש בהגדרות רחבות ככל הניתן לצורך קביעת הגבלות הכמותיות ובה בעת להגדיל את תקרות החשיפה המותרות. אולם, ככל שהגדרת המכשיר הפיננסי הנתון להגבלה כמותית רחבה יותר, וככל שתקרות החשיפה גבוהות יותר, כך נפגעת האפקטיביות של שיטת הגבלות הכמותיות והיא

98 אפשר גם לראות את חובת הנאמנות המוטלת על הגופים המוסדיים כאמצעי להסדרה של החלטות ההשקעה שלהם. עם זאת, כמפורט לעיל, ספק אם חובות אלה הן כלי אפקטיבי למניעת התפתחותה של בועה פיננסית בהובלת הגופים המוסדיים. כמו כן, חלק זה לא ידון בהסדרה של ניגודי עניינים בהשקעה כמו הגבלות על רכישת ניירות ערך מחתם קשור.

99 לסקירה השוואתית של הגבלות אלה ראו OECD, SURVEY OF INVESTMENT REGULATION OF PENSION FUNDS (2010) www.oecd.org/dataoecd/53/43/44679793.pdf. לביקורת על הגבלות מסוג זה ראו E. Philip Davis, *Prudent Person Rules or Quantitative restrictions? The Regulation of Long-term Institutional Investors' Portfolios*, 1 J. PENSION ECON. & FIN. 157 (2002).

נהפכת ליעילה רק לצורך התמודדות עם מקרי קיצון (שבהם גוף מסוים מחליט להשקיע את רוב נכסיו בנכס פיננסי מסוים כגון אופציות).
נוסף על קשיים אלה, יש ספק בדבר יכולתן של הגבלות כמותיות להתמודד עם נטיית הגופים המוסדיים לתרום להתפתחותן של בועות פיננסיות. הגבלות אלה אינן מתמודדות במישורין עם מבנה התמריצים המביא את הגופים המוסדיים להתמקד בטווח הקצר, ליטול סיכוני השקעה ולפעול באופן דומה לזה של המתחרים שלהם. לפיכך, תופעת תמחור החסר יכולה להתקיים גם במסגרת ההגבלות הכמותיות שנקבעו עבור גופי החיסכון הפנסיוני.

(ב) הגבלות איכותיות

הגבלות אלה מתמקדות באיכות המכשיר הפיננסי שבו משקיעים הגופים המוסדיים.¹⁰⁰ לדוגמה, ועדה שמינה משרד האוצר לבחינת ההשקעות של גופים מוסדיים באג"ח חברות המליצה על כמה תנאים שבהיעדרם לא יוכל גוף מוסדי להשקיע באיגרת חוב, ובכלל זה תנאים הנוגעים לתניות להגנת המחזיקים בשטר הנאמנות.¹⁰¹ בדומה לכך אפשר לחשוב על הגבלה שלפיה גופים מוסדיים יוכלו להשקיע רק במניות של חברות המקיימות דרישות מסוימות של ממשל תאגידי, כגון הפרדה בין יו"ר הדירקטוריון למנכ"ל החברה.

הגבלות איכותיות על אפשרויות ההשקעה של גופים מוסדיים יכולות להיות קוגנטיות ונוקשות. לדוגמה, אפשר לקבוע איסור חד-משמעי על השקעה באיגרות חוב ללא תנאים מינימליים בשטר הנאמנות. הגבלות איכותיות יכולות גם להיות גמישות יותר. כך, אפשר לשלב הגבלות איכותיות בהגבלות כמותיות (לדוגמה: גוף מוסדי יוכל להשקיע רק אחוז מסוים מהתיק באג"ח ללא הגנות מסוימות בשטר הנאמנות). לחלופין אפשר לקבוע קריטריונים איכותיים שישמשו אמות-מידה מומלצות בלבד עבור גופים מוסדיים, תוך השארת שיקול דעת לגופים המוסדיים לסטות מהן במקרים המתאימים. בהקשר זה, הוועדה שמינה משרד האוצר לבחינת השקעות הגופים המוסדיים באג"ח חברות אימצה מודל מרוכך של הגבלות איכותיות. הוועדה קבעה רשימה של קריטריונים הנוגעים לאיכות ההגנות שמעניקה החברה המנפיקה למחזיקי איגרות החוב. עם זאת, הוועדה השאירה לוועדת ההשקעות שיקול דעת לסטיה מקריטריונים אלה בנסיבות המתאימות.

השימוש בהגבלות איכותיות על השקעות הגופים המוסדיים חשוף לחסרונות דומים לאלה של הגבלות כמותיות. יתר על כן, הגבלות איכותיות יהיו ברוב המקרים צופות פני עבר, יחייבו עדכון מתמיד בהתאם להתפתחויות בשוק ולהיצע המכשירים הפיננסיים,

100 ההבחנה בין הגבלות כמותיות לאיכותיות היא במידה רבה מלאכותית והטקסט משתמש בה בעיקר לנוחות הדין.

101 ראו דו"ח ועדת חודק, לעיל ה"ש 48.

ויטילו על גורמי הפיקוח נטל כבד של השגת מידע בדבר המגבלות האיכותיות שעלותן המשוערת נמוכה מתועלתן הצפויה.

נוסף על קשיים אלה, השימוש במגבלות איכותיות סובל מבעיה דומה לזו של הרגולציה של ההיצע: כלי זה אינו מתמודד במישרין עם הסיבות לנטיה של גופים מוסדיים לתמחור חסר של מכשירים פיננסיים. גם בהקשר זה קיים החשש שגופים מוסדיים יצייתו למגבלות האיכותיות המוטלות עליהם אך יתמחרו בחסר את הסיכון הגלום בהשקעה.

(ג) התנהגות עדרית ובועות פיננסיות

התחרות בין גופים מוסדיים על דמי ניהול מחיסכון פנסיוני טומנת בחובה תוצאות לוואי שעמן יש להתמודד, ובכלל זה נטיה לנטילת סיכונים השקעה לטווח הקצר, התנהגות עדרית ותרומה להתפתחותן של בועות פיננסיות. תוצאות לוואי אלה מאפיינות במידה רבה גם גופים מוסדיים הפועלים בתנאי תחרות מחוץ לישראל. לקח מרכזי של המשבר בישראל ומחוצה לה הוא שהפיקוח על הגופים המוסדיים נדרש לגבש כלים להתמודדות עם הגורמים העומדים ביסוד הנטיה להתפתחות תופעה מערכתית של תמחור סיכון בחסר.

רגולציה של הביקוש המתמקדת במוצרים פיננסיים ספציפיים תהיה לכל היותר בעלת השפעה מוגבלת על גורמים אלה. בחלק זה של המאמר אציג כלים אפשריים להתמודדות עם תוצאות הלוואי של התחרות בין הגופים המוסדיים. גם בהקשר זה ראוי לציין כי הדיון שלהלן נועד בעיקר להצביע על סוגי פתרונות אפשריים, תוך השארת הדיון המעמיק בכל אחד מפתרונות אלה למחקר עתידי.

המישור הפנסיוני: המשבר המחיש את הצורך בהתאמת פרופיל הסיכון של החיסכון הפנסיוני לאינטרס הציבורי בהבטחת העתיד הכלכלי של החוסכים לפנסיה, וזאת באמצעות רפורמות שיפחיתו את רמת הסיכון של החיסכון עבור חוסכים מבוגרים יחסית. בהשוואה למצב הקיים, משטר שבו רמת הסיכון נקבעת בהתאם לגיל החוסך יפחית את הביקוש המצרפי של הגופים המוסדיים לנכסים ברמת סיכון גבוהה ובכך ישפיע בעקיפין גם על התנאים להתפתחותה של בועה פיננסית מקומית.

עידוד פיזור גאוגרפי: הגופים המוסדיים בישראל מושפעים מהעדפה ניכרת של השוק המקומי (home bias). הטיה זו מסבירה מדוע אג"ח חברות, למשל, היו אפיק פופולרי להשקעה על-ידי גופים מוסדיים בישראל אך כמעט ולא משכו השקעות של גופים זרים. הטיה זו גם מחריפה את הסיכון שהגופים המוסדיים בישראל יביאו להתפתחותן של בועות פיננסיות מקומיות. הסטת ההשקעה של הגופים המוסדיים לשווקים זרים לא תסייע במקרה של בועה פיננסית עולמית. עם זאת, היא תרכך את החשש מפני התפתחות בועה מקומית רק בשל ביקוש יתר הנובע מעודף נזילות של

הגופים המוסדיים. לפיכך, יש להמשיך במגמה של עידוד הגופים המוסדיים להעביר חלק מהשקעותיהם לחו"ל.

משיקולים דומים יש לעודד משקיעים זרים להשקיע בשוק ההון המקומי (למשל באמצעות הטבות מס). הרחבת בסיס המשקיעים של חברות ישראליות תפחית את החשש שמאפיינים של השוק המקומי יביאו להתפתחותה של בועה פיננסית.

שינוי מבנה התמריצים: הדרך המבטיחה ביותר להתמודדות עם החשש מפני התפתחות תופעות נוספות של תמחור סיכונים בחסר היא שינוי של מערך התמריצים של הגופים המוסדיים, תוך הענקת תמריצים אשר ימנעו התמקדות בטווח הקצר ופעולה "עם העדר". הרגולציה במישור זה חייבת לעסוק הן במבנה התמריצים של החברות המנהלות והן במבנה התמריצים של מנהלי ההשקעות.

במישור החברות המנהלות יש לבחון דרכים לשינוי המודל של דמי הניהול. המשטר הקיים מעודד קביעת דמי הניהול כאחוז משווי הנכסים המנוהלים. כפי שהוסבר לעיל, מודל זה מעודד גופים מוסדיים לפעול בעיקר להגדלת בסיס הלקוחות ובכך מעודד נטילת סיכונים וחקיקי הפעולה של גופים מוסדיים אחרים. יש לשאוף למודל של דמי ניהול שיתמרץ גופים מוסדיים לפעול לטובת העמיתים: הפקת תשואה לטווח ארוך ובסיכון ראוי.

כיוונים אפשריים המחייבים בחינה עתידית הם ביסוס חלקי של דמי הניהול על הרווחים שהניבו ההשקעות של כספי העמיתים ולא רק על היקף הנכסים (כדי לרכז את התמריץ לפעול עם העדר, הנובע מכך שהפסדים בתיק ההשקעות לא יפגעו מאוד בחברה המנהלת כל עוד יהיו דומים להפסדים בגופים מוסדיים מתחרים), חיזוק הזיקה שבין דמי הניהול לביצועי תיק ההשקעות בטווח הארוך (כדי להתמודד עם נטיית החוסכים לבחור גוף מוסדי על בסיס ביצועי ההשקעות בטווח הקצר), ותגמול המביא בחשבון גם את רמת הסיכון (כדי להתמודד עם הנטייה להעלות את רמת הסיכון לצורך שיפור התשואות). חשוב לציין שאין פתרונות פשוטים לסוגיית דמי הניהול. לדוגמה, מודל דמי ניהול המבוסס על שיתוף החברה המנהלת ברווחים של העמיתים מחייב בדרך כלל הטלת הגבלות על יכולת העמיתים למשוך את חסכונותיהם. לפיכך, יש קושי בהפעלת מודל זה במשטר המאפשר לעמיתים לעבור בכל עת בין חברות מנהלות. כמו כן, שיתוף חברות מנהלות ברווחים עלול במקרים מסוימים – בעיקר בתקופות שבהן העמיתים סופגים הפסדים בגלל המצב בשוק ההון – לעודד חברות מנהלות ליתול סיכונים מופרזים כדי להגדיל את דמי הניהול.

מנהלי השקעות: בחינה דומה של מנגנוני התגמול יש לערוך גם ביחס למבנה התגמול של מנהלי ההשקעות, דהיינו: הפרטים המופקדים מטעם הגופים המוסדיים על החלטות ההשקעה. יש לעודד מנגנונים שיתנו את תגמול מנהלי ההשקעות בהצלחתם

בהשגת תשואה לטווח ארוך,¹⁰² ימתנו נטיה להתנהגות עדרית ולא יניעו מנהלי השקעות לנטילת סיכונים מופרזים. זאת, בהתחשב גם בשיקולי המוניטין של מנהלי ההשקעות ובתמריצי שוק העבודה שלהם (career concerns).

כלים לפיקוח יציבות: הדיון עד עתה הציג אמצעים שתכליתם להתמודד מראש עם מבנה התמריצים של הגופים המוסדיים או לצמצם את ההשפעה הפוטנציאלית של גופים אלה על התמחור של ניירות ערך בשוק ההון בישראל. נשאלת השאלה האם ניתן לעצב מנגנונים שיאפשרו לגורמי הפיקוח על גופי הפנסיה לעקוב באופן שוטף אחר ההתפתחויות בשוק, תוך התערבות אקטיבית "בזמן אמת" במקרה המתאים כדי למנוע את התפתחותה של בועה. אפשר להשתמש בדוגמה של שוק האשראי החוץ-בנקאי בישראל בשנים 2003-2007. הנתונים שעליהם מתבססת כיום הטענות לתופעת תמחור החסר של הסיכון באג"ח חברות היו ידועים כבר אז. על רקע זה עולה השאלה – מה יכלו גורמי הפיקוח לעשות בשנים 2006-2007 כדי להתמודד עם תופעת תמחור החסר.

הפיקוח על היציבות במסגרת הרגולציה הבנקאית מקנה לגורמי הפיקוח כלים להתמודדות באופן שוטף עם תופעות שיכולות להעמיד בסכנה את יציבות הבנקים. לדוגמה, במסגרת הפיקוח על הלימות ההון של הבנקים, הפיקוח על הבנקים יכול להגיב בטווחי זמן קצרים יחסית לפעילות כלכלית הנראית לו מסוכנת. לאחרונה אף מסתמנת מגמה לחיזוק הזיקה שבין פיקוח היציבות הבנקאי לבין תנאי המאקרו של השוק (macro-prudential regulation).¹⁰³

הפעלה של מנגנוני בקרה דומים לצורך פיקוח על גופי הפנסיה מעוררת שני קשיים עיקריים. ראשית, במישור המעשי, מנגנון הפיקוח על הלימות ההון אינו מתאים לגופי הפנסיה בשל ההפרדה בין החברה המנהלת לכספי החוסכים. פעילות בנק ממומנת על-ידי הון עצמי, איגרות חוב וכספי מפקידים. המפקח על הבנקים יכול להשפיע על רמת הסיכונים שבנק נוטל באמצעות התאמה של דרישות ההון העצמי של הבנק לרמת הסיכון של הפעילות. אלא, שבמבנה הפעילות של גופי הפנסיה בישראל יש הבחנה חדה בין החברה המנהלת לבין כספי העמיתים, וכל פעולות ההשקעה הן בכספי העמיתים. לפיכך, גם אם גורמי הפיקוח על הפנסיה סבורים שמתפתחת בועה בתחום מסוים –

102 במטרה לוודא שמבנה התמריצים בגופים המוסדיים והסדרי התגמול במערכי ההשקעות של הגופים הללו יוצרים תמריצים העולים בקנה אחד עם טובת החוסכים, פרסם אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון חוזר שמטרתו לקבוע קווים מנחים לעניין גיבוש מדיניות תגמול של נושאי משרה בגופים המוסדיים ושל נושאי משרה ועובדים המועסקים במערכת ההשקעות של הגוף המוסדי. ראו הוראות ספציפיות בחוזר: משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון "מדיניות תגמול בגופים המוסדיים – טיוטה" חוזר גופים מוסדיים 2009-179 (טיוטה) (2009) ozar.mof.gov.il/hon/2001/mosdiym/memos/ (2009) [2009-179-2.pdf](http://ozar.mof.gov.il/hon/2001/mosdiym/memos/).

103 דרך המלך להתמודדות עם התפתחותן של בועות פיננסיות היא מדיניות מונטרית, דהיינו: קביעת שערי הריבית על-ידי הבנק המרכזי.

איגרות החוב של חברות למשל – נשאלת השאלה אילו כלים עומדים לרשותם לשם התמודדות עם המצב. שנית, במישור העקרוני, האינטרס הציבורי בהבטחת הרווחה הכלכלית של אוכלוסיית הפורשים לגמלאות מחייב גם נטילת סיכונים השקעה כדי להשיג תשואה גבוהה יותר. לפיכך, יש קושי מהותי בהתערבות ישירה בהחלטות השקעה של גופים מוסדיים כדי להגביל את רמת הסיכון שלהם.

על אף קשיים אלה נראה שעל המחקר העתידי להתמקד בפיתוח כלים שיאפשרו לפיקוח על הפנסיה להתמודד בזמן אמת עם התפתחותן של בועות. מכל מקום, נראה שהצעד המינימלי המתבקש הוא שיתוף פעולה בין גורמי הפיקוח – הפיקוח על שוק ההון, רשות ניירות ערך, הפיקוח על הבנקים ובנק ישראל – כדי לנטר באופן שוטף סיכונים יציבות למשק ולבחון את הכלים הנאותים להתמודד עמם.

3. אחזקות קונצרניים ריאליים בגופים מוסדיים וכללים מרשים

בטרם אסיים את הדיון בהשלכות המשבר ברצוני לעמוד בקצרה על נקודה נוספת הנוגעת לפן המקומי של הסוגיה העקרונית של חופש החוזים בדיני התאגידים. כאמור בתחילת פרק זה, קיימת רתיעה מקביעת כללים קוגנטיים על חברות מנפיקות. על רקע זה התפתחה בשנים האחרונות מגמה של קביעה בחקיקה של הסדרים "מומלצים" מסוג "אמץ או גלה" או "אמץ או הסבר". מגמה זו מוצאת ביטוי מקומי בדו"ח ועדת גושן¹⁰⁴ ואף בחלק מהחקיקה בחוק החברות.¹⁰⁵

הסדרים מרשים מסוג זה מניחים כי הביקוש לניירות ערך הוא שיביא מנפיקים להחיל על עצמם הגבלות מסוימות גם בהיעדר חובה לעשות כן. במילים אחרות: הסדרים אלה מניחים קיומו של שוק הון משוכלל הבנוי על מוסדות מגוונים התורמים לתפקוד תקין של השוק וליעילות מחירים. ספק אם הנחת מוצא זו עולה בקנה אחד עם המצב בשוק ההון בישראל, שבו לא התפתחה תשתית של פעילות מתואמת של גופים מוסדיים כדי לקבוע נורמות מנחות של השקעה בחברות. זאת, בניגוד למצב במדינות אחרות, שבהן הגופים המוסדיים ממלאים תפקיד משמעותי בשוק ההון, לרבות בנוגע לקביעת נורמות התנהגות בתחום הממשל התאגידי החורגות מעבר לקבוע בחוק. יתר על כן, כל עוד חלק ניכר מהגופים המוסדיים הם בבעלות קונצרנית של פירמידות שליטה, ספק אם יש לצפות לשינוי בנושא זה.

לסיכום: היעדר תשתית לפעולה מתואמת במטרה להטמיע נורמות שינחו את הגופים המוסדיים גם בעניינים שבהם נמנע המחוקק לקבוע הסדר חקיקתי קוגנטי מעמידה בספק

104 רשות לניירות ערך דו"ח הועדה: לבחינת קוד ממשל תאגידי (Corporate Governance) בישראל
www.isa.gov.il/Download/IsaFile_45.pdf (2006)

105 ראו ס' 219(ה) לחוק החברות, התשנ"ט-1999, ס"ח 182. הסעיף קובע כי חברה ציבורית רשאית לקבוע בתקנונה כי ימונו דירקטורים בלתי-תלויים.

את האפקטיביות של המגמה החדשה יחסית של המחוקק בישראל – לקבוע הסדרים "מומלצים" בחקיקה.

1. סיכום

בשלב הכתיבה של רשימה זו דומה שההתאוששות מהמשבר העולמי הצליחה אף למחוק את ההפסדים בחסכונות הפנסיה של הציבור. עם זאת, המשבר הפיננסי העולמי סיפק תזכורת לזיקה ההדוקה שנוצרה בשנים האחרונות בין חסכונות הציבור לבין שוק ההון והגופים המוסדיים, והמחיש את הצורך בחשיבה מחודשת – נוכח עליית כוחם של הגופים המוסדיים – על אודות הרגולציה של שוק ההון והפיקוח על החברות המנהלות את כספי הציבור.

בכל הנוגע לישראל, תשומת הלב הציבורית הופנתה להשקעות הגופים המוסדיים באג"ח חברות בטענה שהגופים המוסדיים תמחרו בחסר את הסיכונים הטמונים במכשיר פיננסי זה. התזה המרכזית של רשימה זו היא שהסיבות לתופעה זו של תמחור חסר (שעדיין אין הוכחה משכנעת בדבר קיומה) נובעות ממבנה התמריצים של גופים מוסדיים בשוק תחרותי, המעלה סכנה לתרומה של גופים מוסדיים להתפתחותן של בועות פיננסיות. סכנה זו מוחרפת בישראל בשל נטיית הגופים המוסדיים להשקיע בשוק ההון המקומי בלבד.

תזה זו מביאה למסקנה ששינויי חקיקה שיתמקדו במכשיר הפיננסי שעמד במוקד המשבר האחרון – אג"ח חברות בישראל (או נגזרות אשראי בחו"ל) – יספקו מענה חלקי בלבד. כדי להתמודד כראוי עם התופעה יש לעצב מנגנונים שישמרו על היתרונות המשמעותיים של התחרות בין הגופים המוסדיים תוך התמודדות עם תוצאות הלוואי שלה.