

שרידי העבר ומשברי ההווה בשוק ההון הישראלי: הרגולציה הפיננסית בישראל והמציאות אחרי רפורמת בכר

מאת

רן שורר ואשחר בן-שטרית*

הסחרור שאליו נכנסו כלכלות העולם בשנת 2008 מצא את נתיבו אל שוק ההון הישראלי ודרכו אל כיסם ואל כעסם של אזרחי ישראל. כיצד הצליח המשבר הכלכלי – שמקורו במשכנתאות סאב־פריים בעירות שכוחות אל בארצות־הברית או בהבטחות נדל"ניות בשממות מולדובה – לחלחל אל חסכוניות הפנסיה של תושבי ישראל? מפגשם של חוסכים ומשקיעים לא מתוחכמים עם שוק ההון בישראל נעשה באמצעות מתווכים פיננסיים. תפקידם של אלה, בתחום הפיננסי (השקעה בניירות ערך ונכסים פיננסיים) ובתחום הפנסיוני, עבר שינויים מקיפים בעשורים האחרונים. אנו מבקשים לבחון כיצד תרם מבנה הרגולציה של תחומים אלו לחשיפת הציבור הישראלי למשבר העולמי. חוט השני העובר בין המשברים (מויסות מניות הבנקים ועד ה"סאב־פריים") ובין הוועדות (מבייסקי דרך בכר ובואכה חודק כיום) יצר פסיפס חקיקתי מורכב ומרתק בשוק ההון. עם זאת, לאחר כל רפורמה ומשבר נותרו, *In situ*, שרידים מהעבר שהמתינו לתת אותותיהם בעתיד. ההפרדה החוקית בין השירותים שניתנים לציבור בכל הנוגע לייעוץ על אודות אפיקי ההשקעה הרבים היא שריד כזה. התפיסה ההיסטורית על אודות שוני בין עולם ההשקעה לעולם הפנסיה מקשה על קבלת החלטות מבוססות בכל אחד מהאפיקים, ומייצרת שלל הזדמנויות לניגוד עניינים בין הלקוח ליועץ. הפרדה של מנגנוני הפיקוח על תחומים אלו יוצרת קשיים בפיקוח ובאכיפה בצד בעיות מובנות בתפקוד הגוף המפקח. לאור ההבדלים המעטים במציאות בין התחום הפנסיוני לתחום הפיננסי מתחייבת האחדה של ההסדרים והגופים המפקחים. נוסף על סוגיית היועצים אפשר להצביע על שוני בהסדרה של מנגנוני התמרוץ באפיקי השקעה שונים זה מזה. שוני זה אינו נובע מהבדלים מהותיים והוא שריד אנכרוניסטי של עידנים קודמים בשוק ההון הישראלי. כיום חסרים כלים להאחדת האינטרסים בין הגופים המנהלים את כספו של הציבור (OPM – other people's money). נוסף על כך, התפיסה האוסרת על תמרוץ מנהלי נכסים בהתאם לביצועיהם התבררה כלא מספקת למניעה של נטילת

* רן שורר הוא חוקר במחלקה לכלכלה ובמרכז לחקר הרציונליות באוניברסיטה העברית. אשחר בן-שטרית הוא סטודנט שנה ד' למשפטים באוניברסיטה העברית והיה חבר במערכת כתב העת משפטים בשנים התשס"ח-התשס"ט. המחברים מבקשים להודות לעו"ד כנרת רצון-פיקובסקי על הערותיה המחכימות ולחברי מערכת כתב העת משפטים ועורכיו, שעבודתם היסודית והמעמיקה תרמה רבות לשיפור גרסאות קודמות של מאמר זה. המאמר התקבל לפרסום במרס 2010.

סיכונים חריגים. שילוב של מערך ייעוץ אובייקטיבי, פיקוח יעיל והגנות חוזיות אפקטיביות עשוי להתברר כמועיל להגברת התחרות ולהגנה על הציבור. ספק אם בכוחם של כלים אלו למנוע את המשבר הבא, אך הם עשויים לשכך את השפעותיו.

מבוא. א. מעט היסטוריה. 1. חוק הסדרת העיסוק; רקע; 2. ועדת בכר; ב. הסדרת העיסוקים כיום. ג. ייחוד העיסוק: הפרדה בין עולמות חופפים. 1. מי יהיה היועץ? 2. הפרדה של מנגנוני הפיקוח; 3. הפתרון המוצע: האחדת המונחים, האחדת הרגולציה; ד. התמרוץ והסיכון: מציאות ותאוריה. 1. שכר ורווח; 2. תחרות אמיתית על דמי ניהול; 3. הערות קצרות על התאוריה ועל המציאות; סיכום.

מבוא

מי שראה שרפה משתוללת מבין היטב את הביטוי "אש בשדה קוצים". האש המתפשטת מחריבה כל חלקה טובה הנקריה בדרכה במהירות ובעוצמה שאינן ניתנות לעצירה. לאחר ההרס הרב שמביאה עמה האש נוצר מקום לצמיחה: האדמה החרוכה נהפכת לקרקע פוריה משהייתה טרם הדלקה וזכר העצים השרופים משמש דשן לפריחה עתידית. המשבר הכלכלי העולמי עבר גם הוא כאש בשדה קוצים ויש האומרים כי צפויים גלים נוספים. עם שוך האש, נופלות בחלקנו הזדמנויות רבות. בין שלל ההזדמנויות – להתעשר, להכות על חטא, לנטוש את אמונות העבר ולאמץ חדשות (עד למשבר הבא) – טמונה הזדמנות לאיפוק. אף אם נדרש שידוד מערכות בשוק ההון הישראלי, מוטב שיעשה טיפין-טיפין ולא על-ידי מהפכות דרסטיות. בצדן של כל ההתרחשויות הגועשות בשווקים הפיננסיים בישראל, בצד הביקורת החריפה על הרגולציה וההסדרים המשפטיים בתחומים רבים, חמק תחום אחד מהפניית אצבע מאשימה וכמעט לא זכה לתשומת לב אקדמית.

מאמר זה יורד לנבכיהם של כמה ליקויים בפעילות של מנגנוני ההגנה על ציבור המשקיעים, תהיה צורת השקעתם אשר תהיה. נדמה כי בישראל, ערב המשבר, שררה בציבור תפיסה שגויה באשר לאפיקים שבהם הוחזקו כספים רבים של משקיעים בלתי-מתוחכמים. נוכח התפיסה השגויה וקבלת החלטות מוטעות בגינה, חסכוניות הפנסיה שנשמרו לימי הפרישה באפיקים סולידיים לכאורה, ספגו הפסדים מפתיעים שנראו (בשעתם) בלתי-הפיכים. אחת הסיבות לתפיסה שגויה זו נעוצה בהסדרים המותירים את ציבור המשקיעים בפני קשיים אינהרנטיים בבואו לבחון חלופות השקעה או חיסכון במשק הישראלי. לא זו אף זו, הרגולציה הנוכחית מגבילה את יכולתו של הציבור לשלוט באופן אפקטיבי ברמת הסיכון שבה מנהלים נכסיו. תפנית דרכים היסטורית הובילה להפרדה מלאה בין הסדרי הפיקוח על חיסכון לטווח ארוך (על-ידי קרן פנסיה, ביטוח מנהלים או קופת גמל) לבין אפיקי השקעה לטווח קצר לכאורה – קרנות נאמנות, ניירות ערך ומגוון מכשירים פיננסיים. ברשימה זו נטען כי ההבחנה

הדיכוטומית אינה תואמת עוד את המציאות של ימים אלו, וכי יש להתאים הן את ההסדרים החוקיים והן את מנגנוני הפיקוח לתמונת העולם האמיתית. התאמה כזו תאפשר איחוד קונספטואלי ורגולטורי של שני תחומים זהים כמעט ותוביל להבנה טובה יותר שלהם בקרב הציבור.

שרידי העבר שנתרו במבנה הרגולציה, חרף מספר רב של רפורמות, הותירו חוסר אחידות לא מובן בכמה נקודות רבות-משמעות. הדיון יתמקד בשתי התבטאויות מרכזיות של חוסר האחידות בקביעת הסדרים בשוק ההון הישראלי. החלק הראשון יעסוק בהגדרת עיסוקם של "יועצים" בשוק ההון.¹ תפקידם של אלה לשרת את האדם הפשוט, הסובל מנחיתות מידע בבואו לנהל את כספיו, ולעתים אף נעדר יכולת לעבד מידע זה, גם כשמדובר בהשלכות הרוט-גורל בנוגע לעתידו ולעתיד משפחתו. עקב ההפרדה הדיכוטומית בין עולמות ההשקעה לעולם הפנסיה נוצרו חללים רבים, כפילויות רבות ובעיקר חוסר קוהרנטיות בהסדרה של פעילות היועצים. כל אלו מגבילים את יכולתם של היועצים לתת לציבור שירות יעיל ומועיל.

הסדרת עיסוקם של יועצי השקעות, משווקי השקעות ומנהלים של תיקי השקעות עברה בשנים האחרונות מהפכה חסרת הכר, והרגולציה בתחום רוחשת וגועשת. מציאות זו, המתקיימת באופן מוסדר בחוק יותר מ"ג שנים",² נהפכה למורכבת ומעניינת יותר עם היישום של המלצות ועדת בכר,³ שבראה הסדר מקביל בתחום החיסכון הפנסיוני.⁴ במסגרת רפורמה זו עברה הסדרת עיסוקם של יועצים ומשווקים בתחום הפנסיוני מהפכה ברוח דומה לזו שהתרחשה בעולם ההשקעות.⁵ היועצים והמשווקים הם שער כניסה המחבר בין האדם הפשוט – הציבור שעליו מבקשים דברי החקיקה להגן ושאת טובתו הם מבקשים לקדם – לבין העולם המורכב ורב הסיכונים – "שוק ההון", שבו מתנהלים גופים גדולים ועתירי ממון, מנהלי קרנות, חברות מנהלות ודומיהם, שלפחות בתחומים מסוימים הצליחו לגנוב את הבכורה מהבנקים.

- 1 נעסוק בהשוואה בין "יועצי השקעות" כהגדרתם בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995, ס"ח 416 (להלן: חוק הסדרת העיסוק), לבין "יועצים פנסיוניים" כהגדרתם בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (עיסוק בייעוץ פנסיוני ובשיווק פנסיוני), התשס"ה-2005, ס"ח 918 (להלן: חוק הפיקוח).
- 2 החוק המסדיר תחום זה הוא חוק הסדרת העיסוק.
- 3 משרד האוצר דו"ח הצוות הבין-משרדי לעניין הרפורמה בשוק ההון (2004) (להלן: דו"ח ועדת בכר) www.finance.gov.il/bachar/pdf/bacharFullReport.pdf.
- 4 ראו את הצעת החוק שבאה בעקבות דו"ח ועדת בכר: הצעת חוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל (תיקוני חקיקה) התשס"ה-2005, ה"ח הממשלה 175 (להלן: הצעת חוק ועדת בכר).
- 5 במסגרת הצעות החוק שבעקבות פעילות ועדת בכר נכללה גם הצעת חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (עיסוק בייעוץ פנסיוני ובשיווק פנסיוני), התשס"ה-2005, ה"ח הממשלה 175 (להלן: הצעת חוק הפיקוח).

חלקו השני של המאמר יתמקד בסוגיה שבה עוסקים ויעסקו רבים בהתפוגג העשן מעל משבר זה – התמריץ למנהלים. גם בתחום זה יש פערים רבים בין ההסדרים הרצויים למצויים, שנובעים בראייתנו מסיבות היסטוריות. בשונה מהשיח האקדמי בדבר תפקידם – לרבות במשבר הכלכלי הנוכחי – של תמריצים הניתנים למנהלים שכירים על-ידי חברות ציבוריות ככלי להתמודדות עם בעיית הנציג,⁶ בחרנו לעסוק בזווית שונה. המשבר הנוכחי האיר את בעיית הנציג שבין החוסכים או המשקיעים לבין הגוף המופקד על ניהול ההשקעות עבורם. בעיית הנציג המתעוררת בין הלקוח, כאחד מרבים, לבין גוף העוסק בניהול נכסים תמורת תשלום, היא חריפה. יש הטוענים כי ביטויה של בעיה זו בארצות-הברית היה גורם משמעותי בהיווצרות המשבר.⁷ אף שהדברים כאן שונים מאוד מהתמונה בארצות-הברית, חוסר הסימטריה בין המידע וכוח המיקוח של החברות המנהלות לבין אלה של לקוחותיהן מוביל לעיוות של ממש בשוק החיסכון הפנסיוני בישראל.

יכולתם של הלקוחות לפקח על פעילות החברות המנהלות מוגבלת במידה רבה, ותנאי שוק בצירוף חקיקה מונעים אפשרות ליצירת כלים חוזיים אפקטיביים להתמודדות עם בעיה זו. מנגנון ההשפעה המרכזי של הלקוחות על המנהלים – התמרוץ הכספי – מוסדר על-ידי מערכת כללים השומרת על נאמנות למסורות העבר. בדומה להפרדה בפעילותם של היועצים, ההבדלים בהסדרה של מנגנוני התמרוץ משתנים גם הם בהתאם לסיווג פורמלי של האפיק, אך הבחנה זו כבר אינה תואמת את המציאות.

טרם ברור אם המנגנונים הרבים שבידי הלקוחות לכפיית טעמיהם על מנהלי הנכסים הוכיחו את עצמם.⁸ עם זאת, יש מקום להשתמש בכלי היעיל ביותר להאחדת האינטרסים של מנהלי הנכסים ושל לקוחותיהם בנקודה הקריטית ביותר במערכת היחסים – דמי הניהול. תחום זה סובל מחוסר אחידות מהותי בהסדרה של מנגנוני ההשקעה. ייתכן כי

6 ראו, לדוגמה, הנחיות גוף הרגולציה הפיננסית בבריטניה (FSA) לעניין בחינה של מדיניות התגמול לאור המשבר: Financial Services Authority, Remuneration Policies 13.10.2008. לדיון בנושא תמרוץ בכירים לאור המשבר ראו אסף חמדני "המשבר העולמי, גופים מוסדיים ושוק ההון בישראל: מסקנות ביניים", מופיע בחוברת זו, בעמ' 309.

7 Charles W. Calomiris, *The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next*, 15 J. STRUCTURED FIN. 6 (2009).

8 כדי להסדיר את מערכת היחסים בין מנהלי הנכסים ללקוחות מוטלות על המנהלים חובות אמון וזהירות לצד חובות פרטניות. ראו ס' 74 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994, ס"ח 1480, לעניין חובת זהירות ואמונים של מנהל קרן; ס' 11 ו-20 לחוק הסדרת העיסוק לעניין חובת אמון וזהירות של בעל רישיון יועץ השקעות, משווק השקעות או מנהל תיקים, וס' 3 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005, ס"ח התשס"ח 2024 (להלן: חוק קופות הגמל) לעניין חובת אמונים וזהירות של חברה מנהלת. חובות אלו חלות ביחסים שבין מנהל הנכסים ללקוח או בעל היחידות ישירות, ולא כמערכת אמון וזהירות ביחס לחברה דוגמת ההסדר בחוק החברות.

היו בעבר הצדקות ראויות לשוני בקביעת דמי הניהול באפיקים שהיו שונים מהותית זה מזה, אך כיום ההבדלים הולכים ומתמעטים. עד שלא יתאפשר ללקוחות לתגמל את המנהלים על הצלחה, לצד אפשרות להענישם במקרה של כישלון, לא יובילו הסדרי החיסכון הפנסיוני להתאמה בין רצונות הלקוחות לביצועי המנהלים. מצב זה אינו רצוי אף ביחס שבין המנהלים ללקוחות בעולם ההשקעות.

א. מעט היסטוריה

1. חוק הסדרת העיסוק: רקע⁹

בשנת 1994, עם חקיקת חוק הסדרת העיסוק, חלה תפנית חדה ברגולציה בתחום הניהול של תיקי השקעות והייעוץ בנושא השקעות. דברי ההסבר להצעת החוק נפתחים במילים ניטרליות יחסית, שאין בהן כדי להעיד על הסיבות האמיתיות שהובילו לחקיקתו.¹⁰ ניצניו של הדיון בדבר הסדרת העיסוק בתחום ההשקעות עולים מדו"ח הוועדה להנפקת ניירות ערך ולמסחר בהם (ועדת ידן) כבר בשנת 1963.¹¹ דא עקא שרצונם של חברי הוועדה להסדיר תחום זה ולמנוע צורך בטיפול בנושא בדיעבד לא יצא אל הפועל, וכפי שקורה פעמים רבות, ההתפתחות של שוק ההון הקדימה את התפתחות החקיקה.

נוהגם רב-השנים של הבנקים הגדולים בישראל לווסת את שערי מניותיהם – בין היתר על-ידי המלצות ללקוחותיהם לרכישת אותן מניות – הוביל למשבר חריף בשוק ההון הישראלי בתחילת שנות השמונים של המאה העשרים. שר המשפטים הסמיך צוות

9 לדין בנושא ראו בג"ץ 1715/97 לשכת מנהלי ההשקעות בישראל נ' שר האוצר, פ"ד נא(4) 367, 378 (1997).

10 דברי ההסבר להצעת חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1994, ה"ח 2320, 92: "נוכח התפתחות שוק ההון בישראל נועד החוק המוצע להסדיר את העיסוק בניהול תיקים ובייעוץ השקעות, הן מבחינת הכישורים של מי שיוורשו לעסוק בייעוץ ובניהול תיקים והן לעניין היחסים בין היועצים ומנהלי התיקים לבין לקוחותיהם, לרבות דרכי פעולה בתחום העיסוק, חובת נאמנות, חובת זהירות ומניעת ניגודי עניינים".

11 משרד האוצר, דו"ח הוועדה להנפקת ניירות ערך ולמסחר בהם, דין וחשבון ס' 223-224 (1963) (להלן: דו"ח ועדת ידן): "הענפים של סוכנים וסוחרים בניירות ערך ושל יועצים פיננסיים – שאינם חברי הבורסה – מפותחים בארץ לפי שעה רק מעט, והמשקל שיש לפעולותיהם לעומת פעולות הבנקים והפירמות שהם חברי הבורסה הוא קטן עד כדי כך שאין לראות צורך בהסדר לאלתר. עם זאת אנו בדעה שלא יהיה זה נכון להתעלם מהבעיה הזאת לחלוטין ולדחות כל טיפול בה לעתיד. אפילו לא מורגש צורך מיידי בהסדר חקיקתי מפורט בשלב זה, מוטב להניח את יסודותיו כבר עכשיו, בעוד מועד ומלכתחילה, כי יתכן ובדיעבד יהיה קשה הרבה יותר להנהיגו" (ההדגשה הוספה).

מיוחד שמטרתו "הצעת הסדרים תחיקתיים בתחום שוק ההון", שנודע כ"ועדת גבאי"¹². אף שמטרתה המרכזית של ועדה זו הייתה להציע מנגנונים מקיפים להסדרת החקיקה בנושא מניפולציה וויסות של שערי ניירות ערך, במסגרת תחומי הבדיקה ובהמלצותיה עסקה הוועדה גם ב"הסדרת מקצועות הייעוץ בניירות ערך וניהול תיקי השקעות בניירות ערך, ובכלל זה מתן שירות ייעוץ וניהול תיקים במסגרת מערכת הבנקאות"¹³. הוועדה הדגישה את השינוי המשמעותי בשוק ההון ואת עובדת הפיכתו מזירת מסחר מצומצמת של גופים גדולים לנחלתו של הציבור הרחב והלא מיומן. מילותיה של הוועדה בעניין זה מהדהדות מהמשבר של שנות השמונים לבנו או לנכדו הנוכחי: "האופי המשתנה של שוק ההון הגביר את נטיית המשקיע להפנות משאביו הכספיים להשקעות מגוונות המשתרעות על פני קשת רחבה ביותר של אפשרויות"¹⁴. בשנים האחרונות הוביל אופי משתנה זה את כספי ההשקעות של הציבור לקשת רחבה של אפשרויות בשוק ההון; יתרה מזו: הוא הוביל אליו גם כספים שבעבר נעדרו ממנו, דוגמת חלק ניכר מהחיסכון הפנסיוני של האזרחים. שוק ההון, הגורמים הממלאים בו תפקיד והשפעתו על חייהם של כלל אזרחי המדינה, שונים כיום באופן משמעותי מאוד מהתמונה שראו לנגד עיניהם חברי הוועדה.

המלצות הוועדה עסקו במגוון התחומים הרלוונטיים לייעוץ השקעות ולניהול תיקי השקעות. הוועדה המליצה להסדיר את העיסוק עצמו (על-ידי חובת רישוי) ואת תוכני החובות של העוסקים במקצוע, ואף ניסתה להציע חלופות לניגודי האינטרסים המתעוררים בשל העובדה שהייעוץ וניהול התיקים נעשים לרוב על-ידי הבנקים.¹⁵ שיא ההמלצה היה בטיוטה של הצעת חוק להסדרת העיסוק במקצועות הייעוץ וניהול התיקים, שהיא הבסיס לחוק הנוכחי. תחומי פריסתו של החוק שהציעה הוועדה היו ייעוץ השקעות וניהול תיקים ביחס לניירות ערך ולנכסים פיננסיים. החשיבות המרכזית לצרכי מאמר זה נודעת דווקא להגדרה התמציתית ל"נכס פיננסי", השונה מאוד מההגדרה בת-זמננו:¹⁶

12 משרד המשפטים דו"ח הוועדה להצעת הסדרים תחיקתיים בתחום שוק ההון (1985) (להלן: דו"ח ועדת גבאי).

13 שם, בעמ' 13.

14 שם, בעמ' 148.

15 שם, בעמ' 151-170.

16 ההגדרה בס' 1 לחוק הסדרת העיסוק כיום מפרידה בין "ניירות ערך", שהם בעיקרם מניות ואגרות חוב הנסחרים בבורסה, לבין "נכסים פיננסיים". ס' 1 הנ"ל מגדיר "ניירות ערך" ו"נכסים פיננסיים" כדלהלן: "ניירות ערך" – "כהגדרתם בס' 1 לחוק ניירות ערך, למעט ניירות ערך שאינם רשומים למסחר בבורסה, לרבות ניירות ערך המונפקים על-ידי הממשלה וניירות ערך חוץ, או כפי שיקבע שר האוצר, בהתייעצות עם הרשות ובאישור ועדת הכספים של הכנסת" (ס' 1 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, ס"ח 541, מגדיר: "תעודות המונפקות בסדרות על-ידי חברה, אגודה שיתופית או כל תאגיד אחר ומקנות זכות חברות או השתתפות בהם או תביעה מהם, ותעודות המקנות זכות לרכוש ניירות ערך, והכל בין אם הן על שם ובין אם הן למוכ"ז, למעט ניירות ערך המונפקים בידי הממשלה,

"פיקדונות לסוגיהם, לרבות פיקדון לתקופה קצובה, פיקדון במטבע חוץ, השקעה בקופת גמל ובתכנית חיסכון, עסקה עתידית ועסקה בזהב".¹⁷

אף-על-פי שהמשבר שהוביל למינויה נבע מתופעות הקשורות לבורסה ולמכשירים הנסחרים בה, לא התעלמה הוועדה מיסודות בעלי אופי דומה המחייבים הסדרה. יותר מ-20 שנה טרם ועדת בכר, שסדקה את גדר ההפרדה בין כספי ציבור שאינם מופנים לשוק ההון לבין צורות השקעה ב"ניירות ערך", גרסה ועדת גבאי כי יש להסדיר באופן אחיד את כל תחומי ההשקעה הפיננסית במובנה הרחב, ולא ליצור מסלולי הסדרה נפרדים לאפיקי השקעה שונים זה מזה.¹⁸ כפי שנראה בהמשך, בסופו של דבר הלכה ההסדרה בפועל אל כיוונים אחרים ונקבעה הפרדה מהותית ומשמעותית, המבדילה בין אפיקי ההשקעה שונים.

המלצות לרפורמה מקיפה בתחום זה עלו שוב נחרצות בשנת 1986, במסגרת דו"ח ועדת החקירה לעניין ויסות מניות הבנקים (להלן: "ועדת בייסקי"). בדו"ח פורטו "הסטיות החמורות מנוהל תקין ומהוראות החוק בכל הנוגע למדיניות הייעוץ של הבנקים כלפי הלקוחות בנושא הויסות".¹⁹ בין היתר הובילו דברים אלו להמלצות שלהלן, הבאות לידי ביטוי חלקי בהסדרים החלים כיום:²⁰ (א) החלת איסור גורף על בנקים לעסוק במסחר במניות;²¹ (ב) יצירת מנגנון שיבטיח מתן ייעוץ השקעות בלתי-תלוי; (ג) חקיקת חוק שיסדיר פעילות של יועצי השקעות מורשים, והטלת אחריות ישירה על היועצים. חרף המצב העגום שלפניו ניצב שוק ההון הישראלי, שהוביל להקמה של ועדת בייסקי, לא זכו המלצותיה למימוש אלא לאחר עשור כמעט.

בהצעת חוק הסדרת העיסוק שהוגשה בסוף שנת 1987 ננקטה לשון חריפה המדגישה את הוואקום החקיקתי ששרר באותה עת.²² הצעת חוק זו התגלגלה משנה לשנה ומכנסת

שנתקיים בהם אחד מאלה: (1) הם אינם מקנים זכות השתתפות או חברות בתאגיד ואינם ניתנים להמרה או למימוש בניירות ערך המקנים זכות כאמור; (2) הם מונפקים לפי חיקוק מיוחד". "נכסים פיננסיים" מוגדרים בחוק כ"יחידות כהגדרתן בחוק השקעות משותפות, אופציות, חוזים עתידיים, מוצרים מובנים וכן קרנות השתלמות, או כפי שיקבע שר האוצר, בהתייעצות עם הרשות ובאישור ועדת הכספים של הכנסת".

17 דו"ח ועדת גבאי, לעיל ה"ש 12, בעמ' 190.

18 שם, בעמ' 213.

19 ועדת החקירה הממלכתית לענין ויסות מניות הבנקים דו"ח הוועדה 361 (1986) (להלן: דו"ח ועדת בייסקי).

20 שם, בעמ' 363.

21 ס' 9(א) לחוק הסדרת העיסוק קובע: "תאגיד בנקאי אינו רשאי לעסוק בניהול תיקים".

22 הצעת חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות וניהול תיקי השקעות, התשמ"ח-1987, ה"ח 1857, 28: "אין כיום כל הסדר מחייב הקובע מי כשיר ומתאים לתפקיד של יועץ או מנהל תיקים, והתוצאה היא כי העיסוק בניהול התיקים וייעוץ השקעות פרוץ לפעילות גורמים שונים [...] העדרה של מערכת

לכנסת, עד שלבסוף הבשילה לכדי הצעת חוק ממשלתית, שהתקבלה בכנסת באוגוסט 1995.²³ החוק החדש מילא במידה רבה את החלל הנורמטיבי. בבסיס החוק עומדים הלקוחות, בין קבוצה ובין כפרטים,²⁴ ומולם ניצבים נותני השירותים (מנהל תיקים, משווק או יועץ), הכפופים לחובות רבות.²⁵

מרגע חקיקתו וכניסתו של החוק לתוקף נודעה לו השפעה עצומה על התנהלותם של השחקנים בשוק ההון – לקוחות, נותני שירותים ובעיקר בנקים. ניסיון תקיפה של החוק על-ידי עוסקים במלאכת ניהול התיקים, בטענה שחלק מהוראותיו אינן חוקתיות, לא צלח. בג"ץ קבע כי חיוב מנהלי התיקים לפעול באמצעות חברה, דרישת הון עצמי לחברה זו, הטלת איסור על מנהלי תיקים לבצע פעולות בניירות ערך עבור עצמם וחיוב העוסקים בבחינות רישוי, עומדים כולם בתנאי פסקת ההגבלה שבחוק-יסוד: חופש העיסוק.²⁶

2. ועדת בכר

בשונה מקודמותיה, הוועדה לעניין רפורמה בשוק ההון (הידועה כ"ועדת בכר") לא הייתה תגובת נגד למשבר חריף אלא כלי מקצועי להתמודדות עם כשלים עמוקים וארוכי-טווח. הוועדה הוקמה בשל צורך לבחון שינויים מקיפים במבנה של שוק ההון הישראלי, בין היתר כדי לפתור מחנק אשראי בו ולתרום להתפתחות של שוק אשראי חוץ-בנקאי של ממש. כמו כן, עקב העדר תחרות אמיתית בתחום קופות הגמל, המטרה של הגברת התחרויות בשוק זה הייתה גורם מרכזי להקמת הוועדה.²⁷ נקודה עקרונית

- רישוי מביא, בין היתר, גם לידי כך שעוסק אשר סרח במהלך ביצוע תפקידו אינו מנוע מלהמשיך ולשרת לקוחות, אף כי העסקים כאמור מחייבים לפי טיבם נאמנות וזהירות מרביות כלפי הלקוח".
- 23 פרשת מנהלי ההשקעות, לעיל ה"ש 9, בעמ' 378.
- 24 כפי שעולה מדברי השופט ברק שם, בעמ' 390, מטרת החוק היא הגנה על הלקוח המשקיע בנכסים פיננסיים ובניירות ערך, כלומר: ההתייחסות אינה לטובת ה"ציבור" אלא לטובת ציבור מסוים. בהמשך אפשר לראות ביטוי לתפיסה שלפיה הגנה על ציבור המשקיעים מטיבה בסופו של דבר עם שוק ההון ועם ה"ציבור" בכללותו.
- 25 שם: "מטרת החוק להבטיח, שהשירות של ניהול תיקי השקעות יהיה מהימן ומכוון להיטיב עם הלקוח. תכליתו של החוק להביא לידי כך שהשירות של ניהול תיקי השקעות יינתן על-ידי גורם כשיר ובעל השכלה ורמה מקצועית נאותה. החקיקה נועדה להגן גם, בין היתר, על ציבור של משקיעים 'לא מתוחכמים' השמים מבטחם במנהלי תיקים. ההגנה על האינטרס של המשקיעים נועדה אף להגביר את השתתפותם בשוק ההון, אשר גודלו וחוסנו הינם אינטרס כלכלי של המדינה".
- 26 שם, בעמ' 410-415. עם זאת נקבע כי הוראות המעבר בחוק החדש, שיצרו הבחנה לעניין דרישת הבחינה בין מי שעוסק בתחום יותר משבע שנים למי שעסק בו תקופה קצרה יותר, אינן מידתיות; בית המשפט הורה למחוקק לפתור את הסתירה בהסדר מידתי יותר.
- 27 מאיר חת "ניגודי עניינים בקונגלומרט הפיננסי, המצב בישראל מבייסקי עד בכר" הפרקליט מח(2) 401, 414 (2006).

שהדגישה הוועדה הייתה עידוד התחרותיות, שכן "תחרות היא אחת מאבני היסוד של תפקוד יעיל בכל שוק, ושוק ההון בכלל זה".²⁸ הוועדה הביאה עמה שינוי משמעותי בנוגע להסדרת העיסוק: לראשונה הוצעה הפרדה רעיונית בין תחום הייעוץ להשקעות לתחום הייעוץ הפנסיוני. במסגרת עיסוקה ברפורמה בשוק החיסכון הפנסיוני נתנה הוועדה את דעתה לעניין המודל המתאים למתווכים הפיננסיים שיעמדו במרכזו.²⁹ הנקודה המזוהה ביותר עם רפורמת בכר היא ההעברה של כלל קופות הגמל, שנוהלו על-ידי הבנקים באופן שתרם לריכוזיות הרבה בשוק ההון הישראלי, לידיים פרטיות. נכון לסוף שנת 2003 החזיקו שלושת הבנקים הגדולים בישראל נתח של 80% מהנכסים המנוהלים במסגרת קרנות נאמנות בישראל ו-73% מהנכסים המנוהלים במסגרת קופות גמל.³⁰ היקף הנכסים בקופות הגמל שניהלו הבנקים עמד על 139 מיליארד ש"ח. מבנה זה, בצירוף תפקידם החשוב ממילא של הבנקים הגדולים כמתווכים הפיננסיים הראשיים בישראל, יצר תלות כפולה בהם. מצד אחד נזקקו הגורמים במשק לשלושה בנקים כנותני אשראי מרכזיים, באופן שלפי דו"ח הוועדה יצר מחנק אשראי; מצד שני, כמעט כל ההתנהלות הפיננסית של האזרחים במדינה הייתה בידיהם ובשליטתם המלאה של הבנקים.³¹ ועדת בכר ביקשה לפרוס את עוגת הנכסים שהוחזקה בידי הבנקים לגורמים רבים ככל האפשר, כדי ליצור שוק אשראי תחרותי. בצד מטרה זו, פתיחת השוק הפיננסי למספר רב של גורמים נועדה לאפשר תחרות על לבו ועל חסכוניותו של הציבור, ובכך לשחרר את התלות החזקה של משקי הבית בבנקים. כאמור לעיל, עוד לפני ועדת בכר היה ברור כי הבנקים מועדים לנצל את כוחם הרב לרעה ולפעול בניגוד עניינים עם טובת הלקוחות.

בראייה לאחור אפשר אולי לטעון כנגד ועדת בכר כי המלצותיה אפשרו במידה רבה את הגדלת החשיפה של נכסי קופות הגמל של הציבור לשוק ההון, באופן שגרם להן לספוג חלק מנזקי המשבר הנוכחי. המאמר הנוכחי לא יעסוק בטענה זו, שעניינה חכמה שלאחר מעשה; די לנו בציון דעתנו כי לא רק עבור שוק ההון היו המלצות הוועדה קרש הצלה אלא גם עבור הציבור. בעידן שלאחר רפורמת בכר קופות הגמל אמנם סובלות

28 דו"ח ועדת בכר, לעיל ה"ש 3, בעמ' 2.

29 קריאה ביקורתית של דו"ח ועדת בכר תשים לב למתח אינהרנטי הבא לידי ביטוי בהמלצותיה. המלצות הוועדה עוסקות במידה רבה בטובת הציבור, בקידום התחרות בשוק האשראי החוץ-בנקאי ובפיתוחו של שוק הון משוכלל. לא ברור איזה ציבור עמד לנגד עיני הוועדה ואם התכוונה הרפורמה להועיל לציבור המשקיעים או שמא לגרום לפריחה בשוק ההון על חשבונם של אלה, כפי שאפשר לטעון כיום. השינויים המבניים בשוק ההון תרמו לגופים גדולים ובינוניים, שנגישותם לאשראי חוץ-בנקאי התאפשרה בשל רפורמת בכר. מנגד, לא התפתחו מערכות לדירוג אשראי צרכני ולא חלו התפתחויות של ממש בשוק האשראי לפרטים (משקי בית).

30 דו"ח ועדת בכר, לעיל ה"ש 3, בעמ' 17.

31 שם, בעמ' 22.

מנזקים של תחרותיות-יתר ונטילת סיכונים, אך טרם הרפורמה סבל הענף מחוסר יעילות, סיכון גבוה והתנהלות שהייתה יכולה להוביל למשבר באותה מידה.³² ספק גם אם קופות הגמל בניהול הבנקים היו מנהלות את השקעותיהן בצורה אחרת בעידן האופטימי שקדם למשבר.³³

במסגרת עבודתה בחנה הוועדה גם את תחום הייעוץ הפנסיוני, שהיה כפוף להסדרת העיסוק בייעוץ ובניהול תיקי השקעות, ועמדה על הכשלים בתחום. באותה עת היה פער גדול בין "ייעוץ השקעות" אובייקטיבי, שהיה אמור להינתן ביחס לכל סוגי הנכסים הפיננסיים במובנם הרחב, לבין הייעוץ האמיתי שניתן בבנקים. לאור זאת ציינה הוועדה כי אין לציבור הישראלי נגישות לייעוץ פנסיוני (או אחר) אובייקטיבי הרואה לנגד עיניו את טובת הלקוח. כמו כן ציינה הוועדה כי התמריץ הכלכלי של היועצים מושפע במידה רבה על-ידי גורמים חזקים (גופים מוסדיים) בשוק ההון.³⁴ במסגרת זו הוצג מודל נפרד לשיווק ולייעוץ, מתוך ניסיון ליצור הבדל מלא בין מי שנותן "ייעוץ אובייקטיבי" למי שפועל כ"משווק" מטעם גוף כלשהו, הן ביחס להשקעות הן ביחס לחיסכון פנסיוני. לצד זאת, בחרה הוועדה להפריד את תחומי העיסוק באופן טכני – הסדרים כמעט זהים, בחוקים נפרדים.³⁵

אם כן, כמעט עשור לאחר קבלתו של חוק הסדרת העיסוק עבר המשק הישראלי טלטלה נוספת שהשפיעה רבות על הסדרת תחום ההשקעות – יישום ההמלצות של ועדת בכר. הוועדה אמנם מוטטה סופית את חומות ההפרדה המהותית בין שני עולמות – תחום ההשקעות והתחום הפנסיוני – אך בה בעת העמיקה וביססה את ההפרדה המושגית והרגולטורית בין שני העולמות. המבנה של תחומי הסדרת העיסוק במתן ייעוץ פיננסי, שעמו נכנס הציבור הישראלי למשבר הנוכחי, הוא תולדה של ועדת בכר והמלצותיה. השינוי המבני העמוק עקב המלצות הוועדה יצר במשק מציאות ברורה ושני עולמות המתקיימים זה בצד זה. בחינתם של עולמות אלה לאור ההיסטוריה שהובילה אליהם ובחינה של מצבם בראשיתו של משבר זה מאירות במידה רבה את הפגמים בהם.

32 בנק ישראל דו"ח שנתי 2008 128 (2009) www.bankisrael.gov.il/deptdata/mehkar/doch08/heb/doch08h.htm

33 ראו לעניין זה את המאבק שהתנהל בעת כתיבת מאמר זה בין בנק ישראל לבנק הפועלים. הבנקים ספגו נזקים והפסדים כבדים בגין השקעות בשוק הסאב-פריים בארצות-הברית.

34 דו"ח ועדת בכר, לעיל ה"ש 3, בעמ' 46.

35 שם, בעמ' 47: "נוכח הדמיון בין נורמות ההתנהגות המחויבות מהעוסקים בייעוץ ובשיווק, פיננסי ופנסיוני, יגובש בחקיקה מודל דומה שיסדיר את מאפייני עיסוקים אלו [...] ובשינויים המחויבים הנובעים מההבדלים בין העיסוקים ובין המוצרים".

ב. הסדרת העיסוקים כיום

נכון לכתיבת שורות אלו, שני חוקים מושלים בכיפת עיסוקם של מתווכים פיננסיים הפועלים אל מול הציבור הרחב – חוק הסדרת העיסוק בייצוג השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 וחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (עיסוק בייצוג פנסיוני ובשיווק פנסיוני), התשס"ה-2005. רבים מההסדרים בהם זהים; עם זאת, מדובר בשני הסדרים שפעילותם הממשית ו"קליטתם" במציאות הישראלית שונות זו מזו. בשני החוקים יש מרכיב דומיננטי החולש על רוב ההסדרים – תפקידה של ה"רשות" בחוק הסדרת העיסוק³⁶ ותפקידו של "הממונה" בחוק הפיקוח על קופות הגמל.³⁷ חוק הסדרת העיסוק, ועמו גם עולמם של היועצים, המשווקים והמנהלים של תיקי השקעות מוסדר על-ידי הרשות לניירות ערך.³⁸ היא שמאשרת את רישיונותיהם, קובעת את כללי עבודתם בהתאם להסמכתה בחוק ומפקחת עליהם. במסגרת זו הרשות מפקחת על פעילות המסתכמת בכ-200 מיליארד ש"ח.³⁹ תפקידים זהים ניתנו לממונה על שוק ההון במסגרת אחריותו על יועצים וסוכנים פנסיוניים.⁴⁰

36 בחוק הסדרת העיסוק מוזכרת הרשות 117 פעמים.

37 בדומה, הממונה מוזכר 70 פעמים בחוק הפיקוח.

38 נוסף על סמכויות פרטניות, ס' 28 לחוק הסדרת העיסוק קובע: "במילוי חובותיו לפי חוק זה יהיה בעל רישיון נתון לפיקוח הרשות".

39 מדו"ח הרשות לניירות ערך לשנת 2008 עולה כי היקף הנכסים המנוהלים על-ידי חברות לניהול תיקים בשנת 2008 עמד על 118 מיליארד ש"ח – ירידה של 7.5% בהשוואה לשנת 2007. כמו כן, היקף הכספים המנוהלים במסגרת של קרנות נאמנות עמד על 97 מיליארד ש"ח – ירידה של כמעט 20% בהשוואה לשנת 2007. מכיוון שפעילותם של מנהלי התיקים, כמו גם זו של קרנות הנאמנות, מוסדרת על-ידי הרשות לניירות ערך, היא חולשת על אופן ניהול הכספים ועל הייצוג שמוביל להפניית הכספים לאפיקים אלו בסכום כולל של כ-200 מיליארד ש"ח. תקציבה השנתית של הרשות ב-2008 עמד על 117 מיליון ש"ח, ותקציבה המאושר לשנת 2009 עומד על 136 מיליון ש"ח. פעילותה של הרשות מתנהלת על-ידי כ-120 עובדים.

40 ס' 31 לחוק הפיקוח כולל הוראה דומה להוראה המוזכרת בה"ש 38: "במילוי תפקידיו וחובותיו לפי חוק זה, יהיה בעל רישיון נתון לפיקוחו של הממונה". אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון במשרד האוצר אחראי על הפיקוח על פעילותם של הסוכנים והיועצים הפנסיוניים, זאת בצד פעילותו הרגילה של פיקוח על קופות הגמל, חברות הביטוח וקרנות הפנסיה. היקף נכסי קופות הגמל וההשתלמות בשנת 2007 עמד על סך של 278.374 מיליארד ש"ח (ראו סיכום שנתי באתר אגף פיקוח על שוק ההון והביטוח www.kupot_gemel/kg_sikum_main.htm). בשנת 2008 עמדו הנכסים על סך של 212 מיליארד ש"ח (דו"ח בנק ישראל לשנת 2008, לעיל ה"ש 32). נכון לסוף שנת 2007 עמד מספרם של בעלי רישיונות בתחום הייצוג הפנסיוני על קרוב ל-10,000, כאשר רובם סוכנים ורק כ-20% בעלי רישיון יועץ (ראו משרד האוצר דו"ח אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון לשנת 2007, בעמ' 172 www.finance.gov.il/hon/2001/general/rep_07.asp). בתחילת חודש יוני 2009, חיפוש

רפורמת בכר סייעה להפחתה ברמת הריכוזיות בתחום הפיננסים בישראל, שכן ניהולן של קופות הגמל, על כמות הנכסים העצומה שלהן, הוצא מידי הבנקים הגדולים. עם זאת, תופעת ה"קונגלומרט הפיננסי" – גוף העוסק במגוון רחב היקף של שירותים פיננסיים⁴¹ – לא נעלמה כתוצאה מכך. גם כיום, פעילויות רבות שהתנהלו בעבר במסגרת מצומצמת של בנקים ספורים מרוכזות תחת כמה חברות גדולות. ועדת בכר לא ביקשה למנוע ניגודי עניינים אפשריים שייווצרו כתוצאה ממבנה השוק לאחר יישום המלצותיה, אלא להתמודד עם הבעיות הלוחצות יותר שמקורן בבנקים.⁴² כיום אפשר לאפיין כמה שחקנים מרכזיים בשוק ההון, שמרכיבי פעילותם מעידים על כך שלא מבנה השליטה בגופים הנותנים שירותים פיננסיים השתנה, אלא רק זהות השולטים. לדוגמה, בית ההשקעות פסגות, המנהל קופות גמל והשתלמות בעלות נכסים של 41 מיליארד ש"ח, עוסק ברוזמנית גם בניהול תיקים, בניהול קרנות נאמנות ובניהול של תעודות סל וקרנות גידור ושירותים למחקר שוק;⁴³ קבוצת הראל עוסקת בביטוח חיים, בניהול קרנות פנסיה וקופות גמל והשתלמות, בצד ניהול של תיקי השקעות, קרנות נאמנות ותעודות סל.⁴⁴ המבנה הסטנדרטי כיום בשוק ההון הישראלי הוא פעילות בתחום הגמל בצד פעילות בשאר תחומי ההשקעה.⁴⁵

ג. ייחוד העיסוק: הפרדה בין עולמות חופפים

כאמור, בשונה מהרציונל שהנחה את ועדת גבאי בנוסחו המקורי של החוק, ההסדרה הנוכחית יצרה שני עולמות מקבילים ונפרדים כמעט לגמרי. חוק הסדרת העיסוק חל על כל ייעוץ, ניהול תיקים או שיווק של "ניירות ערך ונכסים פיננסיים". לעומתו, חוק הפיקוח פורש את סמכותו על עיסוק בייעוץ ושיווק פנסיוני המתייחסים רק ל"מוצרים פנסיוניים".⁴⁶ על אף הזהות בהסדרים המהותיים שבחוקים ביחס לבעלי הרישיונות,

במערכת איתור בעלי רישיון יועץ פנסיוני באתר אגף שוק ההון העלה כי ישנם 1,530 יועצים בעלי רישיון פעיל. המערכת נמצאת באתר www.finance.gov.il/hon/2001/agents/agentSearch.asp.

41 חת, לעיל ה"ש 27, בעמ' 401.

42 שם, בעמ' 417.

43 ראו אתר הבית של בית ההשקעות פסגות www.psagot.co.il/heb/HomePage/.aspx.

44 ראו אתר הבית של קבוצת הראל – ביטוח ופיננסיים www.harel-group.co.il/wps/portal.

45 יש להביא בחשבון כי בחוקים המסדירים את התנהלות קופות הגמל וקרנות הנאמנות יש הגבלות רבות על נתח שוק של תאגיד יחיד, שיעור החזקות מותר בתאגיד ועוד כללים רבים שנועדו להוריד את רמת הריכוזיות בשווקים.

46 לצד ההצגה של חוק הפיקוח לעולם, כללה הצעת החוק של ועדת בכר את מחיקת קופות הגמל מהגדרת "נכסים פיננסיים" בחוק הסדרת העיסוק. לשונה של ההצעה קבעה כי להגדרת "נכסים פיננסיים" בחוק הסדרת העיסוק יתווספו רק "קופות גמל לתגמולים לעמית מבוגר שעמיתיהן אינם

ההגדרה הבסיסית של תחומי השליטה של החוקים מעידה על התפיסה המנחה אותם בפועל, אף אם אין לה בהכרח אחיזה בצורך אמיתי בשוק ההון.⁴⁷ בכוננתנו לטעון כי הפרדה זו תאמה את שוק ההון ואת עולם החיסכון הפנסיוני שקדמו לוועדת בכר, אך במציאות שנוצרה אחרי יישום המלצותיה ההפרדה יוצרת עיוותים רבים. המלצות הוועדה העבירו את המשק הישראלי ממצייאות שבה עולם החיסכון הפנסיוני ושוק ההון היו יבשות נפרדות,⁴⁸ שגררו התייחסות שונה מבחינת הפיקוח, לעולם חדש ונועז.

1. מי יהיה היועץ?

יועץ השקעות כשמו כן הוא: מייעץ בנוגע להשקעות.⁴⁹ היועץ הפנסיוני, תוארו מלמדנו, מייעץ בנוגע למוצרים פנסיוניים.⁵⁰ לאורך רוב ימיה של מדינת ישראל היו העולם הפנסיוני ועולם ההשקעות מרוחקים זה מזה וההפרדה ביניהם נשמרה בדוקנות. על פניה, ההפרדה בין הסדרת העיסוק ב"נכסים פיננסיים" ו"ניירות ערך" רגילים לבין

מבוטחים במסגרתן בביטוח חיים כלשהו". עם זאת, בחוק שהתקבל בסופו של דבר נמחקה התוספת (ראו חוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל (תיקוני חקיקה), התשס"ה-2005, ס"ח 2024, 841).

47 התייחסות לסוגיה מצאנו בפרוטוקול הישיבה של ועדת הכספים, הכנסת ה-16, 22 (הדיון שנערך בשעה 15:30 4.7.2005). בוועדה עלתה השאלה לגבי השארת העיסוק הפנסיוני בצורה מסוימת בידי יועצי השקעות. ההסבר שניתן היה כדלקמן: "אייל בן שלוש (הממונה על שוק ההון): ההגדרה של קרן השתלמות, שזה חלק מקופות הגמל, היא נכס שאפשר ליועץ פיננסי לייעץ עבורו וגם להפיץ אותו. לגבי קופות גמל התייחסנו לקופות גמל שאינם בחסכון הפנסיוני ואיך התייחסנו אל זה, שאינם מגיל פרישה ושאינן בהם מרכיבי ביטוח. יוסי מנור: ומה עם קופות הוניות, אם אנחנו נדבר [...] אייל בן שלוש: שאינם לפרישה. הוניות שלא לגיל פרישה. יואל בריס (עוזר ליועמ"ש משרד האוצר): זה שלוש תנאים מצטברים. הוניות, לא לגיל פרישה, ואין בהם מרכיב ביטוח. מי שעונה על שלושת התנאים האלה הוא חי בשני העולמות. גם הפיננסי וגם הפנסיוני".

48 עוד לפני ועדת בכר החל תהליך של צמצום היקף האג"ח המיועדות שהונפקו לגופים המוסדיים. עם זאת, רק לאחר היישום של המלצות הוועדה נוצר שוק אמיתי של אשראי חוץ-בנקאי שיהווה מוקד חלופי להשקעה.

49 הגדרת "יועץ השקעות" לפי ס' 1 לחוק הסדרת העיסוק: "מתן ייעוץ לאחרים בנוגע לכדאיות של השקעה, החזקה, קניה או מכירה של ניירות ערך או של נכסים פיננסיים; לעניין זה, "ייעוץ" – בין במישרין ובין בעקיפין, לרבות באמצעות פרסום, בחוזרים, בחוות דעת, באמצעות הדואר, הפקסימיליה או בכל אמצעי אחר, למעט פרסום בידי המדינה או בידי תאגיד הממלא תפקיד על פי דין במסגרת תפקידו".

50 הגדרת "ייעוץ פנסיוני" לפי ס' 1 לחוק הפיקוח: "מתן ייעוץ ליחיד בנוגע לכדאיות החסכון, שלו או של קרובו, כעמית-שכיר, כעמית-עצמאי או כמבוטח, באמצעות מוצר פנסיוני שאין לנותן הייעוץ זיקה אליו".

הסדרת העיסוק ב"מוצר פנסיוני"⁵¹ תאמה את המציאות ואת ההמלצות של ועדת בכר. תחום שלם שלא הוסדר עד כה באופן פרטני הוסדר בחוק מיוחד, ועל כן לא היה צורך בחוק ה"ישן" שהסדיר את העיסוק ביעוץ השקעות רגיל. יועצי השקעות לא תפקדו עוד כגורם מוסמך ביחס למגוון המוצרים הפנסיוניים שבמשק, ויועצים פנסיוניים תפסו את מקומם.⁵² נוהג מקובל בסניפי בנק בישראל בימים אלו הוא להושיב בחדר אחד, זה לגב זו, יועץ פנסיוני ויועצת השקעות. בהתאם להגדרת תפקידם, האחד מייעץ בנוגע למוצרים "פנסיוניים" בלבד ועמיתתו – בנוגע לנכסים פיננסיים ולניירות ערך בלבד. התפיסה האינטואיטיבית היא שהפונה אל היועץ הפנסיוני אינו מפקיד בידיו החלטה פעוטה כגון הפקדת כספי בר-המצווה לתקופה קצרה אלא החלטה עמוקה וכבדת-משקל. המספק ייעוץ בנוגע למוצרים פנסיוניים מסייע ללקוח בקבלת "החלטה חשובה ביותר מבחינת עתידו הכלכלי, בעיקר בעת זקנה, החלטה זו היא גם החלטה מורכבת ביותר: על הפרט להחליט על סוג המכשיר הפנסיוני שבו יחסוך, אם בקרן פנסיה, אם בקופת גמל ואם בקופת ביטוח ("ביטוח מנהלים") ומה שיעור החיסכון הרצוי לו; בשלב הבא עליו להחליט על פרטי המכשיר הפנסיוני (למשל, האם מבין קרנות הפנסיה יעדיף קרן בעלת מדיניות השקעות כזו או אחרת, או האם עליו לבחור את קרן הפנסיה לפי שיטת התגמול במקרה של אבדן כושר עבודה, וכהנה פריטים)."⁵³

דומה כי צעד זה של הפרדת מנגנוני הייעוץ היה תוצאה רצויה ואף מתבקשת של ההמלצות ועדת בכר. חוק אחד, הסדרת העיסוק, יוצר איסור פלילי על כל אדם שאינו בעל רישיון לייעץ בנוגע לנכסים פיננסיים ולניירות ערך.⁵⁴ חוק אחר יוצר איסור פלילי על כל אדם שאינו בעל רישיון לייעץ בקשר למוצרים פנסיוניים.⁵⁵

51 כהגדרת ס' 1 לחוק הפיקוח: "סוג מוצר פנסיוני" – כל אחד מאלה, לרבות כל שילוב ביניהם:
 (1) קופת גמל לקיצבה שאינה קופת ביטוח; (א) קופת גמל לא משלמת לקצבה שאינה קופת ביטוח;
 (2) קופת גמל לתגמולים שאינה קופת ביטוח; (3) קופת גמל אישית לפיצויים שאינה קופת ביטוח;
 (4) קופת גמל לקיצבה שהיא קופת ביטוח; (א4) קופת גמל לא משלמת לקצבה שהיא קופת ביטוח;
 (5) קופת גמל לתגמולים שהיא קופת ביטוח; (6) קופת גמל אישית לפיצויים שהיא קופת ביטוח;
 (7) קרן השתלמות; (8) תכנית ביטוח, מפני סיכון מקרה מוות או מפני סיכון אבדן כושר עבודה, שהתיר אותה המפקח על הביטוח לפי הוראות סעיף 40(ב) לחוק הפיקוח על הביטוח, והכלולה בקופת גמל המנויה בפסקאות (1) עד (6) או בקרן השתלמות, או הנמכרת אגב אחת מאלה".
 52 אנו מתמקדים בהסדרת העיסוקים ממבט-על, קרי: כיצד ההסדר המשפטי תופס את העולם המציאותי. מבחינת ההסדרה החוקית, ייעוץ פנסיוני וייעוץ השקעות הם שני עניינים נפרדים שאין כמעט כל קשר ביניהם. בפועל, כפי שיוסבר בהמשך, המצב מורכב יותר.
 53 ראו הצעת חוק הפיקוח, בעמ' 804. בדברי הוועדה אפשר לראות את שלבי ההליך, כשהשלב השלישי נוגע למדיניות ההשקעה של הקרן, שהיא בתחום מומחיותו של יועץ ההשקעות.
 54 ס' 2 לחוק הסדרת העיסוק.
 55 ס' 2 לחוק הפיקוח.

אין איסור חוקי המונע מאדם לעסוק בשני העיסוקים, והחוקים אף כוללים הוראות מיוחדות והקלות מסוימות ליועצי השקעות המעוניינים לקבל רישיון של יועץ פנסיוני. נוסף על כך אפשר להגיד כי פרשנות ראויה של המושג "יועץ בנוגע לכדאיות החיסכון במוצר פנסיוני" כוללת, לפחות ברמה בסיסית, ייעוץ לעניין מדיניות ההשקעה המתאימה ללקוח. גם אם מהיבטים אלו מתאפשר איחוד מסוים בפעילות של יועצי ההשקעות ושל יועצי הפנסיה, ההפרדה הרעיונית עומדת על כנה. הפרדת ההסדרים החוקיים והפיקוח מצריכה מאדם המעוניין לעסוק בשני המקצועות ברו-זמנית להתקיים בפיצול אישיות מתמיד – התמודדות עם שני חוקים, שני גופים מסדירים וכן מערכות דיווח, ניהול רישומים וקשר אחר עם הלקוח. גם אם יועצים פנסיוניים יכולים לייעץ ללקוחותיהם בנוגע למדיניות ההשקעה הסופית, הם מנועים מלהמליץ להם – ככל שהדבר מתאים יותר ללקוח – לבחור להשקיע ישירות, ולא דרך מוצר פנסיוני. כתוצאה מהפרדה רעיונית זו, הלקוחות מוזנים במידע המפצל עבורם את המציאות. הלקוחות ניצבים לפני יועצים פנסיוניים שאינם מתמחים בתחום מרכזי בעולם החיסכון הפנסיוני פוסט-בכר – מדיניות ההשקעה, ומול יועצי השקעות שאינם מתמחים (ואף מנועים באופן מוחלט מלייעץ) באפיק ההשקעה המרכזי שאליו ינתבו הלקוחות את כספיהם – המוצרים הפנסיוניים. אפשר לשער כי ההפרדה האמורה תורמת לשמירה על הפרדה תפיסתית בין עולם הפנסיה לעולם ההשקעות בקרב הציבור. אם כן, לא פלא שנדרש משבר בסדר גודל כדוגמת הנוכחי כדי להבהיר לציבור שכספי הפנסיה נותבו למעשה לעולם התנודתי של שוק ההון.

הנחת היסוד של כלל המנגנונים הללו, הפוגמת במטרתם, היא התפיסה שאדם הפונה ליועץ השקעות או ליועץ פנסיוני זקוק ליועץ בנוגע למוצרים שהוא מעוניין לרכוש, ויש למצוא מודל אובייקטיבי למתן אותו ייעוץ. הנחת היסוד מתעלמת משתי עובדות בסיסיות: הראשונה, שהמתעניין זקוק ליועץ רוחבי ולא דווקא ליועץ ממוקד; השנייה היא העובדה שבפועל מדובר בתחומים שבהם רב המשותף על הנבדל. המדינה היא שראתה לנכון להסדיר תחומים שלמים באמצעות ייחוד העיסוק בהם לבעלי רישיון.⁵⁶ התפיסה העולה מבחינת ההיסטוריה שהובילה לחקיקה של שני החוקים המסדירים היא רצון להגן על הציבור ולאפשר לו לקבל החלטות מושכלות בדבר השקעותיו וחסכוניותו. עם זאת, הפתרון שנבחר סובל מתקלות מבניות, שגורמות ליישום תת-אופטימלי (בלשון המעטה) בשוק ההון.

כפי שציינה ועדת בכר, חלק מגורמי הריכוזיות הרבה בשוק ההון הישראלי נבעו משליטה מוחלטת של הבנקים בקופות הגמל.⁵⁷ בשל שליטה זאת נוצרו אצל הבנקים תמריצים להעדפת נכסיהם הם, בשונה מנתינת ייעוץ אובייקטיבי המתאים לצורכי

56 תפיסות מסוימות עשויות להטיל ספק בצורך להסדיר תחומי ייעוץ, ולבקר את החלטתה של המדינה לא רק לחייב לקבל ייעוץ במסגרת המוגדרת בחוק אלא לעודד באופן נמרץ שימוש במסלול זה.

57 דו"ח ועדת בכר, לעיל ה"ש 3, בעמ' 23.

הלקוח.⁵⁸ הפרדת קופות הגמל מהבנקים לא פתרה את הבעיה החמורה של ניגוד אינטרסים. הייעוץ הפנסיוני, כמו גם ייעוץ ההשקעות, ממשיך להינתן על-ידי בנקים, במגבלות רבות שנועדו להבטיח כי לא יהיה לבנק אינטרס בעצם הפניית לקוח לקופת גמל או לקרן נאמנות זו או אחרת.⁵⁹ הוצאת קופות הגמל מידי הבנקים מנטרלת את האינטרס שלהם להעדיף קופת גמל שבשליטתם. הציפיה היא שהייעוץ לא יעדיף אחת מהקרנות או מהקופות האפשריות, שכן בכל מקרה התמריץ יהיה אחיד, ויבחר את זו המתאימה ביותר ללקוח. השאלה הנכונה כיום אינה אם יש ליועץ תמריץ לא ראוי לרמות את לקוחו לטובת הבנק, אלא מהי מערכת התמריצים שמנחה אותו ביחסיו עם הלקוח. שאלה זו רלוונטית לעניין ה"ניטרליות" של יועצים בכלל ולא רק בבנקים.

את הרעיון הכללי אפשר להסביר בפשטות: הסוכנות הפנסיונית ומשווקת ההשקעות, להבדיל מעמיתותיהן ה"יועצות", פועלות במצב תמידי של ניגוד עניינים (שאינו אסור על-פי החוק): לשתיהן "זיקה" לנכס שהן משווקות.⁶⁰ הזיקה מתבטאת בכך שעבור שיווק של נכס מסוג א' הן עשויות לקבל טובת הנאה כלשהי (משכורת, עמלה או חופשה בקפריסין) ועבור שיווק נכס מסוג ב' הן לא יקבלו אותה תמורה. מנגד, היועצות הן נטולות זיקה, שאם לא כן היו נהפכות דה-פקטו למשווקות או לסוכנות. מבחינתן, פעולה של הלקוח בהתאם להמלצתן גוררת טובת הנאה עבורן, בין שזכר מהלקוח ובין "עמלת הפצה"⁶¹ מהגוף המנפיק או מנהל את הנכס שבו בחר הלקוח להשקיע. טובות הנאה אלו קבועות ואינן תלויות בגורם הספציפי שיבחר הלקוח.⁶² אף-על-פי שמרבית ניגודי

58 שם, בעמ' 25.

59 ס' 11 לחוק הפיקוח.

60 ההגדרות הופכות מי שעוסק ב"ייעוץ פנסיוני" כשיש לו זיקה למוצר פנסיוני ל"סוכן פנסיוני". באופן זה, מי שעוסק ב"ייעוץ השקעות" כשיש לו זיקה לנכס פיננסי הוא "משווק השקעות". על אף האיסור להימצא בניגוד עניינים עם טובת הלקוח, זיקה למוצר פנסיוני של סוכן פנסיוני וזיקה לנכס פיננסי של משווק השקעות יוצאות מגדר ניגוד העניינים האסור לפי ס' 17(ב) לחוק הפיקוח וס' 16א(ג) לחוק הסדרת העיסוק.

61 עמלת הפצה היא העמלה שמנהל קרן משלם ליועץ ההשקעות. עמלה זו אינה נחשבת כתמריץ אסור (ראו ס' 17(ב)(4) לחוק הסדרת העיסוק). המונח משמש באופן חופשי לתיאור עמלות שהיועצים (על-פי רוב הבנקים) מקבלים מהגופים המוסדיים.

62 ס' 17 לחוק הסדרת העיסוק קובע את האיסור הכללי ואת חריגיו: "(א) בעל רשיון, או אחר מטעמו או בעבורו, לא יקבל טובת הנאה, במישרין או בעקיפין, בקשר עם ייעוץ השקעות, שיווק השקעות, ביצוע עסקה או הימנעות מביצוע עסקה, זולת שכר והחזר הוצאות מהלקוח כפי שנקבעו בהסכם לפי סעיף 13(ב)(3)". החריג הרלוונטי לעניין יועצי השקעות הוא ס' ק"ב: "(ב) הוראות סעיף קטן (א) לא יחולו לגבי אלה: [...] (4) קבלת עמלת הפצה בידי מי שאינו משווק מאת מנהל קרן, בשל ביצוע עסקה, ובלבד שהלקוח שבעבורו בוצעה העסקה הסכים מראש ובכתב לקבלת העמלה ולשעורה, ושעמלת הפצה היא בהתאם להוראות לפי סעיף 82(ג) לחוק השקעות משותפות". הוראה דומה בהקשר קופות הגמל מופיעה בס' 19 לחוק הפיקוח: "יועץ פנסיוני או אדם אחר מטעמו או עבורו לא יקבל טובת הנאה במישרין או בעקיפין בקשר עם ייעוץ פנסיוני או בקשר עם ביצוע עסקה בעבור

העניינים הצטמצמו בצורה זו, לדעתנו אפשר לראות את כלל היועצות הפנסיוניות כבעלות זיקה למוצרים פנסיוניים, ואת חברותיהן יועצות ההשקעות – כבעלות זיקה למוצרים פיננסיים. יתרה מזו: בפועל, בהסתכלות רחבה, טובות ההנאה של היועצות משתנות גם הן מנכס לנכס ומחברה מנהלת אחת לאחרת.⁶³ זיקה זו משמעותה שאין ליועץ אינטרס להעניק ייעוץ "אובייקטיבי" אמיתי, בפרט בנקודה שבה נדרשת הפניה של כספים מאפיק "השקעה" לאפיק פנסיוני ולהפך. אילו היה היועץ הפנסיוני גם יועץ השקעות, היה מצטמצם הפער בין הפתרונות שהיועץ יכול ומעוניין להציג בפני הלקוח לסך כל הפתרונות המתאימים ללקוח.⁶⁴

לקוח הפונה לייעוץ מעוניין בסיוע בקשר לניהול העושר שלו, הנוכחי והצפוי. הוא מתמודד עם מגוון של שאלות והכרעות הרוט-גורל המסתכמות לכדי החלטה אחת – באיזה אפיק השקעה יבחר. קופת הגמל, על אף המבנה הייחודי וארוך-הטווח שלה, היא אפיק להשקעת נכסיו. ההחלטה להפקיד כספים בקופת גמל יכולה לבוא על חשבון ההחלטה לפתוח תיק ניירות ערך, להשקיע בחסכונות ובפיקדונות וכיוצא באלו השקעות. אף-על-פי שהיועצים הפנסיוניים עוברים הכשרה דומה לזו שעוברים היועצים

לקוח, זולת אלה: (1) שכר והחזר הוצאות המשולמים ישירות מאת הלקוח, כפי שנקבע בהסכם לפי סעיף 27(ב)(3), ובכפוף להוראות לפי סעיף 28; (2) עמלת הפצה הנגבית מחברה מנהלת שלה זיקה למוצר פנסיוני, שבוצעה לגבי עסקה בעבור הלקוח, ובלבד שהלקוח שעבורו בוצעה העסקה הסכים, מראש ובכתב, לקבלת העמלה בידי היועץ ולשיעורה, ובכפוף להוראות ס' 28 מסדיר את "האדישות" ביחס לגובה עמלת הפצה: "חישובם של שכר והחזר הוצאות שיחויב בהם הלקוח בשל ייעוץ פנסיוני ושל עמלת הפצה שתחויב בהם חברה מנהלת, ייעשה בלא תלות בזהות הגוף המוסדי שהוא בעל זיקה למוצר הפנסיוני נושא הייעוץ הפנסיוני, או בסוג המוצר הפנסיוני נושא הייעוץ הפנסיוני; שכר והחזר הוצאות כאמור לא ייחשבו כחלק מדמי הניהול או מהחזר ההוצאות שיחויב הלקוח לשלם לגוף המוסדי בשל עסקה לגבי אותו מוצר פנסיוני, ועמלת הפצה תיחשב כחלק מדמי הניהול ששילם הלקוח לחברה המנהלת".

63 המציאות בפועל שונה מהכוונה המקורית של חקיקת החוקים. השיעורים של עמלות הפצה, כמו גם עצם הקיום של הסכם לקבלת עמלה כזו, שונים מגוף לגוף. לדוגמה: "כשיועץ ניסה בנובמבר האחרון להעביר קופה של עמית והקופה במקום לעבור תוך 20 יום, גם אחרי 3 חודשים לא עברה, כי הטפסים שכבו בבנק או הטפסים עברו לחברה שלא הסכימה להעביר, אז היועץ מתייאש. במקרה כזה, במקום ליעץ לעבור קופה הוא אומר ללקוח "יש לך קופה מצוינת", או אם בכלל הוא ממליץ לו לעבור, זה לקופה אחרת בתוך הגוף הפנסיוני עצמו, כך שיידרש מינימום בירוקרטיה". דוגמה זו ודוגמאות נוספות פורסמו בכתבה המבקרת באופן חריף את המצב הנוכחי: אליצפן רוזנברג "המצב הוא ביוזון, אין כאן ייעוץ פנסיוני" Ynet 12.6.2009 www.ynet.co.il/articles/0,7340, L-3730290,00.html

64 שהרי היועץ הפנסיוני היה מסוגל להציע מגוון של מנגנוני השקעה, ולא רק ליעץ על אופי ההשקעה באמצעות מוצרים פנסיוניים.

הפיננסיים,⁶⁵ אין להתעלם מההבדלים בין מי שמוגדר כיועץ פנסיוני ליועץ פיננסי רגיל. ההפרדה המעשית בשטח הופכת גוף אחד למוקד ייעוץ בנושאים פנסיוניים וגוף אחר למוקד ייעוץ בנושאים פיננסיים רגילים. היועץ הפנסיוני האידאלי צריך להכיר את נבכי קופות הגמל, את ההטבות הגלומות בהן ואת כל ההשלכות של בחירת הלקוח להפנות את כספיו למוצר ה"פנסיוני", אך גם לדעת באופן אבסולוטי כי אין אלטרנטיבה המתאימה יותר ללקוח. כלומר, ההחלטה החשובה ביותר שצריך לעשות יועץ ביחס לעתידו של לקוחו היא להכריע האם הוא בכלל היועץ המתאים לצורכי הלקוח. הלקוח מוחזק כמי שאין ביכולתו להבין את מורכבות העולמות שעמם הוא מתמודד, בין פיננסי ובין פנסיוני, אולם בה בעת רואים בו כמי כי שמסוגל לקבל את ההחלטה הנכונה בנוגע לעצם הכניסה לעולם זה או אחר!

למעשה, את ההחלטה עצמה יש לחלק לשלושה שלבים; רק כך תוכל להתקבל תמונה נכונה של הגוף המייעץ המתאים. ראשית, הלקוח מעוניין לבחון את כלל אפיקי ההשקעה והחיסכון העומדים לפניו. ברצונו לנצל את משאביו באופן שיטיב ביותר את מצבו, תוך התאמה לצרכיו האישיים (תכנונים ארוכי-טווח, יכולת השתכרות, דאגה למשפחה, שיקולי מס, העדפות סיכון וכדומה). בשלב זה של ההחלטה עומדים לפניו כלל המוצרים הפיננסיים, ניירות הערך וכל האפיקים הפנסיוניים שיש בישראל. ההחלטה שעליו לקבל נוגעת לניהול כספיו ולא דווקא ל"השקעה" או ל"ביטוח" (כפי שהמונחים מושאלים לצורכי קופות גמל).⁶⁶ את ההחלטה צריך לקבל מי שמומחיתו אינה באחד משני התחומים האלו או בשניהם גם יחד; תחום מומחיתו צריך להיות הלקוח.⁶⁷

טלו לדוגמה מקרה שבו אדם פונה לפקיד הבנק שלו ומסביר לו כי ברצונו להתחיל להפריש כספים מדי חודש כדי להבטיח את עתידו בהגיעו לגיל הפרישה. פקיד הבנק מנוע מלהמליץ בנוגע למכשירי השקעה אך גם בנוגע למוצרים פנסיוניים שעשויים להתאים לצרכיו של הלקוח. לאן יפנה הפקיד את לקוחו? תחושת הבטן אומרת כי הלקוח ייאלץ לפנות אל היועץ הקרוב ביותר לאותו פקיד או לזה שבאותו רגע אינו מכין לעצמו כוס קפה. אם פנה ליועץ פנסיוני, באופן תאורטי אפסו סיכוייו לבחור אפיקים שאולי עשויים להתאים יותר לצרכיו, אך אינם "מוצרים פנסיוניים";⁶⁸ אם נתקל במקרה ביועץ

65 תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח) (בקשה לרשיון, הכשרה, התמחות ובחינות של סוכני ביטוח יועצים פנסיוניים וסוכני שיווק פנסיוני), התשס"ו-2006, ק"ת 510, 6465.

66 אפשר להעלות על הדעת כי חלק ממבנה הרגולציה של קופות גמל כיום נובע מסיבות היסטוריות. בעבר היה החסכון הפנסיוני בישראל במתכונת ביטוחית כמעט באופן בלעדי, אך היום המרכיב הביטוחי מאבד את תפקידו ומרכיב החסכון (בתוספת הגנת ביטוחיות נקודתיות) דומיננטי בהרבה.

67 אכן, שני החוקים המסדירים מטילים חובות רבות שמטרתן היכרות עמוקה של היועץ עם צורכי הלקוח.

68 לקוח המעוניין להבטיח לעצמו תשואה יתקשה לעשות זאת במסגרת קופות גמל. לעומת זאת, השקעה באגרות חוב של המדינה, תכנית חסכון ואף פיקדון בבנק עשויים להבטיח לו תשואה. עם

ההשקעות, לא יפנה לאפיקים שאולי עשויים היו להתאים לו יותר. אם כן, בשלב זה אנו זקוקים ל"יועץ-על" המגשים את כוונת המחוקק בהתאמת השירות לצורכי הלקוח.⁶⁹ עליו להכיר את לקוחו, להכיר את החלופות ולהיות מונחה על-ידי שיקולים של טובת הלקוח בלבד כשהוא ממליץ לו אלו אפיקי השקעה עליו לבחון זה כנגד זה. לא ייתכן כי יועץ כזה, שאמור לפעול בדרך שתשרת את טובת הלקוח, יהיה מוגבל ביכולתו לבחון את רצונותיו של זה ולא חופשי להמליץ בנוגע לכלל המוצרים האפשריים.

לא רק שהיועץ אינו מורשה לייעץ בנוגע למגוון נכסים שהיו יכולים להתאים ללקוחו, הוא גם מתומרץ לתת ללקוחו עצה בעוד שמוטב היה לו נמנע מלייעץ. בשונה מסוגיית מנהלי התיקים שתידון בהמשך, היועצים מתומרצים בהתאם להיקף העסקאות שביצע הלקוח בהמלצתם. רווחיהם של יועצי ההשקעות המנהלים קשר מזדמן יחסית עם הלקוחות (כלומר: אלו שמייעצים ללקוחות בעלי נפח פעילות נמוך ומיעוט פעולות השקעה) נגזר בראש ובראשונה מיכולתם לגבות עמלת הפצה. כך, יועץ השקעות מעדיף כי הלקוח ישעה לעצתו ולא יפנה לאפיק אחר שאינו בתחום מומחיותו – דבר שיוכיל לאבדן של "עמלות הפצה" המשולמת ליועץ מטעם גוף מוסדי.⁷⁰

אמנם, ברוב המקרים היועץ אינו מתומרץ באופן שונה בהתאם לזהות הגוף שאליו יוזרמו כספי הלקוח, אך זאת רק בהנחה שליועץ אכן יש הסכם קבלת עמלת הפצה מגוף זה. כלומר, יש גופים שאליהם היועץ מעוניין להפנות את כספי הלקוחות שלו יותר מאשר לאפיקים אחרים. לדוגמה, ליועץ יש תמריץ חזק להעברת כספים מהסדר פנסיה המבטיח תשואה⁷¹ אל קופה של חברה מנהלת המשלמת עמלת הפצה.⁷² זאת, למרות

זאת, באפיקים אלו לא יזכה הלקוח להטבת המס הניכרת הגלומה בקופות הגמל. ההחלטה לאיזה אפיק יש להפנות את הלקוח מצריכה היכרות מעמיקה עם הלקוח ועם כלל מכשירי ההשקעה השונים.
69 בס' 12 לחוק הסדרת העיסוק וכן בס' 12-14 לחוק הפיקוח יש חלק העוסק ב"התאמת השירות לצרכי הלקוח".

70 כמובן שכאשר היועץ מקבל ישירות את עמלת הפצה, הדבר משפיע על שיקול דעתו. נוסף על כך, יועץ המועסק בתאגיד, הגם שאינו מקבל ישירות לכיסו את עמלת הפצה, מושפע ממערכת תמריצים המוכתבת על-ידי הגורם שמקבל אותה בסופו של דבר.

71 סוגיית ההסדרים מבטיחי התשואה היא אחת הנקודות הבעייתיות ביותר, בייחוד בעת משבר. לקוח שכספיו מוחזקים בהסדר מבטיח תשואה זוכה לרווחים על נכסיו שאינם תלויים בהתרחשויות בשוק ההון. לראיתנו, נטל כבד מאוד רובץ על כתפי יועץ שממליץ ללקוח לעבור לנכס אחר (בייחוד בעתות משבר ובמקרים של חוסכים המתקרבים לגיל פרישה) למצוא הצדקה להמלצתו. עם זאת, היועץ עשוי להיות מעוניין להמליץ ללקוח לעבור לקופה אחרת, שכן אחרת לא יקבל תגמול על אותו ייעוץ. נוסף על כך, הבנק שבו מועסק היועץ מעוניין במידה רבה להביא לכך שהלקוח יפנה לייעוץ פנסיוני, שכן לאחר חתימה על הסכם ייעוץ יכול הבנק לגבות מדי שנה סכום קבוע מתוך נכסיו של הלקוח בקופת הגמל.

72 בענף הייעוץ הפנסיוני בבנקים, לדוגמה, מרגע שהלקוח מצטרף לשירות הייעוץ הבנק נהפך ל"שותף" בחסכון וזכאי לתשלום קבוע בסך 0.25% מכלל הנכסים של הלקוח באפיק הפנסיוני.

שהסדר הפנסיה עשוי להתאים יותר לצורכי הלקוח, מבחינת נוחות, שירות וביצועים. בעיה זו חריפה במיוחד לאור הפרדת תחומי הייעוץ: ליועצי ההשקעות אין יכולת ותמריץ כספי להפנות את לקוחותיהם לאפיקים פנסיוניים וליועצים פנסיוניים אין תמריץ להפנות את לקוחותיהם לאפיקי השקעה. במקרה של בנקים אפשר לטעון כי הגוף עצמו אדיש, שכן עמלה שלא נגבתה מפעולה לאור המלצה של בעל רישיון בתחום אחד תיגבה לאחר ייעוץ על-ידי אחר. טענה זו מתעלמת כמובן מרצונו של כל יועץ להצליח בתפקידו ולא להפנות לקוחות ליועץ אחר.

חלקה השני של החלטה על השימוש בנכסי הלקוח נוגע ספציפית לאופי ההשקעה: החלטה להשקיע בניירות ערך ובנכסים פיננסיים אין משמעותה שההשקעה תיעשה באג"ח של חברת החשמל או באופציות על המחיר של גרגרי אורז. החלטה להצטרף לקופת גמל אינה כוללת את הבחירה בין קופת גמל אישית לקופת גמל לקצבה. בשלב זה נדרשת מומחיות של היועץ בתחומו. הלקוח שהגיע לשלב זה של החלטה זקוק לייעוץ המתאים במידה רבה לצרכיו האישיים, לאופק חייו, לאופק השקעותיו ולרמת הסיכון שהוא מחפש. לבסוף נדרש הלקוח להחליט מי יהיה הגוף שיבצע את מדיניות ההשקעה והחיסכון המועדפת על-ידו ובאלו דרכים ישתמש אותו גוף בכספיו. בשני שלבים אלו של קבלת החלטות עוסקים כיום חוקי הסדרת העיסוקים; הם אינם מקדישים עצמם לחלק הראשון. הנחת היסוד שתאמה את העידן שקדם לוועדת בכר התמקדה בכך שרוב ניגודי האינטרסים מתעוררים בשלב זה. ייתכן כי לאור העובדה שהפרדה בין ייעוץ השקעות לייעוץ פנסיוני לא התקיימה בחוק הסדרת העיסוק טרם ועדת בכר, או מכיוון שתנאי המציאות היו שונים מאוד מהתנאים כיום, לא ניתנה הדעת על השלב הראשון של החלטה. עם זאת, העיסוק של החוק בשלב האחרון שבו על הלקוח להחליט כיצד ינהל הגוף הנבחר את כספיו, לוקה גם הוא בכשלי הפרדה. היועץ הפנסיוני, שאינו יועץ השקעות, לא מסוגל לספק ללקוחו את ההסבר המעמיק הנדרש לו על אודות מדיניות ההשקעה של הגוף ועל אודות משמעויותיה במומחיות ובעומק של יועץ ההשקעות.

החלטה הראשונית על עצם האפיק המתאים להשקעה היא קריטית ועשויה להיות בעלת משמעות רבה להמשך חייו הפיננסיים של הלקוח. כמו כן מדובר בהחלטה אחת שתשפיע על הזרמת כספים בהיקפים גדולים מאוד למשך זמן רב. אף-על-פי שניגודי האינטרסים בשלב השני והשלישי של קבלת החלטה נוטרלו במידה רבה, הם מתקיימים בשלב הראשון. מנקודת מבטם של היועצים, קשה לחשוב על תמריץ ליועץ השקעות בבנק להמליץ ללקוחו להפסיק לחסוך כספים באג"ח מסוג מק"מ או בפיקדון ארוך-טווח ולפתוח תחתם קופת גמל. לאותו יועץ אין כמעט שום אינטרס לשכנע לקוח של הבנק למשוך כספים המוחזקים על-ידי הבנק שבו הוא עובד, או נשמרים תמורת "דמי שמירה" חודשיים על-ידי מעבידו, כדי שיופנו לגוף עצמאי.⁷³ לא זו אף זו: החוק אוסר עליו לתת

73 מובן שעבור הבנק החזקה של מלוא הכספים היא בעלת ערך גבוה בהרבה מאשר עמלות מגופים שאליהם יופנו הכספים.

ייעוץ כזה ללקוחו, שכן ייעוץ שכזה ייחיד לבעלי רישיון של יועץ פנסיוני. רק אם ישכיל הלקוח לשאול אם עדיף לו לפנות ליועץ פנסיוני ינוטרל ניגוד העניינים.

רק בנקודה אחת המצב המצוי תואם את המצב הרצוי בעינינו, בלי ליצור עיוותים ובלי לעורר קשיים. במסגרת עיסוקם של כל אחד מהיועצים הם רשאים לייעץ בקשר לחיסכון באמצעות קרנות השתלמות.⁷⁴ יצור כלאיים זה, המאפשר חיסכון לטווח בינוני (בשונה ממוצרים פנסיוניים אחרים), תוך קבלת הטבות מס (בדומה למוצרים הפנסיוניים ובשונה מרוב ניירות הערך והנכסים הפיננסיים), חי בשני העולמות. באופן מעשי הוא אינו שונה מאפיקי השקעה אחרים למעט הטבות המס, וראוי שיועץ ההשקעות יוכל להתייחס אליו במסגרת התאמת השירות לצרכיו. באופן זהה ראוי שהיועץ הפנסיוני יוכל לייעץ ללקוח בנוגע אליו. מהשוואה להסדר בשאר המוצרים והנכסים עולה השאלה המתבקשת: אם אפשר ששני סוגי היועצים ייעצו בנוגע לקרנות השתלמות, מדוע יש הפרדה בשאר המוצרים?

הוצאת קופות הגמל משליטתם של הבנקים הובילה לכך שהבנקים כבר אינם יכולים לנתב את כספי לקוחותיהם לקופות גמל בניהולם, אך הם עדיין אלו שעליהם לייעץ ללקוחות אם להעביר כספים לקופות הגמל. בימים שבהם היה לבנק אינטרס להזרים כספים לקופת הגמל שלו, היה ביכולתו לגרום ללקוחותיו להעביר אליה את הפקדותיהם. כיום אין לבנקים אינטרס להעביר את הפקדות לקוחותיהם לאף קופה.⁷⁵ האינטרס הצר של הבנקים, כפי שניכר במאמצים הפרסומיים שלהם, הוא בעצם החתמת הלקוח על הסכם ייעוץ. מרגע זה הבנק נהנה באופן קבוע ממה שמכונה בעגה המקצועית "ה-0.25".⁷⁶

74 זאת לאור העובדה שקרן השתלמות מוזכרת הן כ"מוצר פנסיוני" בחוק הפיקוח והן כ"נכס פיננסי" בחוק הסדרת העיסוק.

75 ראו בעניין זה כתבה המבקרת באופן חריף את המצב הנוכחי: רוזנברג, לעיל ה"ש 63.

76 הבנקים מציעים ייעוץ השקעות וייעוץ פנסיוני "חינם" במובן זה שאינם גובים כסף עבור פגישה עם היועץ. עם זאת, וכפי שהחוק דורש, כדי להעניק ייעוץ יש לערוך הסכם בכתב, שבמסגרתו יהיה סיכום גם על שכרו של היועץ. בכלל זה גם מוגדרת האפשרות של היועץ (לרוב בנק) לקבל "עמלת הפצה" מגוף מוסדי שאליו יופנה הלקוח. תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (עמלות הפצה), התשס"ו-2006, ק"ת 6464, קובעות כי השיעור המרבי של עמלות הפצה הנגבות "בשל עסקאות או בשל המשך חברות בקופה" יהיו בשיעור שנתי של 0.25%. יש לשים לב כי סכום זה משתלם ליועץ (אם חתם על הסכם עם החברה המנהלת או עם מנהל קרן במקרה של קרן נאמנות), בלי קשר לפעולות שמבצע הלקוח. אם כן, לא פלא שאותם 0.25% ה"שייכים" ליועץ לתקופה ארוכה – ללא תלות בשירות אמיתי שייתן ללקוח, למעט דו"ח שנתי המחויב לפי החוק – הם מקור הכנסה חשוב ליועצים.

כבר כיום עולה כי מודל הייעוץ הפנסיוני בבנקים נכשל כישלון חרוץ והציבור אינו ממהר לעשות שימוש בשירותי הבנקים, אף שאלו ניתנים לו "חינם"⁷⁷. כך, כשלה גם המהפכה שהייתה אמורה להתרחש בתחום על-ידי שגשוגם של יועצים פנסיוניים עצמאיים⁷⁸ דוגמת גופי ייעוץ ההשקעות הנפוצים בשוק. נתון זה מעורר קושי רב בבחינת ההיגיון שבבסיס ההמלצות של ועדת בכר – כסף כה רב של הציבור מנוהל ומוזרם לאפיקי חיסכון לטווח ארוך בלי שהציבור פונה לייעוץ. בהעדר מחקר שטח, קשה לקבוע בוודאות מהם הגורמים לכישלון זה.⁷⁹ עם זאת, אפשר לשער מה הם וודאי שאפשר לעמוד על הסכנות העולות מכך. בשונה מהמטרות של הרפורמות הרבות, ואף בשונה מהמצב בשוק ההשקעות, הציבור הישראלי אינו פונה לקבלת ייעוץ בנקודה קריטית – אם לא הקריטית ביותר – לעתידו הפיננסי. אם כן, לא פלא שהציבור ניצב לא מוכן למשברים כמשבר הנוכחי.

סביר כי לא עצם ההפרדה בין העולמות היא שגורמת לכישלון הייעוץ הפנסיוני; עם זאת, היא ודאי לא מועילה לו. אין כיום שום סיבה הגיונית לכך שאדם שכבר פונה ליועץ השקעות יימנע משימוש בשירותים של יועץ פנסיוני. אין גם מניעה שמודל הרגולציה האפקטיבי המתקיים בעולמם של יועצי ההשקעות לא ייושם באופן נרחב גם בעולם הפנסיוני.

כפי שציינו לעיל, החלטות רבות בחיים מחייבות להתמודד עם שאלות מורכבות המצריכות סיוע של מומחה – נטילת משכנתה, רכישת רכב חדש, הצטרפות לתכנית של ביטוח מנהלים וכדומה. המדינה היא שמחליטה באלו מקרים רק "יועץ מורשה" יוכל להעניק את שירותיו לציבור הרחב. אם תחליט המדינה להסדיר את תחום היועצים לרכישת מכוניות חדשות, יהא זה הגיוני שמשדד התחבורה הוא שיסדיר את פועלם ושפועלם יהיה נפרד מזה של יועצים פנסיוניים ויועצי השקעות. עם זאת, השאלה אם יש טעם ליצור מסלולים נפרדים להחלטות נפרדות בתחום הרכב היא מורכבת יותר. לדוגמה, האם יש צורך להפריד בין היועץ התאורטי שסייע ברכישת כלי רכב חשמלי לזה שסייע ברכישת כלי רכב מונע בבנוזין? כדי להכריע בשאלה יש לבחון אם ההבדלים

77 עירן פאר "הייעוץ הפנסיוני בבנקים הבינוניים נכשל: רק 70 אלף לקוחות" גלובס 4.10.2009 www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000502598; מירב ארלוזורוב "כך נכשל הייעוץ הפנסיוני" **The Marker Online** 2.4.2009 www.themarker.com/tmc/article.jhtml?ElementId_2.4.2009_1075824.
 .=skira20090402_1075824

78 הדר רו ורחלי בינדמן "סוף עידן ידן ענתבי: הרבה כוונות טובות, הביצוע קצת פחות" **כלכליסט** 21.9.2009 www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3361621,00.html

79 בין הסיבות לכישלון שציינה ארלוזורוב, לעיל ה"ש 77, נמנים היעדר הכדאיות הכלכלית של מתן ייעוץ פנסיוני והקושי הרב של השכירים לשלוט בגורל הפנסיה שלהם. הפרדת המנגנונים אינה תורמת גם כאן: איחוד העיסוק בשני סוגי הייעוץ יזיל את העלויות עבור הבנקים או גופי ייעוץ אחרים. מודעות החוסכים תגבר עם הגברת פנייתם לייעוץ, שמצדה תגבר עם איחוד המנגנונים והוזלת העלויות לבנקים.

בין ההחלטה על רכישת סוג אחד של כלי רכב מצריכה כישורים ומומחיות שונים מאלה שדורשת החלטה על רכישת כלי הרכב האחר. בכל מקרה, אף אם יש צורך בהתמחות ספציפית במאפייניו של כל סוג, או בהיכרות עם החברות שמוכרות כל אחד מהם, יצירת מנגנון נפרד תקטין את הסיכויים לאימוץ שלו על-ידי הקהל הרחב. במקרים שבהם מהותה של הפעולה המצריכה ייעוץ זהה והאפיקים שאליהם הלקוח חשוף זהים גם הם, אין הצדקה או תועלת בהפרדה.

נוסף על כך, הפרדת המנגנונים משרדת לציבור מסר מוטעה ומטעה. היא עשויה לקבע את התפיסה שהייתה נכונה בעידן שלפני ועדת בכר – שעולמות ההשקעה והחיסכון הם עולמות נפרדים. ייתכן גם כי עובדה זו גורמת לכך שהעיסוק ב"השקעה" נתפס כמסוכן וכמצריך היעזרות באיש מקצוע, בעוד ש"פנסיה" היא עניין בטוח וודאי שאפשר לקבל את ההחלטה עליו לבד.⁸⁰ ועדת בכר לא וידאה שהמנגנון המקשר בין השינויים המקיפים שנערכו בשוק ההון לבין הציבור יפעל כראוי ולא ניצלה את המהפכה (המוקדמת יותר והמוצלחת יחסית) בתחום ייעוץ ההשקעות. מובן שכיום האזרח אינו מחויב לפנות לייעוץ כזה או אחר, אך הוא מעודד לעשות כן. מכיוון שענייניו של שתי ההחלטות הוא בסופו של דבר הזרמת כספים והשקעתם באפיקים דומים או זהים, ההפרדה מפחיתה את כמות האנשים הנהנים משני סוגים של ייעוץ. אף אם הציבור לא מודע לצורך שלו בייעוץ, הרי לו היה מדובר ביועץ אחד בלבד, כמות האנשים המקבלים גם ייעוץ השקעות וגם ייעוץ פנסיוני הייתה עולה.⁸¹ המדינה אינה יכולה לחייב להיעזר בייעוץ פנסיוני, אך בשל ההפרדה המיותרת בין הייעוץ הפנסיוני להשקעות, רמת המודעות של הציבור לגורל חסכוניותו קטנה.

בתקופה שלפני המשבר, הלקוחות המעטים שפנו לייעוץ פנסיוני אולי זכו להבין לאן מופנים כספי הפנסיה שלהם, אך ספק אם היועץ הפנסיוני ניתח עבורם את הסיכונים בשוק ההון שאליהם הם חשופים. לעומת זאת, יועץ ההשקעות שלהם היה יכול להסביר להם באופן מדויק יותר מהי באמת המשמעות של הפניית נכסיהם לשוק ההון. היועץ הפנסיוני עשוי היה להסביר להם באופן כללי על אודות המכשיר שבאמצעותו יחסכו, אך יכולתו לייעץ בנוגע למדיניות ההשקעה נחותה בהרבה מזו של יועץ ההשקעות. השילוב של ייעוץ חלקי עם חוסר הפופולריות של ייעוץ פנסיוני (שנגרם כאמור, בין היתר, בשל ההפרדה של העולמות) מוביל לכך שבסופו של יום הציבור אינו מבין את היקף החשיפה האמיתי שלו – בכל האפיקים, יהיה שמם אשר יהיה – לשוק ההון.

80 אין ספק שלאחר המשבר יהיה הציבור מודע יותר לכך שכספי החסכון ארוך-הטווח מופנים לשוק ההון. ספק רב אם עובדה זו תביא להגדלת הפופולריות של הייעוץ הפנסיוני, בפרט לאור הכשלים הרבים בהסדרת התחום.

81 בהנחה הסבירה שאין חפיפה מושלמת בזהות האנשים הפונים כיום לייעוץ פנסיוני ולייעוץ השקעות, איחוד המנגנונים יגרום לכך שכמות גדולה יותר של אנשים, שהיום נעזרים רק באחד מסוגי הייעוץ, תהנה משני הסוגים.

2. הפרדה של מנגנוני הפיקוח

בצד יצירה של שוק אשראי חוץ-בנקאי והתמודדות עם גרעונות אקטואריים ענקיים, העברת כספי החיסכון של הציבור לתחרות חופשית בשוק ההון גובה מחיר מסוים. החיסכון הפנסיוני, שבמשך שנים ארוכות נוהל באופן שלא חייב מעורבות אקטיבית של הלקוח ובוטח במידה כמעט מלאה על-ידי הממשלה, איבד את שני המאפיינים הללו. כדי להבטיח מעבר חלק והצלחה של הרפורמה היה צורך ביצירת מנגנונים שיביאו לכך שהתחרות החופשית תשפר גם את מצבם של החוסכים, או לפחות לא תפגע בהם. הכלי המרכזי להשגת מטרת אלו הוא יצירת תחרות אמיתית ולא רק תחרות למראית עין, בין היתר על-ידי יצירה של מנגנוני פיקוח על השווקים החופשיים ושל כלים שיאפשרו ללקוח להבין את המכשירים המורכבים שבו. העמסת חובות על יועצים ופתיחת שווקים שלמים לתחרות הם מהלכים שנועדו להבטיח שוק שבו דרישות המשקיעים נענות בצורה הולמת. עם זאת, מטרת נוספות ואף סותרות עומדות בראש מעייניו של הרגולטור.

המפקח על הביטוח, האמון על התנהלותן של קופות הגמל, הסוכנים הפנסיוניים והיועצים הפיננסיים, מונחה על-ידי מגוון שיקולים מקצועיים מתחומים ובנושאים רבים. על-פי הגדרת יעדיו של אגף הפיקוח באוצר, אחד מיעדיו בתחום החיסכון הוא "קביעת מדיניות עידוד החיסכון והתאמתו לצרכי המשק הלאומי וטעמי הפרטים. הביטוי למדיניות זו, בא במסגרת ההסדרה והפיקוח על תכניות החיסכון, קופות הגמל, קופות הביטוח וקרנות הפנסיה".⁸² רכיביה של הגדרה זו יוצרים מתח פנימי בין הצורך ב"עידוד החיסכון והתאמתו לצרכי המשק הלאומי" לבין "טעמי הפרטים". נוסף על כך, יעדים נוספים של האגף עומדים בסתירה לשמירה על טעמי הפרטים. כך, המפקח "אחראי על ייזום שינויים במבנה המוסדי של שוק ההון בישראל, באמצעות חקיקה, הסדרה ותאום בין האגפים השונים במשרד האוצר ורשויות נוספות; רשות ניירות ערך, הבורסה לניירות ערך. מטרת ההסדרה והתאום היא להביא לשיפור, גיוון ושכלול שוק ההון הסחיר והלא סחיר".⁸³

בעולם שלאחר ועדת בכר, מדיניות של עידוד חיסכון שיתאים לצרכי הפרטים עלולה לא לעלות בקנה אחד עם התאמתה לצרכי המשק הישראלי ואף לעמוד בסתירה חזיתית אליה. עשויים להתעורר מקרים שבהם האינטרס הלאומי, המגלם את צרכי המשק הישראלי, יהא הגדלת השקעה בישראל (לדוגמה, בזמן של ירידה ניכרת בהיקף השקעות זרות בארץ), כששיקולי הפרטים עשויים להעדיף ואף לחייב התנהגות הדומה להתנהלות המשקיעים הזרים. מנתוני ההשקעות של הגופים המוסדיים עולה כי אלו

82 ראו אתר אגף שוק ההון "אודות האגף – תחומי אחריות" www.finance.gov.il/hon/2001/general/.odot.asp

83 שם.

נוטים להשקיע במידה רבה בחברות ובנכסים ישראלים.⁸⁴ מדיניות של פיזור סיכונים עשויה לבכר השקעה גדולה יותר בחוץ-לארץ, אך רצון זה עלול לפגוע בצורכי המשק הישראלי. כך, הממונה על הביטוח באוצר עשוי להעדיף את האינטרס הלאומי במחיר של "הקרבת" כספם של החוסכים לטווח ארוך. העדר יכולת להכרעה ברורה בין השיקולים והעדר פיצול מבני של שיקוליו ויעדיו של אגף שוק ההון מעמידים אותו בדילמה שאינה פתירה.

במקרה אחד במהלך המשבר הנוכחי מצאו עצמן קרנות הפנסיה הוותיקות – הנמצאות תחת שליטת הממונה על אגף שוק הון, עם אגף התקציבים באוצר – לפני מימוש של ניגוד העניינים המתואר. לאחר ירידה חריפה בשערי ניירות הערך בבורסה הישראלית ביצעו הקרנות הוותיקות רכישה גדולה של ניירות ערך בבורסה, שבלמה את המפולת בכך שהציפה את הבורסה בביקושים.⁸⁵ פעולה כזו בהיקף כה נרחב של קרנות הפנסיה, בניגוד למגמת השוק ובשונה מכל יתר קרנות הפנסיה שאינן בשליטת האוצר, מעמידה בסימן שאלה גדול את מרכיב הדאגה לציבור העמיתים באותן קרנות או את ציבור החוסכים בכללותו בקבלת ההחלטה. ייתכן כי החלטה זו הייתה פרי של שיקול דעת עסקי מתוך ראייה מפקחת של התנודתיות בשוק ההון, וייתכן שהצעד עשוי היה להיטיב בסופו של דבר עם ציבור החוסכים בכללותו גם אם היה פוגע בציבור חוסכים מסוימים; חרף אפשרות זו – האם סביר להפקיד את השיקולים המנוגדים של דאגה לשוק ההון ושל דאגה לטעמי המשקיעים בידי גוף אחד? יש קושי רב בהחזקת כלי כה רב-עוצמה אך עם זאת לגלות איפוק בשימוש בו בעתות משבר.

באופן דומה, הרצון להביא לשיפור, לגיוון ולשכלול של שוק ההון הסחיר והלא סחיר, חשוב ככל שיהיה, עשוי ליצור דיסוננס בשילובו עם טעמי הפרטים בכל הנוגע לחיסכון. הצורך לערוך רפורמות בשוק ההון וליזום מהלכים לפיתוחו ושכלולו עלול לחרוג מרצון המשקיע הפרטי לשמרנות וזהירות בכל הנוגע לגורל כספיו. כך, לדוגמה, הפיקוח עשוי תאורטית לאפשר הקלות ברגולציה בנוגע למכשיר פיננסי חדש כדי לעודד את הביקוש בשוק לנכס זה ולאפשר את קיומו – גם במחיר של מתן הקלות כאלה לקופות גמל שהעמיתים בהן אינם מעוניינים בחשיפה לאותו סיכון. יש לזכור שהגוף המתכנן את מדיניות ההשקעות המותרת לקופות הגמל ולהסדרים הפנסיוניים האחרים – שהוא גם הגוף שיפקח על יישומה – מונחה במידה רבה על-ידי השיקולים הסותרים.

84 ראו דיון להלן על חלוקת תיק הנכסים של הגופים המוסדיים. עוד בנושא זה אפשר למצוא במאמרו של חמדני, לעיל ה"ש 6.

85 ראו רון שטיין "קרנות הפנסיה הוותיקות רכשו ביום ראשון מניות בבורסה בכ-100 מיליון שקל – ותרמו להתמתנות הירידות באחד-העם" גלובס 13.10.2008 www.globes.co.il/news/article.aspx?fid=585&did=1000389195. כמו כן ראו איתן כהן "בלעדי: הצעה – קרנות פנסיה ותיקות יעזרו בניזילות לשוק" כלכליסט 12.10.2008 www.calcalist.co.il/local/articles/0,7340,L-3131662,00.html.

עיצוב מנגנון שמטרתו הגנה על ציבור המשקיעים עשוי לבכר הגבלה של השקעה בנכסים מסוימים או קביעת מנגנונים לניהול סיכונים שיחייבו זהירות בהשקעה. אם החלטה כזו מטיבה עם עניינם של החוסכים, היינו מצפים מהרגולטור שיקבל אותה; בה בעת, אותו רגולטור אמון גם על עידוד שוק ההון, על התקדמותו ועל פיתוחו. היעלה על הדעת שרגולטור שיעד זה עומד לנגד עיניו ימנע נתח נכבד של הכספים הזמינים להשקעה בשוק ההון מלהגיע לאפיקים "חדשים ונועזים"? איזה שיקול יגבר? מה יהיה מנגנון ההכרעה? האם לא מדובר בניגוד עניינים?⁸⁶

על אף העובדה שמדובר בדוגמאות גרידא ושאפשר לראות בפיקוח גורם המשכיל לערוך איזוני שיקולים ותועלות באופן שהולם את כלל הציבור על שלל טעמיו, אפשר לבקר את עצם מתן הסמכויות המקבילות משתי סיבות מרכזיות. הראשונה היא שעצם ההפרדה של הפיקוח על החיסכון הפנסיוני משאר שיקולי אגף שוק ההון תוביל לחסימת אפשרות – ולו תאורטית – למצב של ניגוד עניינים כאמור. הסיבה השנייה היא שכפיפותו של אגף הפיקוח למשרד האוצר הופכת אותו לחלק ממערכת כוללת של שיקולים החורגים מתחומי עיסוקו. אגף הפיקוח עשוי להיחפך לכלי נוסף במסגרת הארסנל העומד לרשות משרד האוצר, באופן שלא יהלום את הצרכים של ציבור החוסכים. מצב שבו הגוף המתכנן ומקדם רפורמות בעלות אופי היוצר צורך מוגבר בפיקוח הוא גם המפקח, אינו מיטיב עם הציבור. רק פתרון של ניגודי העניינים ושל שאלת הכפיפות עשוי להבטיח הגנה מלאה לאינטרסים של הפרטים.

בשונה מגוף הפיקוח על שוק ההון שבאוצר, ועל אף התפקידים השונים שלהם, הרשות לניירות ערך עשויה להיות הגורם הראוי לקבל לידיו את הפיקוח. הרשות לניירות ערך היא גוף עצמאי שתפקידו "שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך".⁸⁷ אמנם, שמירת ענייניו של ציבור החוסכים לטווח ארוך אינו נכלל פורמלית בגדר שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך, אך לא מן הנמנע כי הרחבה של תחום האחריות תשרת נאמנה את החוסכים.

86 המינוי של ועדת בכר על-ידי שר האוצר, שבה היה חבר גם הממונה על שוק ההון והביטוח, ממחישה אפשרות לדילמה כזו בפועל. מצבו העגום של שוק האשראי החוץ-בנקאי חייב אולי הוצאה כפויה של ניהול קופות הגמל מידי הבנקים. עם זאת, אפשר להטיל ספק בכך שציבור החוסכים היה מעוניין במהלך כזה. ניהול קופות גמל על-ידי גופים פרטיים ועידוד של תחרות אגרסיבית בתחום אינם תואמים בהכרח את טעמי הפרטים. קבלת ההחלטות על-ידי גופים אלו אולי סייעה לקידום ולשכלול של שוק ההון, אך באותה נשימה הובילה להפניה של כספי החוסכים לשוק ההון ולאג"ח קונצרניות במידה רבה יותר מבעבר. מובן שוועדת בכר נתנה את המלצותיה, אך הכנסת היא שאימצה אותן בדברי החקיקה. אין כוונתנו למתוח ביקורת על עצם ההמלצות של ועדת בכר, וכפי שצינו כמה פעמים במאמר קשה להאמין שמצבם של החוסכים היה יותר טוב אילו היו מוצאות קופות הגמל מידי הבנקים; עם זאת, דוגמה זו ממחישה בעינינו ניגוד עניינים אפשרי.

87 ס' 2 לחוק ניירות ערך קובע: "מוקמת בזה רשות ניירות ערך (להלן – הרשות) שתפקידה יהיה שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך, כנקבע בחוק זה".

הרשות לניירות ערך מורכבת מגורמים בעלי יכולות פיקוח, בקרה וחקירה ברמה נרחבת בהרבה מזו של אגף הפיקוח על שוק ההון. עובדי הרשות מוסמכים ליזום ואף לנהל משפטים פליליים נגד מפרים של הוראות החוק, והיקף התיקים המשמעתיים והפליליים שבתחום אחריותם גבוה לעין שיעור מזה של אגף הפיקוח. יש להזכיר כי פעילותה של הרשות לניירות ערך בתחום זה קדמה בכמעט עשור לפעילותו של אגף שוק ההון. ייתכן כי צבירת ניסיון וותק ברגולציה של שוק ההון תשפר את השפעתו של אגף שוק ההון בתחומי אחריותו. מובן שאין בעובדה שטרם ניתנה הזדמנות מספקת לאגף שוק ההון להוכיח את יכולותיו כדי לבטל את הפערים בין יכולת הפעולה וחופש הפעולה של רשות נפרדת, עצמאית וגדולה לבין אגף במשרד ממשלתי הכפוף למדיניות, לממשלות ולשרים מתחלפים.

התחומים המוסדרים על-ידי הרשות לניירות ערך כיום, משיקים במידה רבה לאלו הרלוונטיים לציבור החוסכים לטווח ארוך. ראשית, חלק ניכר מן הכספים הנחסכים מנותבים דרך אפיקי החיסכון אל שוק ההון, כלומר: כספי החיסכון הם למעשה כספים המתגלגלים להשקעה בניירות ערך. התקנות המסדירות את ניהול ההשקעות בקופות הגמל מאפשרות – ואף מחייבות במידה ניכרת – הפניה של כספי החיסכון לניירות ערך הנסחרים בבורסה, כשהסכומים המופנים לאפיקים שבתחום אחריותה של הרשות הם גבוהים.⁸⁸ כמעט כל הנכסים המצריכים ניהול אקטיבי של ההשקעה נמצאים באפיקים שבתחום אחריותה של הרשות. לפיכך, תפקידה של הרשות לניירות ערך בשמירה על עניינו של ציבור המשקיעים בבורסה חופף במידה רבה לדאגה לציבור החוסכים. בדיקה שערך אגף שוק ההון העלתה מתאם גבוה מאוד בין הביצועים של נכסי פנסיה מנוהלים (בעבר באמצעות ביטוחים משתתפים ברווחים, ובעבר היותר קרוב בקופות גמל) לבין תשואת מדד ת"א 25 (לשעבר מעו"ף).⁸⁹ נכון לחודש דצמבר 2008 עמד שיעור הנכסים הסחירים בישראל המוחזק על-ידי קופות גמל על יותר מ-65% מכלל הנכסים

88 ראו פרק ששי 1 לתקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), התשכ"ד-1964, ק"ת 2685.
89 ראו "השקעות הגופים המוסדיים בחו"ל – מצב קיים, השלכות והצעות לפתרון" 4-5 (נייר עמדה של אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר, 31.5.2006) / ozar.mof.gov.il/hon/2001/mosdiym/ (31.5.2006) / memos/ME20063243.doc

המנוהלים.⁹⁰ למותר לציין כי הרכב הנכסים בתיקי קופות הגמל השתנה במידה ניכרת בהשוואה לתקופה שקדמה לרפורמת בכר.⁹¹

באופן לא מפתיע עורר המשבר הנוכחי קריאה להאחדה של מנגנוני הפיקוח במערכת הפיננסית הישראלית ולצמצום הכפילויות והפרצות הרבות שבה. הקריאה המרכזית לאיחוד עלתה מכיוונו של בנק ישראל, שניאות להסכים להאחדה תחת קורת-גג. בהתבטאויות של בכירים בבנק ישראל הועלתה הקריאה למעבר של הרגולציה הפיננסית ממבנה של פיקוח מוסדי למבנה של פיקוח מותאם מטרות.⁹² עמדה זו, ראויה ככל שתהיה, היא רק חלק מהתמונה האמיתית, כפי שעולה מדברים שנאמרו באותו הקשר, שלפיהם לב הצורך בהגדלה של תחומי אחריותו של בנק ישראל הוא "החשיבות של איחוד הפיקוח היציבותי בבנק ישראל".⁹³

קשה לראות כיצד מטרות בנק ישראל זהות למטרות שצריכות להנחות את הגוף המסדיר את תחום החיסכון הפנסיוני. לדוגמה, בנק ישראל עשוי לבכר בראש ובראשונה יציבות של המערכת הבנקאית ואילו הרפורמות בתחום החיסכון הפנסיוני הקטינו את נתח העוגה שבידי הבנקים והובילו למגמה הפוכה. יתר על כן, השאיפה ליציבות המערכת הפיננסית עשויה לגרור העדפת שמירה על עמלות גבוהות וחוסר תחרותיות בשוק החיסכון הפנסיוני, ואילו האינטרס של ציבור החוסכים יהיה הפוך. האחדה מוכוונת-מטרות אמיתית דורשת בחינה כנה של אחריות בבסיס פעילות הגופים המתאחדים ולא סתם הכפפה מאולצת של גוף אחד לאחר. כפי שהודגש לעיל, כבר כיום מטרות הרשות לניירות ערך מצטלבות עם מרכיבים מרכזיים הנוגעים לתחומי החיסכון הפנסיוני, ודאי שבמידה רבה יותר משל בנק ישראל.

אפשר לראות כי עמודי התווך הנדרשים עבור גוף המפקח ביעילות על תחומי הפנסיה הם עצמאות ויכולת אכיפה. הנחיות ארגון OECD, המתוות הסדר מוצע לכלל החברים בארגון בתחום הפנסיה, מציינות שני גורמים אלו במפורש:

90 ראו משרד האוצר – אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון דו"ח הרכב נכסים חודשי לשנת 2008 www.finance.gov.il/hon/2001/gemel/memos/nehassim2008.xls: אג"ח ממשלטיות סחירות 31.65%, אג"ח קונצרניות סחירות: 21.14%, מניות 11.05%, קרנות נאמנות: 0.8%, תעודות סל: 3.23%. נתון כמעט זהה (נמוך בפחות מאחוז), נמצא בנתוני קרנות הפנסיה החדשות (שאינן מחזיקות באג"ח מיועדות). בסוף שנת 2009 עמד הנתון המקביל על 72%, כאשר האג"ח הקונצרניות והמניות מהוות יחדיו 43.5%. בסוף שנת 2007 עמד שיעור הנכסים הסחירים על 63%.

91 לפי נתוני שנת 2003 מאתר אגף שוק ההון, שם, הרכב הנכסים בקופות הגמל היה כדלקמן: 42.96% באג"ח ממשלתיות, 4.78% באג"ח קונצרניות, ו-14% במניות.

92 אמנון אטר "האוצר נגד בנק ישראל: איחוד רשויות הפיקוח אינו נמצא על הפרק" כלכליסט 21.9.2009 www.calcalist.co.il/local/articles/0,7340,L-3361622,00.html. ראו גם: בנק ישראל "תמצית דבריו של המפקח על הבנקים, מר רוני חזקיהו בכנס שנערך היום במרכז הבינתחומי בהרצליה" הודעה לעיתונות 30.3.2009 www.boi.gov.il/press/heb/090330/090330h.htm.

93 דברי חזקיהו, שם.

The pension supervisory authority should have operational independence from both political authorities and commercial interference in the exercise of its functions and powers. [...]

Pension supervisory authorities should be endowed with the necessary investigatory and enforcement powers to fulfill their functions and achieve their objectives.⁹⁴

עיקרון דומה מופיע במסמך המציע רפורמה בתחום הפנסיה בבריטניה במטרה לאפשר הקמת מערכי פנסיה בניהול עצמי, בדומה לניסיון שנעשה בישראל בימים אלו. המסמך קובע במפורש כי יש חשיבות לכך שהגוף המפקח על מדיניות ההשקעות בפנסיות כאלו יהיה חף מהשפעות של הממשלה:

[A]n investment management committee that will: [...] be independent of, and operate at arm's length, from Government;⁹⁵

במציאות כיום, הגוף הקרוב ביותר (אם כי לא באופן מושלם) לדרישות אלו הוא הרשות לניירות ערך.

3. הפתרון המוצע: האחדת המונחים, האחדת הרגולציה

תיארנו לעיל שתי בעיות להן אנו עדים בשוק ההון הישראלי – הפרדה של אופי הייעוץ, כך שנוצר מסלול אחד לתחום ההשקעות ומסלול אחר לתחום הפנסיוני; הפרדה זו גוררת עמה הפרדה מלאכותית של מנגנוני הפיקוח. קל לנבא כי הדי המשבר הנוכחי יובילו לדרישה להאחדה של גופי פיקוח, מסיבות אחרות מאלו שתוארו לעיל. כל גוף פיקוחי יתייצב על פתחו של המחוקק עם הוכחות ליכולתו לפתור את תחלואי שוק ההון ולאוזלת ידם של גופי הפיקוח האחרים.⁹⁶ ייתכן שאחד מהם יגבר ויוכתר ל"רגולטור-על". ככל שהאחדה של גורמי הפיקוח תראה לנגד עיניה את טובת הציבור בהקשר בו דנו לעיל,

94 OECD Recommendation on Core Principles of Occupational Pension Regulation, page 22. www.oecd.org/dataoecd/14/46/33619987.pdf. לאחר הגשת המאמר אושר נוסח סופי של ההצעה.

95 DEPARTMENT FOR WORK AND PENSION (DWP), PERSONAL ACCOUNTS: A NEW WAY TO SAVE (2006), www.dwp.gov.uk/docs/PA_PersonalAccountsFull.pdf.
96 ראו דוגמאות לקריאות כאלו: דברי המפקח על הבנקים, מר רוני חזקיהו, כמתואר בה"ש 92; אליצפן רוזנברג "מי יפקח על שוק ההון" כרוז (עיתון איגוד החברות הציבוריות) 46, 8 (2008); נעה גרטי "רפורמת בכר הקריבה את הלקוחות" *walla* 2.5.2007, finance.walla.co.il/?w=/3/1100491, 30.4.2009 מישל אוחיון "צו השעה – האחדה של רשויות הפיקוח בשוק ההון" *כלכליסט* 30.4.2009, www.calcalist.co.il/local/articles/0,7340,L-3275348,00.html

נפרט להלן את הצעתנו להאחדה שתפתור את שתי הבעיות המתוארות. יודגש כי אין בכוננתו או ביכולתנו לדון בשאלה הרחבה יותר, של הכפפה מלאה של זרוע מפקחת אחת תחת האחרת. דעתנו היא כי ההסתכלות הנכונה היא ברמת הסמכות הנקודתית ולא בהגדרת התפקידים הכלליים. בשונה מהיצמדות למסורות העבר, שאינן תואמות עוד להווה, הבחינה הנכונה שיש לעשות איננה איתור הרשות המיותרת או הרשות המוכשרת. הבחינה הנכונה צריכה להתמקד, כפי שנציע להלן, בזיהוי של תחומי אחריות דומים ובשייכותם לגוף שטבעי שיעסוק בהם, גוף בעל מומחיות בתחום. האחדה של רשות הפיקוח תלווה בהאחדה מהותית של תחום הייעוץ באופן שישלים אותה.

בניגוד לגישת ה"זבנג וגמרנו", הגורסת כי העברת מלוא סמכויות גוף אחד אל גוף אחר תפתור את הבעיות בפיקוח, אנו מציעים דרך התמודדות מתונה יותר. באמצעות בחינה מדוקדקת של כל פעילות מפקחת אפשר לזהות נקודות שבהן אחריות ספציפית אינה מוקנית לגוף המתאים. באמצעות פריסת התחומים המפוקחים לפרוסות על-פי אופי הפעילות ולא דווקא על-פי הגוף המפוקח, אפשר להגדיר גם את טיבה של פעילות הרגולטור. מובן שגישתנו עשויה להוביל לקריאה להעברת סמכויות בין רגולטורים אף מעבר לסוגיות הנדונות במאמר זה. כך לדוגמה, כפי שיוסבר בהמשך, ייתכן כי פיקוחה של הרשות לניירות ערך אחר ייעוץ השקעות בישראל עשוי לחייב עיסוק בתחומים שאינם נחזים כ"השקעות" אף שבמהותם הם אכן כאלו.⁹⁷ כמו כן, המפקח על שוק ההון עשוי להידרש לפעילויות ביטוחיות גרידא, שעד היום – או לפחות עד המשבר – נתפסו כפעילויות השקעה.⁹⁸ בשלב זה נשאיר שאלות רבות ומורכבות בעניין זה לעתיד ונתמקד במתח בין עולם יועצי ההשקעות לעולם היועצים הפנסיוניים.

כמתואר לעיל, פעילויותיהם של יועצים וסוכנים פנסיוניים צריכות להיות מתואמות עם מטרות האמיתית ולא להישאר נאמנות להגדרות היסטוריות. שיווק וייעוץ בנושא מוצרים פנסיוניים רבים עוסק בעיקר בשאלות של השקעה. לפיכך, הצעתנו היא להאחדה מהותית בהסדרה של תחום הייעוץ ה"פנסיוני" ושל תחום הייעוץ בנושאי "ניירות ערך ונכסים פיננסיים". למעשה, הצעתנו היא להביא להאחדה של שני החוקים – חוק הסדרת העיסוק וחוק הפיקוח, כך שייוצר תחום חדש – "ייעוץ פיננסי". העיסוק בייעוץ פיננסי יהיה "מתן ייעוץ לאחרים בנוגע לכדאיות של השקעה, החזקה, קניה או מכירה של ניירות ערך או של נכסים פיננסיים", והגדרתם של "נכסים פיננסיים" תכלול גם מוצרים פנסיוניים. כך תתבטל ההפרדה הסינטטית בין ייעוץ בעניין מוצרי השקעה רגילים לבין ייעוץ במכשירים אחרים שמהותם גם היא השקעה, אך הם מכונים "פנסיוניים".

97 כל החלטה חשובה על "השקעה", יהיה שמה אשר יהיה, עשויה להצריך ייעוץ השקעות, כמו גם פיקוח של הרשות לצורך הגנה על ציבור המשקיעים.

98 מכשירים רבים, כדוגמת CDS (credit default swap) עוסקים במהותם בהעברת סיכונים מצד לצד, באופן כמעט זהה לביטוח.

הצעה זו, על אף פשטותה הרבה, מאחדת תחת קורת-גג אחת את רוב התחומים הנוגעים לאופן הפניית כספיו של אדם לאפיקים כאלו או אחרים. היא מאחדת את תפקידי היועץ הפנסיוני ויועץ ההשקעה, ומכאן שהיא מאגדת גם את פעילותם של אלה שנותנים ייעוץ (משווקים וסוכנים). פעולתה מנטרלת באחת את ניגודי העניינים ואת הבעיות שתיארנו לעיל – השירות שיינתן ללקוחות (ה"ציבור") יתמקד בהיכרות אינטגרטיבית ומקיפה עם הלקוח, צרכיו ורצונותיו ולא יוגבל לתחום בו מתמחה היועץ. יכולתם של היועצים לייעץ, כמו גם התמריץ שיקבלו ביחס לכל אפיקי ההשקעה והחיסכון, תאפשר התאמה מרבית של השירות ללקוח. מבחינה קונספטואלית, יש בהצעה כדי לפתור את בעיית ההפרדה הגסה בין תחומים היכולים כולם להיתפס בגדרי המונח "השקעה". היא תשחרר את היועצים הפנסיוניים מכבלי התפיסה בדבר עולם נפרד שאינו מחובר לשוק ההון. בתוך כך היא תוכל (יש לקוות) להגדיל את האפקטיביות של הייעוץ הפנסיוני עבור הלקוחות, את ההבנה של הציבור אודות גורל הנכסים שלו ואת היקף הפניה לייעוץ פנסיוני.

כדי להמחיש כי עמדתנו אינה תאורטית בלבד ראוי לציין כי גישה זו ביחס להגדרה רחבה של מונח ההשקעה נמצאת גם בחקיקה בריטית. בהתאם להגדרה הנרחבת בחוק FSMA⁹⁹, המונחים שאליהם מתייחס המונח "השקעה" אינם מוגבלים רק לניירות ערך. זאת, בשונה מההגדרה האמריקנית, המרחיבה מאוד את הגדרתם של ניירות ערך, אך מתמקדת במכשירי השקעה מתוחכמים ולא באפיקים נרחבים.¹⁰⁰ הגדרת החוק הבריטי

99 Financial Services and Markets Act, 2000, c.8 (Eng) (להלן: FSMA).

100 מעניין להבחין כי מכשירים רבים המוזכרים בהגדרה האמריקנית ל"securities" כלל אינם מוגדרים בחוק הישראלי (ורובם אף אינם נפוצים בשוק ההון); ההתמודדות עמם תצריך מחשבה רבה מצד הרשות לניירות ערך. "Definitions: (18) 'Security' means any note, stock, treasury stock, security future, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security (including a certificate of deposit) or on any group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a 'security', or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guaranty of, or warrant or right to subscribe to or purchase any of the foregoing"

מכלילה במפורש במונח "השקעות" גם חוזי ביטוח.¹⁰¹ כך נכללות בהגדרות המונח השקעה, בהתייחס לפעילותם של יועצי השקעות, כל הפעולות הנוגעות לביטוחים, לרבות פנסיה. הגדרה רחבה זו תואמת גם את אופי הפיקוח המאוחד, כפי שיידון להלן. הרחבה של הגדרת ההשקעות ואיחוד הסדרת הייעוץ בתחום הפנסיוני ובתחום ההשקעתי תחייב גם האחדה פיקוחית. כאמור לעיל, ראייתנו היא כי הגוף המתאים ביותר לביצוע פיקוח זה הוא הרשות לניירות ערך. בעוד אחריותו של אגף שוק ההון והביטוח באוצר – כמו גם הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל – מקיפה נושאים רבים, הרשות לניירות ערך היא בעלת מומחיות רבה בהגנה על ציבור המשקיעים ופעילותה חפה משיקולים אחרים. ככל שהגנה אמיתית על טובת ציבור המשקיעים תוביל באמת לקידום טובתו של הציבור בכללותו ("ההגנה על האינטרס של המשקיעים נועדה אף להגביר את השתתפותם בשוק ההון, אשר גודלו וחוסנו הינם אינטרס כלכלי של המדינה"),¹⁰² הרשות לניירות ערך היא הסוכן היעיל ביותר לשינוי זה. המטרות הפיקוחיות של שני הראשונים עומדות בסתירה למטרה של ההגנה על ציבור המשקיעים שבבסיס חוק הפיקוח. שמירה על עניינם של המשקיעים בקופות הגמל קרובה יותר להגנה על עניינם של המשקיעים בקרנות נאמנות מאשר ההגנה הנדרשת על רוכשי ביטוח רכב. הסיבות ההיסטוריות שמובילות לכך שאגף שוק ההון מפקח על קופות גמל, הנחשבות למוצר פנסיוני, אינן משנות את העובדה שבפועל אין כל הבדל בין השקעה בקופות גמל להשקעה בקרן נאמנות. קופת גמל גם היא "הסדר, שמטרתו השקעה משותפת בניירות ערך והפקת רווחים משותפת מהחזקתם ומכל עסקה בהם".¹⁰³

עצם העובדה שלסוג מסוים של קרנות נאמנות ניתן עידוד בצורת הטבת מס נרחבת, בצירוף הגבלות על יכולת המשיכה, אינה הופכת אותה ל"ביטוח". הפיקוח של רשות ניירות ערך על תחום זה תואם את ההיגיון הכללי של רפורמת בכר ואת המציאות בשוק ההון הישראלי, וכן עולה בקנה אחד עם הקריאות להאחדה של מנגנוני הפיקוח. יודגש כי הצעתנו צנועה ואינה מתמקדת בקריאה הרחבה יותר – להעביר את הפיקוח על קופות הגמל עצמן לרשות לניירות ערך.¹⁰⁴ טענתנו היא שבהיבט הצרכני בלבד – הסדרת העיסוק של יועצים וסוכנים פנסיוניים – יש להפריד בין הגוף בעל הסמכויות העוסקות

101 FSMA, תוספת 2, ס' 20: "Rights under a contract of insurance, including rights under contracts falling within head C of Schedule 2 to the [1992 c. 40.] Friendly Societies Act 1992".

102 פרשת מנהלי ההשקעות, לעיל ה"ש 9.

103 הגדרת קרן נאמנות לפי ס' 2(א) לחוק השקעות משותפות בנאמנות.

104 לא מן הנמנע כי גישה זו תחייב העברה של הפיקוח המהותי לאחריותה של הרשות לניירות ערך, בד בבד ובדומה לפיקוחה על פעילותן של קרנות נאמנות. הדברים חורגים ממסגרת הדיון הנוכחי.

בענייני יציבות ושמירה על שוק ההון לבין הסמכויות המתמקדות בהגנה על ציבור המשקיעים.¹⁰⁵

צעד ראשון בכיוון האחדה בישראל נעשה בימים אלו, אך ממחיש במידה רבה את הקשיים המתוארים לעיל. עם כניסתן של קופות הגמל בניהול אישי לעולם החיסכון הפנסיוני בישראל, ייווצר מנגנון המאחד בין עולם ההשקעה לעולם הפנסיוני. על-פי ההצעה של משרד האוצר יוכל כל אזרח ישראלי ליהנות מהטבות המס שבחיסכון באמצעות קופות גמל, בלי להפקיד את ההחלטות על ניהול הכספים בידי חברה מנהלת. יתר על כן, המודל החדש יאפשר ניהול של כספי החיסכון הפנסיוני באמצעות מנהלי תיקים ששייכים כאמור לעולם ההשקעות. מבנה זה יוביל לכך שהפיקוח אחר ניהול כספי הפנסיה של החוסכים באפיק זה יהיה נתון בעיקר לאחריותה של הרשות לניירות ערך. אם כן, כיצד מתקיימת האנומליה הבאה: כאשר יבחר אדם בקופת גמל בניהול אישי, הרשות לניירות ערך תהיה לצדו בכל הנוגע לפיקוח על אופי ההשקעה של חסכונו – אך לא כן כשאלה מנוהלים בידי חברה מנהלת קופות גמל; נוסף על כך, לא ברור מי יהיה היועץ שימליץ על הבחירה באפיק זה – האם יהיה זה היועץ הפנסיוני, שימליץ על אופי ההשקעה באפיק פנסיוני, או שמא דווקא יהיה זה יועץ ההשקעות, שימליץ על דרך ראויה לניהול החיסכון? שאלת ניגוד העניינים מתעוררת גם כאן: האם יפנה היועץ הפנסיוני את הלקוח אל אפיק שאינו "פנסיוני טהור",¹⁰⁶ העשוי להבטיח רווחים למנהל התיקים אך לא לחברה מנהלת?

גישתנו בנוגע לאיחוד גוף הפיקוח מוצאת אחיזה במבנה הרגולציה באנגליה, באופן קונסיסטנטי עם העובדה שהגדרת המונח "השקעה" בחוק האנגלי תואמת לזו המוצעת על-ידנו. הרגולציה בבריטניה מאוחדת בצורה מקיפה ביותר, באופן שהולם הצעות נרחבות להאחדת מנגנוני הפיקוח בישראל. בשנת 1997 אוחדו תשעה גופים פיקוחיים בבריטניה לרשות אחת. Financial Services Authority (FSA) היא הרגולטור הראשי, החל מכניסתו לתוקף של ה-FSMA בשנת 2000, ובעלת מרבית הסמכויות בהקשרים הפיננסיים בבריטניה. אליה מתווסף הבנק המרכזי של אנגליה, העוסק בעיקר בשמירה על יציבות.¹⁰⁷ הצעתנו איננה עוסקת בייבוא של מבנה הרגולציה הבריטי, אך אפשר לראות כי היא אפשרית בהתאם למודל הבריטי.

105 ראו דיון ביכולתה העודפת, כמו גם במשאביה העדיפים, של הרשות לניירות ערך ביחס לגופי הפיקוח האחרים: רוזנברג, לעיל ה"ש 96, בעמ' 9.

106 במסגרת ההסדר החדש יוכל הלקוח "לנהל" את חסכונו הפנסיוני, בין באמצעות הוראות לחברה המנהלת של קופת הגמל ובין בהוראות למנהל התיקים שעמו יתקשר למטרה זו. ראו תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (קופת גמל בניהול אישי), התש"ע-2009, ק"ת 6820.

107 Richard, J. Herring & Jacopo Carmassi, *The Structure of Cross-Sector Financial Supervision*, 17 FIN. MARKETS, INST. & INSTRUMENTS 51 (2008), available at fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/07/0734.pdf.

אמת, הצעתנו עלולה להיתקל בכמה קשיים, התואמים לטיעוני-הנגד כתגובה לדרישות האחדה של מנגנוני הפיקוח. ראשית, האחדת הפיקוח על יועצים בשני התחומים מתעלמת מהשוני בין התחומים ומהצורך להתמחות של הרגולטור הרלוונטי. שנית, היא מתעלמת מהצורך בייעוץ נפרד לתחום הפנסיה, שהוא ייחודי ופחות יום-יומי מהעיסוק בהשקעות "רגילות". שלישיית, מבנה מאוחד של פיקוח רגולטורי אינו ערוכה בלעדית מפני כשלים. המשבר הכלכלי הנוכחי הוא עדות לכך שכל משק מפותח, תחת כל מודל של פיקוח, איננו חסין ממשברים. נתמודד (בקצרה) עם הטיעונים כסדרם.

(א) טיעון התמחות הרגולטור

כפי שצינו לעיל, הסדרת הפעילות של גופי ביטוח איננה זהה להסדרת עיסוקם של בתי השקעות. אכן, פעילות ביטוחית, אף אם היא כוללת אספקטים הנוגעים להשקעה, היא פעילות שונה לחלוטין מניהול נכסים. הרשות לניירות ערך איננה מתמחה בנושא הביטוח, ובמשך השנים היה המפקח על הביטוח ושוק ההון הגורם האמון על תחום זה. בהתאם, הצעתנו איננה להקנות לרשות לניירות ערך סמכויות לפיקוח על פעילות ביטוחית כלשהי; השאלה המורכבת יותר של האחדת גופי הפיקוח איננה נדונה כאן. הצעתנו היא שבכל הנוגע לאספקטים של החיסכון הפנסיוני בישראל, שאינם נוגעים לביטוח, תועבר הסמכות לרשות לניירות ערך. מכיוון שחלק מאפיקי החיסכון הפנסיוני בישראל כיום הם בהסדרי ביטוח (לפחות לפי שמם), נדרש צורך בפיקוח מההיבט הביטוחי. לפיכך, הסדרת פעילותם של הגופים העוסקים בפנסיה, בפועלם כמבטחים, צריכה להמשיך להיעשות על-ידי הגורם המתמחה בנושא מורכב זה. עם זאת, העובדה שבפיקוח על גופים אלו עשוי להיווצר תחום אחריות חופף בין שתי סמכויות איננה סיבה להעניק סמכויות לגוף זה או אחר. עניינם של ציבור המשקיעים יישמר טוב יותר מאשר היום גם אם חלק מסמכויות הפיקוח של אגף שוק ההון לעניין הביטוח יישארו על כנן, ואילו סמכויות מסוימות יועברו לרשות לניירות ערך.

בהקשר זה נציין עוד שתי נקודות: לאור הדומיננטיות הכמותית של קופות הגמל במסגרת הסדרי החיסכון הפנסיוני,¹⁰⁸ ולאור העובדה שהמרכיב הביטוחי בפעילותם הוא משני, בעיית החפיפה ברגולציה ויתרונו של אגף שוק ההון אינם שיקולים משמעותיים. עיסוקן של קופות הגמל אינו בהצעת ביטוח אלא בניהול כספים. נוסף על כך, הסדרי

108 נכון לסוף שנת 2007 עמד שיעורם של הנכסים בקופות הגמל על כ-43% מנכסי החסכון הפנסיוני של אזרחי ישראל (ראו דו"ח אגף שוק ההון לשנת 2007, לעיל ה"ש 40). השיעור צפוי לגדול עם השנים לאור גויעתן של קרנות הפנסיה הוותיקות. בשנת 2008 עמד היקף הנכסים בקופות הגמל על סך של 217 מיליארדי ש"ח, היקף החסכון באפיקים פנסיוניים עמד על סך של 308 מיליארדי ש"ח, מתוכם 215 מיליארד בקרנות הפנסיה שבניהול מיוחד (קרנות הפנסיה הוותיקות שאינן מאוזנות). הנתונים נלקחו מדוחות חודשיים הזמינים באתר אגף שוק ההון באוצר. על-פי דו"ח בנק ישראל לשנת 2008, לעיל ה"ש 32, בעמ' 163, עמד היקף הנכסים בפוליסות ביטוח חיים על כ-160 מיליארדי ש"ח.

"ביטוח חיים" או "ביטוח מנהלים" בהקשר של חיסכון פנסיוני אינם שונים מהותית. המבנה שלפיו פועלות ישויות אלו הוא מבנה של פוליסת ביטוח, לצד פעילות רגילה של מרכיב חיסכון המתנהל כקופת גמל לכל דבר. ההסדר המורכב של גופים אלו ממחיש את הקושי להתקיים בשני העולמות בד בבד.¹⁰⁹ גם בהקשר של תכניות אלו אפשר יהיה להפריד בין הפיקוח הביטוחי לפיקוח ה"השקעת".

ניתן להביא דוגמאות הממחישות את האפשרות לקיים פיקוח משולב שמבוצע – בהתאם לחלוקת אחריות עניינית – על-ידי מספר גופים. בהקשר של האחדת הרגולטורים, שהיא צורה רווחת באירופה, אפשר להפריד בין שתי גישות. האחת, המתאימה למודל הבריטי, היא האחדה של הפיקוח כשהחלוקה הפנימית היא בהתאם לעיסוק הפיקוחי.¹¹⁰ – רישוי, פיקוח ואכיפה.¹¹¹ הגישה האחרת היא האחדת הרשות אך חלוקה פנימית בהתאם לגוף המפוקח,¹¹² בדומה למודל של רשות הפיקוח הפדרלית בגרמניה.¹¹³ אפשר לומר כי הגישה הישראלית מתמקדת בהפרדת הפיקוח בהתאם לגוף המפוקח, בזמן שההאחדה הנדרשת היא בהתאם לפעילות המפוקחת. במציאות אין הבדל משמעותי שנובע מסוג הגוף המפוקח בישראל, לכן הדגש צריך להיות על אופי הפעילות המפוקחת, אשר גם אם חוסה תחת קורת-גג אחת, יכולה לכלול מרכיבים נבדלים של ביטוח והשקעה.

(ב) טיעון הצורך ביעוץ נפרד

דומה כי כל טיעוננו בפרקים הקודמים נועד להבהיר מדוע דווקא אין צורך בהפרדה של הייעוץ לנושאי הפנסיה וההשקעה. עם זאת, אי-אפשר להתעלם מההבדלים בין ההחלטות הנוגעות להשקעה בכל אחד מהאפיקים. העובדה שיש שוני בקבלת ההחלטה – ושאוילי מוטב שהיועצים יתמחו בכל אחד מהם – אינה כבדת-משקל עד כדי דרישה להפרדה בין היועצים. כדי לקבל עמדה זו יש להסכים עם הגישה שמדובר בהחלטות

109 דוגמאות לכך ניתן למצוא בהנחיות הרגולטור: "יש להבחין בגוף הפוליסה בין דמי ביטוח המהווים תשלום בגין מרכיב החסכון לבין דמי ביטוח המהווים תשלום לרכישת כיסוי ביטוחי למקרה מוות ולמקרה של אובדן כושר עבודה". משפט זה הלקוח ממכתבו של ניר כהן, המשנה לממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון, למנהלי חברות הביטוח ממחיש את חוסר הקוהרנטיות והקושי בערבוב של מושגי הביטוח והחסכון. ראו ניר כהן קווים מנחים לעניין תכניות ביטוח חיים משולבות בחסכון www.finance.gov.il/hon/2001/insurance/memos/kavim2006.pdf (12.12.2006).

110 "Regulatory Function"

Rosa M. Lastra, *The Governance Structure for Financial Regulation and Supervision in Europe*, 10 COLUM. J. EUR. L. 49, 51 (2003)

112 "הסופר/מגה" רגולטור הגרמני מחולק למעשה למחלקות נפרדות – פיקוח על ביטוח וקרנות פנסיה, פיקוח על ניירות ערך וניהול כספים, פיקוח רגולטורי כללי העוסק בעיקר בהגנת המשקיעים, ופיקוח על הבנקים.

113 לאסטר, לעיל ה"ש 111.

זהות למעשה. ההחלטות להשקיע ברכישת בית, בפתיחת תכנית חיסכון או בהצטרפות לקופת גמל עשויות להיות כבדות-משקל ומשמעותיות במידה זהה. כמו כן, מדובר בהחלטות שכמעט כולן חליפיות זו לזו במובן שהפניית משאבים לאפיק אחד תבוא לעולם על חשבון הפנייתם לאפיק אחר.

אם אכן יש צורך בהתמחות נפרדת בכל אחד מהתחומים, ואם אכן תהיה להפרדה דרישה מקרב הציבור, לא מן הנמנע שהיא תתרחש באופן טבעי. כך אפשר יהיה למצוא יועצות המתמחות במוצרים פנסיוניים בצד יועצות המתמחות בהשקעות. בשונה מהמצב כיום, על-פי הצעתנו תהיה לשתיהן הכשרה דומה כמו גם יכולת עקרונית זהה לייעץ בנוגע למגוון המלא של אפיקי ההשקעה. הקושי נעוץ בצורך בהתמחות נפרדת לעניין הייעוץ הביטוחי. תהליך קבלת ההכרעה על אודות ההשקעה יכול שיצריך התמחות של היועץ הפיננסי בתחום הביטוח. אפשר להתמודד עם סוגיה זו על-ידי יצירת אפיק דומה ליועצים פיננסיים המעוניינים לעסוק גם בייעוץ בנוגע להסדרי ביטוח. כפי שצינינו לעיל, מרכיב הביטוח בחיסכון הפנסיוני בישראל אינו מהותי, ורוב החיסכון הפנסיוני מנוהל הלכה למעשה במסגרת קופות גמל (בין בהסדר ששמו קופת גמל ובין בהסדר הכולל מרכיב ביטוחי ומרכיב של חיסכון).

מכל מקום, ההאחדה דרושה גם נוכח האופי בו ניתן הייעוץ בפועל. גם לאחר כל הרפורמות בשוק ההון הבנקים הם מוקד כולל לניהול של נכסי הציבור, בין היתר באמצעות עיסוק בייעוץ השקעות ובייעוץ פנסיוני. מבנה התמריצים והיכולת לגביית תשלום של יועצים מתוכנן כך שאין סיכוי ממשי להתפתחות של גופי ייעוץ עצמאיים במנותק מהבנקים.¹¹⁴ חרף ההיגיון שבקבלת ייעוץ השקעות, המצדיק נכונות לשלם עבורו, קשה להניח כי אזרחים רבים – בפרט אלו הזקוקים לייעוץ יותר מכל השאר – יסכימו לשלם את שכרו של יועץ ההשקעות מכיסם בזמן שהייעוץ בבנקים ניתן "חינם". הנתונים בשטח תומכים בהנחה זו.¹¹⁵ המצב יוטב אם יוכלו העוסקים בבנקים לתת ייעוץ מגוון ללא חומת הפרדה בין התחומים, והייעוץ יראה לנגד עיניו את התמונה המלאה – פנסיונית ו"השקעתית" כאחד.

(ג) טיעון הכישלון של מודלים מאוחדים

ספק רב אם יבוא של מודל רגולטורי זר, כמו שהוא, הוא פתרון לבעיות של שוק ההון הישראלי. המשבר שתקף גם את ישראל היה חריף בהרבה במקומות שאליהם אנו

114 אפשר לומר שחלק מהבעיה נוגעת לחינוך הפנסיוני של האזרחים. פגישה עם יועץ מחוץ לבנק מחייבת תשלום מידי בהתאם לשעת פגישה או כל צורה אחרת ואילו הייעוץ בבנקים ניתן "חינם" (העלות נסתרת ונדחית עד לגיל הפרישה). לכן, ספק אם אנשים בעלי נכסים מועטים יפנו לייעוץ מחוץ לבנק.

115 גורם אפשרי נוסף לדשדוש של הייעוץ הפנסיוני הוא העובדה שהבנקים החלו את פעילותם רק לאחרונה.

נושאים תכופות את עינינו כשנדרשת השראה לשינוי.¹¹⁶ על כן, קשה לקבל הצעות לשינוי האופי של הרגולטור לפי מודל זר, כשכשלו של הרגולטור הזר חריפים ולא מעידים על יכולתו להתמודד עם תחומי אחריותו. הצעתנו אינה מתמקדת בייבוא של מודל זר או בהעתקה של הסדר כזה או אחר. בראייתנו, החשיבות הגדולה ביותר בעת הנוכחית היא בחינה פרטנית של הסדרים ולא בחינת הכותרות והדמויות שמרכיבות את שוק ההון בישראל. עוד מוקדם להסיק מסקנות בנוגע למה שהתרחש בעולם וודאי שמוקדם ללמוד ממדינות זרות על ההסדר הרצוי בישראל. היחפזות בעת הנוכחית להאחדה של מנגנוני הפיקוח באופן גורף עשויה להתברר כמוקדמת מדי ומסוכנת. מערכת היחסים שבין הרגולטורים צריכה להיקבע בהתאם לתכלית של כל הליך רה-אורגניזציה או האחדה. עצם העובדה שלאורך תקופה מסוימת גוף מסוים מצליח לתפקד בצורה עדיפה, או שגורם דומיננטי ומוערך עומד בראשו, אינה צריכה להישקל. אפשר לטעון כי הרשות לניירות ערך, שלה אנו מבקשים לנכס תפקידים נוספים, לא הצליחה למנוע את נזקי המשבר בתחומי אחריותה. לדעתנו, מבחינה מהותית פעילותם של כלל גופי הרגולציה בישראל מצריכה חשיבה מחודשת. עם זאת, אין בכך כדי להסיק כי המודל שלפיו הרשות לניירות ערך פועלת הוא שגוי. המטרות שעומדות בבסיס ההקמה של הרשות, כמו גם אלו שבאו לידי ביטוי בדברי הוועדות הרבות, מבייסקי עד בכר, עוסקות בחשיבות ההגנה על הציבור וביצירת אורה שבה הציבור מסוגל ומעוניין לקבל החלטות בנוגע לעתידו הפיננסי. זהו העיקר, הגנה על הציבור, ולא על מעמדו או יוקרתו של גוף פיקוחי כזה או אחר.

ד. התמרוץ והסיכון: מציאות ותאוריה

1. שכר ורווח

החל בגלגולו הראשון של חוק הסדרת העיסוק נכללה בו הוראה מעניינת למדי הנוגעת לשיעור דמי הניהול שמנהל תיקים רשאי לגבות. לפי החוק בנוסחו כיום, חל איסור על מנהל השקעות להתנות את שכרו ברווח שהפיק ללקוח מעסקה או במספר העסקאות שביצע עבור לקוח.¹¹⁷ הוראות דומות, האוסרות על התניית שכרו של מי שמנהל את כספי הזולת ברווחים שהשיג עבורם, נמצאות גם בהקשר של קופות גמל וקרנות

116 אפשר לומר שמודל הרגולציה בארצות-הברית, שהוא מקור השראה ומקור חיקוי לרגולציה בישראל, נכשל שוב ושוב לאורך ההיסטוריה. ההגבלות והדרישות בעניין ממשל תאגידי שעוגנו בעקבות משבר אנרון ו-וורלדקום, כמו גם חקיקת חוקי סרבנס אוקסלי, בצד פעילות אינטנסיבית של הרשות לניירות ערך (SEC) לא הצליחו למנוע משבר בעל מאפיינים בסיסיים דומים.

117 ס' 24 לחוק הסדרת העיסוק: "לא יתנה מנהל תיקים את שכרו ברווח שהפיק הלקוח מעסקה, או במספר העסקאות שבוצעו עבור הלקוח".

פנסיה.¹¹⁸ בענף קרנות הנאמנות אין הוראה דומה. שוני זה הוא ביטוי נוסף לתפיסה הדיכוטומית שביסוד הסדרתם של שני האפיקים, בהתאם להפרדה בין עולם ההשקעה לעולם הפנסיה. בעבר השתייכו קופות הגמל וההסדרים הפנסיוניים לעולם סולידי וכמעט נטול סיכונים השקעה, ששאלת התמריץ בהתאם לתשואה לא הייתה רלוונטית לו. במקום שבו אפיק ההשקעה המרכזי הוא אג"ח מיועדות אין כל טעם או היגיון רב בתמרוץ המנהל בהתאם לתשואה. עם זאת, בעולם ההשקעות – שהיה נפרד מעולם הפנסיה – היכולת של המנהל להתבלט ולשרת היטב את לקוחותיו תמיד הייתה אפשרית והגייונית, ולפיכך הגיוני גם שהוא יתמרץ בהתאם. כפי שנראה בהמשך, כיום אין מקום למניעת האפשרות לתמרוץ בין בעולם ההשקעות ובין בעולם הפנסיה. אפשר להסתכל על קרנות הנאמנות כהסדר זהה כמעט לחלוטין להסדרים הפנסיוניים (למעט הטבות המס). השוואה זו, וההבנה שהסדרי התמרוץ חיוניים וחשובים במערכת היחסים שבין הלקוחות למנהלים, תובלנה למסקנה שיש לבצע האחדה גם בתחום זה.

בפועל, גם בענף קרנות הנאמנות השתרש הנוהג לגבות דמי ניהול ("שכר מנהל הקרן") לפי חישוב של אחוז מסך הנכסים המנוהלים.¹¹⁹ למעשה, המודל של גביית שכר בשיעור קבוע, ללא תלות בביצועים, מתקיים – בין כהוראה חוקית ובין כנוהג – בכל מסלולי ניהול הנכסים בישראל, למעט חריג אחד.¹²⁰ ההוראות יוצרות משטר שבו דמי הניהול בכלל מכשירי ההשקעה אינם נגזרים מביצועיו של מנהל הנכסים (*Ex-post*) אלא נקבעים מראש (*Ex-ante*), לרוב לפי שיעור מסוים משווי הנכסים המנוהלים. מלבד ההגבלות שצוינו לעיל, כל הסדר חקיקתי מגדיר שיעורים, מגבלות והוראות לעניין אופי החישוב ולעניין הגבייה של דמי הניהול בתחום הרלוונטי.¹²¹ בדומה לתהליך שהתרחש

118 תקנת-משנה 41(ב) לתקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל) קובעת מגבלה על דמי הניהול: "דמי ניהול בקופות, שלא אושר להן לגבות דמי ניהול על בסיס הוצאות שהוציאו בפועל [...] יגבו בתשלומים חודשיים רצופים, ושיעורם החודשי לא יעלה על החלק ה-12 של 2% מסך כל הנכסים שבחשבונו של כל עמית ביום העסקים האחרון של כל חודש". לעניין קרנות פנסיה – "קרן חדשה מקיפה" רשאית לגבות דמי ניהול מתוך התשלומים המועברים לה, בשיעור של עד 8% מהם, וכן 0.25% משווי הזכויות של עמיתים שאינם מפקידים עוד כספים. קרן פנסיה חדשה רשאית לבחור באחד משני המסלולים – גביית דמי ניהול בסך 3% מהתשלומים המועברים, בתוספת 0.5% משווי יתרת זכויות העמיתים וכן עד 2% מהתשלומים המועברים לעמיתים בתקרה של 40 ש"ח, או גבייה בשיעור של עד 2% מהזכויות הצבורות.

119 ראו אתר רשות ניירות ערך "קרנות נאמנות – כמה זה עולה לי?" www.isa.gov.il/Download/IsaFile_482.pdf

120 חריג מרכזי שנדון בו בהמשך הוא "פוליסה משתתפת ברווחים".

121 לעניין זה ראו משרד האוצר – פורום השקעות אגף שוק ההון "צוות חשיבה בנושא: דמי ניהול בגין השקעות גופים מוסדיים בקרנות השקעה והעברת כספים לניהול חיצוני" – הצגת הבעיות וחלופות לפתרון" (2004) ozar.mof.gov.il/hon/2001/gemel/memos/2004-3227.pdf

בהסדרת עיסוקם של היועצים, אפשר להסתכל על ההסדרים של דמי הניהול כשיירים של תפיסות העבר.

מעבר להגדרות פרטניות בדבר אופי החישוב של דמי ניהול, כלולה בהוראות האוסרות על קשירתם בביצועים אמירה עמוקה על אופיים של היחסים בין בעל הנכסים למי שמחזיק בהם לצורך ניהול¹²² ועל צורת ההסדרה שטיבם של יחסים אלו גורר. ייתכן כי בעבר, בהתחשב בשוק ההון המנוון שאותו ביקשה "לנער" ועדת בכר ובמבנה ה"חסוך ושכח" בעולם הפנסיוני, נושא דמי הניהול לא דרש התעמקות מרובה. בעולם התחרותי שאחרי רפורמת בכר, שבו כספי הציבור נמצאים בתווזה מתמדת בין אפיקים ובין מנהלים, הוראות אלו משמשות כמוסרות הרגולטור בפיהם של המשקיעים ומגבילות את חירותם לעצב את יחסיהם עם מנהלי הנכסים כראות עיניהם. בפרק שלהלן נבקש להמשיך בדרך שבה פסענו בתחילת המאמר. נציג את עמדתנו, שלפיה איסור כזה אינו תואם את מערכת היחסים הרצויה בין מנהל נכסים פיננסיים לבין לקוחו ואינו עולה בקנה אחד עם המציאות בישראל – לפני המשבר, וביתר שאת לאחריו. כדי להשלים את הדיון נמחיש כיצד גם נושא זה עשוי להעיד על צורך בהאחדה מושגית ורגולטורית של כמה תחומים.

המשמעות של איסור התניית שכר ברווח היא הגבלה מראש של חופש הפעולה, הן של מנהל הנכסים הן של הלקוחות. במסגרת ה"משא-ומתן" בין המנהל ללקוחו צריכים השניים להגיע לעמק השווה לעניין התשלום שיקבל המנהל כשכר על עבודתו הנאמנה – ניהול כספיו של הלקוח. ההוראות האמורות מאפשרות לבחור שלל כלים ומדדים להגדרת השכר (יכולת המיקוח של הצדדים, המקובל בענף, שיעור מסך הנכסים המנוהלים, אחוז פחות מהמתחרים וכדומה), אך בכל מקרה סותמות את הגולל על אפשרות ליצור מנגנון שבו שכרו של המנהל ישתנה באופן ממשי בהתאם לשינוי בנכסיו של הלקוח. השורה התחתונה של הוראות כגון אלה היא נטרול התמרוץ של המנהל להשיג רווחים גבוהים ללקוחו: בין שהתיק ירוויח ובין שהתיק יפסיד, שכרו של המנהל לא ישתנה – לפחות לא במידה ניכרת.

על פני השטח, מטרתו של ההסדר ראויה ויש בה טעמים תאורטיים רבים. היא שואפת להגן על ציבור הלקוחות מפני "אהבת הסיכון" היחסית של מנהלי הנכסים. על-ידי יצירת מנגנון קבוע ואחיד של דמי ניהול, המנהל אינו מתומרץ בהתאם לשורת הרווח שבתיק ואינו מתומרץ לנטילת סיכון נרחב שאינו עולה בקנה אחד עם הסיכון שאליו הלקוח מעוניין להיחשף.¹²³ בהתאם להיגיון זה, במקרה שבו שכר מנהל התיקים היה מותנה ברווח, "שנאת הסיכון" של הלקוח הייתה עומדת בסתירה ישירה ל"אהבת

122 חלק זה עוסק בשכרם של מי שמנהלים נכסים עבור הזולת. בין שהכוונה לחברות מנהלות בקופות גמל, מנהל קרן, מנהלי תיקים, חברות ביטוח או קרנות פנסיה, ההתייחסות בחלק זה תהיה באופן כללי ל"מנהל נכסים".

123 דברי הסבר להצעת חוק הסדרת העיסוק, לעיל ה"ש 22, בעמ' 37.

הסיכון" של המנהל: המנהל מפזר את סיכוניו בצורה נרחבת (ככל שיש לו יותר לקוחות או נכסים רבים יותר) ויכול להגדיל את התשואה לעצמו במונחי תוחלת, תוך פגיעה בלקוח עקב הגדלת הסיכון. מכיוון שסיכוניו של הלקוח אינם מפורזים, יהיו לקוחות שייפגעו מניסיונות לא מוצלחים של מנהלים להגדיל את הרווח. מנהל התיקים המפוזר יגדיל את רווחיו הכוללים, ואף-על-פי שיטיב עם חלק מלקוחותיו, יפגע בחלק אחר מהם. הדוגלים בגישה זו מעוניינים למנוע ממנהל התיקים ליצור עבור עצמו מנגנוני תמרוץ המטיבים את מצבו אך מאפשרים לו להתעשר על חשבון הגדלת הסיכון של לקוחותיו. לפי גישה זו, מנגנון תמרוץ בהתאם לביצוע עלול לעודד את מנהל התיקים לא לפזר את הסיכונים בתוך התיקים של כל לקוח אלא לפזר את הסיכונים בין לקוחותיו. נמחיש.

למנהל תיקים תאורטי 100 לקוחות בעלי העדפות זהות שאיתם הוא קשור בהסכם, שלפיו בהיתן רווחים על ההשקעה הוא זכאי לשליש מן הרווח.¹²⁴ ביכולתו להשקיע בשני אפיקי השקעה מנוגדים (מוצרי בשר ותחליפי בשר מהצומח), וידוע שהצלחתו של אחד מאפיקי ההשקעה תלויה בכישלוננו של השני. ההסתברות להצלחה של כל אחד מאפיקי ההשקעה היא חצי. במקרה של הצלחה, כל אחד מאפיקי ההשקעה מניב 9% תשואה, ובמקרה של כישלון – הפסד של 9%. מנהל התיקים יכול לגדר את סיכונים של המשקיעים ולהבטיח להם תשואה של 0% על-ידי כך שישקיע עבור כל לקוח סכום זהה בכל אחד מהאפיקים. במקרה כזה, מנהל התיקים לא יהיה זכאי כלל לבונוס. לעומת זאת, מנהל התיקים יכול לנהל את ההשקעות כך שלכל לקוח יש תיק הכולל באופן בלעדי רק אחת מהחלופות. 50 לקוחות יחזיקו אך ורק בחוזים עתידיים על מחיר הטופו, ו-50 לקוחות בחוזים על מחיר בשר ארגנטיני. במקרה זה קל לראות שתוחלת הרווח לכלל הלקוחות שלילית – 50 לקוחות ירוויחו 6% לאחר ניכוי הבונוס ו-50 אחרים יפסידו 9% (ולא ישלמו בונוס).¹²⁵ אפילו בהנחה של ניטרליות לסיכון, ברור שהלקוחות לא יבחרו השקעה שבה תוחלת הרווח היא שלילית.¹²⁶ מנגד אפשר לראות שמנהל התיקים הבטיח לעצמו תשואה ודאית של 3% ב-50 תיקים, שבבירור עדיפה לו מ-0% תשואה. דוגמה פשוטה זו מבהירה את החשש מתמרוץ מנהלים בהתאם לביצועים. למרבה הצער, במהלך המשבר הנוכחי התפוצצה התפיסה המוטעית ביחס לדמי הניהול בפניו של הציבור הישראלי. מנהלי נכסים רבים הציגו הפסדים מופלגים ומחיקות רבות

124 כמובן שמדובר בהסדר תמרוץ אסור בהתאם לחקיקה הנוכחית.

125 במקרה שמדובר בקרן נאמנות או בקופת גמל, שבהן אין הפרדה בין נכסי החוסכים לעניין השימוש וההשקעה (הנכסים מנותבים ל"בריקה" אחת גדולה), התמונה שונה מעט. דוגמה מקבילה בענפים אלו תתייחס לא לפיזור בין התיקים המנוהלים אלא לפיזור בין קופות או קרנות של אותו מנהל.

126 עבור הלקוחות, תוחלת התשואה נטו לאחר התשלום למנהל היא שלילית: בכל אחד מהאפיקים יש הסתברות של 50% להרוויח 6% והסתברות של 50% להפסיד 9%.

בנכסיהם של אנשים שונאי סיכון, שתרו אחר השקעות סולידיות.¹²⁷ בצד ההפסדים הרבים שהוצגו המשיכו מנהלי התיקים לקבל שכר בשיעור קבוע מתוך סך הנכסים.¹²⁸ הנחת היסוד שעמדה בבסיס הדוגמה שלעיל הייתה שאם נמנע מהמנהל לקבוע את שכרו בהתאם לביצוע, ננטרל את רצונו לבחור בצורה המסוכנת של פיזור הסיכונים בקרב לקוחותיו. עם זאת, מבחינה קונספטואלית וכפי שהוכיחה המציאות, למנהל יש תמריצים רבים לנקוט אסטרטגיה זו גם חרף העובדה שאיננו זכאי לתגמול ישיר בגין ביצועים. אפשר להניח כי מנהלי הנכסים שואפים להשיא את רווחיהם. במצב הנוכחי רווחיהם נגזרים מיכולתם לדרוש דמי ניהול גבוהים ומיכולתם למשוך לקוחות רבים ככל האפשר. המנהל זקוק ללקוחות רבים ככל האפשר כדי להגדיל את שווי הנכסים שהוא מנהל, והוא צריך לשמור את דמי הניהול ברמה שבה הלקוחות לא יעזבו אותו לטובת מנהל מתחרה. לאור זאת התפתחו שתי זירות תחרות בשווקים הפיננסיים: האחת – תחרות בשיעור דמי הניהול הנגבים, והאחרת, הפלא ופלא – בהצגת שיעורי תשואה.¹²⁹ הפרסומים בכלי התקשורת, מעלים כי זירת התחרות על שיעורי התשואה סוערת יותר מזירת התחרות על דמי הניהול. קרנות נאמנות וקופות גמל נוהגות לפרסם את שיעורי התשואה שהשיגו, תשואה עודפת ביחס למתחריהן ועוד נתונים בנוגע לרווח עבור לקוחותיהן באופן מודגש וברור, ואילו המידע על דמי הניהול מוצנע באותיות קטנטנות. יתר על כן: ענף קופות הגמל מתאפיין בחוסר איזון הנוגע לקשיחות המעבר. ההחלטה לעבור מסלול או קופה

127 ראו, לדוגמה, דו"ח בנק ישראל לשנת 2008, לעיל ה"ש 32, בעמ' 126: "התגברות קצב הפדיונות קשורה בעיקר לנהירה אל אפיקי השקעה פחות מסוכנים, לנוכח עליית אי-הוודאות בשווקים והתשואות השליליות החריגות שהציגו קופות הגמל במחצית השנייה של השנה; זוהי תוצאת הגדלה מתמשכת של רכיב הנכסים המסוכנים בתיקיהן בשנים האחרונות, בלי שציבור המשקיעים היה מודע די הצורך לעליית הסיכון של התיק שהן מנהלות עבורו". אפשר למצוא עוד דוגמאות רבות לדיווחים על פער בין תפיסת המשקיעים בנוגע לרמת הסיכון, לבין המציאות; ראו אורלי וילנאי "קופת גמל מודה: גרמנו הפסד של עשרות אלפי ש' ללקוחות" הארץ (5.6.2009) www.haaretz.co.il/hasite/pages/ShArt.jhtml?more=1&itemNo=1090608&contrassID=1&subContrassID=10&subContrassID=0; הדר רו ואיתי הר-אור "פריזמה משיבה לייצוגית העתק: 'קופת גמל אינה חברת ביטוח ואינה מבטיחה תשואה מינימלית'" כלכליסט 8.4.2009 www.calcalist.co.il/local/articles/0,7340,L-3261142,00.html

128 המנהלים אינם חסינים לחלוטין מפני הפסדים. במקרה ששיעור דמי הניהול קבועים כאחוז מסוים, ירידה של 20% בשווי הנכסים מורידה גם את דמי הניהול בשיעור של 20%. מובן שגם הצגה זו אינה נכונה בהכרח, לאור החישוב החודשי של דמי הניהול, שאינו רגיש להפסדים (או לרווחים) חריגים בחודש מסוים.

129 אגף שוק ההון באוצר ניגש לטיפול בתופעה זו במשבר הנוכחי ושם דגש על איסור פרסום תשואות על בסיס חודשי, כמו גם על קידום התחרות על בסיס ביצועים לטווח רחוק. ראו "כלכלי פרסום תשואה לגופים מוסדיים" חוזר גופים מוסדיים 2009-9-25 (התש"ע) www.finance.gov.il/hon/2001/mosdiym/memos/2009-9-25.pdf

כרוכה בעלויות רבות (סקר שוק, פניה ליועץ, מילוי טפסים ועוד), ולכן נדרש הפסד כלכלי ניכר כדי לעודד עזיבה מסיבית של לקוחות. רפורמת הניוד מובילה להקלה ניכרת ביכולת העזיבה של קופות, אך היא אינה משנה תמונה זו. מנגד יש זרם יציב של מצטרפים חדשים ואף של מתניידים. כך, קופה ש"מכה" את השוק הרלוונטי בשנה מסוימת תזכה להסתערות של מתניידים ומצטרפים חדשים ותגדיל במידה ניכרת את היקף הנכסים המנוהלים ובכך גם את הכנסותיה.¹³⁰ לעומת זאת, פיגור קל ביחס למתחרים יוביל לעזיבה בנפח קטן בהרבה. ענפי קרנות הנאמנות וקופות הגמל מתאפיינים בעלויות חיפוש ומחקר גבוהות עבור הלקוח הפשוט, עובדה היוצרת תופעה מוגברת של הסתמכות על נתוני עבר ונהירה לא פרופורציונלית (flocking recent winners) אל גופים שאינם בהכרח המתאימים ביותר ללקוחות.¹³¹

המשבר הנוכחי חשף את העובדה שהגופים המוסדיים, ובפרט קופות הגמל, מתומרצים במידה רבה להגביר את החשיפה לסיכון, בניגוד לטובתם של העמיתים. בשנים האחרונות הפנו קופות הגמל – שנתפסו כאפיקים סולידיים – יותר ויותר מנכסיהן להשקעות מסוכנות;¹³² הן הרבו להפנות משאבים להשקעה באג"ח של תאגידים, בעיקר מתחום הנדל"ן.¹³³ בהתממש המשבר הנוכחי קשה לחשוב על מתאם בין היקף ההשקעות באג"ח למימון עסקאות נדל"ן במזרח-אירופה לצורכי החיסכון ארוך-הטווח של אזרחי ישראל. נוסף על נתונים אלו, העובדה שהתשוואות מפורסמות על בסיס חודשי והעובדה שמרבית הכספים ניתנים למשיכה מיידית, הפכו את קופות הגמל הסולידיות למכשיר השקעה מסוכן, מונחה לפי שיקולי תחרות בין הגופים המוסדיים ומונע בהתאם לתשוואה לטווח קצר.¹³⁴ כדי להתמודד עם תופעה זו פרסם הממונה על שוק ההון איסור על פרסום תשוואות לטווח קצר.¹³⁵ נציין כי בהקשר של חיסכון פנסיוני, הכרוך בהשקעות במשך עשרות שנים, גם תשוואות של שנה שלמה אינן בהכרח מדד לביצועים

130 בענף קרנות הנאמנות מוכרת תופעה של הענשת מנהלים בעלי ביצועים נמוכים מהממוצע ונהירה אל מנהלים שהציגו ביצועים גבוהים מהממוצע. יש מחקרים המראים שוני מסוים לעניין התנהגות זו בין ענף הפנסיה לענף קרנות הנאמנות; ראו Diane Del Guercio & Paula A. Tkac, *The Determinants of the Flow of Funds of Managed Portfolios: Mutual Funds vs. Pension Funds*, 37(4) J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 523 (2002).

131 לניתוח התופעה בקרנות נאמנות בחו"ל ראו Erik R. Sirri & Peter Tufano, *Costly Search and Mutual Fund Flows*, 53 J. FIN. 1589 (1998).

132 דו"ח בנק ישראל לשנת 2008, לעיל ה"ש 32, בעמ' 164.

133 בשיאו של המשבר פרסם הממונה על שוק ההון הוראת שעה המגבילה את יכולת ההשקעה של קופות גמל באג"ח קונצרניות לעד 3% מהנכסים המנוהלים. ראו "הוראת שעה לעניין השקעה באגרות חוב קונצרניות" חוזר גופים מוסדיים 2008-9-16 (התשס"ט) www.finance.gov.il/hon/2001/mosdiyem/memos/2008-9-16.doc.

134 דו"ח בנק ישראל לשנת 2008, לעיל ה"ש 32, בעמ' 166.

135 ראו חוזר גופים מוסדיים, לעיל ה"ש 129.

"ארוכי-טווח". נוסף על כך, עובדה מצערת ומוכרת בכל תחומי המימון היא שביצועי העבר, על אף המשקל הרב המיוחס להם, אינם מכשיר יעיל לניבוי הביצועים בעתיד.¹³⁶ מעניין להראות בהקשר זה שדווקא באפיק ההשקעה המהווה חריג לאיסור על התניית שכר ברווח התמונה שונה מעט. הכוונה היא ל"פוליסות משתתפות ברווחים". סוג חיסכון פנסיוני זה מסדיר את דמי הניהול ומאפשר גבייה של עד 15% מהתשואה הריאלית.¹³⁷ שיעור החשיפה של פוליסות אלו לשוק אג"ח הקונצרני עמד על 28% מהתיק בממוצע, לעומת 37% בקופות הגמל. כמו כן, החשיפה לאפיקים בחו"ל של הפוליסות המשתתפות ברווחים הייתה גבוהה בהרבה מזו של קופות הגמל (17% לעומת 8.5%) – נתון שעשוי להעיד על פיזור סיכונים נרחב יותר.¹³⁸ אפשר רק לנחש כי העובדה שאפיקי השקעה אלו זוכים לחופש יחסי בקביעת ההסדרים של דמי הניהול מקורה גם הוא בהיצמדות לעבר. בימים שבהם היה אפיק זה זאב בודד ומסוכן בין שאר אפיקי החיסכון הפנסיוני המובטחים, היה מקום להבדיל גם בהסדרי התמרוץ. כיום נהפכו כל ההסדרים לדומים מאוד במהותם לאלו שנראו בעבר כחריגים ומסוכנים, אך ההסדרים של דמי הניהול נותרו כבעבר.

סוגיית יכולתו של המנהל לפזר את סיכוניו ולהגדיל את התשואות שלו מתעצמת בהתאם להסדר דמי הניהול הנוכחי: המנהל יכול להרשות לעצמו להגדיל את הסיכון בכל הקרנות, קופות הגמל והתיקים שהוא מנהל. רצונו להציג בסוף שנה תשואה גבוהה ככל האפשר, כדי למשוך לקוחות ממתחרים ולהעלות את שיעור דמי הניהול, מעודד אותו להסתכן, שכן בסוף השנה יש לו "כרית ביטחון" בדמות דמי ניהול קבועים ושיעורי נטישה נמוכים, פרט למקרי קיצון. מעבר לכך, בסופו של יום, יציב המנהל בראש פרסומיו ומעייניו את האפיקים שבהם הצליח להשיג תשואה גבוהה (בעבר חודשית, אך כיום שנתית). מבחינת המנהל, הגדלת הסיכון משתלמת מאוד: ברוב המקרים שבהם ישיג ביצועים לא טובים הוא מבוטח, ובמקרה של רווחים הוא נהנה מלקוחות רבים

136 על אודות טענה זו ועל נסיונות לא מוצלחים להפריכה ראו Ronald N. Kahn & Andrew Rudd, *Does Historical Performance Predict Future Performance?*, 51 FIN. ANALYSTS J. 43 (1995).

137 תקנות הפיקוח על עסקי ביטוח (תנאים בחוזי ביטוח) (תיקון), התשס"ד-2004, ק"ת 6284, קובעות כי מבטח המנפיק פוליסות ביטוח חיים ומשתתף ברווחים רשאי לגבות דמי ניהול בעד ניהול תיק השקעות באחת משתי דרכים: דמי ניהול בשיעור קבוע שלא יעלה על 0.07% לחודש מהשווי המשוערך של תיק ההשקעות, או דמי ניהול קבועים בשיעור שלא יעלה על 0.05% לחודש מהשווי המשוערך של תיק ההשקעות, בתוספת סכום שלא יעלה על 15% מהתשואה הריאלית של תיק ההשקעות, לאחר ניכוי דמי הניהול הקבועים. מבדיקה של מחלקת ביטוח חיים באגף שוק ההון עולה כי כל חברות הביטוח גובות דמי ניהול על-פי השיטה השנייה ובגובה התקרה המרבית (דו"ח צוות החשיבה, לעיל ה"ש 121, בעמ' 7).

138 דו"ח בנק ישראל לשנת 2008, לעיל ה"ש 32, בעמ' 162. ראו גם חמדני, לעיל ה"ש 6, בעמ' 330.

בעתיד. כאמור לעיל, מהלך זה של הפסד ביד ימין מתקוזז, ואף יותר מכך, ברווחי יד שמאל.

אין די בעובדה ששכרו של מנהל תיקים נקבע כשיעור מהנכסים כדי לנטרל את הסיכונים. אמנם השווי הסופי של דמי הניהול המשתלמים מושפע משווי הנכסים, אך הפער בין המנהל ללקוחות לא מצטמצם. כאמור לעיל, סיכוניו של מנהל התיקים מפורזים במידה משמעותית, כשמשווים אותו ללקוח המשקיע את מיטב חסכונו בתוך בקופה אחת, או מפקיד את כלל השקעותיו בידי מנהל אחד. מבחינת המנהל, ירידה של 10% בשווי הנכסים של סוג מסוים של לקוחות יכולה להיות מאוזנת על-ידי עליה של 10% בסוג לקוחות אחר. בדוגמא שהצגנו לעיל אפשר לראות שגם במקרה ששיעור דמי הניהול קבוע, ועומד על סך של 2% לשנה, מנהל התיקים יכול לבחור באסטרטגיה סולידית ולהבטיח לעצמו דמי ניהול של 2% מסך הנכסים של הלקוחות. אם יבחר באסטרטגיה המסוכנת, מחצית מלקוחותיו ירוויחו 9% (ברוטו) והמחצית אחרת מלקוחותיו יפסידו 9%. משווי הנכסים של הלקוחות שהרוויחו יגבה המנהל דמי ניהול בסך 2.18% ביחס לנכסים בתחילת התקופה, ואילו מאלו שהפסידו יגבה שיעור של 1.82%. בסך הכול, בהנחה שהמנהל יכול לפזר את סיכוניו, הוא יצליח לגבות בממוצע את אותם דמי ניהול בין שיסתכן ובין שיימנע מהגדלת הסיכונים. התפיסה הבסיסית של ההוראות מניחה כי מנהל התיקים לא יבחר באסטרטגיה מסוכנת יותר, אם בהינתן כי המזל ישחק לו, לא ישפר את מצבו. במציאות התמונה הפוכה: מנהל התיקים רגיש פחות לסיכון מאשר ללקוחותיו.¹³⁹ המנהל זקוק להציג תשואות עבור השוק התחרותי. בדוגמה שלנו, מנהל שייציג תשואה של 0% לכלל לקוחותיו לא יזכה לתוספת לקוחות חדשים רבים אם מתחריו יציגו תשואה עדיפה. תמונה זו אף מובהקת יותר בענף קופות הגמל וקרנות הנאמנות.

על פני הדברים אפשר להניח כי צידו השני של המטבע עשוי לרסן את נטילת הסיכונים על-ידי המנהלים. תשואות גבוהות גוררות חשיפה חיובית, אך הפסדים עשויים לפגוע במוניטין של המנהל. אולם, האפשרות לקיים תחרויות "מלכת יופי" מתחכם גם לגורם זה. האפשרות לפתוח כמה אפיקי השקעה קטנים יחסית ולהריץ אותם עד שאחד מהם יצליח מאפשרת להתמקד בצד המצליח ולהתעלם מהצד המפסיד.¹⁴⁰ הסיכון שצולח

139 כפי שהסברנו, הוא יכול למתן את ההשפעות של הסיכון על-ידי פיזור. נוסף על כך, השפעת הפסד של 5% בשנה למנהל התיקים שונה מאוד מהשפעת הפסד של 5% מתיק הנכסים של אדם ערב פרישתו לפנסיה.

140 במסגרת הצעת משרד האוצר – אגף תקציבים רפורמות שינויים מבניים 2009-2010, הצעת החלטה לממשלה 155 (2009) www.mof.gov.il/BudgetSite/EconomicPlan/Lists/20092010/Attachm_ents/1/economicallyPlan.pdf, נכלל תיקון לחוק הפיקוח על קופות הגמל. לפי התיקון, כל חברה מנהלת תוכל להחזיק רק קופה אחת לכל מסלול. בדברי ההסבר נאמר: "שוק החסכון הפנסיוני מאופיין היום במספר גדול של מוצרי חסכון שמנוהלים ע"י הגופים המוסדיים, כאשר כל גוף מוסדי מנהל מספר קופות גמל דומות ולפעמים אף זהות מאותו סוג. תופעה זו נוצרה, בין היתר, עקב

מתפרסם ואילו את משמעות הסיכון הלא מוצלח אפשר למזער בטענה שמדובר במקרה חריג או ייחודי.¹⁴¹ מנהלי הנכסים הלוקחים סיכונים מופרזים חשופים גם לצד השלילי – נטישת לקוחות. עם זאת, אם בעקבות הצלחה באפיק מסוים זרם הלקוחות הנכנס גדול מזרם הלקוחות העוזב באפיקים אחרים, אין בכך כדי להוות הרתעה מספקת. נוסף על כך, למשקיעים אין יכולות או תמריץ לעקוב אחרי תוספת התשואה בתיק נכסיהם ולהבין את התנודות בו. על כך יש להוסיף את העובדה שפעמים רבות האמונה שבעת קטסטרופה אפשר להסתמך על הממשלה, שתפעל לגיבוי החסכונית, מנטרלת חלק מהתמריץ של הלקוחות לבדוק את הנעשה בנכסיהם, כמו גם להעניש את המנהלים על חריגה מרמת הסיכון שבה היו מעוניינים.¹⁴² מדברים אלו עולה כי המנהל בדוגמה שלנו יעדיף את האסטרטגיה המסוכנת: מבחינתו, הצגה של תשואה חיובית בחלק מהאפיקים המנוהלים ותשואה שלילית בחלק אחר היא עדיפה ומשתלמת על הצגת ביצועים סולידיים בכלל התיקים.

במחקר ראשוני שנערך על קופות הגמל בישראל עולה כי יכולתן האמיתית של הקופות "להכות" מדדי השוואה רלוונטיים,¹⁴³ במונחי נטו, היא שולית. יתר על כן, הצלחתם של מנהלים מסוימים להשיג תשואה עודפת על המדדים מיתרגמת באופן מיידי

רפורמת בכר שחייבה את התאגידים הבנקאיים למכור את קופות הגמל שבבעלותם לגופים חוץ בנקאיים. בפועל, מרבית קופות הגמל נרכשו על ידי בתי השקעות שכבר ניהלו בעצמם קופות גמל (להלן – הקופות המקוריות) וכתוצאה מהרכישות נוצר מצב שהגופים מנהלים מספר קופות גמל דומות שלא קיים כל הבדל בין הקופות הנרכשות לקופות המקוריות. לאור האמור, נוצר מצב לפיו ישנו ריבוי קופות גמל דומות ואף זהות שמנוהלות על ידי אותו גוף מוסדי באופן הגורם להצפה של שוק קופות הגמל בקופות שאין ביניהן שום הבדל. תופעה זו מקשה על עמיתים להשוות בין קופות הגמל השונות בבואם לקבל החלטה מושכלת בנוגע למוצר הפנסיוני המתאים לצרכיהם". ראו הצעת חוק ההתייעלות הכלכלית (תיקוני חקיקה ליישום התכנית הכלכלית לשנים 2009-2010), התשס"ט-2009, ה"ח הממשלה 436, 545.

141 לאחרונה אישר המפקח על שוק ההון לחברת פסגות למחוק כמה קופות גמל שצברו מוניטין שליליים בעת ניהולן על-ידי חברת פריזמה, בשל הפסדים חריגים. קופות אלו ייבלעו לתוך קופות אחרות של פסגות, והפסדי העבר שלהן לא יעטרו טבלאות השוואה היסטוריות. אמנם, ספק אם מהלך כזה היה מתאפשר אילו נגרמו ההפסדים בשל תפקודה של פסגות, אך הדבר ממחיש את האפשרות "לטאטא" אפיקים שהציגו תשואות "לא נוחות". ראו הדר רו "בלעדי: בפסגות החלו למחוק את קופות פריזמה" כלכליסט 21.6.2009 www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3309682,00.html.

142 Lucian A. Bebchuk & Holger Spaman, *Regulating Bankers' Pay*, 98(2) GEO. L.J. 247 (2010).

143 המדדים המקובלים להערכת ביצועים של מנהל נכסים אינם מתמקדים בתשואה אלא בהשוואת התשואה למדדי השוואה. דרך מקובלת למדוד ביצועים של מנהל היא השוואת תוספת התשואה ביחס לתוספת הסיכון. מנהל ייחשב יותר "מוצלח" ממנהל אחר אם הצליח להגדיל את התשואה ללא תוספת סיכון או להקטין את הסיכון ללא ירידה בתשואה. Michael C. Jensen, *The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1968*, 23 J. FIN. 389 (1968).

לדרישה לדמי ניהול גבוהים יותר.¹⁴⁴ כלומר, בניכוי של דמי ניהול – נמוכים או גבוהים ככל שיהיו – עולה כי בממוצע קופות הגמל אינן מסוגלות להטיב את מצב הלקוחות. מנהלי הקופות נהפכים לשותפים בפועל בהטבת המס שניתנת לעמיתים. אחת הדרכים המוצעות להתמודד עם בעיה זו היא מתן אפשרות לניהול עצמי של קופות הגמל, תוך חיסכון ניכר בדמי הניהול.¹⁴⁵ נתונים דומים עולים גם לגבי קרנות נאמנות. מבדיקה שנערכה ב-2008 עולה כי בממוצע מנהלי הקרנות אינם מצליחים להשיג תשואה עודפת על פני מדדי השוואה עוד לפני הורדה בדמי הניהול.¹⁴⁶ נתונים אלו מתוספים להנחה הידועה שבתחום של ניהול קרנות נאמנות, נטיית הלקוחות היא לבחור את הגוף המנהל על סמך מוניטין וביצועי עבר.¹⁴⁷

מבחינה קונספטואלית אפשר לראות כי ההנחה שדמי ניהול בשיעור קבוע יבטלו את רצונו של מנהל התיקים לקחת סיכונים היא שגויה. לכאורה עולה ממנה כי אין למנהל כל תמריץ לקחת סיכונים.¹⁴⁸ בפועל הדברים שונים במידה רבה. הנחות היסוד של הגישה טועות בהתעלמות מתמריצים נוספים המופעלים על המנהל. ההגנה שהוא מקבל מראש מאפשרת לו לקחת כל סיכון שירצה ואף לערוך ניסויים בכספי הלקוחות. עמדה זו מניחה גם כי נטישת לקוחות זועמים עקב הפסדים בשנה החולפת, בעקבות נטילת הסיכונים, תהווה תמריץ מספק כדי להימנע מהם. בצד הדברים נשכחת העובדה שגם סיכון זה המנהל יכול "לפזר" בנקל. עצם העובדה שבאפיקים מסוימים, דוגמת קופות הגמל, הרכב הנכסים וההשקעות מפורסם בציבור ואפשר בקלות לעקוב אחרי הגברת הסיכון, איננה פותרת בעיה זו. כאמור לעיל, ללקוחות אין יכולת מספקת לעבד את המידע ולהעריך את רמת הסיכון בתיק. לא זו אף זו: הרציונל שעומד בבסיס ניהול מקצועי של נכסים הוא חוסר היכולת והעלות הגבוהה הכרוכה במעקב של כל פרט אחר ביצועי השקעותיו (תופעת ה"אדישות הרציונלית"). פרט שהיה מעוניין להיות מעורב באופן

144 צבי וינר ויעקב בודוך "מדדים להערכת סיכוני וביצועי השקעות באפיקי חסכון לטווח ארוך: תוצאות ראשוניות" [194.90.30.6/CAESAREASITE/Uploads/FreeTextPages/Files/41.pdf](https://www.caesareasite.com/Uploads/FreeTextPages/Files/41.pdf).

145 טיוטת משרד האוצר – אגף שוק ההון ביטוח וחסכון "הפעלת חשבון חסכון פנסיוני אישי בישראל (IRA)" (2006) [ozar.mof.gov.il/hon/2001/mosdiym/memos/tt2006-8652b.pdf](https://www.ozar.mof.gov.il/hon/2001/mosdiym/memos/tt2006-8652b.pdf).

146 מירב אלרוזרוב "קרנות הנאמנות גבו דמי ניהול של 3% – ובתמורה הפסידו למשקיעים 6% יותר מהשוק" *The Marker Online* 5.1.2009 www.themarket.com/tmc/article.jhtml?ElementId

147 Mark Grinblatt, Sheridan Titman & Russ Wermers, *Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior*, 85(5) AM. ECON. REV. 1088 (1995).

148 יש לזכור כי ההנחה שהמנהל לא ייקח סיכונים מפורזים מניחה גם כי המנהל אינו מסוגל להגדיל את תוחלת הרווחים שלו על-ידי הגדלת הסיכון בתיקי לקוחותיו. אם הנחה זו אינה נכונה אזי גם במודל הנוכחי מנהל התיקים מגדיל את דמי הניהול עם הגדלת הסיכון (אחוז דמי הניהול נשאר קבוע אך תוחלת הנכסים גדלה).

אקטיבי בניהול נכסיו היה עושה זאת בעצמו בעולם ההשקעות או באמצעות קופות גמל בניהול אישי.

מעניין להשוות את הנושא הנדון לסוגיית התמרוץ של בכירים בחברות ציבוריות, שבו השאלה על היחס בין רצונם של המנהלים לקחת סיכונים לבין טעמיהם של בעלי המניות מתעוררת באופן דומה. לכאורה, מצבם של החוסכים או המשקיעים שונה במידה ניכרת מזה של בעלי המניות המפקידים את ניהול החברה בידי מנהל שכיר. עם זאת, מדובר בשני מקרים קלאסיים של בעיית נציג, שאותה אפשר לצמצם באמצעות האחדת האינטרסים של הנציגים עם אלו של שולחיהם, בין כדי למנוע סיכונים ובין כדי לעודדם. עד כה טרם התערב המחוקק ביכולת של בעלי המניות לקבוע את תמריציהם של המנהלים השכירים, וספק רב אם יעשה כך בעתיד. אם כן, איך אפשר להסביר את העובדה שאותו אדם יכול לרכוש מניה של חברה המתמרצת את המנהל השכיר שלה באופציות, אך אינו יכול לתגמל את מנהל התיקים שלו בגין תשואות גבוהות? יכולתם היחידה של הלקוחות להעניש את המנהל היא כאמור בנטישתו. עם זאת, הדבר מותיר את הלקוחות עם יכולת להתמודד עם הפסדים רק בדיעבד ולא מאפשר ליצור מנגנון למנוע אותם מלכתחילה. הלקוחות יכולים להסתמך על ביצועיו בעבר של המנהל או על הבטחותיו, אך אין להם מנגנון שבאמצעותו יוכלו להכווין ולתמרץ (באופן חיובי ושלילי) את המנהלים בזמן אמת או מראש. בצורה כזו, קשה לחשוב כי התמריצים של מנהלי התיקים תואמים לרצונות הפרטים.

אף-על-פי שהתחרות ויכולת הנדידה בין סוגי נכסים וגופים מנהלים היא נשמת אפה של רפורמת בכר ועקרון יסוד מרכזי בכל תחומי הרגולציה, יש לשים לב בעניין זה גם לאופק ההשקעה. בשונה מהתחומים של קרנות נאמנות, תעודות סל וניהול תיקים, ענף קופות הגמל מתבסס על ניהול נכסים לטווח ארוך, תוך התחשבות בסיכונים במשך תקופה ארוכה של זמן. יכולת הנדידה המתמידה בין גופים, המתאפשרת בזכות שלל הרפורמות בתחום החיסכון הפנסיוני,¹⁴⁹ הופכת את ההסכמים עם החברות המנהלות ליחסים קצרי-טווח. לפיכך, הצורך להתאים את טעמיו ארוכי-הטווח של החוסך לרצונותיו של הגוף המנהל המחזיק בלקוח לזמן קצר, עם הסתברות לא ידועה להישארות לטווח ארוך, נעשה מורכב יותר. יש צורך ליצור התאמה בין התמריץ של מנהל התיקים לבין האופק ארוך-הטווח שמעסיק את הלקוח. היעדר התאמה כזו בין חוזה בסיסי ארוך-טווח לבין התמריצים שבלית ברירה נעשים לטווח קצר, משבשים את מערך האינטרסים של מנהל הנכסים.¹⁵⁰

149 השוואה של הטבות המס לכל אפיקי החסכון הפנסיוני ומתן אפשרות מלאה לחוסכים לנייד את כספיהם בין מנהלים מאפשרת נדידה מיידית בין כלל האפיקים.

Ernst-Ludwig Von Thadden, *Long-Term Contracts, Short-Term Investment and Monitoring*, 62(4) REV. ECON. STUD. 557 (1995)

דרך אחת להשוות את היחס של שני הגורמים לסיכון היא דווקא בהתניית השכר ברווחים. הגישה המקובלת מתעלמת מצידו השני של המטבע – היכולת להתנות את (אי) תשלום השכר בביצועים של מנהל התיק. נטרול היכולת להתנות את השכר ברווחים מנטרל גם את היכולת להפחית את השכר במקרים של הפסד.¹⁵¹ מכיוון שההסדר בדבר דמי ניהול קבועים לא מפחית הלכה למעשה את רצונם של המנהלים לקחת סיכונים, הענשתם בגין נטילת סיכונים כאלו עשויה לקדם את טובת המשקיעים. במקביל למאמצים של גופי הרגולציה להנהיג "תחרות" בשווקים ולעודד את התפתחותו של שוק הון משוכלל, נדרשת תחרות גם בנוגע לדמי הניהול – תחרות שתבסס על אמונו של מנהל הנכסים ביכולתו להציג ביצועים לשביעות רצונו של הלקוח בעתיד ולא רק על סמך נתוני העבר.

2. תחרות אמיתית על דמי ניהול

הצעתנו פשוטה: יש לאפשר ללקוחות חופש בעיצוב המנגנון שלפיו יקבל מנהל הנכסים שלהם תגמול על ביצועיו, בהתאם לתחום עיסוקו. הצעה זו מתבקשת עקב המשבר הנוכחי ומוטב שתהיה אחת התובנות שיילמדו ממנו. את התובנות הרבות והמוכרות על אודות שימוש בחוזי שכר ל"תיאום סיכונים" יש ליישם גם על דמי הניהול. ההצעה תיטיב עם הלקוחות בכמה מובנים: היא תאפשר להם לעצב את מדיניות התשלום על תפקודו של המנהל; היא תאפשר להם שליטה טובה יותר – או למצער מעקב טוב יותר – אחר ניהול נכסיהם; למעלה מכל אלו היא תאפשר מנגנון יעיל יותר שישמור על זהות האינטרסים, הסיכונים והסיכויים של בעל הנכסים ושל מי שאמון על שמירתם.

בד בבד עם היכולת לעבור בין קופות ולבחור את האופי והזהות של מנהל הנכסים, יוכלו הלקוחות לברור לעצמם את מנגנון התשלום. ברצותם יוכלו לאמץ מנגנון זהה לזה של היום, שכאמור לא הוכיח את עצמו בזמן המשבר. קופות הגמל שגבו את דמי הניהול כסדרם גם בשעת הפסדים חריגים הצליחו לעורר את זעמו של הציבור. גל הפדיונות והמעברים התכופים בין אפיקי החיסכון יצר זעזועים שגרמו ללקוחות לקבל החלטות על בסיס רגעי, באופן שלא בהכרח הטיב עמם.¹⁵² יתר על כן: חלק מן הקופות הבינו בעצמן את חוסר הנחת של הציבור ממצב זה והשתתפו מיוזמתן בהפסדי הלקוחות (על-ידי החזר

151 מבחינה מהותית מובן שהתניית שכר בביצועים טובים שקולה למתן קנס במקרה של ביצועים לא טובים.

152 בבדיקה מעניינת שנערכה עולה כי דווקא לקוחות תאורטיים שהעבירו את כספי הגמל שלהם מאפיק מסוכן (כללי) לאפיק "סולידי" מימשו והנציחו את הפסדיהם, ואילו מי שנשאר באפיק המסוכן הצליח כמעט להחזיר את המצב לקדמותו. רימונה פרקש "איזה מסלול פנסייה הוכיח את עצמו במשבר" כלכליסט 15.6.2009 www.calcalist.co.il/money/articles/0,7340,L-3305583,00.html

דמי ניהול).¹⁵³ בהסדר אחר של דמי הניהול יוכלו הלקוחות לדרוש "תעודת ביטוח" מהגופים שמציגים את ביצועי העבר המפוארים שלהם: השכר יותנה בעמידה ביעדים; אם תרצו, המנהל יציג ללקוח את מתווה דמי הניהול כך: "הפסדת – לא שילמת".¹⁵⁴ מנגנוני הפיקוח יוכלו להמשיך בביצוע עבודתם הנאמנה ולהמליץ ללקוחות הפוטנציאליים לבחון לעומק את הסכם הניהול, את שיעור דמי הניהול ואף את מנגנון התשלום. אם יהיה חשש ממניפולציה, או העדר יכולת של הלקוחות להבין את ההסכמים הללו (ספק אם כיום אחוז משמעותי של הלקוחות מודע בכלל להסכם שבירו או לדמי הניהול שהוא משלם), על הרגולטור להציג מנגנוני תשלום מומלצים לדוגמה או אף לחייב את השימוש בהם.

אם להודות על האמת, איננו מאמינים כי הלקוחות יוכלו לעמוד על זכותם לעצב מנגנון כזה. חרף תפיסת התחרות שבבסיס רפורמת בכר, ספק רב אם ללקוחות פשוטים ולא מתוחכמים יש יכולת לנהל משא-ומתן אמיתי מול חברה מנהלת, חברת ביטוח או חברה לניהול תיקים. על אף המאמצים הרבים שהרגולטור משקיע במתן יכולת נידוד להגברת התחרותיות, ספק גם אם היוזמה להסכם שכר מבוסס בביצועים תגיע מצד הגופים עצמם, מחשש ליצור 'מרוץ לתחתית' חוצה אפיקים וחברות.¹⁵⁵ שבה שינוי במבנה דמי הניהול של חברה אחת עשוי לגרור יישור קו מידי של כלל החברות הפעילות באופן שיזיק לכולן. לפיכך, הרגולטור יצטרך להרים את הכפפה ולהבהיר לציבור את האפשרויות שלפניו, על-ידי יצירת חוזי תמרוץ מחייבים שמתוכם יוכל הלקוח לבחור את המתאים לו. בכלים העומדים לרשותו כיום הרגולטור יכול להציע חוזים לניהול נכסים ולסייע ללקוחות להבין לעומק את ההצעות שמציעים להם המנהלים.¹⁵⁶ אפשרות כזו תרחיב את מספר הכלים העומדים לרשות הלקוח ותסייע לשיפור התחרות. כתוצאה מכך, תשתנה המדיניות הנוהגת כיום, שלפיה כל לקוח נוסף משמעו רווח קבוע וידוע מראש למנהל הנכסים. יכולתם של מנהלי התיקים להרוויח מעיסוקם תהיה תלויה לא רק ביכולות השיווקיות שלהם אלא ביכולתם להצליח בעבודתם האמיתית. המידע הקיים היום על ביצועי העבר ישמש כלי להערכת יכולתו של המנהל בתפקידו, וודאי יסייע

153 אורלי וילנאי "כלל קופות גמל במכתב לעמיתים: תפוצו על הפסדיכם במשבר הכלכלי" *The Marker Online* 5.6.2009 markets.themarker.com/tmc/article.jhtml?ElementId=skira20090

605_456400. בראייתנו, צעד זה של קופת הגמל עומד בסתירה לאיסור בדבר התניית השכר ברווח. 154 יצוין כי אין הכוונה להסדר הבעייתי של הבטחת תשואה; מדובר רק ביצירת קשר בין דמי הניהול הנגבים לביצועי הגוף המנהל.

155 כידוע, חברות רבות עוסקות בו-זמנית בניהול תיקים עבור לקוחות ובניהול של קופות גמל ושל קרנות נאמנות.

156 הסדרי הפיקוח מתווים שורה ארוכה של חובות הנוגעות ליידוע הלקוח על אופי הקשר עם המנהל ולהחתמתו על שלל מסמכים וחוזים. הרגולטור יכול לעצב סל סגור של הסדרי תמרוץ שיחייבו את המנהל, שמתוכם יוכל הלקוח לבחור.

ללמוד על סיכוייו להציג ביצועים טובים לאורך זמן – אך לא יהיה הכלי היחיד העומד לרשות הלקוח.

השפעה מרכזית נוספת של ההצעה תהיה שינוי מערך התמרוץ והשיקולים של מנהלי הנכסים. רבות דובר על ההשפעה של מנגנונים לתמרוץ בכירים בענפים רבים, ובפרט במגזר הפיננסי, על המשבר. אין חולק כי לתמרוץ בכירים יש השפעה מרכזית על תפקודם וכי מנגנון התמרוץ מוביל לשינוי במערך השיקולים שהגורם המתומרץ מפעיל.¹⁵⁷ עם זאת, העיסוק המרכזי סביב המשבר הוא בתמרוץ של בני האדם – השחקנים המשפיעים על זירת המשחק הפיננסית – ולא דווקא בתמרוץ של גופים. העיסוק במנגנוני התמרוץ של השחקנים האינדיבידואליים אמנם חשוב, אך אין להזניח את שאלת התמריצים או הכוחות המניעים שמאחורי הגופים שבהם פועלים אותם שחקנים. מנגנון התמרוץ של מנהלי הנכסים או הבכירים במגזר הפיננסי משפיע על ביצועיהם ועל יחסם לסיכון, אך מנגנוני השוק והרגולציה משפיעים על תמריציהם והתנהגותם של הגופים במידה זהה. שינוי במדיניות התמרוץ של הגוף עשוי להשפיע על קביעת מנגנוני התמרוץ של העובדים בו.

עתה נשוב לדוגמה¹⁵⁸ ונראה כיצד ישפיע שינוי מנגנון התמרוץ של מנהל התיקים על קבלת ההחלטה שלו. מדיניות התמרוץ של מנהל התיקים שלנו נקבעת באופן סימטרי: עבור הצלחה ירוויח שלישי מהרווח ובמקרה של הפסדים יישא בשליש מהם.¹⁵⁹ במקרה כזה פיזור הסיכונים בקרב הלקוחות לא יסייע למנהל, שכן הפסדים אצל חלק מהלקוחות יקזזו את הרווחים אצל אחרים. עכשיו ברור שבכל אחד מהמצבים המתוארים לעיל ירוויח מנהל ההשקעות אפס (0).¹⁶⁰ עבור מנהל השקעות ניטרלי לסיכון או שונא סיכון, אין אפשרות לשיפור מצבו על-ידי בחירה אחרת, כלומר: באמצעות חוזה דמי הניהול אוחדו שיקוליו של המנהל עם רצונותיהם של הלקוחות. יש להודות כי הצעה זו אינה מסוגלת להתמודד באופן מלא עם רצונו של מנהל התיקים "למשוך" לקוחות נוספים, אך היא ממתנת במידה מסוימת את השפעותיו. הרצון

157 ראו Bebchuk, לעיל ה"ש 142.

158 ראו דוגמה המופיעה בטקסט הנלווה לה"ש 125.

159 אפשר לעצב מנגנון תשלום "סימטרי", שהרי קרוב לוודאי שתחת כל משטר יגבה מנהל הנכסים עמלה בסיסית כלשהי. במקרה של הפסדים יוכל מנהל התיקים להשיב חלק מהעמלה שגבה או את כולה. יכול להתקיים גם מנגנון חריף יותר, שבו המנהל מתחייב לפצות על הפסדים גם מעבר לדמי הניהול שגבה.

160 התמריץ מכניס את המנהל ל"נעלי" הלקוחות. בהנחה של פיזור ההשקעות בקרב הלקוחות, עבור 50 לקוחות ישיג המנהל תשואה של 9% ויקבל בונוס בסך 3%, שאותם ייאלץ להעביר מיד ל-50 הלקוחות הנותרים, שהפסידו 6%.

למשוך לקוחות עלול להפוך את מנהל התיקים דווקא למחפש סיכונים,¹⁶¹ אף בהינתן מנגנון תמרוץ. עם זאת, לא מן הנמנע שמנגנון התמרוץ יעוצב באופן לא סימטרי כך שיתאים לטעמי הלקוחות ביחס לסיכון. לדוגמה, אפשר להניח כי בהתקרב לגיל פרישה, החוסכים ל"טווח ארוך" חוששים מהפסדים חריגים יותר משהם מעוניינים ברווחים גדולים. הענשת המנהלים בגין הפסדים גדולים או תנודתיות בביצועים, אף מעבר לתגמולם על רווחים, עשויה לקרב את היחס לסיכון של המנהל לזה של לקוחות כאלה. האפשרות שתינתן ללקוח תאפשר לו הבהרה מדויקת יותר של ציפיותיו ממנהל נכסיו. היא תאפשר לו להגדיר באופן מובהק עבור אלו שירותים הוא מעוניין לשלם למנהל הנכסים ומאלו שירותים הוא מבקש להימנע (בכך שיסרב מראש לשלם במקרה שיתבצעו בפועל). כיום הלקוח רשאי להבהיר את מידת הסיכון שבה הוא מעוניין ואת אפיקי ההשקעה המתאימים לו. עם זאת, המנגנונים של היום אינם מאפשרים הגדרה מדויקת של יחס הלקוח לסיכונים מסוימים, בדמות יכולתו לתמרץ את המנהל בעת נקיטתם. עם הסרת החסם על התניית התמרוץ בביצועים, יוכל הלקוח להביא לידי "הפנמה" טובה יותר של מנהל התיקים את טעמיו. למקל המשפטי יתווסף גזר כלכלי – לא רק טיפול בדיעבד בין כותלי בית המשפט אלא גם תמרוץ מראש.

ניטול כדוגמה את ענף קופות הגמל. בתחום זה יש הסדרה מסוימת ליכולת המנהל להגדיר את רמת הסיכון שבה ינוהלו הנכסים, אך בשלב הנוכחי אין השפעה על ניהול התיק או רמת הסיכון. הדגש הוא על המידע המועבר ללקוח. עיסוק זה של מנהלי הקופות בניהול של נכסי לקוחותיהם מכונה באופן רווח כ"השקעה" (המונחים "ועדת השקעות", כמו גם "תשואה" נמצאים בשימוש תדיר). עם זאת, ספק אם בתחום זה המונח הרלוונטי הוא דווקא "השקעה". עיסוקו של מנהל הקופות אינו רק בניהול השקעותיהם של הלקוחות אלא יותר מכך – בניהול הסיכונים שלהם. הלקוחות מפקידים בקופת הגמל את סיכוניהם וסיכוייהם לטווח הרחוק. טעמיהם ויחסם לסיכונים משתנים עם השנים, אך במשך כל תקופות ההפקדה והניהול של נכסיהם, תפקידו של המנהל הוא גידור סיכוני העמיתים. תפקיד זה מתבצע, בין היתר, על-ידי "השקעה" של הכספים בכמה אפיקים.

רמת הסיכון שאליו ייחשף הלקוח יכולה להיקבע כיחס מסוים או כתמהיל רצוי של נכסים בתיק ההשקעות. עם זאת, מנגנון כזה אינו חף מקשיים שכן בתוך התחומים שהוגדרו לו מראש (90% אג"ח ממשלתי, 10% מניות, או כל תמהיל אחר של נכס "סולידי" עם נכס "מסוכן") יכול מנהל התיקים לבחור מגוון אינסופי של פרופילי סיכון (השקעה באג"ח ממשלתיות לא צמודות אינה עולה בהכרח בקנה אחד עם טעמיו של חוסך בקופת גמל, השקעה במניות של חברה אחת שונה מבחינת הסיכון מהשקעה

161 מנהל כזה יעדיף להמשיך לפזר את הסיכונים בקרב הלקוחות. כך, אף-על-פי שלא ירוויח בונוס או שדמי הניהול שלו יעמדו על אפס (0), הוא יוכל להציג הצלחה (תשואה של 9%) אצל 50 לקוחות ולהעלים את הנתון על הפסדים שהסב ל-50 האחרים.

בחברה אחרת). עם זאת, הגדרת הלקוח מראש כי ברצונו בתשואה מסוימת, או בתשואה מסוימת בהנחה של סיכונים מוכתבים מראש, תיהפך לממשית יותר אם מנהל התיקים יתומרץ בהתאם לביצועים. יתרה מזו: מנגנון התשלום עשוי להיות כלי המרכז את התנודתיות של הנכסים: הרווחים הגבוהים ילוו בתשלום גבוה יותר למנהל והרווחים הנמוכים – בתשלומים מצומצמים. כך, רק באמצעות המנגנון של דמי הניהול (המכרסם כאמור לעיל בחלק ניכר מהרווחים על ההשקעות) תצומצם סטיית התקן של ביצועי התיק.

אמנם, מוקדם להסיק מסקנות מנתונים על המפולות שספגו הנכסים המנוהלים בעת המשבר, באשר לחוסר התאמה בין יחס הסיכון של החוסכים לניהול בפועל. נתונים אנקדוטליים מראים כי במפולת הנוכחית כספים רבים של לקוחות המתקרבים לגיל פרישה ספגו הפסדים בשל השקעה בנכסים מסוכנים כגון אג"ח קונצרניות.¹⁶² עובדה זו זכתה אף להתייחסות ממשלתית ("רשת הביטחון"). גם בהעדר מחקרים מעמיקים קשה להניח כי פרט המתקרב לגיל פרישה מעוניין שכספיו יעמדו בסיכונים גבוהים שכאלו. יש להביא בחשבון את העובדה שלקוחות רבים עשויים להעדיף לקחת סיכונים השקעה בנכסים המנוהלים שלהם אף בהינתן חשיפה לתנודות השוק. עם זאת, חסר כיום קשר הגיוני בין ביצועיו של מנהל התיקים לתשלום שמשלם לו הלקוח, ומכאן שחסר קשר הגיוני בין תמריציו של המנהל לטעמיו של הלקוח. נראה כי הכוחות הפועלים על מנהלי התיקים מוכתבים במידה רבה דווקא על-ידי התחרות בשוק והצורך לגייס לקוחות חדשים, ולא דווקא על-ידי רצון הלקוחות הקיימים.

הצעתנו מעוררת את החשש שמנהל התיקים יפעל מתוך רצון לעמוד רק בשורה התחתונה של הסדר התמרוץ מול הלקוח, ולא יפעל באמת להתאים את ניהול הנכסים לדרישות הלקוח. אפשר לטעון, לדוגמה, שמנהל תיקים שהגיע למחצית השנה ללא רווחים יגביר את הסיכונים בתיקים אך ורק מתוך רצון לזכות בבונוס.¹⁶³ טענה זו ניצבת כאמור בבסיס האיסור הקיים. בהתייחס לנתונים על אודות ביצועים של מנהלי נכסים במשך השנים האחרונות ובייחוד במשבר הנוכחי, אפשר להמעיט בהשלכותיה של הטענה. ראשית, אין נתונים המראים על כך שהמנגנונים הפועלים כיום מאפשרים התאמה בין יחס החוסכים לסיכון לביצועי המנהלים. בה במידה, מנהלים שאינם

162 ראו, לדוגמה, עירן פאר "פגיעה אישית אכזרית בכיסיהם של מאות אלפי חוסכים בישראל: 40 מיליארד שקל התאדו ב-2008 מקופות הגמל, ביטחי החיים וקרנות הפנסיה החדשות" גלובס www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000387026 2.10.2008

163 טענה זו מקובלת בנוגע להענקה של מנגנוני תגמול הדומים לאופציות (התרחשות אחת נותנת בונוס, התרחשות אחרת לא מעניקה בונוס אך לא גוררת הפסד). ראו Keith C. Brown, W.V. Harlow & Laura T. Starks, *Of Tournaments and Temptations: An Analysis of Managerial Incentives in the Mutual Fund Industry*, 51 J. FIN. 85 (1996)

מתומרצים לפי הביצועים עשויים לנקוט אותה אסטרטגיה, לאור החשש מבריחה של לקוחות אל "מנצחים" אחרים.

כאמור לעיל, אפשר לקבל את ההנחה שמנגנון פיצוי המבטיח בונוס על הצלחה עשוי לעודד את מנהל הנכסים ליטול סיכונים מופרזים. מנהל הנכסים מתמרץ להגדיל את הסיכון כל אימת שהמצב הנתון אינו מקנה לו זכאות לאותו בונוס – זאת, כאמור, בלי שהוא מסתכן.¹⁶⁴ עם זאת, הסתכלות זו מניחה חוזים לניהול נכסים ברמה בסיסית מאוד. בהינתן תנאי תחרות ממשית בענף קופות הגמל, כפי שמנסות הרפורמות בתחום ליצור, ספק אם יהיה ביקוש בקרב החוסכים להסדרים כאלו וספק אם הרגולטור יאשר שימוש בהם. מנגד, חוזים מורכבים יותר, המציגים מנגנון פיצוי שבו הבונוסים על הצלחה מגובים במנגנון של "קנס" בגין הפסדים, עשויים למנוע את נטילת הסיכונים המפורזת של המנהל.¹⁶⁵ ההנחה הבסיסית שמנגנוני תמרוץ מעודדים נטילת סיכונים שאינה רצויה היא שגויה מעיקרה: יש תמריצים "טובים" בצד תמריצים "רעים". הדגש הוא על בניה של מנגנוני תמרוץ יעילים, שכן העדרם מתעלם מסוגיית התמריצים וודאי שאינו מטפל בבעיות המהותיות.

ישנם כלים רבים להסדרת התמריצים של מנהלי תיקים. גם כיום יש שורה ארוכה של מנגנונים שמטרתם הכפפה של מנהל הנכסים לרצון הלקוח: חובות אמונים וזהירות, חובות גילוי נרחבות וכמובן התערבות הרגולטור. השילוב של אלו עם מנגנון התביעה הייצוגית מאפשר ביטוי של רצון החוסכים ויכולת להעניש מנהל נכסים שסטה ממנו. המשבר הנוכחי יספק הזדמנות לבחון את השימוש שיעשה במנגנונים אלו; רק כשיעשה הדבר יתברר היקף החריגות, אם בכלל, של מנהלי הנכסים מרצון הלקוחות. מנגנונים אלו אמורים לספק כלי להגנת החוסכים. המנגנון שהוצע על-ידנו הוא כלי יעיל יותר, פשוט יותר וזמין יותר ביד הלקוח לשמור על האינטרסים שלו מול מנהל הנכסים. אם תגרום ההצעה לנטילת סיכונים גבוהים יותר, עדיין יעמדו לרשותו של הלקוח כל המנגנונים של היום, וזכויותיו ישמרו. מצבו ישופר, שכן במקרים התאורטיים (שכאמור לא יתרחשו אם יופנמו האינטרסים של הלקוח נכונה על-ידי המנהל) שבהם יחרוג מנהל התיקים מפרופיל הסיכון של לקוחו יש שתי אפשרויות: במקרה הטוב הגברת הסיכון תצליח, מנהל התיקים ירוויח וכך גם לקוחו; במקרה שבו לא יתמזל מזלו של המנהל, יוכל הלקוח לתבוע את המנהל בגין הפרת חובותיו אך גם יהנה מיידית מהפחתה בתשלום דמי הניהול.

אשר לניהול קרנות נאמנות ולניהול תיקי השקעות, היכולת לעצב תמריץ בהתאם לביצועים גם היא עשויה לשפר את הקשר בין היחס לסיכון של הלקוח לזה של המנהל. בתחום זה, כמו בעניין החיסכון הפנסיוני, השאלה אינה אם הלקוח מעוניין בסיכון אלא

Mark Grinblatt & Sheridan Titman, *Adverse Risk Incentives and the Design of Performance-Based Contracts*, 35 MGMT. SCI. 807 (1989).

165 שם.

איזה סוג של סיכון מתאים ללקוח. תופעה מוכרת בקרנות הנאמנות היא חוסר רצון של מנהלים לקחת סיכונים (שעלולים להוביל לביצועים נמוכים מעמיתיהם) בשל חשש מהפסד שיפגע במוניטין ובכמות הלקוחות העתידית. חשש זה גורם לתופעה שלפיה מנהלי קרנות מחקים את התנהגות עמיתיהם ומשקיעים בהתאם לאופנות בשוק ול"בועות" באופן שמעוות את המציאות.¹⁶⁶ לתניות חוזיות מסוימות, המגדירות את הפיזיו בהתאם לביצועי המנהל, יש השפעה הפוכה מתמרוץ קבוע: הן מעודדות אותו לקחת יותר סיכונים. יש להביא בחשבון כי במקרים מסוימים דווקא לקחת סיכונים, ולא הימנעות מהם – משמעותה התאמת התנהגות הגוף המנהל לטעמי הלקוח.¹⁶⁷ בהקשר זה מעניין לציין מחקר שנערך בארצות-הברית והעלה תוצאות מעניינות. כאשר החיל הקונגרס איסור על קרנות נאמנות לעצב מנגנוני פיזיו לא סימטריים (בונוס על הצלחה ללא קנס על כישלון) גרר הדבר תגובה מעורבת. כצפוי, האיסור על גביית בונוס עודף על הצלחה ביחס לכישלון גרר את מנהלי התיקים להקטנת רמת הסיכון שנלקחה. עם זאת, באופן מפתיע, השינוי הכפוי במדיניות התמריץ גרר גל של פדיונות מצד המשקיעים. מכאן הסיקו החוקרים כי השינוי תרם להפחתה של רמת הסיכון אך לא תאם בהכרח את רצונם של המשקיעים.¹⁶⁸

3. הערות קצרות על התאוריה ועל המציאות

(א) קרנות נאמנות

כפי שהצגנו בתחילה, בקרנות הנאמנות לא קיים איסור רשמי על גביית דמי ניהול בהתבסס על ביצועים, אך בפועל אין פרקטיקה של גביה על-פי רווח. כיצד ניתן להסביר את הפער בין עמדתנו, שלפיה טובתם של הלקוחות היא בהסדרים מבוססי תמריץ, לבין המציאות? אפשר למנות כמה טעמים המובילים בראייתנו למצב זה. ראשית, מדובר בשוק שבו גורמים מתוחכמים וגדולים באים במשא-ומתן עם משקיעים יחידים, חסרי מומחיות בהערכה ובתמרוץ של מנהלי קרנות. במצב כזה יש פערים ניכרים בכוח המיקוח.¹⁶⁹ בעיות התחרותיות הרבות המתעוררות בשוק זה ובמערכת היחסים הא-סימטרית שמתקיימת בין מנהלי הקרנות לבעלי היחידות, הופכת אותו ללא משוכלל. העובדה שבשוק קרנות הנאמנות לא התפתחה נורמה של תמרוץ מבוסס שכר מעידה לדעתנו דווקא על כך שמצב זה מטיב עם המנהלים, אולי על חשבון הלקוחות.

Nishant Dass, Massimo Massa & Rajdeep Patgiri, *Mutual Funds and Bubbles: The Surprising Role of Contractual Incentives*, 21 REV. FIN. STUD. 51 (2008)

שם 167.

Joseph Golec & Laura Starks, *Performance Fee Contract Change and Mutual Fund Risk*, 73 J. FIN. ECON. 93 (2004)

169 מובן שהדבר מתייחס רק למנגנון סטנדרטי של דמי ניהול של קרן נאמנות המציעה יחידות לציבור.

אם נשווה את המצב בשוק זה לשוק אחר – שוק קרנות הגידור – נראה כי שם התמונה אחרת. בחוזים של החברות המנהלות את הקרן (או של השותף המנהל במסגרת השותפות), הסכמים לתמרוץ מבוסס ביצועים הם נורמה מקובלת.¹⁷⁰ נוסף על כך, בעולם זה תמרוץ המנהלים השכירים גם הוא מבוסס ביצועים, אך בצורת מנגנון שמעניש במידה מסוימת ביצועי-חסר על-פי מדדי השוואה.¹⁷¹ אין ספק גם שמנגנון זה נועד להתאים את ביצועי הגוף המנהל לרצונות של אלה שמוסרים לידיו את כספם. במקרה של קרנות הגידור, התמרוץ משמש מנגנון לעודד את המנהל ליטול סיכונים מסוימים. המכשיר שבאמצעותו מבהירים בעלי הנכסים למנהל מה מידת הסיכון שעליו לקחת טמון במידה רבה במנגנון התמרוץ. מובן שאין להסיק מכך שהסדר התמרוץ הוא הסדר לעידוד סיכונים – מדובר בהסדר להתאמת סיכונים. במקרה של קרנות גידור, המשקיעים המתוחכמים בוחרים בהסדרי תגמול למנהלים נוטלי סיכונים. בהקשר של אפיקי השקעה אחרים אפשר לעשות שימוש במנגנונים בעלי רציונלים דומים, אך למטרות שונות לחלוטין. השאלה אינה אם לתמרוץ אלא כיצד לתמרוץ, והתמרוץ עשוי להיות לא לנטילת סיכונים, כי אם דווקא להימנעות מהם.

מן ההשוואה בין קרנות הגידור לקרנות הנאמנות ניתן לגלות מי "מרוויח" מהעדרם של מנגנוני תמרוץ. בשוק קרנות הנאמנות, שבו אין ללקוחות יכולת מיקוח ממשית, אין הסדרי תמרוץ. לעומת זאת, בשוק שבו פועלים משקיעים חזקים יותר ובעלי עמדת מיקוח עדיפה, הם נפוצים. בראייתנו, עובדה זו מעידה על הצורך של הרגולטור לסייע לקליטה של מנגנוני תמרוץ יעילים יותר – אשר משקיעים מתוחכמים עומדים על חשיבותם בעצמם – בשוק קרנות הנאמנות ובשווקים אחרים. ספק אם תנאי השוק לבדם יאפשרו את התפתחותם.

(ב) פוליסות ביטוח משתתפות ברווחים

הסדר זה הוא החריג למצב כיום והתמריצים בו דומים להצעתנו. בהעדר נתונים אמפיריים ממשיים קשה להוכיח את הטענה שמבנה של הסכם דמי הניהול בפוליסות אלו הטיב עם הלקוחות במשבר הנוכחי ושהוא מתאים יותר ליחסם לסיכון.¹⁷² עם זאת,

Edwin J. Elton, Martin J. Gruber & Christopher R. Blake, *Incentive Fees and Mutual Funds*, 58 J. FIN. 779, 781 (2003)

Vikas Agarwal, Naveen D. Daniel & Narayan Y. Naik, *Role of Managerial Incentives and Discretion in Hedge Fund Performance*, J. FIN. SSRN.COM/abstract=88900, עתיד להתפרסם.

יש אף הטוענים כי ענף זה הסב הפסדים גבוהים יותר ללקוחות; אתי אפללו "כך מחליטים לאן ילכו 85 מיליארד שקל מהפנסיה שלכם" **TheMarker Online** 10.3.2009 [www.themarker.com/tmc/10.3.2009](http://www.themarker.com/tmc/article.jhtml?log=tag&ElementId=skira20090310_1069788)

אי-אפשר להסיק מכך כי הצעתנו איננה רלוונטית כבר כיום.¹⁷³ גם בפוליסות משתתפות ברווחים ודאי רווחה, טרם המשבר, הנטייה לקחת סיכונים מעבר לרצונות הלקוח הממוצע. הגיוני גם להניח כי הרגולציה בתחום דורשת שידוד מערכות מקיף ממגוון היבטים שחשף המשבר. בצד דברים אלו יש לשים לב לאנומליה המוחלטת. בשל סיבות היסטוריות ובשל הבדלים בשם ("קופות גמל" או "פוליסות ביטוח"), ההסדרים של דמי הניהול שונים זה מזה במידה ניכרת. הייתכן כי ההצדקות של העדר יכולת מיקוח סימטרית ורצון להגביל את המנהלים לקחת סיכונים על-ידי הגבלת דמי הניהול מתאימות לאפיק אחד אך לא לאחר? הייתכן כי המפקח על הביטוח, המופקד על יציבותן של חברות הביטוח, מתייחס להשקעה באפיק "ביטוחי" אחרת משהוא מתייחס להשקעה באפיקי "גמל"? כמו בתחומים רבים, גם כאן נדרשת האחדה של ההסדרה. אין הצדקה לכך שמשקיע המעוניין להתקשר עם מנהל תיקים במערכת יחסים המבוססת על תמרוץ יהיה חייב לעשות זאת דווקא באמצעות "ביטוח".

(ג) יציבות הגופים המוסדיים

מהצעתנו עולה החשש כי במקרי קיצון דוגמת המשבר האחרון יאלצו הגופים המוסדיים להשיב ללקוחות כספים רבים בגין הפסדים, באופן שיגרום להתמוטטותם. לו יעזבו הסדרי התגמול באופן לא סימטרי חריף, המחייב את המנהלים לפצות את המשקיעים מכיסם ולא רק לוותר על דמי הניהול, יש מקום לחשוש ליציבותם של גופים אלו. לגישתנו, דרישות ההון העצמי מהגופים המנהלים נכסי ציבור, ובעיקר ההפרדה המבנית בין הנכסים המנוהלים לגוף המנהל, ישמרו מפני סכנה שכזו; לכל היותר יועבר הנזק אל כתפיהם של הגופים המנהלים באופן שיסייע לסינון טבעי של המוצלחים. התקווה היא שלא יהיה צורך להפעיל את הצד ה"עונשי" במנגנון הפיצוי ואם כן – יצטרפו החברות המנהלות לעמוד בחלקן בהסכם או להתחסל. עצם חששם של הגופים המנהלים מקריסה כזו הוא שיאפשר את ההפנמה של העדפות הלקוחות בנוגע לסיכון. המנהלים יצטרפו –

173 מהנתונים המעטים שהובאו במאמר זה עולה כי המשבר השפיע על ההסדרים המשתתפים ברווחים אחרת משהשפיע על קופות הגמל: היקף הנכסים בפוליסות אלו הצטמצם בשנת 2008 בשיעור נמוך מזה של ענף קופות הגמל. במצב הנוכחי קשה לחשוב כי הלקוחות מודעים באופן מלא לאופי של "פוליסה משתתפת ברווחים" בהשוואה ל"קופת גמל במסלול כללי". עם זאת, אפשר לראות בפוליסות אלו, כמו גם בהישארות בהן (לעומת נהייה אחר תשואות או הפסדים רגועים) מכשיר עדיף דווקא לאור הסדר התשלום. גם במקרה של הפסדים, ההוראות הנוגעות לגביה של דמי הניהול מחייבות מעבר לרווחים, שיכסה את הפסדי העבר, כדי לחזור לגבות את דמי הניהול המשתלמים מתוך הרווחים. מערכת היחסים בין הלקוח למנהל היא ארוכת-טווח וכך גם התמריצים המשפיעים על המנהל. הפסדים בשנה אחת אינם אמורים לעודד את המנהל להגדיל את הסיכון בשנה שאחריה. אמנם רווח חריג עשוי לאפשר לו להתגבר על הפסדי העבר, אך התממשות של הפסד נוסף תרחיק אותו עוד יותר מיכולתו לגבות דמי ניהול נוספים.

כפי שמצופה מהם כיום – לעסוק לא רק בהשקעה של הכספים המנוהלים אלא גם בתכנון וניהול הסיכונים ובהתכנסות למקרה של כישלונות.

סיכום

ימים יגידו כיצד השפיע המשבר של 2008 על גורלו של החוסך והמשקיע הישראלי. כאשר נכתב העמוד הראשון במאמר זה געשו הרוחות והיצרים ורעדו אמות הספים בכל תחומי החיים. העמוד האחרון נכתב בשוך הסערה, כשנדמה כאילו הזעזוע העמוק כמעט ונשכח. תחושתנו היא שהמהפכות הענקיות שנובאו בעין הסערה סופן להתברר בעינינו כחגבים אחריה. עם זאת, עלינו לנצל את המשבר כדי לתקן ולהחליף את ההסדרים הכושלים ואף את אלו שאינם מושלמים, שלא הקלו את השפעותיו עלינו. במשק גלובלי ברור שאין שום הסדר סביר שיוכל להגן עלינו לחלוטין ממשברים כלכליים עולמיים, אך אפשר לשכך את ההשפעות על-ידי הסדרים נכונים.

מאמר זה ביקש להציג בחינה מהותית של טיבם של שני נושאים מרכזיים בשוק ההון הישראלי – האחד הוא פעילותם של יועצים בתחום ההשקעות והפנסיה והאחר הוא סוגיית התמרוץ לגופים המנהלים נכסים עבור הציבור. בשני המקרים הראנו כי סיבות היסטוריות ותפיסה שגויה של המציאות הובילו ומובילות לתוצאות לא רצויות. הכוונות אמנם היו טובות, אך התוצאות חרגו מן המצופה. השינוי הנדרש אינו דרסטי ואין בו כדי להוות מהפכה של ממש. ההתמקדות באופי הפעילות ובחינה נקודתית של ההסדרים החקיקתיים הן אלו שצריכות להוביל למסקנות בדבר ההסדר הראוי, ולא מאבקי כוח ויוקרה. בשונה מקריאות חולפות, הטענות שהוצגו לעיל, אף שנחשפו עקב המשבר, היו נכונות גם אילולא היה מתרגש עלינו.

חוקי הסדרת העיסוק בתחומי הייעוץ שומרים על הפרדה משמעותית בין עולם הפנסיה לעולם ההשקעות. ביטוייה של הפרדה זו רבים: מערכי הייעוץ והפיקוח מתנהלים בצורה נפרדת, אך גם התפיסה הבסיסית בדבר השוני בין "השקעה" ל"פנסיה" נשארה בעינה. המשבר הכלכלי הדגיש את הצורך בייעוץ מקיף ואפקטיבי לציבור הרחב, שמתקשה להבין באופן מלא את הסיכונים שאליהם הוא חשוף. ניסינו להראות כי הפרדה זו אינה תואמת את המציאות של שוק ההון וכי למעשה יש חפיפה נרחבת בין עולם ההשקעות לעולם הפנסיוני. ההצעה שהוצגה להאחדה מושגית בין ייעוץ פנסיוני לייעוץ השקעות מנפצת את חומת הפרדה. היא תוביל להאחדת הייעוץ, וחשוב מכך: האחדה מושגית-תפיסתית תשנה את הפעולה של גופי הרגולציה ואף את היחס בקרב הציבור לתחום.

חלקו השני של המאמר יישם תובנות מוכרות על אודות הקשר בין תמריצים לסיכונים. בתחומים רבים חוזי שכר משמשים מנגנון להתאמה, לשליטה, להגבלה,

לעידוד ולמסחר בסיכונים, אך המחוקק הישראלי בחר לאסור על השימוש בהם בקשר שבין לקוחות לגופים המנהלים עבורם את נכסיהם (למעט חריגים מעטים). הטעמים לאיסור זה מבוססים על תפיסה פשטנית של חוזי תמרוץ; העבר לימדנו כי אין הם מצליחים להשיג את מטרתם. במצבו התחרותי הנוכחי של שוק ההון הישראלי, המנהלים מתומרצים תדירות ליטול סיכונים שאינם עולים בקנה אחד עם רצונות הלקוחות. האיסור החוקי על התניית שכר ברווח, שנועד למנוע נטילת סיכונים מופרזים, שלל גם את היכולת המשמעותית ביותר שעמדה ללקוחות להבהיר למנהלים את יחסם לסיכונים. ביטול האיסורים, בצד פעילות זהירה ושקולה של הרגולטור לעידוד חוזים ראויים, העולים בקנה אחד עם רצונות הלקוחות ומאזנים את פערי הכוחות שבין מאות אלפי לקוחות "קטנים" לכמה גופים גדולים וחזקים, עשויים להוביל לשליטה טובה יותר בסיכונים. הלקוחות יוכלו לעשות שימוש במגוון מנגנונים שיתגמלו את המנהל עבור סוג מסוים של סיכונים או יענישו אותו עבור סוג אחר. את היכולת להעריך ביצועי מנהלים על סמך תוצאות העבר ואת הנתון בעל המשמעות המוגבלת של תשואה שנתית יחליפו מונחים המתאימים יותר לסיכון – סטיית תקן נדרשת, תשואה בהשוואה לתיק ייחוס, יחס בין תשואה לסיכון ועוד. מעבר לכך נראה שתמוזער התופעה הצורמת של מנהלים הממשיכים לגבות דמי ניהול אסטרונומיים בזמן שחסכוניות הציבור מתפוגגים. כמו מלחמות, גם משברים אינם בלתי־נמנעים עד שהם לא פורצים. לרוע המזל, הרפורמות הגדולות אינן מסוגלות באמת להתמודד עם משברי העתיד הלא נודעים אלא רק למנוע הישנות של משברי העבר. תחת אילוץ זה יש לפעול בשים לב לשינויים שצפויה לחולל כל רפורמה, ולהימנע מהותרה של שרידי עבר שלא יתאמו למציאות החדשה שתיווצר.