

בדלתיים כ תוחות

דיסהרמוניה בתזמורת הרגולטורים

אחת התוצאות של התרחבות הרגולציה במשק היא היווצרות סתירה בין הנחיות של רגולטורים שונים שמפקחים על אותו מגזר. איך יוצרים תיאום?



הינה "שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך", חוק בנק ישראל קובע כאחת ממטרות הבנק את התמיכה "ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה". לעתים, פעולות לקידום מטרות אלו עלולות לפגוע בסתירה חזיתית, כך שהגשמת מטרת רשות ני"ע עשויה לפגוע ביציבות המערכת הבנקאית (משום שתגרע מרווחיה), ולהיפך. דוגמה לסתירה שיכולה להיווצר בין כללי פיקוח שונים הינה סוגיית חובות הגילוי החלות על התאגידים הבנקאיים בכל הנוגע לפרסום עבודות אנליזה המתבצעות על ידם. סתירה זו דווקא אינה נובעת מהתנגשות ערכית בין מטרות הרשויות הרגולטוריות השונות, אלא מחוסר תיאום בין-רגולטורי פשוט. הוראת ניהול בנקאי תקין 322 של המפקח על הבנקים קובעת שעל הבנקים להקים "חומות סיניות" בין פעילות ייעוץ ההשקעות לבין פעילויות הנוסטרו והאשראי שלהם. כנגד זה קבעה רשות ני"ע (במסגרת נסיונה להסדיר את נושא ניגודי העניינים הפוטנציאליים בעת הכנה ופרסום עבודת אנליזה) הוראה לפיה תאגיד שמכין עבודת אנליזה צריך לגלות כל ניגוד עניינים בקשר לעבודת האנליזה, לרבות גילוי על הכנסות התאגיד המסקר מהתאגיד המסוקר, ועל החזקות בניירות הערך שלו. נוצר מצב בו הוראות הגילוי של רשות ני"ע דורשות ממכין

"מדינת ישראל סובלת מעודף רגולציה" – כך הכריז ראש הממשלה בחודש אוגוסט השנה. איני יודע אם לכך התכוון בדבריו אולם אמת ידועה וכואבת היא כי הבנקים הפועלים בישראל הם אולי הדוגמה המובהקת ביותר לגופים המושפעים באופן מאסיבי מעודף הרגולציה, ובמיוחד מחוסר התיאום הבינ-רגולטורי. חוסר תיאום זה נוצר כתוצאה מקיומן של מספר רשויות רגולטוריות, בעלות סמכויות אכיפה ומטרות אכיפה שונות, המפקחות על אותם גופים פיננסיים, באופן שמקשה עליהן לבחון את השוק בהסתכלות כוללת. בשוק ההון, בו פועלות מספר גדול יחסית של רשויות רגולטוריות (המפקח על הבנקים, רשות ני"ע, אגף שוק ההון במשרד האוצר והממונה על ההגבלים העסקיים), נוצר מצב שבו כל רשות רגולטורית מייצרת כללי פיקוח שעשויים להיות הגיוניים ומוצדקים כשלעצמם, מבלי להתאימם לכללים שקבעו יתר הרשויות הרגולטוריות. מערך הפיקוח על התאגידים הבנקאיים טומן בחובו עדויות רבות לחוסר תיאום בין-רגולטורי. דומה שדיסהרמוניה מסוימת בפעילות שתי הרשויות הדומיננטיות – המפקח על הבנקים ורשות ני"ע – הינה בלתי נמנעת נוכח השונות הנורמטיבית במטרות פועלתן. כך, בעוד שחוק ניירות ערך קובע כי מטרת רשות ני"ע



עבודת האנליזה "למוטט" את החומות הסיניות, ולקבל מידע מיחידות האשראי והנוסטרו של הבנק, מידע שאינו מצוי ברשותו, על מנת שיוכל לתת גילוי נאות.

מטרת שתי ההוראות היתה לנסות ולמנוע ניגודי עניינים בעת ייעוץ השקעות בניירות ערך. אך כאשר רשות ני"ע הפיצה את ההוראה בשנת 2007, היא לא התאימה אותה כיאות לכללים שכבר קבע בנושא המפקח על הבנקים. עם זאת, יש לציין לשבח בהקשר זה את רשות ני"ע שהייתה קשובה לביקורת שנשמעה מהבנקים בנושא זה וגילתה לאחרונה כי היא שוקלת את תיקון ההוראה ביחס לתאגידים בנקאיים.

לעתים יוצר חוסר התיאום הבינ-רגולטורי כפילויות המכבידות על הגופים המפוקחים. כך, הוראת ניהול בנקאי תקין 312 מציבה כללים ביחס לאישור עסקאות עם "אנשים קשורים" ודיווח עליהן, בעוד שרשות ני"ע מפקחת על יישום הכללים שמציבים דיני החברות ודיני ניירות ערך ביחס לאישור עסקאות עם "בעלי עניין" ודיווח עליהן. למותר לציין שאין חפיפה, בהוראות השונות, בין זרות "האנשים הקשורים" לזרות "בעלי העניין", בין אופן אישור העסקאות, ובין כללי הדיווח לגביהן.

דוגמה נוספת לכפילות מעין זו ניתן למצוא בגילוי שנדרש לתת יועץ השקעות המועסק בבנק בעת ייעוץ השקעות. המפקח על הבנקים הציב כללים לעניין זה בכללי הבנקאות (ייעוץ השקעות), התשמ"ו-1986, אך לרשות ני"ע כללים ביחס לגילוי שיש לתת בעת ייעוץ השקעות, החלים על כלל יועצי ההשקעות (בין אם הללו מועסקים בבנקים ובין אם לאו) – ולא, אין זהות בין הכללים. הטמעת שתי מערכות של כללים נורמטיביים בקרב עובדי הבנקים מחייבת השקעת משאבים מיותרת, ויוצרת בירוקרטיה מסורבלת ויקרה. יתר על כן, כתוצאה מהבלבול שיוצרות הוראות כפולות, גובר הסיכון לכך שהציות להוראות מסוימות לא יהיה מלא.

סוגיה נוספת נוגעת בעיתוי פרסומן של הוראות רגולטוריות שונות. גופים במשק הישראלי נאלצים להתמודד עם שינויים רגולטוריים הנכפים עליהם חדשות לבקרים, באופן שיוצר הכבדה משמעותית ביותר על פעילותם. יש צורך בתיאום לא רק ביחס לתוכן ההוראות הרגולטוריות, אלא גם ביחס לעיתוי ול"מינון" שלהן, שהרי גם התרופה הטובה ביותר מסוגלת להרוג חולה, כאשר נוטלים אותה במינון יתר.

ראוי שהגופים המפקחים יקדישו יותר תשומת לב לשיפור התיאום ושיתוף הפעולה ביניהם, על מנת להגביר את הוודאות הרגולטורית, ולהקטין את המאמצים והמשאבים הרבים שמשקיעים התאגידים במשק על מנת לציית לרגולציה. שיתוף פעולה מעין זה צריך להיות צופה פני עבר וצופה פני עתיד כאחד. בטווח הקצר, עליו לכלול הן מיפוי של הוראות רגולטוריות קיימות בהן יש כפילויות וסתירות, ומתן מענה לסתירות וכפילויות אלה. יש להקים מנגנון משותף לכלל הרגולטורים המפקחים על הסקטור נשוא הרגולציה שיבחן כל הוראה רגולטורית בטרם פרסומה. דוגמה למנגנון כזה היא הוועדה המתאמת שעל הקמתה

הסכימו בשנת 2007 הפיקוח על הבנקים, רשות ניירות ערך ואגף שוק הון באוצר – אולם עד כה ללא תוצאות ניצפות של ממש לעבודתה.

בטווח הארוך ניתן לשקול איחוד, מלא או חלקי, של רשויות הפיקוח השונות. מבנה פיקוח מבוזר אינו מאפשר ראייה כוללת של הגופים המפוקחים, עלול ליצור תופעות של ארביטראז' פיקוחי (הגדרת פעולות כך שהללו יפוקחו על ידי הרגולטור "הסלחן" ביותר), גורם לבזבוז משאבים רגולטוריים עקב כפילויות של פעולות פיקוחיות, וכמובן יוצר אי סדר רגולטורי ועלויות מיותרות לגופים המפוקחים.

דווקא בעת הנוכחית, שבה בנקים, גופים פיננסיים וחברות אחרות נאבקים בקשיים משמעותיים מבית ומחוץ, על הגופים המפקחים להציב את הטיפול בנושא בעדיפות גבוהה במסגרת יעדיהם לשנים הקרובות. ■

* הכותב הוא שותף וראש מחלקת שוק ההון במשרד עורכי הדין תדמור ושות'. נכתב בסיוע עו"ד אלון גולדנברג