

ניגודי עניינים בקונגלומרט הפיננסי

המצב בישראל מבייסקי עד בכר

מאיר חת*

- א. מבוא
- ב. ניגוד עניינים ומניעתו
- ג. ועדת בייסקי וויסות מניות הבנקים
- ד. התעצמות הקונגלומרטים והמלצות ועדת בכר
- ה. דרכים חלופיות להתמודדות עם בעיות ניגודי העניינים בקונגלומרט הפיננסי

א. מבוא

הקונגלומרט הוא מבנה עסקי שבו שולטת חברה בקבוצה של עסקים המתמחים בייצור מוצרים או במתן שירותים שונים, שאינם קשורים לתחום התמחותה של החברה השולטת. ריכוז מקבץ של עסקים בקבוצת בעלות אחת מאפשר ריכוז עצמה כלכלית, פיזור סיכונים, יכולת עדיפה של גיוס הון וניהול אסטרטגי משולב. הקונגלומרט הפיננסי הוא חברה פיננסית הפועלת ביותר משוק פיננסי אחד, מבנה המאפשר יתרונות של סינרגיה ומתן מכלול שירותים פיננסיים ללקוחות. קונגלומרטים פיננסיים הפועלים בריזמנית בשוקי הבנקאות, ניירות הערך ולעתים גם הביטוח, הם תופעה שכיחה במדינות רבות בעולם כעשורים האחרונים. גם בישראל התפתחו הבנקים הגדולים כקונגלומרטים פיננסיים, שתחומי פעילותם חורגים מן השוק הבנקאי לעבר שוקי ניירות הערך והביטוח. בדרך כלל עומדים בנקים בראש קונגלומרטים פיננסיים, אך בעולם ישנן גם חברות ביטוח הפועלות בשוקי ניירות הערך והבנקאות.¹

העלייה בשכיחותו של מבנה עסקי זה הייתה תוצאת שינויים שחלו במבנה התחרות בשווקים הפיננסיים ובהוראות הפיקוח שהגבילו בעבר במדינות רבות את תחומי הפעילות המותרים לבנקים.² גם לגלובליזציה של השווקים הפיננסיים ולהתפתחותה של תחרות בין־לאומית בשווקים אלה הייתה השפעה על התהוותם

* פרופסור למשפטים, בית ספר למשפטים המסלול האקדמי המכללה למינהל. הכותב שימש בעבר מפקח על הבנקים – בנק ישראל, יו"ר דירקטוריון הבורסה ויו"ר דירקטוריון בנק לאומי. כיום משמש הכותב גם כיו"ר דירקטוריון פסגות אופק – חברה בבעלות בנק לאומי.

1 להגדרת קונגלומרט ראו 'צ' שטרן "רכישת חברות – המניעים והערכתם" מחקרי משפט ה (תש"ז) 273, 255. להגדרת תחומי העיסוק של קונגלומרט פיננסי בדירקטיבה האירופית משנת 2002/87/EC (להלן הערה 45) ראו: M. Gruson "Supervision of Financial Conglomerates in the European Union" *J.I.B.L.R.*, Issue 10 (2004) 363

2 על תהליכי הרגולציה במדינות שונות ראו: G.G. Kaufman "Banking Deregulation in the United States" *The Ir. Banking Rev.* (Autumn, 1986) 66; D.T. Llewellyn "Financial Deregulation – The British Experience" *The Ir. Banking Rev.* (Autumn, 1986) 55; L. Jonung "Financial Deregulation in Sweden" 4 *Skandinaviska Enskilda Banken Quarterly Rev.* (1986) 109 (עותק שמור במערכת).

של קונגלומרטים פיננסיים. סייג להכללה זו הוא שכניסת בנקים לפעילות בשוק ניירות ערך הייתה קיימת במבנה המכונה "בנק אוניברסלי", שפעל בגרמניה ובחלק ממדינות יבשת אירופה עוד לפני שתהליך הקונגלומרציה התפתח בעולם כולו.³ מעורבות הבנקים בעסקי ניירות ערך הייתה קשורה דווקא ברמת ההתפתחות הנמוכה יחסית של שוקי ניירות הערך במדינות אלה, שלא יצרה תמריץ להתפתחותם של גופים המתמחים בעסקי ניירות ערך (כפי שהיה בישראל עד לשנים האחרונות).⁴

במדינות האנגלו-סקסיות הגדולות, אנגליה וארצות-הברית, התקיימה הפרדה בין בנקאות הפיקדונות לבנקאות ההשקעות עד לפני שנים לא רבות. באנגליה התקיימה ההפרדה מכוח נוהג והנהיות הבורסה, שאסרו על רכישת שליטה בחברות בורסה על ידי גופים פיננסיים אחרים. בארצות-הברית היו הבנקים המסחריים מעורבים בבנקאות השקעות עד מפולת הבורסה בשנת 1929. חוק גל-סטייגל משנת 1933⁵ אסר על הבנקים לעסוק בבנקאות השקעות ועמד בעינו עד לפני שנים אחדות.

השינויים במבנה התחרות בשווקים הפיננסיים היו קשורים בהסרתן של מחיצות מפקחות ואחרות, שהיו קיימות בעבר בין השווקים השונים. כך, למשל, התפתחו מכשירים שהתחרו בעסקי הפיקדונות והאשראי, שבהם הייתה לבנקים עמדת בכורה במשך שנים רבות. קרנות נאמנות של שוק הכספים התחרו בפיקדונות עובר ושב של הבנקים, מוסדות חיסכון הציעו פיקדונות לזמן קצוב שהתחרו בבנקים, ואילו הנפקת שטרות מסחריים על ידי לקוחות עסקיים גדולים ופעילות חברות אשראי לא-בנקאיות כרסמו בשליטת הבנקים בשוק האשראי. הבנקים האמריקניים דרשו (ודרישתם נענתה בהדרגה) שתוסרנה מגבלות פיקוח שפגעו ביכולתם להתחרות במוסדות פיננסיים לא-בנקאיים מקומיים ובבנקים זרים, בעיקר אירופיים ויפניים, שלא היו כפופים להוראות פיקוח מקבילות.⁶

3 על הבנק האוניברסלי ועל התפתחותו של מבנה עסקי דומה בארצות-הברית ראו: T. Caums & M. Gruson "The German Banking System - System of the Future?" 29 *Brook. J. Int'l L.* (1993) 101; J.G. Benston "Universal Banking" 8 *J. Econ. Persp.* (1994) 121; J.A. Kregel "Universal Banking, U.S. Banking Reform and Financial Competition in the EEC" *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Rev.* (1992) 231; A. Saunders & I. Walter *Universal Banking in the United States: What Could We Gain? What Could We Lose?* (Oxford, 1994) 86-104

4 על ההבדלים בהתפתחות מערכת הבנקאות במדינות האנגלו-סקסיות ובמדינות מערב אירופה ויפן ראו: A.B. Frankel & J.D. Montgomery "Financial Structure: An International Perspective" 1 *Brookings Papers on Economic Activity* (1991) 257
5 12 U.S.C.S. Banking Act of 1933

6 על גורמה ועל תוצאותיה של הרגולציה בארצות-הברית ראו: G.G. Kaufman, L.R. Mote & H. Rosenblum "Consequences of Deregulation for Commercial Banking" 39 *J. Fin.* (1984) 789; J. Heimann "Market-Driven Deregulation of Financial Services" 69 *Economic Rev. - Federal Reserve Bank of Atlanta* (December 1984) 36; D.B. Humphrey & L.B. Pulley "Banks' Responses to Deregulation: Profits, Technology and Efficiency" 29 *J. of*

הרחבת התחרות הבין-לאומית בשווקים הפיננסיים הייתה גורם עיקרי לשינויים שחלו בשוק האנגלי בשנת 1986 עם הנהגת "המפץ הגדול" – רפורמה מרחיקת לכת שיזמה הבורסה של לונדון, שאפשרה לבנקים ולחברות פיננסיות אחרות להשתלט על חברי בורסה ולבסס את פעילותם בשוק ניירות הערך, תוך שילוב עסקי בנקאות, בנקאות השקעות, ניהול נכסים ומסחר בניירות ערך במסגרת אחת. ראשי הבורסה שהחליטו על השינוי שאפשר יצירתם של גופים הפעילים בעסקי בנקאות וניירות ערך, הושפעו בהחלטתם מן הרצון להרחיב את בסיס ההון של החברות שהיו פעילות בעסקי ניירות ערך בלבד, על מנת שגופים בין-לאומיים גדולים לא יפגעו במעמדו הבין-לאומי של שוק ההון האנגלי וינשלו את החברות האנגליות שבסיס הוןן הקטן הקשה עליהן את התחרות בענפים הזרים.⁷

התפתחותם של הבנקים הגדולים בישראל כקונגלומרטים פיננסיים הייתה דומה יותר בנסיבותיה לזו של התפתחות הבנקאות האוניברסלית בגרמניה מאשר לגורמים שהניעו את התפתחות הקונגלומרטים בבנקאות האנגלו-סקסית. גם בישראל לא היו עד לשנת 1981 מגבלות בחוק על תחומי הפעילות המותרים לבנקים, ושוק ניירות הערך היה בעל חשיבות מוגבלת יחסית במערך הכולל של שוק ההון. אולם ההתפתחויות בישראל מוסברות גם בנסיבות ישראליות ייחודיות, דוגמת המעורבות הגבוהה של הממשלה בשוק ההון וקיומם של הסדרי ההצמדה. מעורבות הממשלה התבטאה בספיגת חלק הארי של כספי החיסכון המוסדי (עד ראשית שנות ה-90), ובהפעלת מדיניות מוניטרית על ידי בנק ישראל שנטרלה את יכולת הבנקים להשתמש בחלק גדול מן הפיקדונות שברשותם לפי שיקול דעתם. הסדרי ההצמדה הקטינו את נכונות הציבור להשקיע במניות כמכשיר חיסכון לטווח ארוך, וגרמו לאופיו התנדוטי והספקולטיבי של שוק זה.⁸

הבנקים היו המוסדות הפיננסיים הראשונים שהחלו לפעול בארץ ישראל לפני הקמת המדינה, והם שמרו על מעמדם זה גם אחרי הקמת המדינה. בשנות ה-50 הראשונות הייתה מערכת הבנקאות מורכבת ממספר רב של מוסדות קטנים (למעלה ממאה אגודות שיתופיות ובנקים), מכעשרה בנקים בינוניים ומבנק אחד גדול (בנק אנגלו-פלשתינה, בנק לאומי לישראל דהיום). המערכת עברה תהליך ממושך של קונסולידציה שהחל עוד במחצית השנייה של שנות ה-50, התעצם בעקבות המיתון של אמצע שנות ה-60 והגיע לסימום בסוף שנות ה-70, עם התגבשותה של המערכת בחמש קבוצות גדולות, שמחוץ להן נותרו פחות מעשרה

Money, Credit and Banking (1997) 73; P.E. Strahan "The Real Effects of U.S. Banking Deregulation" 85 *The Federal Reserve Bank of St. Louis Rev.* (2003) 111

7 על ה-Big Bang בסיטי של לונדון ראו: N.G. Terry "The 'Big Bang' at the Stock Exchange" *Lloyds Bank Rev.* (April 1985) 16; M. Reid *All-Change in the City: The Revolution in Britain's financial Sector* (London, 1988)

8 על התפתחות מערכת הבנקאות בישראל מראשיתה ועד סוף שנות ה-80 ראו מ' חת *הבנקאות בישראל* (1994), חלק א: סקירה היסטורית).

מוסדות עצמאיים, כולם קטנים.⁹ מאפייני המערכת הפיננסית בתקופה שער גיבוש המדיניות לייצוב המשק ביולי 1985 היו כדלקמן:

1. מעורבות גבוהה של הממשלה, שהתבטאה בנטרול שוק ניירות הערך ומערכת המשקיעים המוסדיים על ידי מונופוליוזיה של שוק איגרות החוב הסחירות וספיגת החיסכון המוסדי (קופות גמל, קרנות פנסיה וחברות ביטוח חיים) על ידי חיוב השקעה באיגרות חוב ממשלתיות לא סחירות שזכו בתנאי ריבית מועדפים.
2. הסדרי ההצמדה של איגרות החוב ומכשירי חיסכון אחרים לא אפשרו את התפתחותו של שוק מניות מתפקד כיוון שבתנאי ציפיות אינפלציוניות העדיפו חוסכים מקרב הציבור להשקיע במכשירי חיסכון צמודים, ואילו משקיעים מוסדיים היו מנועים מלהשקיע במניות בשל הוראות הפיקוח הממשלתיות.
3. המדיניות המוניטרית שניהל בנק ישראל הייתה מבוססת בעיקר על שיעורי נזילות גבוהים (חלק מן התקופה גם על תקרות אשראי) שהותירו בידי המוסדות הבנקאיים, לשימוש על פי שיקול דעתם, רק חלק קטן מן הפיקרונות שקיבלו, לסוגיהם. מדיניות זו, שלווה עד שנת 1971 בתקרת ריבית מכוח חוק, הייתה מן הגורמים העיקריים לחיסול המוסדות הקטנים שלא יכלו להמשיך בקיום עצמאי.
4. פקודת הבנקאות,¹⁰ שהייתה מסגרת הפיקוח היחידה עד שנת 1981, לא הגבילה את תחומי העיסוק המותרים לבנקים. מסגרת פיקוח זו אפשרה לבנקים להיכנס לעסקי שוק ניירות הערך: מסחר בניירות ערך לחשבון לקוחות, ייעוץ, ניהול קופות גמל וקרנות נאמנות וכן חיתום ניירות ערך. הבנקים לא היו מנועים גם מהשקעות בתאגידים ריאליים, לרבות חברות ביטוח. חוק הבנקאות (רישוי), תשמ"א–1981 (להלן: "חוק הבנקאות"), שקבע רשימת עיסוקים מותרים לתאגידים הבנקאיים השונים, התיר לבנקים את העיסוקים בשוק ניירות ערך וכלל מגבלות רק בנוגע להשקעות בתאגידים ריאליים, שלא היו יעילות במיוחד עד שתוקן החוק בשנת 1996,¹¹ בעקבות המלצות ועדת ברודט לכריקת ההיבטים של החזקות בנקים בתאגידים ריאליים.¹²

את התרחבות פעילותם של הבנקים אל מעבר לעיסוקים הבנקאיים הבסיסיים של קבלת פיקרונות ומתן אשראי (בתוספת שירותים דוגמת קנייה ומכירה של מטבע חוץ, מתן ערבויות, ניהול מערך תשלומים וכו') ניתן להבין על רקע מאפייני המערכת המתוארים לעיל. הצרת צעדיהם של הבנקים בתחומי הפעילות

9 על התפתחות מבנה מערכת הבנקאות ראו מ' חת הבנקאות בישראל (1994), חלק ב: מאפייני פעילות ולקחי המשברים) 6–38.

10 פקודת הבנקאות, 1941, ע"ד 1134 תוס' 1 (ע) 69, (א) 85.

11 חוק הבנקאות (רישוי) (תיקון מס' 11), תשנ"ו–1996, ס"ח 318 (להלן: "תיקון מס' 11 לחוק הבנקאות").

12 דין וחשבון – הוועדה לבחינת ההיבטים של אחזקות בנקים בתאגידים ריאליים, ירושלים: דצמבר–1995 (להלן: "ועדת ברודט").

ה"קלאסיים" על ידי שיעורי נזילות גבוהים, תקרת ריבית בתנאי ציפיות אינפלציוניות וקיומם של מכשירי היסכון צמודים, הניעה אותם לחפש תחומי עיסוק משלימים. בהיעדר מגבלות רגולטוריות, הם בחרו בעסקי ניירות ערך כעיסוקים שהשתית האנושית והפיזית שלהם מתאימה ביותר לפיתוחם.¹³ הבנקים הגיעו לעמדת בכורה בעסקי ניירות הערך גם בזכות מערך השיווק המפותח שלהם וגם בשל העובדה שהיקפו המצומצם של שוק ניירות הערך ואופיו התנודתי של שוק המניות לא יכלו לשמש בסיס יציב להתפתחותם של גופים חוץ-בנקאיים גדולים, שיוכלו להיות מתחרים של ממש לבנקים. עד שנות ה-90 נעשו עסקי ניירות הערך במסגרת הבנק עצמו, בדומה למה שאנו מוצאים בבנק האוניברסלי, ונוצרו בעיות ניגוד העניינים שאנו מוצאים בקונגלומרט הפיננסי. בשנות ה-90 חייבו תיקוני חקיקה והוראות ניהול תקין של המפקח על הבנקים העברת רוב פעילויות שוק ההון לחברות בנות שהופרדו ניהולית מחברות האם שלהן.¹⁴

ב. ניגוד עניינים ומניעתו

הכלל בדבר הימנעות ממצבים של ניגוד עניינים הוגדר פעמים רבות בפסיקה הישראלית. בפסק דין משנת 1979 קבע השופט ברק (כתוארו אז):

"כללי הצדק הטבעי מזה וכללי האימון מזה הם המביאים לגיבוש של הכלל כי עובד ציבור אסור לו להימצא במצב בו קיימת אפשרות ממשית של ניגוד עניינים בין האינטרס הקשור בביצוע שמכותו וכוחו לבין אינטרס אחר כלשהו שאף בו הוא קשור".¹⁵

בפסק דין מאוחר יותר הבהיר ברק כי כלל זה כוחו יפה לא רק בתחומי המשפט הציבורי:

"עקרון יסוד הוא כי מי שפועל למען אינטרס של אחר, חייב להמנע מניגוד בין אותו אינטרס לבין אינטרס שלו עצמו, או אינטרס אחר כלשהו. זהו העקרון בדבר האיסור על ניגוד עניינים. תחילתו של עקרון זה כענין מוסרי שבין האדם לבין עצמו. לימים הוא הפך – מכוח הקונסנסוס החברתי העומד ביסודו – כענין של

13 חת, לעיל הערה 8, בע' 145-182.

14 הוראה 322 להוראות המפקח על הבנקים: ניהול בנקאי תקין [7] (1/01) פעילות מערכת הבנקאות בשוק ההון, בנק ישראל, הוצאה לראשונה בשנת 1992; ס' 335 לחוק ניירות ערך (תיקון מס' 9), תשמ"ח-1988, ס"ח 188; ס' 3 לתקנות ניירות ערך (חיתום), תשנ"ג-1993 (להלן: "תקנות ניירות ערך"); ס' 13(א)(1) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד-1994 (להלן: "חוק השקעות משותפות"); ס' 8(ב) לחוק הסדרת העיסוק בייצוג השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995 (להלן: "חוק הייעוץ").

15 בג"ץ 531/79 סיעת הליכוד בעיריית פתח תקווה נ' מועצת עיריית פתח תקווה, פ"ד לד(2) 566, 571.

משפט החל ביחסים שבין אדם לבין זולתו [...] בישראל הכירו בתי המשפט, בשורה ארוכה של פסקי-דין, כי העקרון בדבר איסור על ניגוד ענינים אינו אך ענין מוסרי שבין אדם לבין עצמו אלא הינו עקרון משפטי המשתרע על כל תחומי המשפט. הוא חל בתחומי המשפט הפרטי והמשפט הציבורי גם יחד. בתחומי המשפט הציבורי הוא חל על בעלי תפקידים פוליטיים ומינהליים כאחד. הוא חל על מבצעי פונקציות שיפוטיות, חקיקתיות ומינהליות גם יחד.¹⁶

שאלה שבה לא הייתה אחרות דעים בין שופטי בית המשפט העליון הייתה אם עצם הימצאו של עובד ציבור במצב שבו קיים פוטנציאל של ניגוד ענינים מחייב שיתנתק ממצב זה או שיש להביא בחשבון גם את מידת החשש שניגוד הענינים הפוטנציאלי יתממש בפועל:

"מקובל כיום על הכל הכלל כי אסור לו לעובד ציבור להימצא במצב בו קיים חשש של ניגוד ענינים בין אינטרס שלטוני לאינטרס פרטי או בין שני אינטרסים שלטוניים. [...] מישור שבו קיימים הברלי השקפה בין שופטי בית משפט זה הוא במידת החשש הדרושה כדי ליצור מצב המחייב התנתקות כזאת. כולי עלמא לא פליגי שאין די בחשש רחוק או תיאורטי, כשם שאין די בחשש סובייקטיבי של מאן דהוא. בפסק הדין המנחה בסוגיה זו – בג"צ 531/79 [...] [פ"ד לד(2) 566, 572] קובע השופט ברק, שחייבת להיות 'אפשרות ממשית של ניגוד ענינים... הנמדדת באמות מידה אובייקטיביות'.¹⁷

בפסק דין מאוחר יותר חזר בית הדין הגבוה לצדק להתחבט בשאלה אימת האינטנסיביות של ניגוד הענינים מגיעה לדרגה הדרושת התערבות:

"בקביעת ההתנהגות הראויה אין להציב אידיאלים שאינם ברי השגה. סופם של אלה אינה אלא אכזבה. אין להטיל מגבלות ואיסורים לשמם בלבד [...] מוכן שכל אימת שקיים ניגוד ענינים יש לעשות למניעתו. עם זאת יש ליישם את הכלל בצורה זהירה ואחראית משום ששימוש בו בצורה קיצונית ובלתי מאוזנת, עלול להרחיק אנשים טובים ומוכשרים מתפקידים אותם מתאימים הם למלא, מבלי שקיים חשש של ממש לפגיעה בטוהר המידות".¹⁸

ואכן, אם הכלל הקבוע בחוק היה אוסר איסור מוחלט על הימצאות במצב של ניגוד ענינים פוטנציאלי, לא יכול היה הקונגלומרט הפיננסי להתקיים. קיים

16 בג"ץ 595/89 שמעון נ' הממונה על מחוז הדרום, פ"ד מר(1) 409, 413.

17 בג"ץ 244/86 רביבו נ' בנטוב, פ"ד מב(3) 183, 185.

18 בג"ץ 7279/98 שריד נ' ממשלת ישראל, פ"ד נה(1) 740, 757-758.

ניגוד אינטרסים פוטנציאלי מובהק כאשר אותו גוף עוסק במתן אשראי ובחיתום ניירות ערך או בחיתום ניירות ערך וייעוץ השקעות או ניהול תיקים. כך גם כאשר יועץ ההשקעות פועל במסגרת גוף, שהוא עצמו, או חברות הקשורות אליו, מציעים מכשירים פיננסיים המתחרים באלה של גופים אחרים. יתר על כן, מצבי ניגוד עניינים פוטנציאלי מתקיימים גם בגוף המציע שירות אחד בלבד – ניהול תיקים למשל. קיים פוטנציאל ניגוד עניינים בין ניהול תיק ניירות הערך של לקוח פלוני לניהול תיק של לקוח אלמוני בכל הנוגע למידת תשומת הלב המוקדשת לכל תיק או להקצאת ניירות ערך שכמותם מוגבלת בין לקוחות שונים.¹⁹

אין לומר אפוא כי הדרך היחידה לטיפול במצב של ניגוד עניינים פוטנציאלי היא חיסולו על ידי הפרדה מלאה בין עיסוקים שמתקיים ביניהם ניגוד כזה. למסקנה זו הגיעו כמה בדיקות שנערכו במדינות אחרות. סמוך להפעלתה של הרפורמה בשנת 1986, שאפשרה לבנקים רכישת שליטה בחברות ניירות ערך, פרסמה הבורסה של לונדון נייר עמדה ובו הוצעה גישה שונה מגישת ההפרדה לטיפול בכביה זו:²⁰

"ניגוד עניינים הוא מצב בו קיימים זה לצד זה שני עניינים לגיטימיים, או יותר, שעלולה להיות התנגשות ביניהם [...] קיים מגוון רחב של פתרונות פיקוח לבעיה של מניעת פגיעה, כאשר קיים מצב של ניגוד עניינים. הפרדת עסקי הברוקרים מאלה של הג'וברים נועדה למנוע ניגוד עניינים אפשרי בין פעילותו של חבר בורסה לחשבון אחרים (כברוקר) לבין פעילותו לחשבון עצמו כעושה שוק. הסדר זה של הפרדת פעילויות הוא פתרון הפיקוח הקיצוני ביותר להסדרת מצב של ניגוד עניינים פוטנציאלי. הוא דומה באופיו להסדר של חוק גלסיסטיגל בארצות הברית, על פיו נאסר על בנקים מסחריים להיות חתמים של הנפקות מניות ולסחור בהן. פתרון קיצוני זה הוא אמנם לגיטימי, אך כדי להצדיק את נקיטתו יש להראות שהעלויות הכרוכות בהפרדת העיסוקים אינן עולות על היתרון לציבור בהגנתו מפני פגיעה אפשרית של ניגוד העניינים שנמנע [...] ביטול ההפרדה בין עסקי הברוקרים לאלה של הג'וברים וצמיחתן של חברות פיננסיות המציעות מגוון רחב של שירותים פיננסיים יאפשרו הגברת היעילות, אך יביאו ליצירת מצבי ניגוד עניינים הטעונים פיקוח לשם מניעת פגיעה [...] סוגם ועצמתם של פתרונות הפיקוח המוצעים לטיפול בכביה ניגודי העניינים מושפעים מקיומם של גורמים נוספים אשר יפעלו

19 מובא בספר המסכם סדרת מחקרים על ניגודי עניינים במוסדות הפיננסיים הפועלים בשוק ההון האמריקני: *Abuse on Wall Street – Conflicts of Interest in the Securities Markets* (London, 1980) 6–7.

20 "Conflicts of Interest and their Regulation" *The Stock Exchange Quarterly* (March 1985) 18–27 (עותק שמור במערכת).

בתנאים החדשים שיווצרו בשוק להפחתת החשש מפני פגיעה בעניינים של הלוקחות: תחרות חריפה יותר, הן באשר למחירי השירותים והן באשר לאיכותם, מנגנון משוכלל להפצת מידע שלם יותר ומעודכן יותר על מחירים ועסקאות וכן הסדרי בקרה ובקורת של הפירמות הפועלות בשוק ושל הבורסה" (תרגום שלי – מ.ח.).

גישה דומה להתמודדות עם בעיות של ניגודי העניינים נוקט גם סיכום למחקר מקיף שנערך בארצות-הברית על ניגודי העניינים בפעילותם של כל הגופים הקשורים בעסקי ניירות הערך:²¹

"האתגר בפניו עומדים אלה המבקשים להתמודד עם בעיה של ניגודי העניינים הוא להימנע מן הגישה הפשטנית לפיה יש לבחור בין חיסול מוחלט של ניגודי עניינים לבין ויתור מוחלט על טיפול בהם. יש לנתח כל מצב של ניגוד עניינים אפשרי על מנת לקבוע עמדה בשאלות הבאות:

1. מהי ההסתברות שניגוד העניינים יוביל לפגיעה?
2. אם ניגוד העניינים עלול להביא לפגיעה – מה תהיה חומרתה?
3. האם עלות הצעדים בהם יש לנקוט לשם מניעת פגיעה אפשרית עולה על נזקי אותה פגיעה או נופל מהם?
4. האם על יסוד שיקולים אלה יש להעדיף חיסולו של מצב ניגוד עניינים אפשרי, או שמוטב לאפשר המשך קיומו?" (תרגום שלי – מ.ח.).

הגישה המוצעת כאן שונה מעט מזו שנוקט מסמך הבורסה של לונדון. הגישה של "עלות-תועלת" להתמודדות עם ניגודי עניינים עשויה להוליך למסקנה שיש להשלים עם קיומם ולא לנסות למנוע את פגיעתם אם עלות המניעה צפויה להיות גבוהה מן הנזק שעלול להיגרם בעקבות המשך קיומם. גישת מסמך הבורסה בלונדון מחייבת התמודדות עם בעיות ניגודי העניינים באמצעים חלופיים להפרדת פעילויות, אולם שיקולים ענייניים חשובים מצדיקים השלמה עם מבנה שיש בו פוטנציאל של ניגוד עניינים, מבלי שעלות ההסדרים החלופיים תצדיק הימנעות מנקיטתם.

לפני שנעבור לבחון את הצעות ועדת בכר להתמודדות עם בעיות ניגודי האינטרסים בקונגלומרט הבנקאי הישראלי נזכיר את המלצותיה של ועדת החקירה לעניין ויסות מניות הבנקים (ועדת בייסקי) לטיפול בבעיות אלה.²²

21 הגישה שמציע Schotland שכתב את מאמר הפתיחה לספר: Abuse on Wall Street, *supra* note 19, at pp. 15-16.

22 דין והשבון – ועדת החקירה לענין ויסות מניות הבנקים, ירושלים: אפריל-1986 (להלן: "דו"ח בייסקי").

ג. ועדת בייסקי וויסות מניות הבנקים

לפעולת "ויסות" שערי מניות הבנקים, בעיקר בין השנים 1978–1983, היו כמה בחינות הנוגעות לדרכי הניהול של הבנקים בתקופה הנדונה, לטעויות העסקיות שנעשו ולכשלי הפיקוח. כאן נדון רק בכעיות של ניגודי העניינים שהיו קשורות בהתנהלותו של תהליך הוויסות. האינפלציה המהירה שהחלה בשנת 1974, והיעדר תיאום לאינפלציה של הרו"חות הכספיים ושל מערכת המס, דחקו את הבנקים לגייס הון מניות בהיקף נרחב על מנת לקיים את מה שנראה להם כיחס הון חיוני. הפעולות שעשו הבנקים לוויסות שערי מניותיהם נועדו להגביר את כוח המשיכה של המניות לציבור רחב של משקיעים. בתהליך הוויסות היו שני מרכיבים שנבדלו זה מזה:

1. ניסיון למנוע תנודות חריפות בשערי המניות – לא רק מניעת ירידות שערים שהיו תוצאת עודף היצע של מניות בשוק, אלא גם חסימת עליות שערים חדות בעקבות ביקוש גדול.
2. ניסיון להשפיע על מגמת ההתפתחות של שערי המניות על מנת שהתשואה למשקיעים תהיה מושכת דיה כדי לשכנעם לרכוש מניות ולהמשיך להחזיק במניות שרכשו, ובכל מקרה שהתשואה לא תהיה נחותה מזו שהבטיחה ההשקעה באיגרות חוב ממשלתיות צמודות למדד.

פעולת ויסות, המיועדת למנוע תנודות שערים חריפות בשוק מיום ליום, אינה בלתי רצויה כשלעצמה, אך היא מעוררת בעיות כשהיא מבוצעת על ידי בעלי עניין במניות שאת שעריהן מבקשים לווסת. ויסות המכוון להשפיע על מגמת השערים הוא בעייתי בכל מקרה, והוא פסול בתכלית כאשר מבצעים אותו בעלי עניין ונוצר פער ברור בין שערי המניות בשוק לבין ערכן הכלכלי המשוער.²³

אופייה הפסול של פעילות הוויסות עצמה חרף את בעיות ניגוד העניינים הפוטנציאלי שהיו קיימות בניהול עסקי ניירות הערך של הבנקים שמניותיהם היו רשומות למסחר בבורסה (להוציא הבנק הבינלאומי הראשון, שנמנע מפעולות ויסות). ואלה מוקדי ניגוד העניינים:

1. הבנקים כחתימים להנפקת מניותיהם – כאשר החתם הוא בעל עניין בהנפקה, אין סיכוי שתתבצענה כראוי בדיקת הנאותות (Due Diligence) וקביעת מחיר ההנפקה;
2. הבנקים כיועצי השקעות ללקוחותיהם – לא ניתן היה לצפות שהמלצות יועצי ההשקעות תהיינה אובייקטיביות כאשר הופעל על היועצים לחץ לשכנע את הלקוחות לרכוש מניות ולהמשיך להחזיק בהן (מה עוד שבשל פעילות הוויסות נראתה ההשקעה במניות הבנקים אטרקטיבית);
3. הבנקים כמנהלי קופות תגמולים – מרבית כספי הצבירה בקופות הושקעו באיגרות חוב ממשלתיות, על פי הוראות האוצר, אך הסכומים החופשיים

23 על פרשת ויסות מניות הבנקים ראו גם חת, לעיל הערה 8, בע' 266–309.

- להשקעה לא היו מבוטלים, והנתונים מצביעים על כך שהחזקות הקופות במניות הבנק המנהל גדלו מאוד כאשר מלאי המניות בבנק עצמו גדל;
4. הבנקים כמנהלי קרנות נאמנות – גם כאן הושפעה מתכונת ההשקעות משיקולי צורכי הבנק בפעילות הוויסות, אף כי הקרנות היו מוגבלות בכמויות שיכלו להחזיק בשל הוראות החוק לעניין פיזור השקעות (תקרה של 10% מנכסי הקרן להשקעות בניירות ערך של תאגיד אחד);
5. הבנק כנותן אשראי – הבנקים נתנו ללקוחות אשראי לרכישת מניותיהם ואף התנו מתן אשראי ללקוח בכך שישתמש בחלק ממנו לרכישת מניות. הבנקים נתנו אשראי לחברות קשורות שעסקו בפעילות הוויסות. הביטחונות לאשראי היו מניות הבנק שערכן התכווץ עם המפולת;
6. השקעות הבנק לחשבון עצמו – הסכומים שהשקיעו הבנקים בוויסות בדרך של מתן אשראי לגופים שעסקו בפעילות זו היו גבוהים בהרבה מן הסכומים שהשקיעו ברכישת מניותיהם במישרין, אולם תיק ניירות הערך של הבנקים עצמם ("נוסטרו") הכיל גם מניות שלהם עצמם.²⁴

בין שהוועדה הושפעה מחומרת ההתנהגות הפסולה של הבנקים בוויסות שערי מניותיהם, ובין שחלק מחברי הוועדה הושפעו מן הגישה האמריקנית של חוק גלס-סטיגל, העיקרון שהנחה את המלצות ועדת בייסקי בעניין פעילות הבנקים בשוק ההון היה שהדרך הטובה ביותר למניעת פגיעתם של ניגודי עניינים פוטנציאליים היא להפריד בין תחומי פעילות שצירופם עלול ליצור מצבים של ניגוד עניינים. בהתאם לכך המליצה הוועדה:²⁵

1. רצוי לנתק את הבנקים מעיסוקם כיועצים וכברוקרים של מניות;
2. ייאסר על הבנקים לעסוק ישירות או בעקיפין במסחר במניות (להבדיל מהשקעה בהן) לחשבון עצמם;
3. ייאסר על בנקים להיות במישרין או בעקיפין מנהלי קרנות נאמנות שעיסוקן המלא או החלקי הוא במניות, וכן ייאסר עליהם להיות מנהלי קופות גמל (יותר לבנקים להיות נאמנים לצורך החזקת נכסי קופות גמל, וכן יותר להם להמשיך לגייס חסכונות לקופות גמל);
4. פעולה של עשיית שוק תותר רק לברוקר (לא בנק) שיקבל רישיון לכך מאת הבורסה באישור הרשות.²⁶

ועדת בייסקי המליצה המלצות חשובות גם בנושאים רבים אחרים, דוגמת חקיקת חוק להסדרת פעילותם של יועצי השקעות וחוק להסדרת דרכי ניהולן של קופות גמל, אולם אין בדו"ח כל המלצות בעניין ניגודי העניינים הנובעים מפעילות הבנקים כחתמים להנפקות של ניירות ערך. דווקא עניין זה היה

24 ראו: Saunders & Walter, *supra* note 3, at p. 179; Abuse on Wall Street, *supra* note 19, at p. 7.

25 דו"ח בייסקי, לעיל הערה 22, בע' 361–363.

26 עשיית שוק מחייבת את עושה השוק לקנות או למכור נייר ערך מסוים על מנת למנוע פגיעה במסחר הסדיר באותו נייר ערך.

המניע להפרדת פעילות הבנקים להשקעות מזו של הבנקים המסחריים מכוח חוק גלס-סטיגל.²⁷

אין ספק שממצאי הוועדה הצביעו על הצורך לנקוט צעדים למניעת הישנות ניצול לרעה של הקשרים ההדדיים שבין חלקי הקונגלומרט הפיננסי בדרך שעלולה לפגוע בלקוחות. עם זאת, יש מקום להקשות ולשאול אם האמצעי שהציעה ועדת בייסקי, דהיינו – הפרדת פעילויות, היה המתאים ביותר בנסיבות מצבו של שוק ההון הישראלי באותו זמן. בשנת 1986 הייתה הרפורמה בשוק ההון, שעליה הוחלט במסגרת התכנית לייצוב המשק מיולי 1985, בראשיתה. שליטת הממשלה בכל חלקי השוק הייתה מלאה. כמעט שלא היו בנמצא גופים עצמאיים שאליהם ניתן היה להעביר את הפעילויות שהמליצה הוועדה להפריד מן הבנקים. הוועדה הכירה בקיומה של בעיה זו באומרה כי התנאי לניתוק הבנקים מעיסוקם כיועצים וכברוקרים (של מניות) וכמנהלי קרנות נאמנות (העוסקות במניות) וקופות גמל הוא "שניתן לבנות מערך אלטרנטיבי במחיר סביר ואשר יש סיכוי ממשי שלא יסבול מן הליקויים שאפיינו את המערך הנוכחי. אנו ערים לאפשרות שהדבר אינו בר ביצוע היום".²⁸

סברתי אז שניתן להסתפק בצעדי פיקוח דרסטיים פחות מאלה שהציעה ועדת בייסקי, וכתבתי במאמר שפרסמתי:

"חשוב להרגיש כי אין די בצעדים פיקוחיים כדי לטפל בעיוותים הקיימים היום במבנה הפעילות בשוק ההון הישראלי. תנאי היוני לכל רפורמה ממשית הוא הפחתת שליטתה של הממשלה בשוק ההון וצמצום התערבותה בדרכי פעולתם של המוסדות הפעילים בשוק. התפתחותם של גופים אשר יתחרו ביעילות בבנקים המסחריים, תלויה בכך שהשוק החופשי מהתערבות ממשלה יתרחב, ושינתן חופש פעולה רב יותר למשקיעים המוסדיים, אשר באמצעותם נצברים מרבית כספי החסכון לזמן ארוך (בעיקר קרנות פנסיה, קופות גמל וחברות ביטוח)".²⁹

בהתאם לגישה זו המלצתי לנקוט צעדים שאינם מחייבים הפרדת מרבית פעילויות שוק ההון מן הקונגלומרטים הבנקאיים:³⁰

1. חקיקת חוק לרישוי יועצי השקעות ופיקוח עליהם – אני מאמין כי הפקדת ייעוץ ההשקעות בידי יועצים מורשים, שיהיו חייבים מכוח החוק בנאמנות ללקוחותיהם, תמנע את העיוותים שהיו קשורים בייעוץ להשקעות במניות

27 ראו למשל: J.P. Morgan & Co. Rethinking Glass-Steagall (1984) 24–29 (עותק שמור במערכת); T.F. Huertas "An Economic Brief Against Glass-Steagall" 15 *J. of Bank Research* (1984) 148; L.J. Mester "Repealing Glass-Steagall: The Past Points the Way to the Future" *Business Rev. – Federal Reserve Bank of Philadelphia* (July/August 1996) 3.

28 דו"ח בייסקי, לעיל הערה 22, בע' 362.

29 מ' חת "עסקי ניירות-הערך של הבנקים – הטיפול בבעיית ניגודי האינטרסים" רבעון לבנקאות 98 (תשמ"ז) 11, 18.

30 שם, בע' 18–20.

- הבנקים. דומני שהפרדה מוחלטת של ייעוץ השקעות ממערכת הבנקאות תפגע ביכולתם של רבים מן הלקוחות (בעיקר הקטנים יותר) לקבל ייעוץ השקעות, יותר מאשר תועיל למניעת פגיעתם של ניגודי עניינים.
2. איסור על הבנקים לסחור במניות ובאיגרות חוב לא ממשלתיות לחשבון עצמם, להוציא פעילות מוגבלת כעושי שוק, במסגרת כללים שייקבעו.
3. הגבלת פעילות הבנקים בתחומי הניהול של קרנות נאמנות וקופות גמל. בתחומי פעילות אלה קיימות ארבע פונקציות שיש להבחין ביניהן: ניהול אדמיניסטרטיבי, ניהול השקעות, נאמנות ופיקוח, ושיווק. לבנקים, או לחברות הקשורות אליהם, יש יתרון ברור בכיצוע תפקידי הניהול האדמיניסטרטיבי והשיווק. לעומת זאת, יש להפריד ממערכת הבנקאות אחד משניים: את תפקיד ניהול ההשקעות או את תפקיד הנאמנות והפיקוח. אני הייתי ממליץ על הפרדת תפקיד ניהול ההשקעות.
4. ניהול עסקי החתמות באמצעות חברה קשורה, אשר ניהולה עצמאי, ולא במסגרת הבנק עצמו. יש להקפיד על קיומה של "חומה סינית" בין מחלקות ניירות הערך, ייעוץ ההשקעות והאשראי של הבנק לבין החברה העוסקת בחתמות.

המלצות אלה התקבלו בחלקן: נחקק חוק לרישוי יועצי השקעות (חוק הייעוץ), עסקי החיתום הועברו לניהול חברות קשורות שניהולן הופרד מן הבנקים, כך גם עסקי ניהול קרנות הנאמנות, ואילו הבנקים קיבלו על עצמם את הנחיית בנק ישראל להימנע מהשקעות במניות. נושא ניהול קופות הגמל לא הוסדר בחקיקה, וניהול ההשקעות נותר בידי הבנקים. למרות חקיקת חוק הייעוץ, נותר מוקד ניגודי העניינים בפעולת הבנקים בשוק ניירות ערך בשיווק מכשירים פיננסיים ללקוחות באמצעות יועצי ההשקעות. זאת משום שהחוק פשוט לא נאכף.³¹ אפשר לטעון, בצדק, שעצם קיומו של חוק שמטיל על היועצים חובת נאמנות ללקוח ואוסר עליהם להעדיף מכשירים פיננסיים שלבנק המעסיק אותם יש עניין בהם, היה צריך לנטרל את השפעת ניגודי העניינים הפוטנציאליים. למרבה הצער, הנהלות הבנקים העלימו עין מאי־הציות לחוק של מרבית היועצים, ורשויות האכיפה – בנק ישראל ורשות ניירות ערך – לא טרחו להתערב.

הסבר חלקי לייעוץ שהעדיף את מכשירי ההשקעה הקשורים לבנק ניתן למצוא בסעיף 17 לחוק הייעוץ, שאוסר על היועץ לקבל טובת הנאה כלשהי, בקשר עם מתן הייעוץ, זולת קבלת שכר והחזר הוצאות מטעם הלקוח.³² איסור זה,

31 רוב החובות שמטיל חוק הייעוץ על בעלי הרישיון הם כללי אתיקה אלמנטריים, שהיו צריכים להיות מובנים מאליהם לעובדים החייבים בחובת נאמנות ללקוחות, ולא היה צורך בחקיקתם. הטעם לחקיקת כללי אתיקה הוא יכולת האכיפה. חקיקת חוק והזנתה אכיפתו היא גרועה מאשר הימנעות מחקיקה.

32 לפי ס' 17 לחוק הייעוץ: "לא יקבל בעל רישיון טובת הנאה כלשהי, בקשר עם מתן ייעוץ, ביצוע עסקה או הימנעות מביצוע עסקה, זולת שכר והחזר הוצאות מטעם הלקוח, כפי שנקבע בהסכם לפי ס' 13(ב)3, אלא אם כן הסכים הלקוח אחרת מראש בכתב, תוך פירוט סוג טובת הנאה; לעניין זה, אין נפקא מינה אם טובת הנאה מתייחסת לעסקה מסוימת בלבד או למכלול של עסקאות שהעסקה המסוימת היא חלק ממנו".

שנועד למנוע העדפת מכשיר השקעה מסוים על פני אחר, גרם לכך שייעוץ לרכוש מכשיר השקעה שאינו קשור לבנק היה בלתי כדאי לבנק. אם היו מאפשרים לבנק לקבל עמלת שיווק בשיעור אחד מגופים חיצוניים שאת מוצריהם שיווק, אפשר היה לצמצם את פער הכדאיות. קיומו של סעיף 17 לא יכול להיות צידוק לאי־ציות לחוק, אך יש בו הסבר כלכלי ברור לקיומה של ההעדפה.

ד. התעצמות הקונגלומרטים והמלצות ועדת בכר

התנאים שהיו קיימים במועד שבו הוגשו המלצות ועדת בייסקי הלכו והשתנו בהדרגה. שליטת הממשלה בשוק ההון פחתה עם שינוי הוראות ההשקעה למשקיעים המוסדיים – תחילה קופות הגמל, אחר כך חברות הביטוח ולבסוף, בשנה האחרונה, גם קרנות הפנסיה. תהליך זה לא הביא לשינוי מהפכני בשוק ההון, גם משום שהיה הדרגתי וגם מפני שהעדפות ההשקעה של המשקיעים המוסדיים לא מיהרו להשתנות. איגרות חוב ממשלתיות סחירות החליפו חלק ניכר מן ההשקעות באיגרות החוב הלא סחירות במועד פירעונן. הכניסה לשוק המניות הייתה הססנית משום ששוק זה נותר תנודתי – לאחר עליות חדות בשנות ה־90' המוקדמות באה מפולת שהבריחה משקיעים (בעיקר מקרב הציבור) מן השוק לשנים רבות. גם היצע מכשירי השקעה אלטרנטיביים לאיגרות חוב ממשלתיות לא גדל מהר מטעמים הקשורים בהשפעת חלק אחר של הרפורמה בשוק ההון.

כוונתי למהפכה בתנאי הפעילות של הבנקים עם השינויים שהכניס בנק ישראל בהוראות הנזילות והליברליזציה ההדרגתית בשוק מטבע החוץ. עד המחצית השנייה של שנות ה־80' היו חלקים גדולים מפיקדונות הציבור בבנקים מוקפאים על ידי הוראות נזילות שחייבו הפקדתם בבנק ישראל. כך, למשל, פיקדונות במטבע חוץ של תושבי ישראל היו חייבים בשיעור נזילות של 100%. הפחתת שיעורי הנזילות והליברליזציה בשוק מטבע החוץ הגדילו מאוד את יכולת הבנקים לספק את צורכי האשראי של לקוחותיהם.³³ הם לא עודדו את הלקוחות העסקיים לפנות לשוק ניירות הערך לשם גיוס משאבים (להוציא בתקופה הקצרה יחסית של גאות בשוק המניות בראשית שנות ה־90') משום שיכלו להציע להם תנאים נוחים יותר מאלה שיכלו להשיג בשוק איגרות החוב. גם העדפות הציבור חזקו את כוחם של הבנקים: מדיניות הריבית הגבוהה שניהל בנק ישראל בחלקו הגדול של העשור האחרון, עשו את הפיקדונות השקליים לזמן קצוב למכשיר ההשקעה המועדף על ידי הציבור – מועדף על פני איגרות חוב ומכשירים צמודי ערך אחרים ועל פני מניות.

איך השפיעו כל אלה על התפתחותם של הקונגלומרטים הבנקאיים? בהכללה ניתן לומר כי מעמדם, בעיקר זה של שני הגדולים, התחזק, אם כי בתחום אחד

33 על הרפורמה בשווקים הפיננסיים ראה הרצאתו של ד' קליין "הרפורמה בשווקים הפיננסיים: מה נותר" בפני מפגש של פורום מנהלים עסקי מיום 9.11.99 (לא פורסם) (עותק שמור במערכת); ד' קליין "פיתוח השווקים הפיננסיים כתשתית חיונית לצמיחת המשק: המדיניות הדרושה של הממשלה" רבעון לבנקאות 151 (תשס"ג) 49.

עצמתם נחלשה. הכוונה לחקיקה שהגבילה את החזקות הבנקים בתאגידים ראליים, בעקבות המלצות ועדת ברודט משנת 1995.³⁴ זו חייבה הגבלת החזקות בתאגידים ראליים ופרדה מן השליטה בכמה תאגידים חשובים. לעומת זאת, התחזקה אחיזתם של הבנקים בשוק האשראי הבנקאי ובשוקי מכשירי החיסכון, דוגמת קופות הגמל וקרנות הנאמנות. התפתחותו של שוק ניירות הערך אפשרה צמיחתן של לא מעט חברות ניהול נכסים, אולם עצמת מערכות השיווק של הבנקים, שהעדיפו, כאמור לעיל, את הגופים הנמנים על הקונגלומרט, הגבילה את יכולתן להתחרות.

קשה להצביע על גורם יחיד שהניע את הממשלה למנות את "הצוות הביני-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון" (ועדת בכר). בין היתר, ניתן לציין את הקשיים שנוצרו בשוק האשראי בעקבות הפסדים שספגו הבנקים מניהול לא זהיר של הלוואות ללוויים גדולים, שבעקבותיהם הוגבלו במתן אשראי על ידי המפקח על הבנקים. המחנק בשוק האשראי הבליט את חולשתו של שוק האשראי החוץ-בנקאי. גורם נוסף שהרגיז את הציבור היה חוסר הרגישות שגילו הבנקים בהעלאת עמלות שירותים והחשד שתיאמו ביניהם את שיעורי העמלות. בלטה לעין גם העובדה שהבנקים מיעטו להפיץ קופות גמל וקרנות נאמנות של מתחריהם, גם כשהתשואות שהשיגו האחרונים היו גבוהות מאלה של הגופים שבניהולם. נוספה על אלה ההתמרמרות על שכרם הגבוה של עובדי הבנקים, ובמיוחד ההטבות מנקרות העין של מנהליהם הבכירים. גורם מניע נוסף לבדיקה הייתה התחייבותו של שר האוצר (כתוארו אז) בנימין נתניהו להניע תהליכי שינוי מבני בענפי משק שונים.

המלצותיה של ועדת בכר נועדו להתמודד עם שלושה ליקויים מרכזיים שפגעו, לדעת הוועדה, בתפקודו התקין של שוק ההון הישראלי:³⁵

1. הריכוזיות במערכת הבנקאות ובשוק ההון בכלל, המעכבת התפתחותו של שוק הון משוכלל;
2. שליטת הבנקים בשוק ההון המעכבת את ההתפתחות של שוק מימון חוץ-בנקאי, שבהיעדרו נוצרת תלות רבה של המגזר העסקי במערכת הבנקאות;
3. מגוון הפעילויות שבהן מעורבים המתווכים הפיננסיים מעמיד אותם בפני ניגודי אינטרסים פוטנציאליים. הפוטנציאל לניגודי עניינים בולט במיוחד בפעילותם של הבנקים. זאת בשל מגוון תחומי העיסוק שלהם והעובדה שהם נתפסים בעיני הלקוחות כיועצים פיננסיים אובייקטיביים, אף שבמקרים רבים הם בעלי עניין במוצרים נשוא הייעוץ.

אנו נתמקד בהמלצות ועדת בכר להתמודדות עם סוגיית ניגודי העניינים, אם כי קיימות כמה נקודות השקה בין ההמלצות בתחום זה לאלה שנועדו לטפל

34 תיקון מס' 11 לחוק הבנקאות שהגביל את החזקות הבנקים (בעיקר שני הגדולים) בתאגידים ראליים בא בעקבות המלצות ועדת ברודט.

35 ראו דו"ח הצוות הבינ-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון, ירושלים: ספטמבר-2004, ריכוז ההמלצות בע' 5-11 (דו"ח ועדת בכר).

בסוגיית הריכוזיות במערכת הבנקאות.³⁶ ועדת בכר אימצה את גישת ועדת בייסקי, שלפיה הפרדת עיסוקים היא הדרך היחידה להתמודד עם סוגיית ניגודי העניינים, והמליצה לחייב את הבנקים למכור בתוך כמה שנים את החברות כבעלותם המנהלות קופות גמל וקרנות נאמנות. אין ספק כי זו הדרך היעילה ביותר למניעת התממשותם של ניגודי עניינים פוטנציאליים, אך יש לבסס את ההמלצה לנקטה על בדיקת עלותה של גישה זו בכמה מישורים. יש לבחון מה תהיה הפגיעה ברווחיות הבנקים בשל הפגיעה במקור הכנסה זה. אין הכרח שכך יהיה, אולם אם יתברר שתהיה פגיעה ממשית, היא עלולה לגרום לכרסום ביציבותה של המערכת כולה או חלקים ממנה. כמו כן יש לברר אם הפרדה זו והעברת ניהול הקופות והקרנות לידי גופים אחרים, שזהותם אינה ידועה בשלב זה, רצויה לעמיתים ולמשקיעים שמשקיעים כיום בנכסים המנוהלים על ידי הבנקים. שאלה נוספת הטעונה ברור היא אם ניהול הקופות והקרנות לא יועבר לידי גופים, שנגועים בניגודי עניינים דומים לאלה של הבנקים. כך יהיה אם הרוכשים יהיו חברות הביטוח וחברות ניירות הערך הישראליות.

חברות הביטוח עוסקות כיום בניהול ובמכירה של מוצרי ביטוח, ורובן החלו באחרונה לנהל ולמכור מוצרים פנסיוניים. כמו כן החלו החברות לעסוק בניהול נכסים פיננסיים, תחום שבו הן מתחרות בבנקים. אם נוסף על כך ניהול קופות גמל וקרנות נאמנות שיחויבו הבנקים למכור, תהיינה חברות הביטוח לקונגלומרטים פיננסיים הנגועים בניגודי עניינים שאינם פחותים מאלה הקיימים במבנה הקיים של הקונגלומרט הבנקאי.³⁷

חברות ניירות הערך, שהיקף פעילותן נמוך בהרבה מזה של הבנקים וחברות הביטוח, עוסקות רובן בכל תחומי הפעילות בשוק ניירות הערך: קנייה ומכירה של ניירות ערך עבור לקוחות (ברוקרז'), ייעוץ, ניהול תיקים, חיתום ניירות ערך, ניהול קרנות נאמנות, וחלקן מנהלות גם קופות גמל וקרנות השתלמות. ברור כי ניהול פעילויות אלה תחת קורת גג אחת מעמיד את החברות במצבי ניגוד עניינים שאינם נופלים בחומרתם מאלה הקיימים בקונגלומרט הבנקאי. חברות ניירות הערך אינן כפופות לגוף פיקוח ממלכתי ולהוראות ניהול התקין של המפקח על הבנקים, המחייבות את הבנקים בהפרדות ניהוליות מסוימות ("חומות סיניות") בין הבנק לבנותיו הפועלות בשוק ההון. אינני סבור כי יש מקום לפתור את בעיות ניגוד העניינים של חברות ניירות הערך על ידי הפרדת פעילויות, שכן לא יהיה להן קיום אם לא תוכלנה לעסוק במגוון הפעילויות הקיים. אולם יש מקום לטפל בסוגיית ניגוד העניינים בחברות ניירות הערך ברכיבים שאליהן נחזור בהמשך הדברים (אחת הטענות של הבנקים האמריקניים נגד חוק גלס-סטיגל הייתה שמחקרים מאוחרים יותר הראו שלא היה בסיס להאשים בניגוד

36 החלת ההמלצות בדבר הפרדת חברות ניהול הקופות והקרנות על בנקים גדולים ועל בנקים בינוניים וקטנים כאחד, עלולה להחליש את האחרונים, לפגוע ברווחיותם ואולי אף לערער את יציבותם. עידוד התחרות במערכת הבנקאות היה מחייב לחוק את המוסדות הקטנים, לקדם מיוזמים ולהימנע מכיווץ תחומי הפעילות שלהם.

37 הקונגלומרטים הפיננסיים בישראל היו עד כה קונגלומרטים שבמרכוזם בנקים. במדינות אחרות מצויים גם דגמים שונים. ראו: K. Kazuhoiko & F. Giancarlo "Special Features of Financial Conglomerates" *Financial Market Trends* (October 1993) 13

עניינים דווקא את הבנקים המסחריים בתקופה שקדמה לחוק, נוסף לכך שהוא לא התמודד כלל עם בעיות ניגוד העניינים שהיו קיימות בבנקים להשקעות, שהופרדו מהם, ועסקו בכל תחומי הפעילות בשוק ניירות הערך).³⁸ ועדת בכר ציינה בצדק כי מקור העצמה העיקרי של הבנקים בשוק ניירות הערך הוא מערך השיווק שלהם, המגויס למכירת מכשירים פיננסיים שמונפקים על ידי חברות ניהול הנכסים שבבעלותם. מערך השיווק, שבמרכזו יועצי ההשקעות, היה אמור לשווק גם מכשירים פיננסיים המוצעים על ידי גופים מתחרים, על פי שיקולים אובייקטיביים של טיב אותם מכשירים, כפי שמחייב החוק להסדרת העיסוק בייעוץ השקעות ובניהול תיקי השקעות. אולם, כפי שהזכרתי לעיל, חוק הייעוץ לא נאכף, ומערך הייעוץ פעל למעשה כמעריך לשיווק "מוצרי הבית". הסיבה הכלכלית להתנהלות זו היא שסעיף 17 לחוק הייעוץ אוסר על יועץ לקבל עמלת הפצה מן הגוף שעל רכישת מוצריו הוא ממליץ, כפי שמקובל במדינות אחרות. המלצת ועדת בכר להתמודדות עם ליקוי זה הייתה כפולה:

1. ניתוק הבנקים מחברות ניהול הנכסים הפיננסיים, שנזכר לעיל;
2. הפיכת מערך השיווק למערך של ייעוץ, שיציע ללקוחות מגוון של מכשירים פיננסיים המנוהלים על ידי גופים שאינם קשורים לבנק. יתר על כן, הבנקים יוכלו לייעץ ללקוחות גם בנוגע לרכישת מוצרים פנסיוניים וביטוחיים (רק ביטוח חיים), שבהם לא עסקו בעבר. אולם הבנקים לא יהיו רשאים לקבל תשלום עבור שירותי הייעוץ שלהם מן הגופים שאת מוצריהם ייעצו ללקוחות לקנות ויתוגמלו רק בעמלות שישלמו הלקוחות.³⁹

הסדר כפול זה הוא, לכאורה, פתרון מושלם לחיסול ניגודי העניינים של הבנקים בשוק ההון, אך הוא מעורר כמה שאלות שוועדת בכר לא נתנה להן תשובות:

1. ייעוץ הבנקים לרכישת ביטוחים על ידי לקוחותיהם, שהוועדה החליטה להתיר להם, כנראה כפיצוי על אבדן ההכנסות מניהול קרנות נאמנות

38 ראו למשל: R. Dale "Glass-Steagall and U.S. Banks' Securities Activities" 5 *J. of International Banking Law* (1990) 321 (עותק שמור במערכת); R.E. Litan "Reuniting Investment and Commercial Banking" 7 *Cato J.* (winter 1988) 803; M. Puri "Commercial Banks in Investment Banking: Conflicts of Interest or Certification Role?" 40 *J. of Financial Economics* (1996) 373

39 הקושי בהפעלת הסדר ייעוץ שמבוסס על גביית תשלום מן הלקוח הוא עלותו הגבוהה שספק אם הלקוחות יהיו מוכנים לכסותה: "Real financial planning is highly labor intensive. It requires a breadth and depth of technical knowledge that is not acquired overnight. It cannot be cheap and profitable". J.L. Briggs "Are Banks Ready for Financial Planning?" *Bank. Mag.* (Sep/Oct 1987) 20, 21 מוסרות שעוסקים בבנקאות פרטית, בעיקר בניהול נכסים של לקוחות עשירים במדינות המערב, פועלים כיום בדרך כלל בשיטת "ארכיטקטורה פתוחה", כלומר – הם מציעים מבחר נכסים המנוהלים על ידי מנהלים חיצוניים שמשלמים עמלת הפצה לבנק שאת נכסי לקוחותיו הם מנהלים. ראו: P. Lee "The Reinvention of Private Banking" *Euromoney* (January 2004) 45, 50, 54

- וקופות גמל, עלול ליצור מוקד חדש של ניגוד עניינים. רבים מהלוויים מן הבנקים נדרשים לבטח את חייהם או את רכושם כחלק מן הביטחון להלוואה. אם לא ניתן לבטוח ביועצים לעניין ההשקעה בנכסים פיננסיים, האם ניתן לסמוך עליהם לגבי הייעוץ בדבר הביטוח שירכשו הלקוחות?
2. עמלות הייעוץ שיוכלו הבנקים לקבל מן הלקוחות תהיינה נמוכות בהרבה מן ההכנסות שהפיקו מניהול הקופות והקרנות ומדמי השיווק שהיו יכולים לקבל מן הגופים שאת מוצריהם ישווקו. האיסור לקבל עמלות שיווק מגופים אלה חורג מן המקובל בעולם. לא מובן מדוע לא ישלמו מנהלי הקרנות והקופות לבנקים תמורת שירותי השיווק שיתנו להם. קבלת עמלת שיווק ממנהלי הקופות והקרנות לא תיצור בעיה של ניגודי עניינים אם תיקבע בחוק תקרה לדמי השיווק שיותר לבנקים לגבות. בהתחשב בכיקורת שנמתחה על המלצה זו של הוועדה, מאפשרת הצעת החוק קבלת עמלות הפצה על ידי הבנקים.⁴⁰
3. נטרול ניגודי העניינים בייעוץ בדבר רכישת קופות גמל וקרנות נאמנות אינו פתרון שלם לבעיה של ניגוד העניינים בייעוץ השקעות, כיוון שהבנקים משווקים גם מכשירים פיננסיים שהם עצמם מנפיקים (למשל, פיקדונות לסוגיהם) שיכולים לשמש תחליף להשקעה בקרנות נאמנות ובקופות גמל.
4. כפי שציינו לעיל, הפרדת ניהול הקופות והקרנות מן הבנקים עלולה להעביר את הבעיה של ניגודי העניינים מן הקונגלומרט הבנקאי אל הגופים שירכשו את חברות הניהול, בהנחה שיהיו אלה בעיקר חברות ביטוח וחברות ניירות ערך ישראליות. טיפול בניגודי עניינים פוטנציאליים אלה, שלהם חשוף כל גוף המקיים מגוון של פעילויות בשוק ניירות הערך, יוכל להיעשות באמצעים שנפרט להלן, אמצעים שיכלו להיות מופעלים גם בקונגלומרט הבנקאי.

אף שוועדת בכר לא המליצה על דרכים להתמודד עם בעיות של ניגודי העניינים שתיצור העברת ניהול הקופות והקרנות לידי חברות הביטוח וחברות ניירות הערך, הודו חברי הוועדה שהעברת הניהול מן הבנקים לחברות אלה עלולה לחדר בעיות של ניגוד עניינים שכבר קיימות בהן, בשל חתירתן בשנים האחרונות להרחבת תחומי העיסוק שלהן. חברי הוועדה הסבירו שהפרדת ניהול הקופות והקרנות מן הבנקים, יותר משהיא מיועדת להתמודד עם בעיות ניגודי העניינים, היא מכוונת להפחית את הריכוזיות במערכת הבנקאות ולהחליש את עצמתם של שני הבנקים הגדולים.

הפרדת חברות הניהול מן הבנקים והפגיעה האפשרית ברווחיותם בשל מודל הייעוץ החדש, תחליש אמנם את הבנקים, אך היא תחליש לא רק את שני הגדולים אלא גם את הבנקים הקטנים יותר. מבנה תחרותי יותר יכול להיווצר על ידי שילוב של כמה צעדים:

40 רוב היועצים הפיננסיים אינם מסתפקים בעמלת ייעוץ בלבד ומקבלים גם עמלה תמורת מכירת מוצרים פיננסיים ספציפיים: "A further division in this industry is between planners who charge only a fee and those who, whether or not they charge a fee, earn a substantial part of their income from commissions on selling some product. The 'fee only' planners are in the minority". Briggs, *supra* note 39, at p. 21

1. הימנעות מהפרדת חברות הניהול של הבנקים הבינוניים והקטנים והפרדת רק חלק מחברות הניהול שבבעלות הבנקים הגדולים;
2. עידוד מיזוג הבנקים הבינוניים כדי ליצור שתי קבוצות בנקאיות גדולות נוספות;
3. התמודדות בדרכים חלופיות, שאותן נזכיר בהמשך הדברים, כבעיות ניגוד העניינים בשוק ההון כולו;
4. חברות הביטוח וחברות ניירות הערך תקבלנה חיזוק על ידי רכישת אותם חלקים מחברות הניהול שיופרדו מן הבנקים הגדולים ובדרכים אחרות.

ה. דרכים חלופיות להתמודדות עם בעיות ניגודי העניינים בקונגלומרט הפיננסי

כפי שהזכרנו לעיל, התפתחותם של קונגלומרטים פיננסיים מאפיינת רבים משוקי ההון בעולם. קיומם של ניגודי עניינים פוטנציאליים במבנה פעילות המשלב מגוון של מוצרים ושירותים פיננסיים, לא נעלם מעיניהן של רשויות הפיקוח במדינות שבהן צמחו אותם קונגלומרטים. רק במקרים נדירים הוצע לפתור בעיות אלה על ידי הפרדת עיסוקים.

בבנק האוניברסלי, לפי המודל הגרמני, קיימות בעיות ניגוד עניינים הדומות לאלה הקיימות בקונגלומרט הפיננסי. ועדת גסלר,⁴¹ שבחנה בשנת 1979 את בעיות ניגודי העניינים בבנק האוניברסלי, הצביעה על שישה מוקדים של ניגודי עניינים פוטנציאליים, במיוחד בין פעילות הבנק כחתם לבין עסקי האשראי שלו, ובין פעילות הבנק בניירות ערך לחשבון לקוחותיו לבין פעולותיו לחשבון עצמו. בעיה מיוחדת קיימת בגרמניה בשל מעורבותם של הבנקים בניהול חברות ציבוריות מכוח החזקתם במניות החברות ומכוח החזקות לקוחותיהם שמייפים את כוחם להצביע בשמם. אף שהכירה בקיום הבעיה, לא המליצה הוועדה על צעדים למניעת ניגודי עניינים אלה או לפתרונם, להוציא המלצה להגביל החזקות הבנקים בהונן של חברות לא פיננסיות ל-25% ועוד מניה.

ג'ורג' בנסטון, שהמליץ בשנת 1994 על אימוץ מודל הבנק האוניברסלי הגרמני בארצות-הברית, סבור כי מקרי ניצול לרעה של ניגודי עניינים פוטנציאליים בבנק המשלב עסקי בנקאות פיקדונות עם עסקי ניירות ערך אינם רבים או חמורים יותר מאשר בבנקים העוסקים רק באחד משני תחומי עיסוק אלה. לפיכך אין הוא כולל במאמרו המלצות למניעת החשש למימוש פוטנציאל ניגודי העניינים.⁴²

מעניין לציין כי העמדה האירופית בנוגע לצורך בפיקוח על פעילותם של קונגלומרטים שמה דגש על בעיות של הלימות הון ושל הגבלת סיכונים, ללא נגיעה מפורשת בהתמודדות עם בעיות ניגודי העניינים. במסמך של הבנק המרכזי הגרמני משנת 1994, "קונגלומרטים פיננסיים והפיקוח עליהם",⁴³ מודגש

41 *Report of the Commission of Enquiry "Basic Banking Questions"* (Bonn, 1979) (עותק שמור במערכת).

42 ראו: Benston, *supra* note 3, at p. 139-140.

43 ראו: "Financial Conglomerates and Their Supervision" *Deutsche Bundesbank*: 49 *Monthly Report* (April 1994).

הצורך בפיקוח מאוחד על כל חלקי הקונגלומרט, בהקפדה על הלימות ההון של הקבוצה ובהגבלת הסיכון שקשיים שאליהם נקלעת אחת החברות בקבוצה יערערו את מצבן של חברות אחרות הנמנות עמה.

בדומה לכך, סקירה של הבנק הלאומי של בלגיה משנת 2002 על "קונגלומרטים פיננסיים"⁴⁴ כוללת ניתוח כלכלי של תופעת הקונגלומרט והצעות לפיקוח על פעילותו. הסקירה מצביעה על יתרונות גיוון העסקים והסינרגיה שבמבנה עסקי זה לעומת סיכונים מיוחדים המחייבים תשומת לב של הפיקוח. אלה כוללים מבנה מסובך והיעדר שקיפות, שעלולים לגרום לטעויות בחישוב הלימות ההון, החשש שקשיים שאליהם נקלעת אחת מחברות הקבוצה יגרמו נזק לחברות אחרות (Internal Contagion) והיעדר פיקוח משולב על הקבוצה בשלמותה בשל פיצול מוסדות הפיקוח על חלקיה השונים (Regulatory Arbitrage). אין כל אוכור לבעיה של ניגודי העניינים.

גם דירקטיבה 2002/87/EC של השוק האירופי מחדש נובמבר 2002, שעניינה פיקוח משלים על קונגלומרטים פיננסיים, מתמקדת בהיבטי הגבלת הסיכונים ואינה מתייחסת לבעיות ניגודי העניינים הקיימות במבנה עסקי זה. הדגש מושם על הצורך בפיקוח מאוחד, על דרישות מיוחדות לעניין הלימות ההון, על חשיפת עסקאות בין הגופים הנמנים עם הקונגלומרט, על ניטור ריכוז הסיכונים של הקבוצה בשלמותה ועל רמת ההנהלה.⁴⁵

לעומת זאת, בעיות ניגוד העניינים הנובעות משילוב עסקי בנקאות עם עסקי ניירות ערך (ולעיתים גם עם עסקי ביטוח), נידונו באנגליה ובארצות-הברית, כפי שהראינו לעיל. נקודת המוצא היא ניסיון להעריך את עלותו של פתרון הפרדת העיסוקים משתי נקודות ראות: זו של הוויתור הנדרש על סינרגיות תפעוליות ועל אפשרויות פיזור סיכונים, וזו של הפגיעה במודל פעילות הנוח לציבור הלקוחות. האם יתרון המניעה (המלאה כמעט) של ניגודי עניינים פוטנציאליים עולה על עלויות ההפרדה? קשה לכמת את עלות ההפרדה ואת יתרונותיה, ולכן גם אין סיכוי רב שהתשובה לשאלה שהצגנו תהיה אוביקטיבית. נראה לי כי אחד השיקולים המרכזיים במתן התשובה הוא טיבם של ההסדרים שאינם מחסלים את קיומם של ניגודי עניינים פוטנציאליים אלא מבקשים להקטין את החשש מפני מימושם של ניגודי העניינים שימשיכו להתקיים. שני מכשירים מרכזיים לטיפול בהפחתת החשש מפני התממשותם של ניגודי עניינים פוטנציאליים הם:

1. הפרדה ניהולית במסגרת הקונגלומרט הפיננסי בין פעילויות שעלול להתקיים בנוגע אליהן ניגוד עניינים (בין טובת הבנק לזו של הלקוח) אם תתבצע במסגרת אחת. ההפרדה הניהולית מכונה "חומה סינית".

ראו: National Bank of Belgium "Financial Conglomerates" 1 *Financial Stability Rev.* (2002) 61

45 Directive 2002/87/EC of the European Parliament and of the Council of 16 December 2002 on the Supplementary Supervision of Credit Institutions, Insurance Undertakings and Investment Firms in a Financial Conglomerate *O.J. L* 35 (2003) 1

2. חובת גילוי נאות ללקוח של מצבי ניגוד עניינים פוטנציאליים, וקבלת הסכמתו לביצוע עסקה שבה מתקיים מצב כזה. בנוסף לכך, שקיפות מלאה בנוגע לפעולות שבהן עלול להתקיים מצב של ניגודי עניינים, כגון: עסקאות בניירות ערך שמבצע בנק לחשבון עצמו.

רבים, בישראל ובעולם, מטילים ספק ביעילותן של "חומות סיניות". הספקנים טוענים כי הסיכוי למנוע העברת מידע רלוונטי בין חלקי הארגון השונים הוא מועט.⁴⁶ למרות ההסתייגויות הוכרה "החומה הסינית" בארצות-הברית כהגנה טובה מפני אישום של ניצול מידע פנים. בשנות ה'60 וה'70 הייתה עמדת ה-S.E.C. (Securities and Exchange Commission) – הרשות האמריקנית לניירות ערך) בשאלה זו בלתי עקבית, אולם בשנות ה'80 הכירה הרשות המפקחת בכך שקיומה של "חומה סינית" מהווה הגנה טובה מפני אישום של ניצול מידע פנים.⁴⁷ שני עורכי דין, המתמחים בדיני ניירות ערך, חיוו דעתם עוד בשנות ה'70 כי "החומה הסינית" היא הפתרון הסביר ביותר לבעיה של ניגודי העניינים בחברות ניירות ערך העוסקות במספר תחומי פעילות בשוק זה. במאמר שפורסם ב-1975 הם אומרים:

"We believe that the Chinese Wall is generally the best solution to the inside information problems created by a single multi-service firm's performing potentially conflicting roles, e.g., investment banker and investment adviser [...]. There are however, certain situations in which the Chinese Wall, standing alone, either does not meet the legitimate expectations of the public investor,

46 במאמר על ניהול נכסי קרנות פנסיה כותב Brooks: "The 'Chinese Wall' could be policed only by constant surveillance and would more than likely be breached constantly by ordinary social relations. Trust officers of all the leading banks agree that people from different departments see each other socially, and when they do they are obviously likely to talk shop. [...] At the very least, the 'Chinese Wall' may be fairly described as a cardboard partition, removable and replaceable on short notice". "Corporate Pension Funds Asset Management" Abuse on Wall Street, *supra* note 19, at pp. 224, 239-240.

47 הגנת "החומה הסינית" לתלונות ברבר העברת מידע פנים בין מחלקות שונות של חברות ניירות ערך לא התקבלה על ידי ה-S.E.C. ובתי המשפט בשנות ה'60 וה'70. ראו: Cady Roberts & Co., 40 S.E.C. 907 (1961); *Slade v. Hammill*, 517 F.2d 398 (1974). אולם ה-Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988, 15 U.S.C.S § 78t-1, הייב חברות ניירות ערך להציב "חומות סיניות" בין המחלקות הרלוונטיות. דו"ח של מחלקת הפיקוח על השווקים של ה-S.E.C. משנת 1990 קבע כי למרות ליקויים מסוימים "החומות הסיניות" היו "Well conceived and conscientiously executed". ראו בעניין זה: N.S. Poser *International Securities Regulation: London's "Big Bang" and the European Securities Markets* (Boston, 1990) 197-219.

or creates an unacceptable potential for self interest abuse. In these cases-primarily involving the recommending of investments to the public and investing for the firm's own account – we believe that the Chinese Wall should be reinforced: a multi-service firm should not recommend securities as to which there is a high possibility that the firm will obtain inside information through a confidential relationship, nor should it invest for its own account in securities as to which it has obtained inside information”⁴⁸.

השערוריות שהתגלו בבנקים להשקעות בוול סטריט בתקופת הגאות של סוף שנות ה'90 ושנות ה'2000, שבהן נפרצו לחלוטין החומות שבין חטיבת החיתום לחטיבת האנליסטים, הוסיפו ופגעו במוניטין הבעייתיים של "החומות הסיניות". האנליסטים, שאמורים להיות מנתחים אובייקטיביים, סיפקו ניתוחים ותחזיות לקידום הפעילות החיתומית וזכו לתגמול על הצלחת הנפקות שנמכרו בזכות תחזיותיהם. החולשה העיקרית של "החומה הסינית" כמכשיר לנטרול ניגודי עניינים פוטנציאליים היא באכיפה. ניתן יהיה לשפר את האכיפה הפנימית, אם החברות הנגועות בניגודי עניינים תדענה שרשות הפיקוח הממלכתית תבחן ברציפות וביעילות את יישום כללי ההתנהגות המהווים את החומה. לצעדים הנמרצים נגד הפרות חוק ונגד פעולה בניגוד עניינים על ידי חברות פיננסיות בוול סטריט, שנקט אליזט ספיצר, התובע הכללי של מדינת ניו-יורק, תהיה השפעה לאורך זמן על דרכי הפעולה של חברות אלה.⁴⁹

48 M. Lipton & R.B. Mazur "The Chinese Wall Solution of the Conflict: Problems of Securities Firms" 50 *N.Y.U.L. Rev.* (1975) 459, 462-463
 49 אליזט ספיצר החל לחשוף לפני כשנתיים פעילות בלתי חוקית של בנקים להשקעות (אנליסטים ששירתו את האינטרסים של מחלקת ההנפקות ותוגמלו בהתאם), נהלים בלתי תקינים של חברות ניהול קרנות נאמנות, ליקויים בתגמול היו"ר היוצא של הבורסה של ניו יורק, ולאחרונה תשלומי עמלות אסורים של סוכני ביטוח. מרבית החקירות הסתיימו בהסדרי תשלומים גבוהים של קנסות ושל פיצוי לנפגעים. החשיפות של ספיצר גרמו נזק של ממש למוניטין של רבים מן השמות הגדולים של וול סטריט ושינו לא מעט מנהגי העסקים של תקופת הגאות. ראו: *The Economist* (September 13 2003) 83; M.D. Hovansian & P. Dwyer "Where Will Eliot Spitzer Strike Next?" *Business Week* (March 8 2004) 56
 שיטות עבודתו של ספיצר ראו: *Fortune* (June 14 2004) 19-20: "The last New York prosecutor to launch a crusade to clean up Wall Street was Rudolph Giuliani, who built a career on dragging executives away in handcuffs and locking them behind bars. But Spitzer comes at the white-knight role with a completely different approach. His goal isn't to incarcerate crooks; it's to stop crooked behavior. And his preferred method has become clear: uncover an endemic Problem, apply pressure by bringing high profile cases and generating withering public attention, then use all that leverage to produce change-almost always through negotiated settlements. Then it's on to the next issue"

Harry McVea, שפרסם בשנת 1993 ספר על הקונגלומרט הפיננסי ו"החומה הסינית", הציע רשימה ארוכה של אמצעים שצירופם יכול להיחשב ל"חומה סינית".⁵⁰

1. מסמך כללי ציות (Compliance Manual) – קובץ כללי ההתנהגות המחייבים את עובדי החברה, שיופץ לכולם;
2. מיון שיטתי של הסיכונים – על המסמך לאתר באופן שיטתי את כל התחומים שבהם קיים סיכון של התממשות ניגודי עניינים פוטנציאליים;
3. דרכי טיפול בסיכונים שאותרו – על המסמך להצביע במפורט על הדרך שבה יטופל כל אחד מן הסיכונים שאותרו;
4. דרכי אכיפה – על המסמך לפרט על מי מוטלת האחריות לאכיפת הציות לכללים שנקבעו;
5. מעקב שוטף וסקר תקופתי – יש לקבוע נוהל למעקב שוטף אחר הציות לכללים ולבחון אותם מחדש מדי זמן;
6. טיפול בחריגות – יש לקבוע נוהל לטיפול במקרים של מעבר מידע בין יחידות בניגוד לנהלים;
7. הדרכה – יש לקיים ברציפות תכניות הדרכה וחינוך להטמעת הכללים הקבועים בנוהל;
8. גילוי נאות – שכנוע לקוחות לגלות לציבור בהקדם האפשרי מידע רגיש;
9. רשומות – יש לנהל רישום מדויק של מסחר יחידות בחברה לחשבון עצמן ושל המלצות קנייה ומכירה שנשלחו ללקוחות.

אף שהוא מציע מערך מפורט של כללי התנהגות ודרכי אכיפה, McVea מודה כי:

“At the end of the day, [...] very little faith should be placed in procedures. Instead, the focus should be on people. The firm should employ people with integrity and should endeavor to place them within a culture which is sensitive to the management of conflicts of interest. In so doing, the positive aspects of compliance should be stressed; Most importantly, the valuable aid to reputation which an emphasis on ethical issues often brings”.⁵¹

McVea צודק בכך ששמירה על אי-ניצול של ניגודי העניינים בקונגלומרט הפיננסי קלה יותר בארגון ששם דגש על התנהגות אתית של עובדיו. אולם בעולם תחרותי, וזה עולמן של חברות השירותים הפיננסיים, האתיקה אינה

50 ראו: H. McVea *Financial Conglomerates and the Chinese Wall: Regulating Conflicts of Interest* (Oxford, 1993) 127-133.
51 *Ibid.*, at p. 132

מחסום מוצק דיו בפני הניסיונות להרוויח על ידי ניצול חולשות היריב. הניסיון מלמד כי הפגיעה בשמו הטוב של מוסד שהתנהגותו אינה אתית היא קצרת טווח. להערכתו, כללים ברורים המעוגנים בחוק ונאכפים על ידי רשות פיקוח ממלכתית הם מחסום יעיל יותר מפני התנהגות פסולה, אם כי ציות לכללים אלה תלוי לא מעט בהבנת הבסיס האתי לקיומם.

בישראל קיימות הוראות למניעת פעולה בניגוד עניינים בכמה מחוקי ההסדרה של שוק ניירות ערך. חוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 (להלן: "חוק ניירות ערך") מטפל בנושא בשני פרקים. הראשון הוא פרק ח'1 העוסק בהגבלת השימוש במידע פנים. סעיף 52ב(ב), עניינו השימוש במידע פנים בידי תאגיד. בנק למשל יימצא במצב של ניגוד עניינים אם יש בידו מידע פנים על לקוח-תאגיד, שקיבלה מחלקת האשראי שלו, ומחלקת ניירות ערך שלו מבקשת לסחור בניירות ערך של אותו תאגיד. החוק קובע כי אם מצוי מידע פנים בידי עובד התאגיד, רואים את התאגיד עצמו כמי שיש לו גישה למידע פנים, ובמקרה זה כל פעולה שיעשה התאגיד בניירות הערך של הלקוח תיחשב לשימוש אסור במידע פנים. התאגיד, בנק במקרה שתיארנו, יוכל להפריך את החזקה שמידע פנים מצוי בידו אם יקים "חומה סינית" בין מחלקת האשראי למחלקת ניירות הערך. מהי "החומה הסינית"? "התאגיד קבע הנחיות ונתן להן פרסום נאות ולפיהן – דירקטור או עובד המועסק בידי התאגיד בעשיית עסקאות בניירות ערך או במתן חוות דעת או עצות בקשר לניירות ערך, לא יעסוק בשביל התאגיד בתפקיד שיש עמו גישה למידע פנים",⁵² ואילו "דירקטור או עובד שמידע פנים מצוי בידו לא יעשה בשביל התאגיד עסקה בניירות ערך שמידע הפנים מתייחס אליה".⁵³ בנוסף לפרסום ההנחיות, על התאגיד לעשות את הסידורים הדרושים להבטיח את קיום ההנחיות, ולקיים בקרה פנימית כדי לוודא את מילוי. יעילותה של "חומה סינית" זו תלויה, כמובן, בקיומן של מערכות בקרה ואכיפה נאותות.

פרק ח'1 אף כולל הוראות המגבילות פעילות בניירות ערך של דירקטורים ועובדים של חברי בורסה, בני משפחותיהם ותאגידים בשליטתם. סעיף 52ט מחייבם להחזיק את חשבונותיהם בשמם אצל חבר בורסה ולבצע עסקאות רק במהלך המסחר בבורסה, והוראות קנייה או מכירה צריכות להינתן יום לפני ביצוען. מנהל או עובד שמבצע עסקאות בניירות ערך עבור אחרים חייב לבצע עסקאותיו רק באמצעות מעסיקו. הוראות אלה מיועדות למנוע ניצול יתרון מידע שיכול להיות לעובדים ולמנהלים של חברי בורסה.⁵⁴

הפרק השני בחוק ניירות ערך שעוסק בבעיה של ניגוד העניינים הוא פרק ה'1, שעניינו נאמנות לתעודות התחייבות. תפקיד הנאמן הוא לייצג את המחזיקים בתעודות ההתחייבות ככל עניין הנובע מהתחייבויות המנפיק כלפיהם, והוא חייב לפעול לטובת כלל המחזיקים בתעודות. ברור כי על מנת שלא יהיה נגוע בניגוד עניינים, אסור שיהיה לו, או לגופים שעמם הוא קשור, קשר עסקי או

52 'ס' 52ב(ב)(1)(א) לחוק ניירות ערך.

53 שם, 'בס' 52ב(ב)(1)(ב).

54 יעילותו של הסדר זה תלויה במערך בקרה שלא קשה להפעילו ברמת המחשוב הקיימת בבנקים, אך אין ביטחון שמתקיים מעקב של ממש.

אחר עם החברה המנפיקה את תעודות ההתחייבות. על מנת למנוע אפשרות של קשר כזה נקבע בסעיף 35 כי חברה לא תהיה כשירה לשמש כנאמן אם:

1. דירקטור או מנהל של החברה הוא דירקטור או מנהל של המנפיק, של חברה אם שלו או של חברה קשורה שלו.⁵⁵
2. קיימות נסיבות שמחמתן עלולה להיווצר סתירה בין טובתה שלה או של חברה אם שלה או של חברה קשורה שלה לבין טובתם של בעלי התעודות.⁵⁶

הסעיף השני מנוסח בניסוח כללי, הפוסל נאמן בכל מקרה שבו עלולה להיווצר, במישרין או בעקיפין, סתירה בין טובתו של הנאמן לזו של מחזיקי תעודות ההתחייבות. זהו ניסוח רחב, החל על כל מקרה של ניגוד עניינים פוטנציאלי, אך חבל שאינו מציין מקרים קונקרטיים שבהם יפסל הנאמן בשל קשריו. לדוגמה, האם יפסל הנאמן בשל קשריו עם חתם ההנפקה? ומה אם גוף קשור לנאמן נתן אשראי לחברה המנפיקה? האם נאמן לסדרה אחת של שטרי התחייבות יכול לשמש נאמן גם לסדרה נוספת (יכולה להיות תחרות בין הביטחונות לכל אחת מן הסדרות)?⁵⁷

הטיפול בניגוד עניינים אפשרי של נאמן הוא טיפול בדרך של ניתוק, וטוב שכך. לפני שנחקק פרק זה בחוק היו לא מעט מקרים שבהם התמנו נאמנים שהיו נגועים בניגוד עניינים גלוי (מינוים נעשה על פי בחירת החתם והמנפיק, מבלי שלמחזיקי תעודות ההתחייבות הייתה השפעה על הבחירה).⁵⁸ בתקנות ניירות ערך נקבעו הסדרים להגבלת השתתפותו של חתם המצוי במצב של ניגוד עניינים פוטנציאלי בחיתום הנפקה. הדברים אמורים בשלושה מצבים:⁵⁹

1. המנפיק הוא חברה הקשורה לחתם – חברה אם, חברה בת, חברה בת של חברה השולטת בו או חברה מסונפת שלו;

55 ס' 35(1) לחוק ניירות ערך.

56 שם, בס' 35(2).

57 ראו מ' חת "נאמנים לאיגרות חוב בישראל – המצב הקיים והצעות לתיקון" המשפט ב (תשנ"ה), 115–135.

58 פרשת "תכן הנפקות", שהחלה לפני תיקון החוק בנושא הנאמנות לתעודות התחייבות, היא דוגמה בולטת להתעלמות מן ההכרח באייתלות נאמן להנפקה, במיוחד כאשר ההנפקה כולה נגועה בניגוד עניינים. תכן הנפקות הייתה מכשיר לגיוס הון עבור קיבוצי השומר הצעיר, והיא גייסה כ־100 מיליון ש"ח בשנת 1987, כאשר הקיבוצים, שלהם ניתנו הכספים בהלוואה, כבר היו במצב קשה. שלושת הבנקים הגדולים היו חתמי ההנפקה, וקופות הגמל בניהולם היו הקונים העיקריים של איגרות החוב. יתר על כן, הבנקים – בעיקר בנק הפועלים ובנק לאומי – היו הנושים הגדולים של הקיבוצים. חברות הנאמנות של הבנקים חילקו ביניהן את משימת הנאמנות. לאחר שבשנת 1992 החלה תכן שלא לעמוד בתנאי הפירעון, הוגש לבית המשפט הסדר פשרה שגרם הפסד למחזיקי האיגרות. ייתכן שהסדר היה הרע במיעוטו, אך האם ניתן היה לצפות שחברות הנאמנות של הבנקים תייצגנה נאמנה את עניינם של בעלי איגרות החוב מקרב הציבור? ראו א' לוין "לתכן יש תכונה: לבקש סיוע" גלובס 4:1.93; ס' קורניליבר "פשרה הכרחית בתכן הנפקות" גלובס 10.13.93.

59 ס' 10 לתקנות ניירות ערך.

2. המנפיק חייב כסף לחתם או לחברה קשורה – חוב המנפיק לחתם, לחברה השולטת בו או לחברה בת שלה, ולחברה בת או חברה מסונפת שלו, לאחד או ליותר מהם ביחד, עולה על 25% ממאזנו האחרון של המנפיק;

3. תמורת ההנפקה מיועדת לפירעון חובות לחתם ולחברות קשורות – 25% או יותר מתמורת ההנפקה מיועדים לפירעון חובות לחתם, לחברה השולטת בו או לחברה בת שלה או לחברה מסונפת של החתם, לאחד או ליותר מהם ביחד. בכל אחד ממצבים אלה אסור לחתם, יחד עם הגופים הקשורים אליו, לקבל על עצמו למעלה מ-25% מן ההתחייבות החיתומית בקשר להנפקה. ההנחה שעליה מבוססת הגבלה זו היא ששיתוף גורמים שאינם קשורים בהתחייבות החיתומית ינטרל את ההטיה שיכולה להיות בשיקולי החתם הנגוע בניגודי עניינים. ספק אם יש בסיס להנחה זו. מי שהשפעתו על תנאי ההנפקה מכרעת הוא מנהל קבוצת החתמים, האחראי בדרך כלל לעריכת בדיקת הנאותות (Due Diligence) ולתמחור ההנפקה. בתיקון מס' 24 לחוק ניירות⁶⁰ ערך שולב בחוק, לראשונה, המונה "חתם מתמחר", אך אין התיקון מבהיר במפורש כי "החתם המתמחר", שמשותף בקביעת מחיר נייר הערך המונפק, אחראי גם לבדיקת הנאותות, וכי עליו להיות ללא קשר עסקי לחברה המנפיקה. לנטרול מצבי ניגוד עניינים של חתם רצוי אפוא לקבוע כי מי שאחראי לעריכת בדיקת הנאותות ולתמחור ההנפקה לא יהיה קשור למנפיק באף אחת מן הדרכים המנויות לעיל. ייתכן שעניין זה יבוא על תיקונו אם יתקין שר האוצר תקנות המטילות "הגבלות, דרך כלל או לסוגים, בעניין ניגוד עניינים בין חתם לבין מציע או בין חתם לבין מי שרכש ממנו, באמצעותו או בתיווכו, ניירות ערך על פי תשקיף", כפי שהוסמך לעשות בתיקון הנזכר לעיל.⁶¹

הוראה נוספת למניעת ניגוד עניינים בפעולתו של חתם אוסרת על חתם המייעץ ללקוחו, להזמין עבור הלקוח ניירות ערך שלהצעתם הוא משמש חתם, ללא קבלת הסכמת הלקוח לכך, מראש ובכתב. כמו כן אסור לחתם למכור ללקוח, שלא במהלך המסחר בבורסה, ניירות ערך של חברות קשורות עמו, שאותם רכש עקב קיום התחייבות חיתומית, בתוך שלושה חודשים ממועד קיום ההתחייבות החיתומית, ללא קבלת הסכמת הלקוח בכתב מראש.⁶²

הסדרים למניעת מצבי ניגוד עניינים מצויים גם בדברי חקיקה נוספים. בחוק השקעות משותפות נכללות הוראות אלה:

1. חברה אינה יכולה לשמש נאמן לקרן אם יש לה, למנהל, לעובד או לדירקטור שלה, קשרים עם מנהל אותה קרן או עם חברות קשורות למנהל או עם ההנהלה העסקית של מנהל הקרן;⁶³
2. חבר ועדת השקעות של מנהל קרן אינו רשאי לכהן בוועדת השקעות של מנהל קרן אחר או של מנהל קופת גמל;⁶⁴

60 חוק ניירות ערך (תיקון מס' 24), תשס"ד-2004, ס"ח 492.

61 מ' חת "הסדרת עסקי החיתום של ניירות ערך בישראל" המשפ"א (תשנ"ג) 171.

62 ס' 11-12 לתקנות ניירות ערך.

63 ס' 9 לחוק השקעות משותפות.

64 שפ, בס' 22.

3. הגבלות על ניירות ערך שבהם רשאים להשקיע עובדי מנהל קרן וחברי ועדת השקעות של המנהל והגבלות על דרכי ביצוע של עסקאות בבורסה על ידי דירקטור של מנהל קרן;⁶⁵
4. הגבלות על עסקאות בניירות ערך מחוץ לבורסה, ועל עסקאות בנכסים שאינם ניירות ערך נסחרים, בין קרן לבין מנהל הקרן, נאמן הקרן ואנשים או גופים הקשורים אליהם;⁶⁶
5. כאשר חברה השולטת במנהל קרן או חברה בשליטתה, היא חבר בורסה, אסור לה לגבות ממנהל הקרן עמלה העולה על זו שמשלמים לה לקוחות אחרים על ביצוע עסקאות קנייה ומכירה של ניירות ערך, והוא הדין בחברה המבצעת עסקאות במטבע חוץ או בניירות ערך חוץ שהיא או חברה בשליטתה הן בעלות השליטה במנהל הקרן;⁶⁷
6. במילוי תפקידיהם ובשימוש בסמכויותיהם, על הנאמן ומנהל הקרן לפעול בזהירות, באמונה ובשקידה לטובת בעלי החירות בלבד, ולנקוט צעדים סבירים לשם שמירת נכסי הקרן והזכויות הנובעות מנכסים אלה;⁶⁸
7. הגבלות על טובות הנאה שרשאים לקבל מנהל קרן, הנאמן לקרן ובעל שליטה בקרן.⁶⁹

מי שממונה על תקינות פעולתם של מנהל הקרן, וגורמים הקשורים לפעולת הקרן, בכל הנוגע לעמידה בהוראות הנוגעות למניעת התמשותם של ניגודי עניינים פוטנציאליים, הוא הנאמן.⁷⁰ רשות ניירות ערך היא זו שצריכה לפקח על כך שהנאמן ימלא תפקיד זה, לצד תפקידיו האחרים המפורטים בחוק. החשיפה לניגודי עניינים פוטנציאליים בקונגלומרט הבנקאי חריפה במיוחד, כפי שנאמר לעיל, בפעילותם של יועצי ההשקעות בבנק. תפקידם ליעץ ללקוחות בדבר הבחירה בין מכשירים פיננסיים שונים שכדאיותם לבנק אינה אחידה. הכדאיים יותר הם, בדרך כלל, אלה המונפקים על ידי הבנק עצמו או גופים הקשורים אליו; מכשירים המונפקים על ידי גופים אחרים כדאיים פחות לבנק, אף שהם עשויים להיות טובים יותר ללקוח. חוק הייעוץ, שנועד להבטיח שיועצי ההשקעות, ככלל, ויועצי השקעות בבנקים, במיוחד, יעדיפו כמתן עצה

65 שם, כס' 21.

66 שם, כס' 67.

67 שם, כס' 69.

68 שם, כס' 74-75.

69 שם, כס' 81.

70 ס' 78 לחוק השקעות משותפות מגדיר את חובות הנאמן ותפקידיו:

(א) הנאמן יפקח על קיום הוראות לפי חוק זה, על הוראות הסכם הקרן ועל ההתחייבויות על

פי התשקיף בידי מנהל הקרן; מבלי לגרוע מכלליות הוראה זו ומן האמור בס' 75,

יעשה הנאמן את הדרוש כדי לוודא כי מתקיימים אצל מנהל הקרן כל אלה:

(1) תהליך תקין של קבלת החלטות, שתואם לנוהל שאושר בידי הדירקטוריון;

(2) מערכת בקרה פנימית המבטיחה ניהול תקין של ספרי הקרן;

(3) מערכת אמצעים להבטחת ניהול הקרן לפי הוראות חוק זה, הוראות הסכם

הקרן וההתחייבויות על פי התשקיף;

(4) ניהול השקעות הקרן נעשה על פי הנהלים שקבע דירקטוריון מנהל הקרן.

את טובת הלקוח על זו של המוסד המעסיק אותם, לא סייע בפתרון בעיה זו של הברדלי הכדאיות. הוראות חוק הייעוץ לנטרול ניגודי העניינים הפוטנציאליים הן אלה:

1. יחיד בעל רישיון מוגבל בסוגי ניירות ערך שהוא רשאי לרכוש וכך גם מנהל תיקים המבקש לנהל תיק עבור בני משפחתו או עבור תאגיד שהוא או בני משפחתו שולטים בו. הניירות המותרים הם ניירות ערך ממשלתיים, יחידות של קרנות נאמנות פתוחות וניירות ערך של תאגיד שבו עובד בעל הרישיון. מותרים גם השקעה בקופת גמל והסדר של נאמנות עיוורת;⁷¹
2. על בעל רישיון לפעול באמונה ובשקידה לטובת לקוחותיו ולהימנע מהערפת ענייניו האישיים או ענייניו של אחר על פני טובת לקוחותיו, וכן יימנע מהערפת ענייניו של לקוח אחר על פני לקוח אחר;⁷²
3. בעל רישיון חייב להודיע ללקוח, בכתב, על קיום ניגוד עניינים בינו או בין התאגיד שבו הוא עובד או שותף לבין הלקוח, ולהימנע מלבצע כל פעולה שיש בה ניגוד עניינים (זולת אם הסכים לכך הלקוח, מראש ובכתב);⁷³
4. במתן ייעוץ או בניהול תיקי השקעות אסור לבעל הרישיון להעדיף ניירות ערך או נכסים פיננסיים שלו או של תאגיד הקשור לתאגיד שבו הוא עובד או שותף, בשל קשר זה;⁷⁴
5. הזמנת ניירות ערך, שתאגיד קשור משמש חתם להצעתם, על ידי מנהל תיקים עבור לקוח, טעונה הסכמת הלקוח בכתב מראש. כך גם בנוגע לרכישת ניירות ערך אלה עבור לקוח לפני שחלפו שלושה חודשים ממועד קיום ההתחייבות החיתומית;⁷⁵
6. אסור לבעל רישיון לקבל טובת הנאה כלשהי בקשר עם מתן ייעוץ, ביצוע עסקה או הימנעות מביצוע עסקה, זולת קבלת שכר והחזר הוצאות מן הלקוח, אלא אם כן הסכים הלקוח לכך מראש ובכתב;⁷⁶

הוראה אחרונה זו, אף שהיא מיועדת לכאורה למניעת שיקולים זרים במתן ייעוץ או בניהול תיק, התבררה כבעייתית, כיוון שהקטינה את הכדאיות היחסית של העדפת מכשירים פיננסיים שאינם מונפקים על ידי הבנק וגופים הקשורים אליו, אך הם כדאיים יותר ללקוח. קיומו של תמריץ שלילי להימנעות מהערפת "מוצרי הבית" של היועץ ומנהל התיקים אינו הצדק להפרת ההוראה בדבר איסור העדפה (שהיא עברת משמעת על פי סעיף 30 לחוק הייעוץ), אך יש בכך כדי ללמד שרצוי להימנע מיצירת תמריץ שלילי מעין זה, כאשר הדבר ניתן. ניתן לנטרל את העדפת "מוצרי הבית" על ידי מתן אפשרות לקבל עמלת הפצה מן הגוף שמכשיר פיננסי המונפק על ידו מומלץ על ידי היועץ בבנק. ועדת בכר

71 ס' 4 לחוק הייעוץ.

72 שם, בס' 11.

73 שם, בס' 15.

74 שם, בס' 16(א).

75 שם, בס' 16(ב)(ג).

76 שם, בס' 17.

המליצה להבטיח את אי-ההעדפה על ידי ניתוק הבנק מניהול קופות גמל וקרנות נאמנות ושמירה על הכלל שאת התגמול ליועץ ישלם הלקוח בלבד. כך, לדעת הוועדה, יובטח ייעוץ שאינו מושפע משיקולים זרים. הצעה זו אינה מהווה פתרון מלא לבעיית ההטיה האפשרית בייעוץ, כיוון שהבנק משווק גם מכשירים פיננסיים שהוא עצמו מנפיק (פיקדונות לסוגיהם), למשל מכשירים שיכולים להיות תחליף לקופות הגמל ולקרנות הנאמנות שלא תהיינה עוד חלק מן הקונגלומרט הבנקאי (שיפסיק, למעשה, להיות קונגלומרט).⁷⁷ מתן אפשרות לבנקים לשווק ביטוחי חיים, כפי שהציעה ועדת בכר, עלול ליצור מוקד חדש של ניגודי עניינים בשל הקשר הקיים בין ביטוחי חיים לעסקי האשראי של הבנק (הצעת החוק משנה את המלצות הוועדה ומאפשרת גביית עמלות הפצה על ידי הבנק).

מעניין לציין כי לפחות חלק מן הבנקים פיתחו מודלים לייעוץ השקעות המאפשרים ליועץ התאמת מבנה תיק ההשקעות למצבו של הלקוח ולצרכיו, ובחירת קרנות הנאמנות המתאימות למבנה התיק שהוצע ללקוח. הבחירה מבוססת על מדדים אובייקטיביים, ללא העדפה לקרנות המנוהלות על ידי הבנק. דא עקא שהעמדת המודל לרשות היועץ אינו מבטיח, כנראה, שישתמש בו. במענה לתלונה, שלפיה המליץ יועץ באחד מסניפי בנק דיסקונט רק על קרנות המנוהלות על ידי חברת אילנות דיסקונט, השיב הבנק:

"על פי ההוראות בבנק, המודגשות חוזר והדגש על ידי ההנהלה בכל האמצעים ובכל ההודמנויות, הייעוץ בהשקעות ניתן על ידי יועצים מורשים שמחוייבים לברוק את טובת הלקוח, צרכיו והעדפותיו. על כסיס פרמטרים אלה יועצי ההשקעות מחוייבים להציע את מגוון הקרנות והמוצרים על פי טובת הלקוח. לרשות היועצים בבנק דיסקונט עומדת תוכנת ייעוץ שפותחה בשיתוף הפרופ' דן גלאי, שבוחנת ומדרגת את ביצועי כל קרנות הנאמנות בישראל, והיועצים מונחים להיעזר בה במהלך הייעוץ".⁷⁸

ככל הידוע לי, פותחו תכנות ייעוץ דומות גם בבנקים אחרים, ואם למרות זאת נמצאים בתיקי לקוחות הבנקים הגדולים כ-90% מ"מוצרי הבית", המסקנה הבלתי נמנעת היא שהיועצים אינם מרבים להיעזר בתכנה, ואין בקרה פנימית או פיקוח חיצוני על ציות להוראות חוק הייעוץ. כפי שניתן ללמוד מן הסקירה שלעיל, החקיקה הקיימת כוללת הוראות רבות למניעת ניגודי עניינים בשוק ניירות הערך. חלקן ניתנות לשיפור – למשל אלה

77 על ההיקף המוגבל, יחסית, של פעילויות הבנקים בישראל בתחומים שאינם בנקאיים "קלאסיים" בהשוואה לבנקים במדינות מערב אירופיות לא גדולות ובקנדה, עוד לפני הפעלת המלצות ועדת בכר, ראו ח' בר ופ' וכטל "מערכת הבנקאות במסגרת שוק הכספים וההון בישראל: המצב הנוכחי והערכות לעתיד" רבעון לבנקאות 145 (תש"ס) 31, 40.

78 ר' שטרקמן "ובינתיים בבנק דיסקונט... The Marker 17.2.05. אין חידוש בכך שרמת האכיפה של חוק הייעוץ הייתה ירודה.

הנוגעות לחתם ולנאמן לתעודות התחייבות. הוראות אחרות הקיימות בחקיקה אינן נאכפות בעיולות, גם כאשר האכיפה אינה מסוככת במיוחד. לא היה קושי לגלות לפני שנים כי הוראות איסור ההעדפה של "מוצרי הבית" אינן נשמרות בבנקים. טיפול בבעיה היה מחייב שינוי הנוסח הקיים של סעיף 17 לחוק הייעוץ, אך גם העמדת כמה יועצים לדין משמעתי והטלת קנסות כבדים על הבנקים המעסיקים אותם יכלה להביא לשינוי המצב.

האם ניתן למצוא מודל חלופי להתמודדות עם הבעיה של ניגודי העניינים בקונגלומרט הפיננסי, שלא על פי המלצות ועדת בכר? אני דן בשאלה של ניגודי העניינים בלבד ולא בשאלה של הפחתת הריכוזיות בשוקים הפיננסיים. בהתמודדות עם שאלה זו ניתן, לדעתי, להסתפק בהפרדת חלק מחברות הניהול של הבנקים הגדולים ובויתור על ההפרדה של קופות הגמל וקרנות הנאמנות מן הבנקים הבינוניים והקטנים. המודל שאני מציע, אף שהוא עושה שימוש ב"חומות סיניות", מאפשר התמודדות לא רק עם ניגודי העניינים במערכת הבנקאות, אלא גם באלה הקיימים בחלקים אחרים של שוק ההון, אשר יוחרפו עם רכישת חלקים מחברות הניהול של הבנקים הגדולים על ידי חברות ביטוח וחברות ניירות ערך. ביסודו של המודל עומדת הפרדת כל פעילויות שוק ההון, להוציא ייעוץ וביצוע עסקאות קנייה ומכירה של ניירות ערך עבור לקוחות (ברוקרג'), מן הבנק והפעלתן במסגרת חברות בנות (או חברות בבעלות משותפת עם גורמים אחרים), שקיימת הפרדה ניהולית בינן לבין הבנק באמצעות "חומות סיניות". זוהי המסגרת שקבע המפקח על הבנקים בחזור ניהול בנקאי תקין על פעילות מערכת הבנקאות בשוק ההון.⁷⁹

על מנת ש"החומה הסינית" תהיה יעילה, עליה להיות מורכבת מכמה נדבכים:

1. דירקטוריון שרוב חבריו ויושב הראש שלו הם דירקטורים חיצוניים. נציגי הבנק יהיו עובדי מחלקות שאינן עוסקות בפעילות שיכול להיות ניגוד עניינים בינה לבין פעילות חברת שוק ההון;
2. עובדי החברה ומנהליה לא יהיו עובדי הבנק, אלא יועסקו על ידי החברה בלבד;
3. חברי ועדת ההשקעות וחברי ועדת הביקורת יהיו כולם דירקטורים חיצוניים;
4. יהיה סינון קפדני של חומר שמותר לבנק להעביר לחברת שוק ההון ושל חומר שמותר לחברה להעביר לבנק;
5. גם אם לא תהיינה חברות ציבוריות תדווחנה חברות שוק ההון כאילו היו חברות ציבוריות.

79 הוראה 322 להוראות המפקח על הבנקים, לעיל הערה 14: "מעורבותם של התאגידים הבנקאיים בפעולות בשוק ההון ובהשקעות בנכסים פיננסיים הן עבור עצמם והן עבור לקוחותיהם, טומנת בחובה פוטנציאל של ניגודי עניינים [...] על מנת למנוע ניצול לרעה של אותם ניגודי עניינים, על התאגיד הבנקאי לקיים מבנה ארגוני ובו "חומות סיניות" בעיסוק שיש לו בפעילויות השונות בשוק ההון. מבנה זה צריך למנוע מעבר של מידע שבידי יחיד או קבוצה הפועלים בעסק מעסקי התאגיד הבנקאי [...] מלהגיע לידי יחיד או קבוצה אחרת הפועלים בעסקי התאגיד".

מודל זה יופעל גם על חברות ביטוח וחברות ניירות ערך שיש להן יותר מעיסוק אחד בשוק ההון. ניתן לפטור מדרישה זו חברות שאינן מגיעות להיקף פעילות מינימלי שייקבע. לעומת זאת, יש להכניס למעגל של פיקוח חברות ניירות ערך, שאינן חברות בורסה ואינן כפופות כיום לפיקוח כלשהו.

יש לקבוע הסדרים מיוחדים לניהול ההשקעות של קופות גמל, קרנות פנסיה וחברות ביטוח. על מנת לאפשר בקרת תיקי ההשקעות הגדולים של גופים אלה, יש לחייבם בהעברת החלק המהותי מתיק ההשקעות שלהם – מחצית או יותר, לניהול חיצוני. כמו כן, יידרשו הגופים לדיווח רבעוני מפורט על השקעות בניירות ערך של גופים קשורים. פרט לחשיבותו של הסדר זה כמכשיר בקרה, הוא אפשר הרחבה ניכרת של פעילות חברות ניירות הערך בתחום ניהול התיקים.

על פעילות ניירות הערך שתישאר בבנק עצמו יחולו ההנחיות הבאות:

1. פעילות היועצים, תיבחן ברציפות על ידי יחידות הביקורת הפנימית ומדי זמן על ידי מבקרי הרשות לניירות ערך, תוך התמקדות במידת הציות של היועצים להוראות חוק הייעוץ;
2. ישונה ההסדר הקיים בסעיף 17 לחוק הייעוץ, האוסר תגמול היועצים על ידי גופים חיצוניים שהמכשירים הפיננסיים שלהם יומצו על ידם. תקבע בחוק תקרת שיעור התגמול שיוכלו יועצי הבנקים לקבל מן הגופים החיצוניים. תיקבע בחוק תקרת שיעור התגמול שיוכלו הבנקים לגבות מן הגופים החיצוניים;
3. הבנקים לא יסחרו במניות ישראליות לחשבון עצמם. הם יהיו רשאים להשקיע במניות כהשקעות קבע שיפורטו בדיווחים התקופתיים;

יש לי ספק לעניין שיווק ביטוח חיים על ידי הבנקים. הייתי סבור עד כה שיש מקום לשיווק ביטוחים סטנדרטיים על ידי הבנקים. אינני בטוח שיש היגיון כלכלי לבנות מערך ייעוץ מקצועי למכירת ביטוחים מורכבים בבנקים, מה עוד שכפי שציינתי לעיל, הוא יכול להיות מוקד נוסף לניגודי עניינים במערכת הבנקאית. מערך השיווק הקיים באמצעות סוכני ביטוח הוא יותר הגיוני היום משהיה בעבר, בעקבות התערבותו של המפקח על הביטוח במבנה העמלות ושיעוריהן. יש מקום לקונסולידציה נוספת של הפועלים בענף זה לגופים גדולים יותר, שישווקו גם מכשירים פיננסיים נוספים, תוך תחרות במשווקים אחרים של מכשירים פיננסיים, בהפרדות מתאימות למניעה של ניגודי עניינים.⁸⁰

80 מ' חת "מי ישלם את המחיר" גלובס 8.9.99: "קרוב לודאי שהלחץ להפחתת שיעורי העמלות של הסוכנים יביא לשינוי במבנה הפעילות של הסוכנים. העמלות הגבוהות אפשרו לסוכנים רבים לפעול במסגרות מצומצמות ופטרו אותם מהצורך בהתייעלות תפעולית. השינויים במערך העמלות יחייבו את הסוכנים העצמאיים להתארגן במסגרות גדולות יותר, שיאפשרו חסכון בהוצאות, ולהרחיב את מגוון המוצרים שישווקו. סוכני ביטוח יכולים לשווק גם משכנתאות, קרנות נאמנות, מכשירים פנסיוניים ועוד. עד לאחרונה זלזלו סוכנים רבים בהצעות לשווק מוצרים פיננסיים שהבטיחו עמלות בשיעורים נמוכים מאלה הנהוגים בשיווק ביטוח, אך שינוי תנאי התחרות יחייב שינוי הגישה לנושא זה. שיווק מוצרים פיננסיים יהיה כמעט מובן מאליו אם יותר לבנקים לשווק מוצרי ביטוח מסוימים. התפתחות שגם אם תתממה בוא תבוא".

- היתרונות שאני רואה בהצעתי על פני המלצותיה של ועדת בכר הם אלה:
1. הפרדת שאלת הפחתת הריכוזיות, הנוגעת רק למערכת הבנקאות, מבעיית ניגודי העניינים, הנוגעת לכלל הגופים הפועלים בשוק ניירות הערך, בעיה שתהיה אם עסקים שיופרדו מן הבנקים יועברו לחברות ביטוח ולחברות ניירות ערך;
 2. ההצעה להפריד מן הבנקים הגדולים בלבד רק חלק מחברות ניהול הנכסים שבשליטתם, מבלי להחיל גזרה זו על המוסדות הקטנים יותר, תצמצם את היקף הזעזוע הצפוי למערכת הבנקאות ולשוק ההון כולו, זעזוע שוועדת בכר לא ניסתה לכמתו;
 3. בשים לב למספר הנעלמים הקיימים ביחס ליישום המלצות ועדת בכר – מי יהיו קוני הנכסים שיופרדו מן הבנקים? האם מודל הייעוץ המוצע ישים? יש יתרון לרפורמה מתונה יותר, שתוכל להיות שלב לקראת שינוי מהפכני יותר אם המודל המוצע לא יוכיח את עצמו;

יש מקום לחזור לדבריו של McVea, שצוטטו לעיל, על חשיבותו של הגורם האנושי במניעת התממשותם של ניגודי העניינים הפוטנציאליים הקיימים בקונגלומרט הפיננסי. עמדנו על היסודות האתיים שעליהם מושתתים כללי ההתנהגות המחייבים יועץ השקעות. אל התשתית הארגונית שעליה מבוססת "חומה סינית" חשוב לצרף הכרה של עובדיו ומנהליו של הקונגלומרט הפיננסי בכך שהתנהגות אתית והקפדה על הימנעות מפעולה בניגוד עניינים, חשיבותן רבה לשמו הטוב ולהצלחתו בעסקים. התפקוד התקין של השוקים הפיננסיים תלוי לא במעט כאמון הציבור בהתנהלותם ההוגנת. הביקורת החריפה המוטחת בבנקים בתקופה האחרונה מעוררת חשש שאמון זה נסדק.⁸¹

81 א' צורף "הישראלים נותנים צירוף נמוך לבנקים שלהם" *The Marker* 3.3.05: "תרמית הבנקים בישראל היא בין הנמוכות בעולם – כך עולה מסקר שערכה חברת TNS-טלסקר, מקבוצת TNS ישראל, כחלק מסקר עולמי של הקבוצה. הציון הממוצע שקיבלו הבנקים מהציבור הישראלי בסקר הוא 35. מדובר בציון נמוך במיוחד ביחס למדינות שהשתתפו בסקר (ממוצע עולמי – 50). מבין 40 מדינות שנבדקו ישראל מדורגת במקום 36, מיד אחרי איטליה ופולין".

