

# מבני פיקוח ורגולציה של שווקים פיננסיים מבט עולמי והשוואה לישראל

עבור מרכז המחקר והמידע

של כנסת ישראל

יולי 2012

**הדברים בפרסום זה אינם משקפים בהכרח  
את עמדת מרכז המחקר והמידע של הכנסת**

תוכן עניינים

3	תמצית המחקר
3	מבצעי המחקר
3	מטרת המחקר ועיקרי ממצאים
5	בעיות עיקריות בהתמודדות עם המשבר הפיננסי של שנת 2008
6	השוואות בסיסיות לכלכלת ישראל
11	1. פרק ראשון: רקע
13	1.1 מה הם שווקים פיננסיים?
14	1.2 מה הן פונקציות הפיקוח המרכזיות?
16	2. פרק שני: פיקוח על מוסדות פיננסיים בישראל
16	2.1 מבנה השוק
16	2.2 מבנה רשויות הפיקוח
18	2.3 ניתוח המצב בשוק הכספים וההון הישראלי בהשוואה למדינות הנסקרות האחרות
21	2.4 כלי מדיניות עולמיים כפי שעולים מהדוח ומסקירת הספרות העולמית
22	3. פרק שלישי: מודלים קיימים לפיקוח על שווקים פיננסיים במדינות המפותחות
22	3.1 המודל המבני
22	3.2 המודל הפונקציונאלי
23	3.3 המודל המאוחד
23	3.4 המודל הדו פיסגתי (Twin peaks)
25	4. מבנה רגולציית שוק הכספים וההון במדינות המחקר ושינויים שבוצעו בעקבות המשבר
25	4.1 צרפת
31	4.2 איטליה
38	4.3 קנדה
45	4.4 גרמניה
51	4.5 שוויץ
55	4.6 אנגליה
68	4.7 אוסטרליה
74	4.8 הולנד
79	4.9 ארצות הברית
88	5. נספח למחקר שוק ההון: מידע הנוגע להתמודדות הרגולציה עם המשבר הפיננסי
90	5.1 אנגליה
93	5.2 קנדה
94	5.3 ארה"ב
99	6. מקורות ביבליוגרפיים נוספים

**רשימת איורים**

איור 1 מודלים של פיקוח על שווקי ההון ..... 4

איור 2 מספר חברות ציבוריות במדינות שונות ..... 8

איור 3 שווי שוק חברות ציבוריות במדינות השונות כאחוז מה-GDP ..... 8

איור 4 שווי שוק המניות במדינות השונות ..... 9

איור 5 היקף השוק הפיננסי העולמי ..... 13

איור 6 השוואת כמות ניירות ערך שנים בחדך רב שנתי ..... 14

איור 7 פונקציות הפיקוח המרכזיות ..... 15

איור 8 מבנה הפיקוח הרגולטורי בצרפת ..... 30

איור 9 מבנה הרגולציה - איטליה ..... 36

איור 10 מבנה הפיקוח הרגולטורי בקנדה ..... 43

איור 11 מבנה הפיקוח הרגולטורי בגרמניה ..... 49

איור 12 מבנה הרגולטור FINMA ..... 53

איור 13 מבנה הפיקוח הרגולטורי באנגליה ..... 58

איור 14 הרפורמה ברגולציה באנגליה ..... 61

איור 15 מבנה הפיקוח הרגולטורי באוסטרליה ..... 72

איור 16 מבנה הפיקוח הרגולטורי בהולנד ..... 77

איור 17 מבנה הפיקוח הרגולטורי בארצות הברית ..... 85

**רשימת טבלאות**

טבלה 1 מודלי פיקוח בחלוקה למדינות ..... 5

טבלה 2 נתונים כלכליים על שוק הכספים וההון בחדך מדינתי ..... 7

טבלה 3 השוואת פיקוח על ביטוח פיקדונות ..... 10

טבלה 4 נתונים עיקריים - צרפת ..... 25

טבלה 5 נתונים עיקריים - איטליה ..... 31

טבלה 6 נתונים עיקריים - קנדה ..... 38

טבלה 7 נתונים עיקריים - גרמניה ..... 45

טבלה 8 נתונים עיקריים - שוויץ ..... 51

טבלה 9 נתונים עיקריים - אנגליה ..... 55

טבלה 10 חלוקת תפקידים ברגולציה מערכתית באנגליה ..... 65

טבלה 11 תפקידי ה-Financial Conduct Authority ..... 67

טבלה 11 נתונים עיקריים - אוסטרליה ..... 68

טבלה 12 נתונים עיקריים - הולנד ..... 74

טבלה 13 נתונים עיקריים - ארצות הברית ..... 79

## תמצית המחקר

### מבצעי המחקר

מחקר זה נעשה לבקשת חה"כ פאינה קירשנבאום, יו"ר ועדת המשנה לביטוח בוועדת הכספים של הכנסת. המחקר בוצע על ידי חברת Lexidale<sup>1</sup> המפעילה חוקרים מומחים מתחום המשפט והכלכלה במדינות העולם. המחקר כלל סקירת ספרות, סקירת עיתונות מודפסת ואלקטרונית וביצוע שיחות וראיונות עם רגולטורים מקומיים.<sup>2</sup>

החוקרת הראשית של מחקר זה הינה עו"ד הדו' ז'בוטינסקי, יועצת משפטית ומומחית לרגולציה פיננסית המשלימה בימים אלו דוקטורט באיטליה, הולנד וגרמניה בנושא מבנה רשויות הרגולציה בשוק הכספים וההון בתוכנית הדוקטורט האירופאי למשפט ולכלכלה.

### מטרת המחקר ועיקרי ממצאים

מחקר זה בחן את אופן הרגולציה של שווקים פיננסיים בארץ ובעולם, על מנת לזהות, בין היתר, כיצד מאפייני רגולציה שונים השפיעו על אופן ההתמודדות של השווקים השונים עם המשבר הכלכלי של שנת 2008 וכן לזהות מהם הלקחים שנלמדו בעקבות משבר זה.

מהמחקר עולה כי ניתן להגדיר ארבעה מודלים בסיסיים לפיקוח, שבגדרם ניתן להכליל את כלל צורות הפיקוח הנהוגות בעולם המערבי (לעיתים תוך שימוש מקביל באלמנטים מכמה מודלים):<sup>3</sup>

- א. **המודל הפונקציונאלי** המקצה את סמכויות הפיקוח בהתאם לסוג המוצר הפיננסי.
- ב. **המודל המבני** שהינו המודל המסורתי, המחלק סמכויות פיקוח בשוק בהתבסס על זהות הגוף המפוקח.
- ג. **המודל המאוחד** לפיו רשות אחת מפקחת על כלל שוק הכספים וההון.
- ד. **המודל הדו-פסגתי** המפריד בין רגולציה מערכתית לרגולציה הנוגעת להגנת הצרכן.

<sup>1</sup> Lexidale הינה חברת ייעוץ ומחקר המובילה בתחום מחקרי משפט ורגולציה בעולם. Lexidale מתבססת על רשת של עו"ד, אקדמאים וכלכלנים הפרושים בעולם ומייצרים מחקרי עומק המעובדים על ידי מנהלי תחום מקצועיים לכדי מחקרים תומכי-החלטה. Lexidale משתלבת באסטרטגיה של גופים ציבוריים ושל חברות המבקשות להתמודד עם רגולציה וחקיקה, ומספקת מעטפת מקצועית מלאה מול יחידות אסטרטגיה, יחסי ציבור, שדולה וידע מקצועי בתוך הארגון.

<sup>2</sup> אנו מודים למחלקת המחקר והמידע של הכנסת על הערותיהם המועילות, ובייחוד לעמי צדיק ולד"ר שירלי אברהמי.

<sup>3</sup> החלוקה לארבעה מבנים כלליים לפיקוח על השווקים הפיננסיים עוקבת אחר המתודולוגיה של דוח G30 משנת 2008, בו ניתן למצוא גם הרחבה בנושא המאפיינים של מודלים אלה. ראו:

"The Structure of financial supervision - Approaches and Challenges in a Global Marketplace"

See: <http://www.legco.gov.hk/yr08-09/english/panels/fa/papers/fa0223cb1-837-3-e.pdf>

משמעות המונח "שוק הכספים וההון" בדו"ח זה- שוק הכספים וההון, בהתאם להקשר הדברים.

### איור 1 מודלים של פיקוח על שווקי ההון

איור 1 מציג את המדינות הנחקרות ואת המודל הפיקוחי המאפיין אותן. בהקשר זה יש לציין כי לא כל המדינות מתאימות במדויק להגדרה, וזאת עקב עירוב בין השיטות. לצורך הבהרה נוספת של התרשים, אנא ראו בהמשך טבלה המרכזת את המודל העיקרי המשמש בכל מדינת מחקר.



**שוק הכספים וההון, שווקים פיננסיים:** המונח "שוק פיננסי" מתייחס לרוב לתיאור שוק שבו מתנהלות פעילויות מאחד משלושת הסוגים הבאים: **פעילות בנקאית, פעילות ביטוח ופעילות בניירות ערך**. יצויין כי פעמים רבות המבנה התאגידי של השחקנים בשוק משתנה, אולם ההגדרה מתייחסת באופן כללי לאופייה של הפעילות ולא לזהות השחקנים השונים.

כן יש לציין כי פעילויות נוספות אשר אינן נופלות בקטגוריות שהוזכרו לעיל (בנקאות, ביטוח וניירות ערך) עשויות בפועל להיות משויכות גם הן להגדרה של "שווקים פיננסיים". פעילויות אלו כוללות למשל ניהול קרנות, מתן ייעוץ פיננסי, ייעוץ השקעות, אשראי חוץ בנקאי ועוד.

טבלה 1 מודלי פיקוח בחלוקה למדינות

מודלי פיקוח עיקריים במדינות המחקר <sup>4</sup>			
מודל דו-פסגתי	מודל מאוחד	מודל פונקציונאלי	מודל מבני
אנגליה אוסטרליה הולנד	גרמניה שווייץ	קנדה ארה"ב צרפת איטליה	ישראל

אחד מממצאי המחקר העיקריים הינו שמודל הרגולציה הישראלי הינו ייחודי ביחס לכל מדינות המחקר. בישראל ובאיטליה נהוג (באופן חלקי) המודל המבני, בעוד שבכל שאר המדינות שנחקרו נפוצים שלושת המודלים הפיקוחיים האחרים (המודל המאוחד, המודל הדו-פסגתי והמודל הפונקציונאלי). בנוסף, בהמשך לניתוח ההתמודדות של השווקים השונים עם המשבר הכלכלי של שנת 2008 עלו הלקחים הבאים (עליהם יפורט בהרחבה בגוף המחקר):

**בעיות עיקריות בהתמודדות עם המשבר הפיננסי של שנת 2008**

- **איחוד ושיתוף פעולה בין רגולטורים:** כפי שיודגם בגוף המחקר, אחת הבעיות המרכזיות שחזרו על עצמן בקרב מספר מדינות בהתמודדות אפקטיבית ומהירה עם תוצאות המשבר הייתה **בעיה של חוסר שיתוף פעולה בין הרגולטורים** (כפי שבא לידי ביטוי ביתר שאת בקנדה, באוסטרליה ובשווייץ). המשבר הכלכלי של שנת 2008 הוכיח כי **משברים פיננסיים מודרניים הינם חוצי שווקים** (הן ברמה הלאומית והן ברמה הבינלאומית), **וכן חוצי מוצרים וסמכויות שיפוט**. המשברים מתרחשים בקבועי זמן קצרים, והתערבות אפקטיבית חייבת להיות החלטית ומהירה מצד הרגולטורים. כפי שיפורט בגוף המחקר, מודלים פיקוחיים שאינם מאחדים בין גופי רגולציה שונים או לחלופין מקלים על זרימת המידע בין הרגולטורים השונים חשופים לקשיים בתפקוד בעת חירום אשר מאטים משמעותית את זמני התגובה ומפחיתים מיעילותה.
- יתירה מכך, על מנת להבטיח שיתוף פעולה אמיתי ומהיר בין הרשויות בזמן משבר, הסיקו מספר מדינות כי **על שיתוף הפעולה וחלוקת המידע להתבצע גם בעיתות רוגע ולא רק בשלב המאוחר של פרוץ המשבר**.

בנוסף, מלבד סוגיית זמני התגובה המתארכים משמעותית ככל שיותר גורמים רגולטוריים חולשים על התחום, הרי שריבוי רגולטורים עלול להוביל לתופעה של **"פיקוח כפול"**<sup>5</sup>, הגורמת לעלויות גבוהות

<sup>4</sup> נציין כי מרבית המדינות (למעט אנגליה, אוסטרליה והולנד) אינן מחזיקות במודל מובהק אלא מערבות בין מספר מודלים פיקוחיים, כאשר מודל אחד הינו הדומיננטי. לפיכך, על מנת לקבל תמונה מדויקת יותר מומלץ לעיין בתרשים הקודם לטבלה (לעיל).

לפיקוח, וכן להגברת הסיכון לקיומו של "שטח רגולטורי מת" או של ערפול מוקדי האחריות של כל גוף מפקח וכן להיעדר יכולת אמיתית לפיקוח על קונגלומרטים פיננסיים.

- **הבטחת קיום פיקוח דו-מימדי: מוסדי ומערכתית.** במדינות רבות עלתה הטענה כי הסיכון המערכתית (סיסטמי) הטמון בשוק הפיננסיים בכללותו לא טופל כראוי במשבר הכלכלי של 2008 על ידי הרגולטורים. לפי גישה זו, על הפיקוח הספציפי על גופים בשוק הכספים וההון (כגון פיקוח על הבנקים, על חברות ביטוח וכו') לבוא בד בבד עם פיקוח מערכתית, כזה אשר מאפשר נקודת מבט רחבה המשקיפה על התמונה כולה (או במינוח המקצועי, פיקוח מאקרו פרודנטיאלי Macro-Prudential).<sup>7</sup>
- **מימון גופי הפיקוח:** סוגיית מימון הגופים הרגולטוריים עלתה גם היא בנושא בעל חשיבות בקיום מערכת פיקוחית נאותה ויציבה. היכולת של גופים מפקחים להתנהל בעצמאות הנדרשת ולהשתמש כראוי בסמכויות האכיפה שלהן מחייב יכולת מימון עצמאית של גופי הפיקוח. הדרך הטובה ביותר להשגת מימון עצמאי, בניגוד למימון מתקציב המדינה, הינה הבטחת מערכת של הכנסות ישירות המוזרמות לרגולטור ישירות מן השוק (לרוב בדרך של עמלות).
- **ביטוח פקדונות:** היעדר קיומה של מערכת מדינתית (הן ישירות על ידי המדינה והן דרך חובה נורמטיבית לביטוח בגוף פרטי) לביטוח פקדונות, ברמה כזו או אחרת, עלול לחשוף את כלכלת המדינה לסיכונים מערכתיים.

### השוואות בסיסיות לכלכלת ישראל

ראוי להקדים ולציין כי קיים קושי בהשוואה בין המודלים השונים, וזאת לאור השוני בהרכב הפיננסי, הפוליטי, הכלכלי והחברתי בין המדינות השונות. כך לדוגמה, המודלים המבניים לרגולציה ופיקוח על שווקי ההון נבדלים בין המדינות גם בהתאם לשוני בשווקים הפיננסיים עצמם, קרי, גודלם, מידת המורכבות שלהם, מידת המעורבות של חברות בינלאומיות וכו'. בנוסף, ישנה נטייה לאמץ מודלים של פיקוח הנגזרים מגודלה של המדינה: מדינות פדראליות גדולות (כגון ארה"ב וקנדה) אינן נוטות להשתמש במודל מאוחד, לעומת מדינות פדראליות קטנות שכן עושות בו שימוש (כדוגמת גרמניה ושוויץ).

יחד עם זאת, בהמשך הדברים נביא את המדדים העיקריים המאפשרים למקם את ישראל בקונטקסט הראוי ביחס למדינות המחקר. מתוך הבנה של הקונטקסט הרחב, ניתן למקם את ישראל ולעמוד על המודל הפיקוחי המתאים לה. ככלל, אנו מוצאים כי ישראל ממוקמת במרכז הדירוג בכל הנוגע לשווי שוק החברות הציבוריות

<sup>5</sup> כך למשל, ייתכן שבנק נמצא תחת פיקוח של המפקח על הבנקים לאור פעילויותיו כבנק, ותחת המפקח על שוק הכספים וההון והביטוח לאור פעילויות הביטוח שהוא מבצע. לפיכך, יכול להיווצר "פיקוח כפול", אשר לעיתים מתבצע עבור אותם תחומים או מכשירים פיננסיים.

<sup>6</sup> כך למשל, ייתכנו תחומים אשר אינם מכוסים על ידי מי מהרגולטורים לאור העובדה שהחלוקה בין הרגולטורים אינה ברורה. כך למשל, ייתכן שבנק יבצע פעילויות ביטוח באמצעות הקמת גוף ייחודי (SPV). היעדר תיאום בין הרגולטורים יכול להוביל לכך שהפעילות תחת הגוף הייחודי לא תחסה תחת הפיקוח על הבנקים וכן לא תחת הפיקוח על הביטוח.

<sup>7</sup> ביתר פירוט, **פיקוח מאקרו פרודנטיאלי** עושה שימוש באמצעים להבטחת היציבות של המערכת הפיננסית ככלל, ולא של מוסד פיננסי ספציפי. בעיות אשר מאפיינות את השוק כולו, עלולות לא לבוא לידי ביטוי כאשר נבחן כל מוסד פיננסי באופן ספציפי. לפיכך, ננקטים אמצעים "חוצי שוק" על מנת לטפל באופן בעיות סיסטמיות. ראו מסמך הבהרה בנושא מאת ה-BIS:

<http://blogs.ft.com/beyond-brics/2012/03/30/imf-deal-with-cee-bad-debt-hangover/#axzz1sNxIjURN>

כאחוז מהתל"ג וכן ביחס למספר החברות הציבוריות הנסחרות בה. עובדות אלו מעידות על שוק הון מפותח יחסית לגודלה של ישראל.

שוק המניות משמש כאומד מרכזי בהשוואה בין שוקי הון במדינות שונות. הטבלה הבאה מרכזת את הנתונים המרכזיים הנוגעים לשווקים הפיננסיים במדינות הנחקרות:

**טבלה 2 נתונים כלכליים על שוק הכספים וההון בחדך מדינתי**

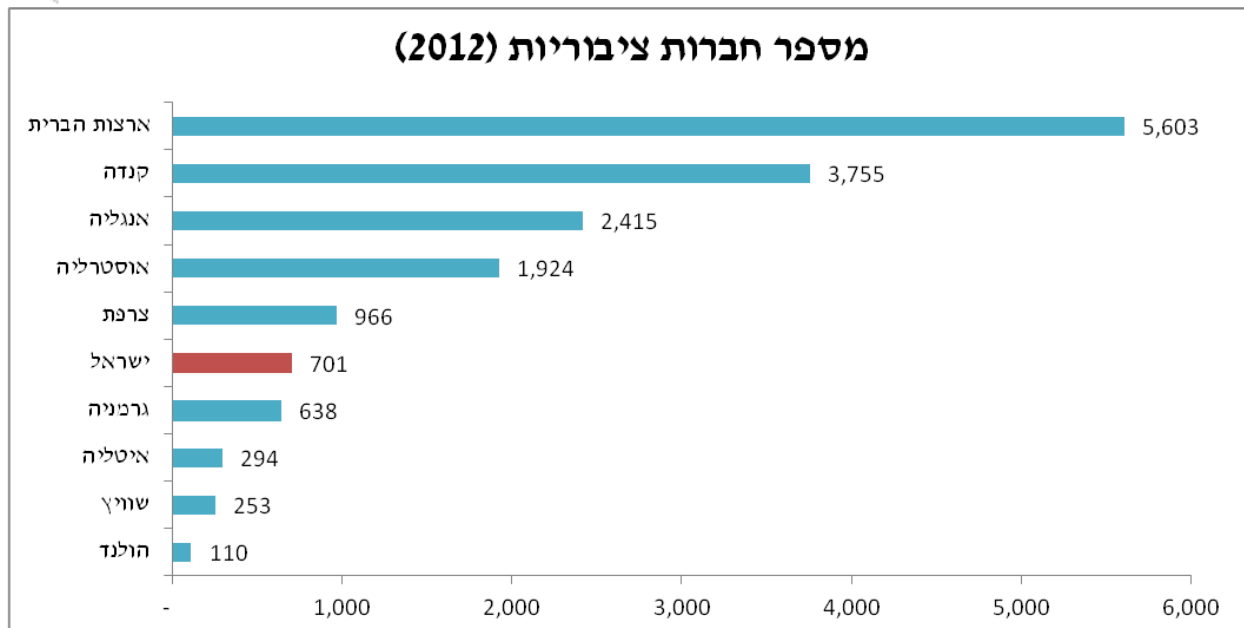
מספר	מדינה	מספר חברות ציבוריות <sup>8</sup>	שווי שוק חברות ציבוריות כאחוז מהתל"ג	שווי שוק חברות נסחרות (Million USD)	שווי שוק המניות כולל (Million USD)
1	איטליה	294	23%	520,855	668,941
2	גרמניה	638	31%	1,107,957	3,105,287
3	הולנד	110	44%	387,906	1,143,040
4	צרפת	966	53%	1,492,327	3,265,494
5	אוסטרליה	1,924	65%	675,618	1,017,705
6	ישראל <sup>9</sup>	701	67%	134,463	109,157
7	קנדה	3,755	67%	1,002,215	1,770,630
8	אנגליה	2,415	70%	1,851,953	6,486,959
9	ארצות הברית	5,603	82%	11,737,645	36,467,431
10	שוויץ	253	172%	862,662	1,505,272

בישראל קיימות 701 חברות ציבוריות, מספר גבוה יותר של חברות מאשר בגרמניה, איטליה, שוויץ ובהולנד, עובדה המעידה על שוק הון מפותח – בייחוד ביחס לגודלה של ישראל.

<sup>8</sup> **חברות ציבוריות** – מדובר בחברות ציבוריות על פי ההגדרות במדינה עצמה. לרוב מדובר הן בחברות מניות והן בחברות אג"ח, בדומה להגדרה המקיימת בישראל.

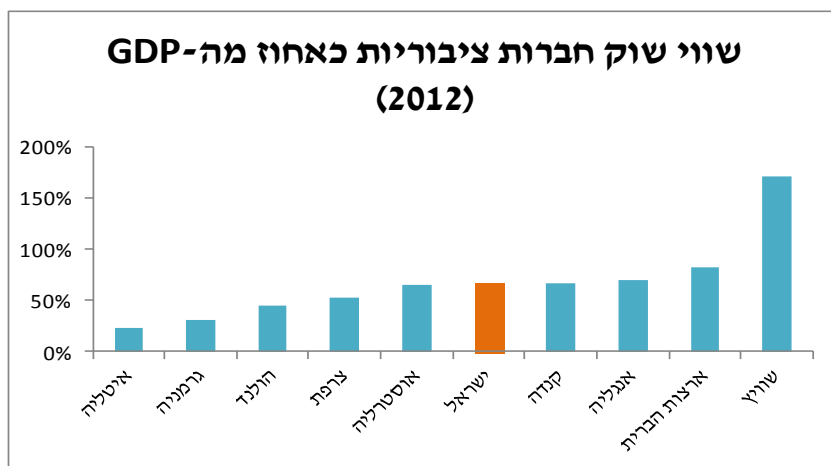
<sup>9</sup> 701 החברות הציבוריות בישראל מורכבות מ-569 חברות מניות; 95 חברות אג"ח בלבד; ו-37 אג"ח למוסדיים בלבד. בסה"כ 701 חברות ציבוריות. [http://www.tase.co.il/TASE/Statistics/Stat\\_106\\_ListedCompaniesNo/](http://www.tase.co.il/TASE/Statistics/Stat_106_ListedCompaniesNo/)



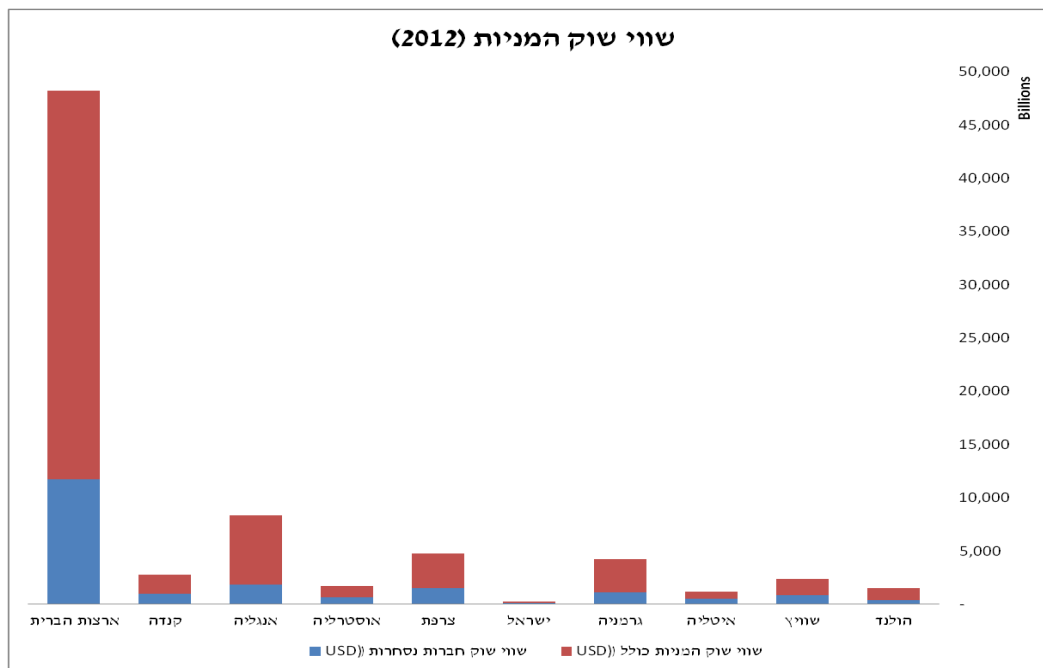


איור 2 מספר חברות ציבוריות במדינות שונות

גם מבחינת שווי השוק של החברות הציבוריות, המוצג כאחוז מה-GDP, נראה כי ישראל מייצגת שוק הון מתקדם ומפותח למדי, עם יחס של 67%.



איור 3 שווי שוק חברות ציבוריות במדינות השונות כאחוז מה-GDP



איור 4 שווי שוק המניות במדינות השונות

**ביטוח פיקדונות-** הפיקדונות אותם מפקידים אנשים פרטיים וחברות בבנקים ובמוסדות פיננסיים מבוטחים בביטוח הקרוי ביטוח פיקדונות. ביטוח זה הינו חלקי, והוא מכסה חלק מסך כל הפיקדונות **במצב של משבר פיננסי**, שבו הבנק איננו מחזיק בהון המספיק כדי להחזיר את הפיקדונות למפקידים. עקב גודלו העצום של שוק הפיקדונות, **לרוב הביטוח נעשה על ידי הממשלה**, אולם אנו מוצאים במקרים נדירים גם גופים פרטיים העוסקים בכך.

**בישראל לא נעשה שימוש בביטוח פיקדונות**, אלא קיימת סמכות לנגיד בנק ישראל להעמיד ערבות בדיעבד, לפקדונות בבנק שקרס, באישור הממשלה ובהתאם לשיקול דעתו.

תופעת ביטוח פקדונות נפוצה בעולם, ונמצאה בכל המדינות המפותחות המצוינות במחקר זה. הטבלה הבאה מסכמת את היקפי הפקדונות ומציינת את זהות הגופים המפקחים:

טבלה 3 השוואת פיקוח על ביטוח פיקדונות

מדינה	תקרת הביטוח	מטבע	הגוף המבטח	האם מדובר בגוף ממשלתי או פרטי?
ישראל	0	יורו	אין	אין
קנדה	81,300	יורו	Canada Deposit Insurance Corporation (CDIC)	גוף ממשלתי.
שוויץ	83,000	יורו	Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands VÖB (for public sector banks)	גוף מבטח פרטי אך קיימת חובה רגולטורית להיות חבר בו, במידה שהגוף מפקוח על ידי FINMA.
צרפת	100,000	יורו	FGD	גוף פרטי ללא מטרות רווח.
איטליה	100,000	יורו	Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi (FITD)	גוף ממשלתי.
גרמניה	100,000	יורו	"Bundesverband deutscher Banken BdB (for private banks)	הממשלה מבטחת עד 100,000 יורו וגופים שהקימו הבנקים מבטחים מעבר לכך.
הולנד	100,000	יורו	Deposit Protection of Swiss Banks and Securities Dealers	ביטוח על ידי המדינה.
אנגליה	108,000	יורו	Financial Services Compensation Scheme	גוף ממשלתי המשמש כמוצא אחרון עבור בטחונות, סוגי ביטוח מסוימים, ביטוח ברוקראז', השקעות ומשכנתאות.
ארה"ב	204,000	יורו	Financial Services Compensation Scheme	ביטוח על ידי גוף ממשלתי.
אוסטרליה	213,000	יורו	Deutscher Sparkassen- und Giroverband DSGVO (Savings banks)"	ביטוח על ידי המדינה.

**פיקוח מאקרו פרודנטיאלי ופיקוח מיקרו פרודנטיאלי**: לעיתים פעילויות הרגולטורים מחולקות באופן גס לאמצעים הנוגעים למאקרו כלכלה ולאמצעים הנוגעים למיקרו כלכלה, באופן הבא:

**פיקוח מאקרו פרודנטיאלי** עושה שימוש באמצעים להבטחת היציבות של **המערכת הפיננסית ככלל**, ולא של מוסד פיננסי ספציפי. בעיות אשר מאפיינות את השוק כולו, עלולות שלא לבוא לידי ביטוי כאשר נבחן כל מוסד פיננסי באופן ספציפי. לפיכך, ננקטים אמצעים "חוצי שוק" על מנת לטפל בבעיות מערכתיות (סיסטמיות)<sup>10</sup>. אמצעים כאלה יכולים לנוע בין רכישה ומכירה מושכלת שמבצע בנק ישראל ועד לקביעת מגבלה לווה גדול עבור כל בנק במטרה לצמצם את הריכוזיות הכללית ללווים בשוק.

**פיקוח מיקרו פרודנטיאלי** עושה שימוש באמצעים הנוגעים ישירות לבנק ולהבטחת עסקיו כך שלא יגיע למצב של חדלות פירעון. דוגמה לאמצעים אלה הינם הגבלות של הלימות ההון במסגרת הנדבך הראשון של הוראות באזל וכן תהליך הערכת הנאותות הפנימית שמבצעים בנקים בישראל במטרה להעריך את הסיכונים אליהם הם חשופים.

<sup>10</sup> ראו מסמך הבהרה בנושא מאת ה-BIS: <http://blogs.ft.com/beyond-brics/2012/03/30/imf-deal-with-cee-bad-debt-hangover/#axzz1sNxIjURN>

## 1. פרק ראשון: רקע

לפעילותו התקינה של שוק הכספים וההון חשיבות מכרעת לקיום חיי כלכלה ומסחר תקינים. שוק הכספים וההון, המורכב מתחומי הבנקאות, הביטוח והמסחר בניירות ערך, מהווה במה בה כסף מחליף ידיים בין אלו המבקשים לצרוך פחות בהווה ויותר בעתיד (דוגמת בעלי הפיקדונות והנכסים הפיננסיים) לבין אלו המוכנים להחליף את הצריכה העתידית שלהם בצריכה בהווה (דוגמת הלווים וצרכני האשראי) ובכך מאפשר את התפתחות הכלכלה.

המתווכים הפיננסיים (הבנקים, חברות הביטוח, הבורסה והחברות הנסחרות בה וכיו"ב) מאפשרים את חילופי הכספים בשוק הכספים וההון. לאור מאפייני המתווכים הפיננסיים המציבים אותם במרכז הפעילות הכלכלית, מדובר בגופים שהינם רגישים יותר למצב של חדלות פירעון. להתמוטטות של מתווכים פיננסיים גדולים כגון בנקים וחברות ביטוח עלולה להיות השפעה מערכתית על המשק,<sup>11</sup> שכן במקרים רבים התמוטטות של גוף יחיד עלולה להוביל לתגובת שרשרת שתביא לנפילת גופים נוספים ולפגיעה באמון הציבור בשווקים הפיננסיים (כפי שקרה, למשל, במשבר הפיננסי האחרון בשנת 2008).

על מנת לשמר את אמינות המערכת הפיננסית ואת יציבותה, הוקמו בעולם גופי פיקוח שונים שנועדו לנטר את פעולות המתווכים הפיננסיים ולקבוע כללים המחזקים את יציבותם. רשויות הפיקוח אמונות על מטרה זו על ידי הגבלת היקף הסיכונים, שכלול שוק הכספים וההון, הגנת הצרכן ושמירה על התחרות בשוק.

### מטרות המחקר

על מנת לפתח דיון מושכל במבנה רגולצית שוק הכספים וההון בישראל, וכן על מנת ללמוד כיצד עמדו מבני הרגולציה השונים במשבר הכלכלי משנת 2008, ביקש מרכז המידע של הכנסת לקבל מחקר בנושא. בהתאם, ביצעה Lexidale את המחקר, אשר עומד במטרות הבאות:

- מיפוי מודלים לפיקוח על שווקים פיננסיים במדינות מתפתחות;
- שינויים במודלים לפיקוח על השווקים הפיננסיים בעקבות לקחים שנלמדו במשבר הכלכלי של 2008;
- שינויים עתידיים מתוכננים במודלים לפיקוח על השווקים הפיננסיים, בעקבות לקחים שנלמדו במשבר הכלכלי של 2008;
- השוואה של מבנה הפיקוח והיקף הכלכלה במדינות המחקר מול המבנה והיקף הכלכלה בישראל.

---

<sup>11</sup> במסמך זה "השפעות מערכתיות" משמען גם "השפעות סיסטמיות" או "סיסטמיות", כלומר כאלו המשפיעות על השוק בכללותו.

## מגמות איחוד וביזור רגולטורים לפיקוח פיננסי

**פיצול וביזור הפיקוח:** בעולם קיימים סוגים רבים ושונים של מתווכים פיננסיים בשוק הכספים וההון. בעבר, הביאה שונות זו להקמת מספר רשויות פיקוח מתמחות אשר התמקדו כל אחת ברגולציה על סוג מסוים של תיווך פיננסי. הרציונל מאחורי מבנה מפוצל זה היה ביזור מוקדי הכוח בין מספר רגולטורים לצורך יצירת מומחיות בשוק ספציפי, אשר תאפשר פיקוח יעיל ומדויק יותר. ואולם, בעולם של ימינו היטשטשו הגבולות בין המתווכים הפיננסיים, ונוצר מצב בו קיימים מספר גופים גדולים המעניקים ספקטרום של שירותים זהים תחת כותרות שונות (כך למשל, גופים בנקאיים יכולים לעסוק בבנקאות מסורתית לצד עיסוק בשירותי ביטוח, בהנפקה ובמכירה של נגזרים וכן בהחזקה מהותית בתאגידים ריאליים). מאחר שכל מפקח אחראי על תחום מסוים בפעילותו של המתווך הפיננסי, נוצרה סכנה לאיבוד התמונה הכללית ולהיווצרות כשל בהערכת יציבותו של הגורם המפוקח.<sup>12</sup>

בנוסף, ריבוי של רשויות פיקוח נוטה להגביר את הסיכון לחוסר אחידות בהסדרה ובעוצמת הפיקוח על פעולות פיננסיות זהות המבוצעות בידי מתווכים שונים, דבר המגדיל את האפשרות להיווצרות ארביטראז' רגולטורי (ראו הסבר להלן) המתמרץ גופים מפוקחים לשנות את אופי פעילותם כך שיפלו תחת פיקוחו של הרגולטור המתאים להם יותר.<sup>13</sup> פתרון של איחוד רשויות הפיקוח עשוי להעניק, אם כן, יתרון לגודל ולאפשר חיסכון בעלויות הפיקוח.

**ארביטראז' רגולטורי** נוצר במצב שבו גוף הכפוף לרגולציה יכול לבחור את זהות הגוף הרגולטורי שיפקח עליו. במצב זה, ישנו תמריץ חזק לבחור את הרגולטור המציע את הרגולציה הנוחה או המקלה ביותר. סיטואציות כאלו מתרחשות, לדוגמה, כאשר יש מספר רב של רשויות פיקוח בעלות סמכויות צולבות. הבעיה שנובעת מכך היא שחברות עלולות להתחמק מסטנדרטים רגולטוריים חשובים, על ידי בחירת הרגולטור המתאים להן לכל עניין ועניין.<sup>14</sup>

**איחוד רשויות פיקוח:** קו המחשבה האמור הוביל מדינות רבות בעולם לעבור למודלים של רגולציה הממוזגים בין מספר רשויות פיקוח לכדי מספר רשויות מצומצם או אף לכדי רשות מאוחדת אחת. עם זאת, קשה לומר כי מגמה זו הוכיחה את עצמה באופן מובהק. המשבר הפיננסי האחרון סיפק הזדמנות מצוינת לצפות בדרכי ההתמודדות של השווקים הפיננסיים השונים בעולם ולהעריך את אופן תפקודן עם המשבר ועם המצב שנוצר לאחריו. מבחינה כלכלית, נראה כי מצבה של אנגליה, שהשתמשה בזמן המשבר במודל הפיקוח המאוחד, לא היה טוב יותר ממצבה של ארה"ב בה קיים מודל פיקוח מבוזר.

מעבר לכך, מודל פיקוח מאוחד עשוי להיות בעייתי מבחינת היקף טעויות הפיקוח: במקרה בו הרגולטור המאוחד טועה בהבנת הסיכונים בשוק או בניתוח דרך ההתמודדות הראויה עמם, הרי שהטעות עלולה להתפשט לכל המשק ולא תוגבל לסקטור מסוים. ההשלכות הטמונות בסיכון לטעות הן כה משמעותיות, עד

<sup>12</sup> "הפיקוח על שוק הכספים וההון", אבי בן בסט, הספריה לדמוקרטיה, עמ' 16

<sup>13</sup> "הפיקוח על שוק הכספים וההון", אבי בן בסט, הספריה לדמוקרטיה, עמ' 16.

<sup>14</sup> ראו: [http://en.wikipedia.org/wiki/Arbitrage#Regulatory\\_arbitrage](http://en.wikipedia.org/wiki/Arbitrage#Regulatory_arbitrage).

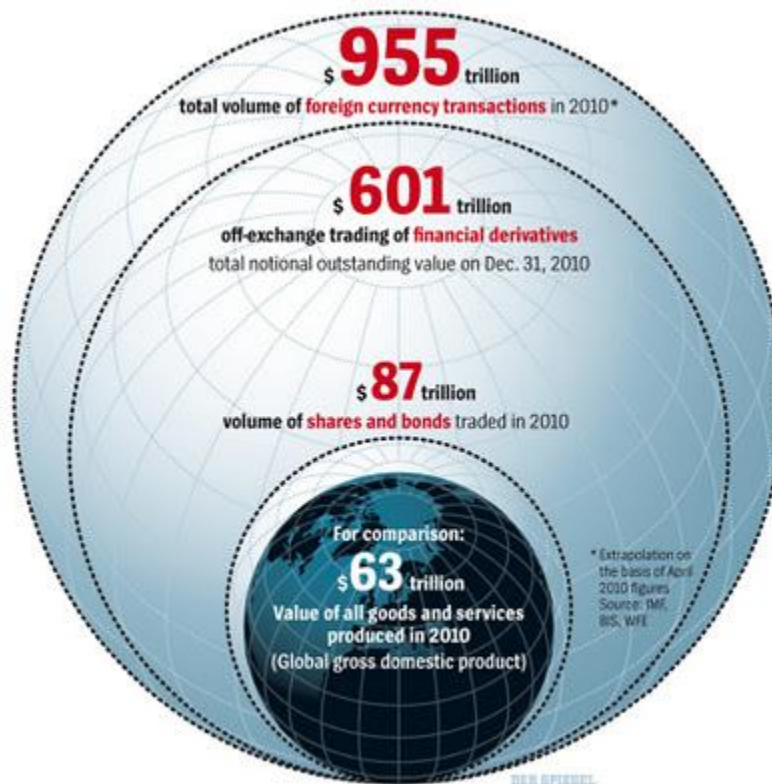
שמספר מדינות בחרו מסיבה זו לשנות את מודל הרגולציה בשוקי ההון שלהן כך שלא יוגבל לגוף מפקח אחד בלבד.

### 1.1. מה הם שווקים פיננסיים?

נהוג להבחין בין שלושה סוגים של עסקים הפועלים במסגרת השווקים הפיננסיים: בנקאות, ביטוח וניירות ערך. (כאשר בפועל קיימים סוגים נוספים של עסקים רלוונטיים כגון ניהול קרנות, מתן ייעוץ פיננסי, ייעוץ השקעות, אשראי חוץ בנקאי ועוד).

#### היקף השוק הפיננסי העולמי

בשנת 2010 עמד התוצר העולמי הגולמי (תל"ג) על 63 טריליון דולר אמריקני. במקרים רבים השווקים הפיננסיים גדולים יותר מהתוצר הלאומי הגולמי בשל המסחר בנגזרים<sup>15</sup> ומט"ח, אשר מהווה שוק גדול פי 10-15 משוק הכספים והון הקשור במניות ואג"ח.<sup>16</sup>



איור 5 היקף השוק הפיננסי העולמי

המשבר הכלכלי של שנת 2008, וכן ההאטה הכללית בשוקי ההון שנבעה ממנו, מנעו את המשך ההתקדמות המואצת של השווקים הפיננסיים ושל שוקי ההון שאפיינה את המשק העולמי בשלושת העשורים האחרונים.

<sup>15</sup> אופציות וחוזים עתידיים למיניהם העוסקים בהווה בחליפין של סחורות "בעתיד".

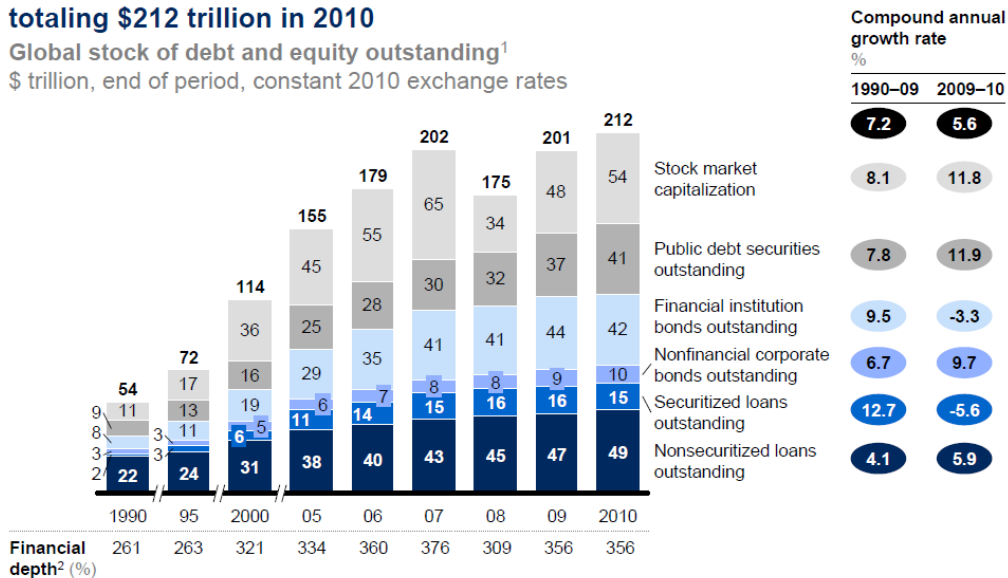
<sup>16</sup> <http://www.economicinpictures.com/2011/09/size-of-financial-markets.html>

במהלך השנתיים האחרונות החל המצב לשוב לקדמותו, כאשר הצמיחה חזרה למצבה ההיסטורי. יתירה מכך, שווי שוק הכספים וההון העולמי (מניות אג"ח והלוואות); equity market capitalization and outstanding bonds and loans גדל מ-\$175 טריליון בשנת 2008 ל-\$212 טריליון בתום שנת 2010, מעבר לשיא שנרשם בשנת 2007.<sup>17</sup>

**Exhibit E1**

**Global financial stock has surpassed pre-crisis heights, totaling \$212 trillion in 2010**

Global stock of debt and equity outstanding<sup>1</sup>  
\$ trillion, end of period, constant 2010 exchange rates



1 Based on a sample of 79 countries.  
2 Calculated as global debt and equity outstanding divided by global GDP.  
NOTE: Numbers may not sum due to rounding.  
SOURCE: Bank for International Settlements; Dealogic; SIFMA; Standard & Poor's; McKinsey Global Banking Pools; McKinsey Global Institute analysis

**איור 6 השוואת כמות ניירות ערך שנים בחתך רב שנת**

**1.2. מה הן פונקציות הפיקוח המרכזיות?**

לפיקוח על שוק הכספים וההון שלוש פונקציות עיקריות:

1. פיקוח "יציבותי-מערכתי" שנועד למנוע חדלות פירעון של גופים פיננסיים בעלי משמעות מערכתית (Prudential regulation). כלומר, בשל החשש הממשי מהשלכות קריסתו של גוף פיננסי משמעותי, או מקריסתם של גופים רבים בטווח זמן קצר, מתפקידו של הרגולטור לפקח על "יציבותם הפיננסית" של

<sup>17</sup> See Mc-Kinsey & Company report "Mapping Global Markets 2011" at: [http://www.mckinsey.com/Insights/MGI/Research/Financial\\_Markets/Mapping\\_global\\_capital\\_markets\\_2011](http://www.mckinsey.com/Insights/MGI/Research/Financial_Markets/Mapping_global_capital_markets_2011)

הגופים הנתונים לפיקוחו, ועל ידי כך לשמור על יציבות המערכת. פיקוח זה נעשה באמצעים מיקרו-פרודנטאליים - בעיקר באמצעות קביעת כללים מחייבים בדבר "הלימות" ואיזון בין שיעור הכספים המנוצלים על-ידי הבנקים הפרטניים ויתרת הרזרבות בקופתם; ובאמצעות צעדים מאקרו-פרודנטאליים – כגון קביעת שיעורים שונים לזכאות למשכנתא או לחשיפה ללווה גדול, המהווים גורמים מייצבים לכלל המערכת ואינם מוכוונים לשמירה על יציבותו של בנק ספציפי, למשל.



איור 7 פונקציות הפיקוח המרכזיות

2. **פיקוח הנוגע להגנת הצרכן (Consumer protection regulation).** הגופים הפיננסיים, בין היתר, הינם ספקי שירות לקהל לקוחותיהם וישנו חשש כי ייטו לפעול "לטובתם האישית" במסגרת זו, בעיקר משום שהמוצרים הפיננסיים הם מורכבים להבנה על ידי הלקוח הפשוט. מכאן נגזר הצורך לפקח על פעילותם במישור הצרכני. יש הטוענים כי פיקוח צרכני על פעילותם של הגופים הפיננסיים עשוי אף לשרת את תכליות הפיקוח המערכתית-יציבותי.<sup>18</sup>
3. **קביעת המדיניות המוניטרית ופיקוח ברמת המאקרו על שערי המטבע.** בשל גודלם ומהותם, לגופים הפיננסיים השונים ישנה יכולת משמעותית להשפיע על מצבו של המשק בכללותו. על-כן, מתפקידו של הרגולטור לשמר את יציבותו של השוק, מעבר ליציבותם של הגופים הפיננסיים שלעצמם וזאת באמצעות קביעת מדיניות מוניטרית ראויה. כך, למשל, ליכולתו של הרגולטור לפקח על היציבות האינפלציונית, על יציבות המחירים או על הריבית במשק, "דרך" הגופים הפיננסיים, ניכרת חשיבות רבה ברמה המדינית.

<sup>18</sup>הטענה היא שמתן שירות הוגן ימנע מקהל הלקוחות לבצע פעולות ולהיכנס לעסקאות מסוכנות ובלתי-כדאיות מחמת בורות או חוסר מקצועיות.



## 2. פרק שני: פיקוח על מוסדות פיננסיים בישראל

### 2.1. מבנה השוק<sup>19</sup>

שוק הכספים וההון הישראלי מורכב, נכון לשנת 2011, מחמישה עשר בנקים מקומיים, משני בנקי משכנתאות ומחמישה בנקים זרים הפועלים ברמת סניף או נציגויות. בנוסף, פועלות בשוק כ-24 חברות ביטוח פעילות ועוד כמה עשרות חברות המנהלות קופות גמל וקרנות. בשוק הישראלי פועלות, נכון לשנת 2010, 203 חברות בעלות רישיון לייעוץ השקעות וכ-5,600 יועצי השקעות.

בשנת 2010 גייס המגזר העסקי כ-8.7 מיליארד ₪ במניות וני"ע המירים (אופציות, אג"ח הניתנות להמרה למניות וכיו"ב). מתוכם, גויסו 8.5 מיליארד ₪ בשוק המקומי. כמו כן, גייס המגזר העסקי 38 מיליארד ₪ באמצעות אגרות חוב וסכום של 950 מיליון ₪ באמצעות כתבי אופציה. סך כל הגיוסים של המגזר העסקי לשנת 2010 הסתכמו בכ-47.8 מיליארד ₪.

מספר קרנות הנאמנות בשוק הכספים וההון הישראלי הגיע בשנת 2010 ל-1,247 קרנות פעילות, ששווי נכסיהן הסתכם ב-156.6 מיליארד ₪. בשנה זו פעלו בשוק המקומי שבע קבוצות של חברות המנפיקות תעודות סל. פעילותן התבטאה דרך הפעלתן של 32 חברות להנפקת תעודות סל, כאשר שווי החזקות הציבור בתעודות סל הגיע בשנת 2010 ל-57.7 מיליארד ₪.

### 2.2. מבנה רשויות הפיקוח

הפיקוח על שוק הכספים וההון במדינת ישראל עוקב עדיין אחר **המודל המבני, עם מספר מאפיינים של המודל הפונקציונאלי**. בישראל פועלות כיום חמש רשויות פיקוח בשוק הכספים וההון: המפקח על הביטוח, המפקח על הבנקים, הממונה על שוק הכספים וההון והחסכון, הממונה על ההגבלים העסקיים והרשות לניירות הערך. מכיוון שכל רשות הוקמה במועד אחר ומתוך צורך אחר, הרי שכל רשות מתמקדת בדגשים שונים ופועלת לשם מטרת שונות בפיקוח על השוק. הרשויות נבדלות באופיין, בכמות המשאבים העומדים לרשותן, בחומרת הפיקוח וברציונל העומד מאחורי הפיקוח. מתוך חמש הרשויות הפועלות בשוק, רק לרשות לניירות ערך מוגדרות מטרותיה במפורש בחוק, כאשר כל שאר הרשויות הגדירו את מטרותיהן בדוחות הכספיים, בתוכניות אסטרטגיה ובמזכרים פנימיים.<sup>20</sup>

החל מדצמבר 2010, פועל בישראל בית משפט לעניינים כלכליים המורכב משופטים אשר מתמקצים בני"ע ובדיני חברות במטרה ליצור פסיקה אחידה ועל ידי כך להקטין את אי הוודאות המשפטית בשוק הכספים וההון ולחזק נורמות התנהגות תקינות בקרב השחקנים הפועלים בו. למרות שבית המשפט איננו רשות פיקוח

---

<sup>19</sup> המידע על מבנה השוק המובא בפרק זה נלקח מאתר בנק ישראל, מאתר אגף שוק הכספים וההון החסכון והביטוח במשרד האוצר ומאתר הרשות לני"ע.

<sup>20</sup> אבי בן בסט, "הפיקוח על שוק הכספים וההון", הספרייה לדמוקרטיה, 2007. יצויין כי יוצא דופן נוסף הינו המפקח על הבנקים שסמכויותיו יכולות להילמד בעקיפין גם דרך "חוק הבנקאות רישוי, התשמ"א – 1981" בסעיף 6 בו מצויינים היעדים הבאים: תחרות, יעדים כלכליים של הממשלה וטובת הציבור כיעדים שיש לשקול במתן או בסירוב למתן רישיון בנקאי.

פר סה, ראוי להזכיר בקונטקסט זה כי לפסיקותיו תהיינה בוודאי השלכות על הפיקוח הפיננסי במדינת ישראל.

רשויות הפיקוח הפועלות בשוק בישראל הינן: <sup>21</sup>

#### המפקח על הבנקים

המפקח על הבנקים אחראי על הסדרת שוק הבנקאות ועל פיקוח על התאגידים הבנקאיים במדינת ישראל. מטרותיו המוצהרות הן שמירה על יציבות התאגידים הבנקאיים, שמירה על הניהול התקין ושמירה על ההגינות ביחסים העסקיים בין הבנקים ובין לקוחותיהם. <sup>22</sup>

סמכויות המפקח על הבנקים מעוגנות בחוקים הבאים: "פקודת הבנקאות 1941", "חוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א – 1981", "חוק הבנקאות (שירות ללקוח, התשמ"א – 1981", "חוק שיקים ללא כיסוי, התשמ"א – 1981".

המפקח ממונה על ידי נגיד בנק ישראל לתקופה בלתי קצובה, אולם תקופת כהונתו של נגיד בנק ישראל היא לחמש שנים. הפיקוח על הבנקים ממומן מכספי בנק ישראל ועל כן המפקח נחשב במידה רבה לרשות עצמאית. יש לציין כי לפי סעיף 3(א)3 **בחוק בנק ישראל, התש"ע-2010**, <sup>23</sup> אשר אושר בכנסת בשנת 2010, אחת המטרות של בנק ישראל הינה "לתמוך ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה". המשמעות היא כי לפי החוק החדש לבנק ישראל יש תפקיד בתחום המקרו-יציבותיות.

#### הרשות לני"ע

הרשות לני"ע אחראית להסדרת הנעשה בשוק הכספים וההון הישראלי. הרשות הוקמה מכוח "חוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1968" ומטרותיה הקבועות בחוק הינן הגנת הצרכן, שכלול שוק הכספים וההון, הגדלת מספר השחקנים בשוק וקידום אמינות ו שקיפות בשוק.

יו"ר הרשות וחבריה מתמנים על ידי שר האוצר, כאשר היו"ר מתמנה לתקופה של חמש שנות כהונה. מקצת מן החברים מתמנים מקרב הציבור ומקצתם מקרב עובדי המדינה. פעילות הרשות ממומנת מאגרות המוטלות על השחקנים בשוק הכספים וההון הישראלי באישור שר האוצר וועדת הכספים של הכנסת. אישור תקציב הרשות נעשה על ידי משרד האוצר.

#### אגף שוק ההון, הביטוח והחסכון

---

<sup>21</sup> המידע בפרק זה נלקח מספרו של אבי בן בסט, "הפיקוח על שוק הכספים וההון", הספריה לדמוקרטיה, 2007 ומאתרי רשויות הפיקוח בשוק הכספים וההון הישראלי.

<sup>22</sup> מתוך אתר בנק ישראל, "פיקוח והסדרה של מערכת הבנקאות". לעיון ראה: <http://www.bankisrael.gov.il/abheb/1-8heb.htm>

<sup>23</sup> אתר בנק ישראל, [חוק בנק ישראל, התש"ע-2010](#).

אגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון במשרד האוצר אחראי על פי חוק לפקח על כל עסקי הביטוח במדינת ישראל. כמו כן, אחראי האגף על ההסדרה והפיקוח על תוכניות החסכון, קופות הגמל וקרנות הפנסיה וזאת במסגרת קביעת מדיניות עידוד החיסכון והתאמתו לצרכי המשק וטעמי הציבור. סמכויות האגף הוסדרו בחוקים הבאים: "חוק הפיקוח על עסקי ביטוח, התשמ"א-1981", "חוק חוזה הביטוח, התשמ"א-1981", "פקודת מס הכנסה ותקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), התשכ"ד – 1964", "חוק עידוד החיסכון (הנחות ממס הכנסה, ערבות למילווות), התשט"ז – 1956", "חוק השקעות משותפות בנאמנות תשנ"ד – 1994", "חוק ניירות ערך תשכ"ח – 1981", "חוק מלווה המדינה, התשל"ט – 1979", חוקי מילווות שונים ותקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול, קופות גמל).

מטרותיו המוצהרות של האגף הינן יציבות פיננסית, הגנת הצרכן, שכלול שוק הכספים וההון וקידום התחרות בענף הביטוח. המפקח ממונה על ידי שר האוצר לתקופת כהונה בלתי קצובה. האגף ממומן מתקציב המדינה.

### הרשות להגבלים עסקיים

רשות ההגבלים העסקיים הוקמה בשנת 1994, מכוח סעיף 41 לחוק ההגבלים העסקיים, תשמ"ח-1988. הרשות אחראית לקידום התחרות במשק הישראלי וזו גם מטרתה המוצהרת. במסגרת זו מפקחת הרשות על הסדרים כובלים, על מונופולים ועל מיזוגים, ופועלת נגד קיומם של קרטלים. ראש הרשות ממונה על ידי הממשלה על פי הצעת שר התעשייה, המסחר והתעסוקה לתקופת כהונה בלתי קצובה. הרשות ממומנת מתקציב המדינה.

## **2.3. ניתוח המצב בשוק הכספים וההון הישראלי בהשוואה למדינות הנסקרות האחרות**

ישראל נבדלת משאר המדינות בעולם בשלושה תחומים עיקריים:

1. מבנה רשויות הפיקוח.
2. תקציב רשויות הפיקוח.
3. עצמאות רשויות הפיקוח.

ובתחום נוסף משני אך חשוב: העדר ביטוח פקדונות בנקאיים.

### **2.3.1. מבנה רשויות הפיקוח**

כאמור, מבנה הרגולציה בשוק הכספים וההון בישראל עוקב עדיין אחר המודל המבני, מודל אשר מעורר מספר בעיות: עקב צורת פיקוח זו, נוצר מצב בו מוצרים זהים כפופים לפיקוח שונה רק בשל היותם משווקים על ידי מתווכים פיננסיים שונים, כך שכפועל יוצא מידת האמינות והיציבות של מוצר פיננסי נקבעת על ידי גורמים שהם שרירותיים במידה רבה ביחס למטרות הפיקוח. מבנה רשויות הפיקוח בשוק הכספים וההון בארץ הוא מבנה מפוזר ולעיתים לא יעיל, הן מבחינת עלויות והן מבחינת הוראות העלולות להיות סותרות. כך למשל, חברות ביטוח נכנסות כיום לתחומים שבעבר היו בנקאיים בלבד, אבל במקרים רבים הפיקוח עליהן הוא שונה מהפיקוח שנדרש מהבנקים. ניתן לקשר נקודה זו בקלות למשבר הפיננסי בארה"ב, שם גופים

שאנים בנקאיים יצרו סיכון יציבותי-מערכתי ולא היו מפוקחים על ידי הרשות המפקחת על הבנקים (גופים כגון AIG, Lehman Brothers). בישראל, באופן דומה, ועדת בכר העבירה את קופות הגמל מהבנקים לחברות הביטוח אולם הרגולציה לא הועתקה בהתאם, תהליך שגרם להעלאת חששות באשר ליציבות הקופות וכן באשר לאפשרות הלקוח לנטר את המתרחש בחשבונו ולסייע בגילוי ובמניעת מעילות.<sup>24</sup>

לכן, מבחינת שיקולי יעילות ויציבות, וכתוצאה מכך שהגופים הפועלים בשוק הכספים וההון החלו לגוון את שירותיהם כך שהם עוסקים כיום בסוגי פעילות ובמוצרים זהים, רצוי לחתור לשינוי שיוביל לרגולציה אחידה במקרים זהים.

דרך אחת להביא לאחידות היא **לאחד בין גופי הפיקוח ולהכפיפם לגוף אחד**. במצב של איחוד רשויות הפיקוח, קיימת אפשרות ריאלית לבצע חשיבה "רחבה" על הרגולציה של שוק הכספים וההון ולפתח את היעדים והאמצעים של הרגולציה. מאידך גיסא, איחוד רשויות הפיקוח אינו הגישה האופטימלית. יש יתרונות במבנה מפוצל של רשויות הפיקוח, בכך שהוא מאפשר פיתוח מומחיות של המפקחים, בכך שהוא מאפשר "תחרות" ברגולציה בין המפקחים השונים- מצב העשוי להוביל לשיפור ולטיוב הרגולציה- ומעל הכל בכך שהמבנה המפוצל עשוי למנוע או למזער התפשטות של טעויות רגולטוריות לכלל השוק.

קיימות גם אופציות ביניים: אחת האפשרויות היא **להותיר את המבנה כמבנה מפוצל, אך לתת את ההובלה בידי רגולטור אחד**. במקרה כזה, בהנחה שהרגולטור המוביל סבור כי רגולציה מסויימת צריכה להיות מותאמת לכלל השוק, ביכולתו להורות לשאר הרגולטורים לאמץ אותה.

**אפשרות אחרת היא להותיר את הרגולטורים הקיימים בשוק ולהוסיף עליהם רגולטור מערכתי**. תפקידו של גוף מערכתי הוא לסקור את הנעשה בשוקי ההון, לקבל מידע ודיווחים מהרגולטורים השונים ובהנחה והוא מזהה סכנה מערכתית להתריע ולהתערב על ידי הוצאת נהלים שיגברו על נהלי הפיקוח היום יומיים.

כך או כך, **קיים יתרון במעבר למודל פיקוח על פי מוצרים**, כך שאם לדוגמה חברת ביטוח תתחיל לפעול בתחום ששייך מסורתית לתחום הבנקאי, יועבר הפיקוח על הפעילות הבנקאית של חברת הביטוח למפקח על הבנקים, אשר לו מומחיות ספציפית בפיקוח על מוצרי בנקאות. כמו כן, יש יתרון בהגברת מידת התיאום ושיתוף הפעולה בין הרשויות, שכן מעבר ליתרונות של החלפת ידע ומומחיות בפיקוח, הוכח כי בזמן משבר כלכלי יש חשיבות גדולה לזרימת אינפורמציה בין גופי הפיקוח השונים וכי אינפורמציה שנאספת תוך כדי הפיקוח היום יומי עשויה לסייע רבות במניעת משבר פיננסי או בעצירתו.<sup>25</sup>

### 2.3.2. תקצוב רשויות הפיקוח

פיקוח אופטימלי על שוק הכספים וההון יכול להתבצע רק כאשר רשויות הפיקוח מאויישות בטובי המומחים. מספר מחקרים הוכיחו כי הגופים המפוקחים בשוק הכספים וההון יעשו כל שביכולתם על מנת להגדיל את הרווחיות שלהם ועל כן יפתחו דרכים לעקוף רגולציה המצרה את צעדיהם. הדרך היחידה להתמודד עם

<sup>24</sup> ראה לעניין זה את דוח הממ"מ: א. שוורץ, "דמי הניהול בקופות הגמל ובקרנות הפנסיה", פברואר 2010.  
<sup>25</sup> Peek, Rosengren and Tootell, 2001, "Is bank Supervision Central to Central Banking?" Federal Reserve Bank of Boston, 1997.

תופעות מסוג זה היא לאיש את גופי הפיקוח בצוות מומחים בעלי כישורים שאינם פחותים מאלו של עובדי התאגידים הפיננסיים. לצורך כך, יש לשלם לטובי המומחים משכורות אטרקטיביות ותחרותיות יחסית למשכורות בשוק הפרטי, וזאת על מנת למשוך אותם לעבוד עבור גופי הפיקוח. מודל דומה שאומץ בבנק ישראל הוכיח את עצמו, וזאת עד לרפורמה האחרונה במשכורות הבנק, אשר הורידה דרמטית את המשכורות לעובדים חדשים. לרפורמה זו עלולות להיות השלכות קשות על רמת הפיקוח על הבנקים ובאופן כללי על תפקודם בעוד מספר שנים מהיום.

מדינת ישראל מתקשה לעמוד בדרישה למשכורות אטרקטיביות בגופי הפיקוח על שוק הכספים וההון, שכן תקציבן של חלק מרשויות הפיקוח מגיע מתקציב המדינה. במידה ורשויות הפיקוח אכן יהיו עצמאיות ונפרדות כלכלית, ניתן יהיה להשיג יעד זה ולטייב את גופי הפיקוח על שוק הכספים וההון.

### 2.3.3. עצמאות רשויות הפיקוח

כמצוין בפרק א' לדוח זה, תקציבן של רוב רשויות הפיקוח במדינות הנסקרות אינו מגיע מתקציב המדינה אלא מעמלות הנגבות מהגופים המפוקחים. בישראל, הרשות העצמאית היחידה הינה גוף הפיקוח על הבנקים שמתוקצב מכספי בנק ישראל, וכן הרשות לני"ע המתוקצבת בעיקר מהכנסות מאגרות. שאר רשויות הפיקוח, בעיקר אגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון במשרד האוצר, נסמכות במידה זו או אחרת על כספי מדינה. מצב זה אינו אופטימלי, שכן איננו מאפשר עצמאות מלאה בשיקול הדעת למפקחים ויוצר פוטנציאל לניגודי עניינים בין טובת השוק כפי שהיא נראית בעיני המפקח לבין שיקולים שונים של משרד האוצר. על כן, קיים יתרון ברור בחתירה להפרדת מימון המפקחים מתקציב המדינה ולהפיכת רשויות הפיקוח לעצמאיות.

### 2.3.4. העדר ביטוח פקדונות

כפי שמפורט בדוח זה, ברוב המדינות הנסקרות קיים ביטוח פקדונות בנקאיים מסוג כלשהו. מכיוון שמטרת הביטוח היא להגן על חסכוניהם הבסיסיים של משקי הבית מפני לקיחת סיכונים על ידי הבנקים, מוגבל סכום ביטוח הפקדונות והוא עומד לרוב על הטווח שבין מאה למאתיים אלף דולר/יורו (בהתאמה למטבע המקומי). הרעיון מאחורי מתן ביטוח לפקדונות בנקאיים הוא שמשקי הבית הינם בעלי הבנה מועטה יחסית במוצרים פיננסיים ועל כן יש להם קושי בניתוח סיכונים ובפיזורם (בניגוד למשקיעים מתוחכמים הנוטלים סיכון מחושב בידעם שהם עלולים גם להפסיד). מעבר לכך, קיומו של ביטוח פיקדונות משפר את יכולתו של הבנק המרכזי לשמש כמלווה לעיתות מצוקה. הסיבה שהסכום מוגבל ואינו מכסה את כל סכום הפיקדון הינה כדי לא ליצור בעיית Moral Hazard<sup>26</sup> בשוק ולשמור עדיין על התמריץ של המוסדות הפיננסיים לקחת סיכונים מחושבים ועל האינטרס של הלקוחות לפקח על הנעשה בחשבונות הבנק שלהם.

במדינת ישראל, בניגוד לנעשה בעולם, לא קיים ביטוח על פקדונות בנקאיים משום סוג שהוא.

<sup>26</sup>בעיית "סיכון מוסרי" (Moral hazard) - כאשר ניתן "ביטוח מלא" לפעילותו של אדם או גוף מסויים מתעורר החשש שמא הוא יפעל בצורה בלתי-רצויה או בלתי-ראויה מחמת הידיעה שקיים ביטוח לכל פעולותיו ממילא. כלומר, הענקת ביטוח מלא שהפעלתו אינה תלויה או מותנית בהתנהגותו של המבוטח יוצרת "סיכון מוסרי" כי ינקוט בצעדים בלתי-רצויים ו/או ימנע מנקיטת אמצעי זהירות.

## 2.4. כלי מדיניות עולמיים כפי שעולים מהדוח ומסקירת הספרות העולמית

כפי שעולה מהנסקר בדוח זה להלן מספר כלי מדיניות עולמיים המיושמים בפיקוח על שוק הכספים וההון במספר מדינות בעולם:

1. הכיוון בספרות המקצועית כמו גם בחלק מהמדינות הנסקרות בדוח זה הינו **הענקת ההובלה לפיקוח על שוק הכספים וההון בידי רגולטור מוביל או לחילופין הקמת רשות רגולטורית לפיקוח מערכתי** על שוק הכספים וההון שנהליה גוברים במידת הצורך על נהלי המפקחים האחרים בשוק.
2. ברוב המדינות בהן קיים מבנה רשויות רגולציה מבוזר ישנן וועדות **תיאום להחלפת מידע בין רשויות הרגולציה השונות**.
3. בחלק ניכר מהמדינות הנסקרות בדוח זה **מופרד תקציבן של רשויות הפיקוח בשוק הכספים וההון מתקציב המדינה**. הרשויות מתוקצבות מעמלות הנגבות מהגופים המפוקחים ומריביות על השקעות שכל רשות משקיעה באופן עצמאי.
4. שימת דגש על **גיוס ושימור כוח אדם איכותי לעבודה בגופי הפיקוח** בשוק הכספים וההון - נקודה זו הינה מחוץ לתחומי המחקר הנוכחי אולם היא חוזרת ועולה בהקשר של איכות הרגולציה. הדרך ליישום עוברת גם דרך העלאת משכורות והטבת תנאים לעובדים בגופי הפיקוח.
5. **קיום ביטוח פקדונות** בנקאיים על מנת לשפר את ההגנה על משקי הבית ולשפר את יכולתו של הגוף המשמש כמלווה לעיתות מצוקה לעמוד בהתחייבויותיו בעת הצורך.

### 3. פרק שלישי: מודלים קיימים לפיקוח על שווקים פיננסיים במדינות המפותחות

פרק זה יציג את המודלים הקיימים לפיקוח על שווקים פיננסיים בכמה מדינות מפותחות וכן את השינויים העיקריים שבוצעו במבני הפיקוח בהן בעקבות המשבר.

מבנה רשויות הפיקוח על השווקים הפיננסיים הינו מורכב, וזאת בין השאר בשל ההתאמה שמבצעת כל מדינה בין המודל לבין השוק המקומי. עם זאת, ניתן לחלק באופן גס את מבני הפיקוח הקיימים בכמה מדינות מפותחות לארבעה מודלים עיקריים לפיקוח על שוק הכספים וההון.<sup>27</sup>

#### 3.1. המודל המבני

מודל זה מייצג את הגישה המסורתית לפיקוח על שוק הכספים וההון. גישה זו דוגלת בפיקוח בהתאם לזהות הגוף המפוקח. גישה זו הייתה הגישה הרווחת בעולם בזמנים בהם הייתה הפרדה מבנית ברורה בין פעילויותם של הבנקים, של חברות הביטוח ושל גופים אחרים הפועלים בשוק הכספים וההון, אולם במרבית המדינות המפותחות היא נזנחה במהלך שנות ה-90.<sup>28</sup> לאור היטשטשות התחומים בין הגופים הפיננסיים (בין היתר בשל מתן היתרים לגופים מסוימים בשוק הכספים וההון להיכנס גם לתחומי פעילות נוספים שבעבר היו נחלתם הבלעדית של גופים אחרים), מודל זה גורם לקשיים בפיקוח על שוק הכספים וההון. אחד האתגרים המרכזיים של מדינות שעדיין מחזיקות במודל פיקוח זה הוא פיתוח מנגנוני שיתוף פעולה יעילים בין הרגולטורים השונים על מנת לוודא שהאינפורמציה הרלבנטית תוכל לזרום בין רשויות הפיקוח השונות.

מודל הפיקוח המבני נהוג בסין, בהונג קונג (יצוין כי בהונג קונג קיימים קולות רבים המבקשים לשנות את המודל הקיים למודל דו-פסגתי<sup>29</sup>), במקסיקו ובישראל.

#### 3.2. המודל הפונקציונאלי

מבנה זה של רגולציה מפקיד את סמכויות הפיקוח בידי הרגולטורים השונים על פי סוג המוצר הפיננסי המפוקח (למשל, מניה, ביטוח או פיקדון, כמוצר, ללא תלות בזהות הגוף המספק אותו). במודל זה הרגולטור

<sup>27</sup> לפירוט נוסף בנוגע למבנים השונים לפיקוח על שוק הכספים וההון ראו בנוסף: אבי בן בסט "הפיקוח על שוק הכספים וההון";

Coffee J. (See: CEPS, 2003 "Challenges to the Structure of Financial Supervision in the EU" [http://www.google.co.il/url?sa=t&rct=j&q=CEPS%2C+2000%2C+%E2%80%9CChallenges+to+the+Structure+of+Financial+Supervision+in+the+EU&source=web&cd=2&ved=0CDQQFjAB&url=ftp%3A%2F%2Fftp.zew.de%2Fpub%2Fzew-docs%2Fdiv%2Fflannoo.pdf&ei=0s50T5bMGoPS0QWmhcTxCw&usg=AFQjCNEW0MdcZR-gKUctPyLFW2TcU\\_df5w&sig2=AFGVb\\_uwI-jLLp4grz0H6A](http://www.google.co.il/url?sa=t&rct=j&q=CEPS%2C+2000%2C+%E2%80%9CChallenges+to+the+Structure+of+Financial+Supervision+in+the+EU&source=web&cd=2&ved=0CDQQFjAB&url=ftp%3A%2F%2Fftp.zew.de%2Fpub%2Fzew-docs%2Fdiv%2Fflannoo.pdf&ei=0s50T5bMGoPS0QWmhcTxCw&usg=AFQjCNEW0MdcZR-gKUctPyLFW2TcU_df5w&sig2=AFGVb_uwI-jLLp4grz0H6A))

Giorgio Di Giorgio, Carmine Di Noia " Financial Market Regulation And Supervision: How Many Peaks For The Euro Area" (See: <http://ricerca.economiaefinanza.luiss.it/dptea/files/brooklyn.pdf>)

<sup>28</sup> אבי בן בסט, "הפיקוח על שוק הכספים וההון", עמ' 210.

<sup>29</sup> להרחבה בנושא ראו: <http://www.legco.gov.hk/yr08-09/english/panels/fa/papers/fa0105cb1-679-2-e.pdf>

מפתח כללים שונים החלים ביחס למוצרים שונים, כך שגוף אחד יכול להיות כפוף למספר מסגרות פיקוח, בהתאם למוצרים אותם הוא משווק.

המודל, המקובל במספר מדינות באירופה, מהווה מודל פיקוח יעיל כל עוד רשויות הפיקוח משתפות פעולה זו עם זו. שיתוף הפעולה נוגע בעיקר למניעת מצב בו יהיו תחומים מסוימים שלא יפוקחו על ידי אף רשות, ולמניעת מקרים של כפיפות להוראות פיקוח כפולות וסותרות. במלים אחרות, המודל הפונקציונאלי יוצר בעיות רבות של פיקוח "כפול", של "שטח רגולטורי מת", של סתירה בין הוראות פיקוח שונות, של היעדר יכולת לשיתוף פעולה במקרים של משבר כלכלי וכן מביא לעלויות אדמיניסטרטיביות גבוהות. היתרונות המרכזיים במודל מתמקדים ביכולתו לאפשר פיקוח ממוקד מבחינת יעדים וכן באפקטיביות הרגולציה.

מודל זה נהוג בצרפת, באיטליה, בברזיל ובספרד.

### 3.3. המודל המאוחד

בהתאם לשמו, המודל המאוחד מאחד את כל רשויות הפיקוח על שוק הכספים וההון לרשות אחת המפקחת על כלל הגופים והמוצרים הפיננסיים הקיימים בשוק. מודל זה עשוי להיות יעיל בשווקים קטנים יחסית, בהם הפיקוח על שוק הכספים וההון יכול להתבצע בידי רגולטור יחיד. היתרון המשמעותי ביותר במודל המאוחד הינו יצירת גישת פיקוח יחידה ואחידה, מהלך אשר מונע כפילות רגולטוריים ומצבים של אי אחידות בין הכללים, וכן מביא לחיסכון בעלויות אדמיניסטרטיביות.<sup>30</sup>

החסרון במודל הוא הסיכון להעצמת טעויות רגולטוריות, וזאת מכיוון שלטעויות אלו פוטנציאל להתפשט לכל שוק הכספים וההון במקום להיות מוגבלות לפלח מסויים של החברות או מוצרים.

המודל המאוחד נהוג בגרמניה, ביפן, בקטאר, בסינגפור, בשווייץ ועד לאחרונה היה נהוג גם באנגליה.

### 3.4. המודל הדו פיסגתי (Twin peaks)

על פי המודל הדו פיסגתי, הרגולציה בשוק הכספים וההון מתחלקת לשניים: רגולציה מערכתית שמטרתה לשמור ולפקח על יציבות הגופים הפיננסיים במשק, ורגולציה שנוגעת להגנת הצרכן. ביתר פירוט, מפקח אחד ממונה על שמירה על **יציבות הגופים הפיננסיים** והוא סוקר את כלל השוק ללא קשר לסוג המוסד הפיננסי. המפקח השני מתמקד **בהגנת הצרכן**. במרבית המקרים, תפקידו של הבנק המרכזי במודל הפיקוח הדו פיסגתי מסתכם בפיקוח על הסיכונים המערכתיים במערכת הבנקאית, וכן כאמצעי להתערבות של מוצא אחרון.<sup>31</sup>

היתרון המרכזי במודל הפיקוח הדו פיסגתי הינו היכולת של כל אחת מרשויות הפיקוח להתמקד באחד משני היעדים המרכזיים: (א) יציבות המערכת הכללית ויציבות הגופים הפיננסיים; ו-(ב) הגנת הצרכן.

<sup>30</sup> להרחבה בנושא המודל המאוחד ראו: <http://siteresources.worldbank.org/INTTOPCONF6/Resources/2057292-1162909660809/F2FlemmingLlewellyn.pdf>

<sup>31</sup> להרחבה ראו: [http://denning.law.ox.ac.uk/news/events\\_files/Twin\\_Peak\\_Revisited.pdf](http://denning.law.ox.ac.uk/news/events_files/Twin_Peak_Revisited.pdf)



המודל הדו פסגתי נהוג באוסטרליה, בהולנד ובאנגליה (אנגליה עברה בשנת 1997 ממודל דו-פסגתי למודל מאוחד, אך תחזור למודל הדו-פסגתי החל משנת 2013 (ראו פרק על אנגליה בנושא זה).

### סקירת מבנה רשויות הפיקוח במדינות נבחרות בעולם<sup>32</sup>

בעמודים הבאים תובא סקירה של רשויות הפיקוח בשווקי ההון במספר מדינות בעולם. חשוב לציין כי מלבד הפיקוח המדינתי, כל המדינות האירופאיות הנסקרות כפופות בנוסף גם לרגולציה של האיחוד האירופי (MIFID<sup>33</sup>) ומושפעות ממבנה הרגולציה בשוק הכספים וההון האירופי בכללותו (מבנה הרגולציה של האיחוד האירופי מצוי מחוץ לתחום המחקר של סקירה זו).

---

<sup>32</sup> המידע בפרק זה מבוסס ברובו על המצב הקיים בסוף שנת 2008, אם כי במקרים בהם שונו מבני הפיקוח מאז ועד היום המידע אודות המבנה עודכן כדי שיכלול את מבני הפיקוח העדכניים. המידע בפרק זה תורגם מתוך דוח של קבוצת השלושים: "The – Structure of Financial Supervision, Approaches and Challenges in a Global Market place", October 6, 2008 ללינק ומראה מקום מדויק ראו ברשימת הספרות המומלצת.

<sup>33</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/index_en.htm)

## 4. מבנה רגולציית שוק הכספים וההון במדינות המחקר ושינויים שבוצעו בעקבות המשבר

### 4.1. צרפת

טבלה 4 נתונים עיקריים - צרפת

שנה	תל"ג <sup>39</sup> (מיליוני דולרים)	מדד המחירים לצרכן <sup>38</sup>	שיעורי ריבית ארוכת טווח	גודל האוכלוסייה <sup>37</sup>	ביטוח <sup>36</sup> (מיליוני דולרים)	קרנות פנסיה <sup>35</sup> (נכסים מתוך GDP)	גודל שוק המניות (מיליוני דולרים) <sup>34</sup>
2005	1 860 699.7	100	3.41	61 181 500	150 649	0.02	
2006	1992 207.2	101.7	3.8	61 597 490	182 570	0.04	
2007	2 113 974.8	103.2	4.3	61 965 050	190 442	0.07	
2008	2 191 237.5	106.1	4.23	62 304 320	178 805	0.1	
2009	2 175 063.5	106.2	3.65	62 636 430	45 067	0.16	
2010	2 214 424.8	107.8	3.12		44 871	0.21	3,265,494

מקור הנתונים<sup>40</sup>

היקף ההלוואות ללקוחות שניתנו על ידי המערכת הבנקאית בצרפת בשנת 2012 עמד על 1,678,812 מיליוני יורו;<sup>41</sup> היקף הפקדונות בבנקים בצרפת עמד בתחילת שנת 2012 על 1,456,283 מיליוני יורו,<sup>42</sup>

### מבנה השוק

שוק הכספים וההון הצרפתי כולל מעל 9,000 חברות פיננסיות, האחראיות לכ-4.6% מהתוצר הלאומי הגולמי של צרפת. סך כל הנכסים הפיננסיים המנוהלים בתעשיית ניהול המוצרים (למשל, ניהול קרן נאמנות) הצרפתית גדול מ-1.25 טריליון יורו. שוק הבנקאות המקומי הוא שוק מרוכז הכולל שבע קבוצות בנקאיות גדולות וגלובליות, המחזיקות יחדיו בכ-80%-90% משוק הבנקאות. שוק הביטוח הצרפתי החזיק, נכון לשנת 2007, בנכסים בשווי 1.785 טריליון יורו. קבוצות ביטוח עצמאיות מחזיקות כ-80% משוק הביטוח. בנקים אינם שחקנים מרכזיים בשוק הביטוח הצרפתי בכללותו, אולם הם משחקים תפקיד משמעותי בשוק ביטוחי החיים.

<sup>34</sup> Market capitalization

<sup>35</sup> Assets as a share of GDP

<sup>36</sup> In US Dollar, all undertakings

<sup>37</sup> All persons all ages

<sup>38</sup> 2005=100

<sup>39</sup> Output approach

<sup>40</sup> [http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=SNA\\_TABLE1](http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=SNA_TABLE1) וכן,

[http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/wdi\\_ebook.pdf](http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/wdi_ebook.pdf)

<sup>41</sup> En millions d'euros, [http://www.banque-france.fr/uploads/tx\\_bdfgrandesdates/cefit-credits-decembre-2011\\_01.pdf](http://www.banque-france.fr/uploads/tx_bdfgrandesdates/cefit-credits-decembre-2011_01.pdf)

<sup>42</sup> En millions d'euros, [http://www.banque-france.fr/uploads/tx\\_bdfgrandesdates/cefit-depots-decembre-2011\\_01.pdf](http://www.banque-france.fr/uploads/tx_bdfgrandesdates/cefit-depots-decembre-2011_01.pdf)

## מבנה רשויות הפיקוח

מבנה רשויות הפיקוח בצרפת נופל תחת **המודל הפונקציונאלי, עם היבטים מסוימים של המודל הדו-פסגתי**. שיתוף פעולה בין הרשויות השונות נעשה בעיקר דרך גוף בשם CACESF,<sup>43</sup> המורכב מראשי הרשויות הבאות (שיבוארו להלן): AMF, ACAM ו-BDF.

עיקר תפקידו של ה-CACESF הוא לאפשר החלפת אינפורמציה בין כל רשויות הפיקוח העיקריות הפועלות בשוק הצרפתי, ולצורך כך הוא מתכנס שלוש פעמים בשנה. בנוסף, אחת הדרכים לוודא תיאום מיידי בין גופי הפיקוח בזמן משבר הינה חפיפה מכוונת בין בעלי תפקידים שונים בגופי הפיקוח. כך, למשל, יושב ראש הבנק המרכזי הוא גם יושב ראש רשות הפיקוח המערכתית (סיסטמית) של שוק הבנקאות, ומנהל משרד האוצר חבר בוועד של גופי הפיקוח על הבנקים ועל חברות הביטוח.

המבנה הרגולטורי בצרפת, אפוא, ניחן בהתמקצעות הגופים המפקחים, בהתאם למוצרים הפיננסיים השונים, תוך התגברות על הקושי והקיבעון הטמונים במודל המבני. יחד עם זאת, יש לתת את הדעת לכך שה-CACESF הוא אבן היסוד להצלחתו. כלומר, כל אימת שהלה ייכשל בתפקידו לתאם בין הגופים הרגולטורים השונים, הרי שמתעורר החשש לכפילות סמכויות, לארביטראז' רגולטורי ול"שטחים רגולטורים מתים".

הגופים המעורבים בפיקוח על שווי ההון בצרפת כוללים את הגופים הבאים:

א. משרד האוצר: Ministry of Economy, Finance and Industry (MINEFI)<sup>44</sup>

משרד האוצר אחראי על ניסוח הצעות חוק חדשות הנוגעות לבנקאות, להשקעות ולביטוח, וזאת בהתייעצות עם ה- Advisory committee on Legislation and Financial Regulation (CCLRF). בנוסף, אחראי המשרד גם על אישור הרגולציה שמונפקת על ידי ה- Financial Markets Authority (AMF), רגולציה הנוגעת בין השאר להנפקה ולהשתלטויות על חברות במשק הצרפתי, לכללי מסחר הוגן, לגילוי נאות ולשאר הוראות החלות על מי שמעניק שירותי מסחר ואו החזקה של ני"ע.

המנהל הכללי של משרד האוצר חבר בוועד המנהל של הגופים הבאים: הפיקוח המערכתי על בנקים (CB), הרשות האחראית על הענקת רישיונות לבנקים וחברות ביטוח (CECEI) והפיקוח על הביטוח (CEA). נציג של הממשלה יושב גם בחבר המנהלים של המפקחת המערכתית על ענף הביטוח – ACAM והמפקחת על חסכוניות הציבור – AMF.

בנוסף, משרד האוצר מפקח על ה-French Deposit Guarantee Funds (FGD), רשות שעשויה להעביר כסף לבנקים בעת משבר על פי הוראות הבנק המרכזי.

<sup>43</sup> <http://www.amf-france.org/Default.asp?lang=en>

<sup>44</sup> <http://www.economie.gouv.fr/#menu>

ג. 45 Deposit Guarantee Fund (FGD)

ה-FGD הינה **רשות פרטית** שממומנת מכיסן של כלל חברות האשראי וההשקעות בצרפת, המעניקה ביטוח לפיקדונות עד לסכום של 100,000 אלף יורו. בנוסף, מבטחת ה-FGD את חברות ההשקעות עצמן. כספי הביטוח ניתנים לשיחרור רק בהוראת הפיקוח המערכתי על הבנקים, בהתייעצות עם רשות ניירות הערך. במקרים מיוחדים ניתן לאשר ל-FGD להשתמש בחלק מכספי הקרן על מנת לנקוט צעדים מונעים ולהעניק תמיכה כלכלית לחברת אשראי או לחברת השקעות הנמצאת במצוקה.

ג. 46 Bank of France (BDF)

ה-BDF הינו הבנק המרכזי בצרפת. מתוקף תפקידו, מפקח ה-BDF על חברות למתן אשראי (כולל בנקים וחברות אשראי) ועל חברות השקעות, וכן מנפיק את המטבע וקובע את המדיניות המוניטארית (במסגרת הפרמטרים המוכתבים לו מהאיחוד האירופאי). הבנק המרכזי חבר ב-European system of Central Banks, ומנהלו הוא גם יו"ר ה-CB וה-CECEI. בנוסף, מנהל הבנק המרכזי מכהן בדירקטוריון של ה-CCLR, ה-AMF וה-ACAM.

ד. Banking Commission (CB)

תפקידה של רשות זו הינו לפקח על היציבות של הגופים הפועלים בשוק הכספים וההון. הרשות אחראית על פיקוח מערכתי (נוגד משברים) על חברות המעניקות אשראי, על בתי השקעות ועל מי שמוסמך לתת שירותי משמורת לניי"ע (Custodian services). הרשות מורכבת מראש הבנק המרכזי (המכהן בה כיושב ראש), משר האוצר הצרפתי, מראש ACAM ומארבעה חברים שממונים על ידי משרד האוצר לכהונה של חמש שנים. יצוין כי הבנק המרכזי הצרפתי מספק שירותי כוח אדם ל-CB על מנת שאלו יערכו ביקורות ויפקחו ברמת היום יום על החברות בשוק הכספים וההון.

ה. Committee of Credit Institutions and Investment Firms (CECEI)

<http://www.garantiedesdepots.fr/spip/index.php3?lang=en> <sup>45</sup>

<http://www.banque-france.fr/accueil.html> <sup>46</sup>

וועדה זו, בראשות ראש הבנק המרכזי של צרפת, מנפיקה רישיונות לחברות המעניקות אשראי במשק (בנקים, חברות אשראי וכו') ולבתי השקעות. הוועדה משתפת אינפורמציה על החברות שנמצאות בביקוחה עם ה-AMF ועם רשויות נוספות באיחוד האירופי.

מלבד ראש הבנק המרכזי של צרפת שהינו יושב ראש ה-CECEI, בחבר המנהלים של הוועדה יושבים גם דירקטור ממשד האוצר, יושב ראש הרשות לני"ע (AMF), יושב ראש הוועד המנהל של ה-FGD ומונה חברים נוספים שמונו על ידי משרד האוצר לתקופה של שלוש שנים. הבנק המרכזי מספק כוח אדם ותמיכה ל-CECEI.

#### 1. Financial Markets Authority (AMF)

ה-AMF מפקח על ההגנה על חסכוניות הציבור המושקעים במכשירים פיננסיים וכן על השקעות אחרות המוצעות לציבור. בין השאר, ה-AMF אחראי לפיקוח על המידע הפיננסי שמופץ למשקיעים וכן על תפקודם התקין של השווקים הפיננסיים. בעשותו כן, קובע ה-AMF עקרונות ארגוניים ותפעוליים עבור השווקים, קובע כללי מסחר תקינים לאנשי המקצוע הנמצאים תחת סמכותו ומפקח על מכשירי השקעה קיבוציים הכפופים לאישורו. ה-AMF שותף גם להתקנת התקנות החלות על השווקים הללו ברמה האירופאית והבינלאומית. בנוסף, אחראי ה-AMF לניטור עסקאות בניירות ערך ובמכשירי השקעה קיבוציים, כדי להבטיח שכללי הגילוי הנאות נשמרים.

הגוף המנהל של ה-AMF מכונה "הקולג'", וחברים בו 16 משתתפים הממונים לתקופה של חמש שנים, והמהווים גם את ועדת המשמעת ואת ועדת המומחים והיועצים של ה-AMF. ה-AMF כולל בנוסף גם ועדת סנקציות, האחראית על הטלת עונשי משמעת על מי שאינו עומד בדרישות המסחר בשוק הצרפתי. ועדת הסנקציות מורכבת מ-12 חברים הממונים לחמש שנים.

לבסוף יצויין כי ה-AMF הוא גוף בעל עצמאות תקציבית, כאשר הכספים הנדרשים לפעילותו מגיעים ממס המוטל על החברות עליהן מפקח ה-AMF.

#### 2. Insurance and Mutual Societies Supervisory Authority (ACAM)

ACAM היא סוכנות ציבורית עצמאית האחראית על פיקוח מערכתי על ענף הביטוח. הסוכנות מפקחת על חברות ביטוח, על חתמים, על חברות נאמנות, על איגודים ופדרציות החוסים תחת ה-Code Social security, על מוסדות ביטוח פרישה, על ביטוח משלים ועל ארגונים נוספים כפי שקובע החוק הצרפתי. רשות זו אחראית לוודא כי המוסדות הנזכרים לעיל מצייתים לחוק ולהתחייבויות ההסכמיות שלהם כלפי לקוחותיהם.

כמפקחת מערכתית, אחראית ACAM לבקר את מצבם הפיננסי של התאגידים המנויים לעיל ולבקר את הנהלים שלהם. הגוף המנהל של רשות זו מורכב מתשעה נציגים, ביניהם גם יו"ר הבנק המרכזי. לרשות זו יש אוטונומיה כלכלית והיא ממומנת מכספי הגופים עליהם היא מפקחת.

ח. The committee of Insurance Companies (CEA)

רשות זו אחראית בעיקר על מתן רישיונות לחברות לעסוק בביטוח, וכן על קידום התחרות בשוק הביטוח.

ט. Advisory Committee on Legislation and Financial Regulation (CCLRF)

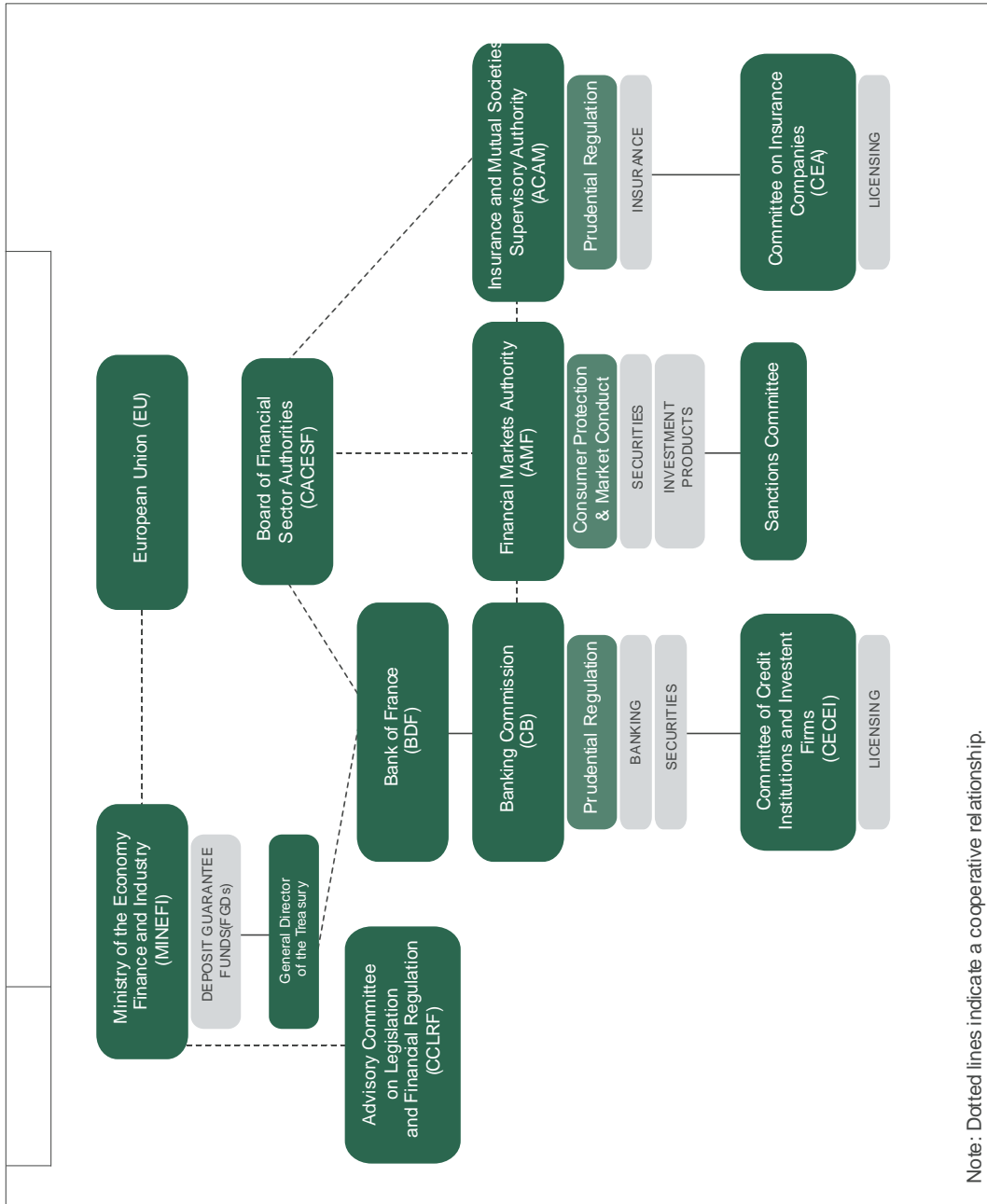
וועדה זו דנה בנושאי מדיניות רחבי היקף הנוגעים לחברות המעניקות אשראי במשק, לבתי השקעות ולחברות ביטוח וכן בנושאים הקשורים ללקוחות של החברות בשוק הכספים וההון. הוועדה מוסמכת לנסח דעות ו/או המלצות בעלות אופי כללי, והיא מורכבת משר האוצר המכהן בה כיושב ראש ומ-14 יועצים (אשר אינם מקבלים תשלום על החברות במועצה). הוועדה מדווחת באופן שנתי לנשיא ולפרלמנט, והבנק המרכזי הצרפתי מעניק לה שירותי מזכירות ותמיכה כלכלית.

להלן תיאור גרפי של הגופים הפועלים בשוק הכספים וההון הצרפתי ושל יחסי הגומלין ביניהם:<sup>47</sup>

---

This Figure (and following relevant figures) is taken from the Group of 30 report on "The Structure of <sup>47</sup> Financial Supervision, Approaches and Challenges in a Global Marketplace", October 6, 2008, p. 101

איו 8 מבנה הפיקוח הרגולטורי בצרפת



Note: Dotted lines indicate a cooperative relationship.

טבלה 5 נתונים עיקריים - איטליה

שנה	תל"ג <sup>53</sup> (מיליוני דולרים)	מדד המחירים לצרכן <sup>52</sup>	שיעורי ריבית ארוכת טווח	גודל האוכלוסייה <sup>51</sup>	ביטוח <sup>50</sup> (מיליוני דולרים)	קרנות פנסיה <sup>49</sup> (%) נכסים מ- (GDP)	גודל שוק המניות (מיליוני דולרים) <sup>48</sup>
2005	1 657 399.6	100	3.56	58 607 040	94 361	2.79	
2006	1 791 764.6	102.1	4.05	58 941 500	91 737	3.01	
2007	1 903 358.4	104	4.49	59 375 290	88 134	3.27	
2008	1 996 725.0	107.4	4.68	59 832 180	82 055	3.42	
2009	1 950 077.0	108.3	4.31	60 192 700	52 380	4.11	
2010	1 932 684.4	109.9	4.04		56 493	4.57	668,942

מקור הנתונים<sup>54</sup>

היקף ההלוואות ללקוחות במערכת הבנקאית באיטליה עמד בתחילת שנת 2012 על 1,993,722 מיליוני יורו<sup>55</sup> והיקף הפקדונות בבנקים עמד באותה שנה על 1,384,722 מיליוני יורו<sup>56</sup>.

**מבנה השוק**

שוק הכספים וההון באיטליה מורכב בעיקר מבנקים, אשר לוקחים חלק מרכזי בכל תחומי השוק. נכון לשנת 2007, החזיקו חמשת התאגידים הבנקאיים הגדולים ( Unicredito, Intesa Sanpaolo, Monte dei Paschi, Banco Popolare, UBI) 52% מהשוק האיטלקי. כמו כן, חברות חוץ בנקאיות משחקות תפקיד מרכזי בשוק האיטלקי, אם כי שוק האשראי הצרכני נותר ברובו בידי הבנקים.

תעשיית ניהול הנכסים הפיננסים באיטליה מבוססת על מיזוג אנכי בין גופים משווקים (בנקים וחברות ביטוח) לבין חברות ניהול בבעלות בנקים (חברות אשר למעשה משווקות את נכסי הבנקים – בדומה למצב שהיה קיים בארץ טרום ועדת בכר).

<sup>48</sup> Market capitalization

<sup>49</sup> Assets as a share of GDP

<sup>50</sup> In US Dollar, all undertakings

<sup>51</sup> All persons all ages

<sup>52</sup> 2005=100

<sup>53</sup> Output approach

<sup>54</sup> [http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=SNA\\_TABLE1](http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=SNA_TABLE1) וכן,

[http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/wdi\\_ebook.pdf](http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/wdi_ebook.pdf)

<sup>55</sup> [http://www.bancaditalia.it/statistiche/stat\\_mon\\_cred\\_fin/banc\\_fin/pimsmc/pimsmc12/sb17\\_12/en\\_suppl\\_17\\_12.pdf](http://www.bancaditalia.it/statistiche/stat_mon_cred_fin/banc_fin/pimsmc/pimsmc12/sb17_12/en_suppl_17_12.pdf)

<sup>56</sup> [http://www.bancaditalia.it/statistiche/stat\\_mon\\_cred\\_fin/banc\\_fin/pimsmc/pimsmc12/sb17\\_12/en\\_suppl\\_17\\_12.pdf](http://www.bancaditalia.it/statistiche/stat_mon_cred_fin/banc_fin/pimsmc/pimsmc12/sb17_12/en_suppl_17_12.pdf)



## מבנה רשויות הפיקוח

מבנה רשויות הפיקוח באיטליה מורכב מעירוב של המודל הפונקציונאלי והמודל המבני, עירוב שנוצר במהלך השנים כתגובה למשבר הכלכלי הגדול של 1930, לרפורמות של שנות השמונים והתשעים ולהצטרפות איטליה לאיחוד האירופי.

התיאום בין רשויות הפיקוח השונות בשוק הכספים וההון האיטלקי נעשה בעיקר דרך מזכרים והסכמים לשיתוף פעולה. בשנת 2007, טרם כניסת הרגולציה האירופאית המסדירה את השוק (MIFID)<sup>57</sup> חתמו הבנק המרכזי האיטלקי והרשות לני"ע של איטליה על הסכם אשר הסדיר את חלוקת האחריות ביניהם והגדיר באופן ברור את קווי האחריות לפיקוח על הבנקים באיטליה, וכן את אופן העברת האינפורמציה בין הרשויות. בשנת 2008 חתמו משרד האוצר האיטלקי, הבנק המרכזי, הרשות לני"ע והמפקח על הביטוח על הסכם אשר הסדיר את האחריות הרגולטורית למניעה ולפתרון משברים פיננסיים. רשויות אלו הקימו ועדה בין משרדית ליציבות כלכלית (Financial Stability Committee (FSC), שמטרתה העיקרית היא לחזק ולהאיץ את זרימת האינפורמציה הנחוצה לפתרון משברים פיננסיים חוצי גבולות. בכל רשות הוקמה יחידת משברים שתפקידה לעבוד עם ה-FSC בזמן משבר.

מבנה רשויות הפיקוח על שוק הכספים וההון באיטליה, אפוא, בדומה למבנה הרגולטורי הצרפתי, מתאפיין בהתמקצעות רבה, מחד ובניסיון ליעל את התיאום ושיתוף-הפעולה בין הגופים השונים, במטרה להמנע מחולשותיו של מבנה רגולטורי מפוצל, מאידך. למרות יתרונותיו של "מודל היברידי" זה, יש לתת את הדעת לעלויות הרבות הכרוכות בהפעלת מנגנוני התיאום בין הרגולטורים השונים ופעילות ה-FSC.

ועדת ה-FSC הוקמה בהסכם בין-משרדי ולא על פי חוק, אך ההחלטה על הקמתה נעשתה בתיאום ובהסכמת הגורמים השונים באיחוד האירופי. יצויין כי למרות הקמתה בשנת 2008, ועדת ה-FSC טרם נבחנה באופן מעשי בהתמודדות עם משברים פיננסיים, וזאת בשל העובדה שטרם הספיקה להתחיל בעבודה במשבר האחרון. רשויות הפיקוח הפיננסי הקיימות בשוק האיטלקי הינן:

א. Ministry of the Economy and Finance<sup>58</sup>

משרד האוצר האיטלקי מתואם עם הרגולטורים השונים בשוק הכספים וההון האיטלקי. למרות ששר האוצר ומשרד האוצר אינם מפקחים ישירות על הגופים הפיננסיים הפועלים בשוק הכספים וההון, יש בידיהם הסמכות להכתיב מדיניות וכללים לשוק.

<sup>57</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/index_en.htm)

<sup>58</sup> <http://www.tesoro.it/en/#>

משרד האוצר אף משחק תפקיד חשוב בעיתים של משבר פיננסי, ודגש מושם על התיאום בין משרד הכלכלה והאוצר, הבנק המרכזי של איטליה<sup>59</sup>, רשות ניירות הערך האיטלקית (CONSOB)<sup>60</sup> והרשות לפיקוח על הביטוח (ISVAP)<sup>61</sup> על מנת למנוע, לנהל ולפתור משברים מסוג זה.

שר האוצר האיטלקי מכהן כיושב ראש של הוועדה הבין-משרדית לאשראי וחסכוניות (ה-CICR). בוועדה זו יושבים נציגים של הבנק המרכזי והיא מהווה צינור להעברת אינפורמציה בין הבנק המרכזי לבין האוצר, בעיקר בכל הנוגע לפיקוח על הגופים הפעילים בשוק הכספים וההון. בנוסף, יושב שר האוצר האיטלקי בוועדת ה-FSC ליציבות פיננסית שהוזכרה לעיל, שבאחריותה לטפל במשברים ובכשלים של גופים פיננסיים אשר עשויים להיות בעלי השלכות בין לאומיות. במקרים נדירים בהם יש לפעול דרך השתלטות הממשלה על הגוף הפיננסי או על ידי מינוי מנהל מיוחד – משרד האוצר אחראי (בשיתוף עם CONSOB) על מתן הוראה זו. יצוין כי הוראות השתלטות דומות קיימות גם במקרה של כשל מערכתי של חברות ביטוח. במקרים כאלו מסורה למשרד האוצר (בהתייעצות עם ISVAP), הסמכות להוציא את ההוראה האמורה.

#### ב. Bank of Italy

הבנק המרכזי האיטלקי הוא הרגולטור המערכתי של שוק הכספים וההון האיטלקי. הבנק המרכזי מורכב מהדירקטוריון (Directorate), המחלקה האחראית על קביעת המדיניות) ומחבר המנהלים (הגוף האחראי על אדמיניסטרציה). הדירקטוריון מורכב מנשיא הבנק המרכזי, המנכ"ל, ומשלושה סמנכ"לים. חבר המנהלים מורכב מנשיא הבנק המרכזי ומ-13 דירקטורים נוספים, והוא אחראי כאמור על האדמיניסטרציה וכן על הניהול הכללי והביקורת הפנימית של הבנק. נשיא הבנק המרכזי ממונה על ידי הממשלה לתקופה של שש שנים (הניתנת להארכה של שש שנים נוספות) ומאושר על ידי הנשיא (President of the Republic). לבסוף יצוין כי הבנק המרכזי אמנם מגיש דו"ח שנתי על פעולותיו לפרלמנט, אך מכיוון שהמימון לפעילות הבנק מגיע מניהול נכסיו כבנק מרכזי, אין לבנק תלות כלכלית בממשלה.

#### ג. Deposit Insurance Schemes

בשנת 1987 הוקמה באיטליה קרן בין-בנקאית להגנה על פיקדונות (The Interbank Deposit Protection Fund), המפוקחת על ידי הבנק המרכזי. הקרן נכנסה לפעולה רק בשנת 1997 והיא מבטחת פיקדונות של בנקים החברים בה (בסכום של עד כ-103 אלף יורו, כל עוד אינם מבוטחים על ידי מבטח אחר). מקור המימון

<sup>59</sup> <http://www.bancaditalia.it/:internal&action= setlanguage.action?LANGUAGE=en>

<sup>60</sup> <http://www.consob.it/>

<sup>61</sup> <http://www.isvap.it/isvap/impresse.jsp/HomePage.jsp>

של הקרן מגיע מהבנקים החברים בה. בנוסף לקרן הבין-בנקאית להגנה על פיקדונות קיימת גם קרן ה-the Deposit Guarantee System of Mutual Banks, אשר מבטחת בנקים המאוגדים כקואופרטיב. לבנק המרכזי של איטליה יש סמכות מלאה לתאם את פעילויותיהן של שתי קרנות אלו ולפקח עליהן.

#### Companies and Stock Exchange Commission (CONSOB) ד.

ה-CONSOB הינה רשות ניירות הערך של איטליה. הרשות נוסדה בשנת 1974 במטרה לפקח על שוק הכספים וההון, והפכה לרשות עצמאית ב-1985 כשניתנה לה אוטונומיה ארגונית ותפעולית. הרשות אחראית לקיומן של דרישות גילוי ושקיפות מסוגים שונים (לרבות פיקוח על תשקיפים, הנפקות ומסחר שוטף). יצוין כי הרשות לניירות ערך באיטליה הינה גם רשות חוקרת, ובסמכותה לחקור הפרות פוטנציאליות הקשורות לשימוש במידע פנים ומניפולציות אחרות בשוק ניירות הערך. הגוף המנהל של CONSOB מורכב מחמישה חברים הממונים על ידי הממשלה ומאושרים על ידי נשיא הרפובליקה לכהונה של שבע שנים. תקופת הכהונה יכולה להיות מוארכת פעם אחת בלבד. הרשות מתקצבת על ידי הממשלה ועל ידי עמלות המשולמות על ידי השחקנים בשוק.

#### Insurance Industry Regulatory Authority (ISVAP) ה.

ISVAP היא הרשות המפקחת על תאגידי הביטוח האיטלקיים. מטרתה העיקרית של ISVAP היא להגן על עמידותן וחוסןן של חברות הביטוח האיטלקיות מפני זעזועים מערכתיים. לרשות זו נתונה סמכות לאמץ כל רגולציה שהיא רואה לנכון לצורך הבטחת חוסנם של תאגידי הביטוח ועל מנת להביא לשקיפות והוגנות בהתנהלותם כלפי הלקוחות. נשיא ISVAP ממונה על ידי נשיא הרפובליקה לתקופה של חמש שנים (הניתנת לחידוש פעם אחת בלבד). חבר המנהלים של הרשות מונה שישה חברים בנוסף לנשיא. כל אחד מהחברים ממונה לתקופה של ארבע שנים עם אפשרות הארכה לתקופת כהונה נוספת. תקציב הרשות מגיע מעמלות הנגבות מהגופים המפוקחים וכן מריבית על הכסף הנצבר בקופתה.

#### Pension Fund Regulatory Authority (COVIP) ו.

רשות ה-COVIP מפקחת על קרנות הפנסיה. עיקר סמכויותיה נוגעות לאישור קרנות פנסיה חדשות, לפיקוח ולהבטחת שקיפות. הרשות מנוהלת על ידי יושב ראש וארבעה חברים נוספים, הממונים לארבע שנים עם אפשרות הארכה לתקופת כהונה נוספת.

<sup>62</sup> Antitrust Authority .1

רשות ההגבלים העסקיים האיטלקית אחראית על ווידוא קיום התחרות בשוק ועל הטלת סנקציות על מפרי הוראות חוק ההגבלים העסקיים.

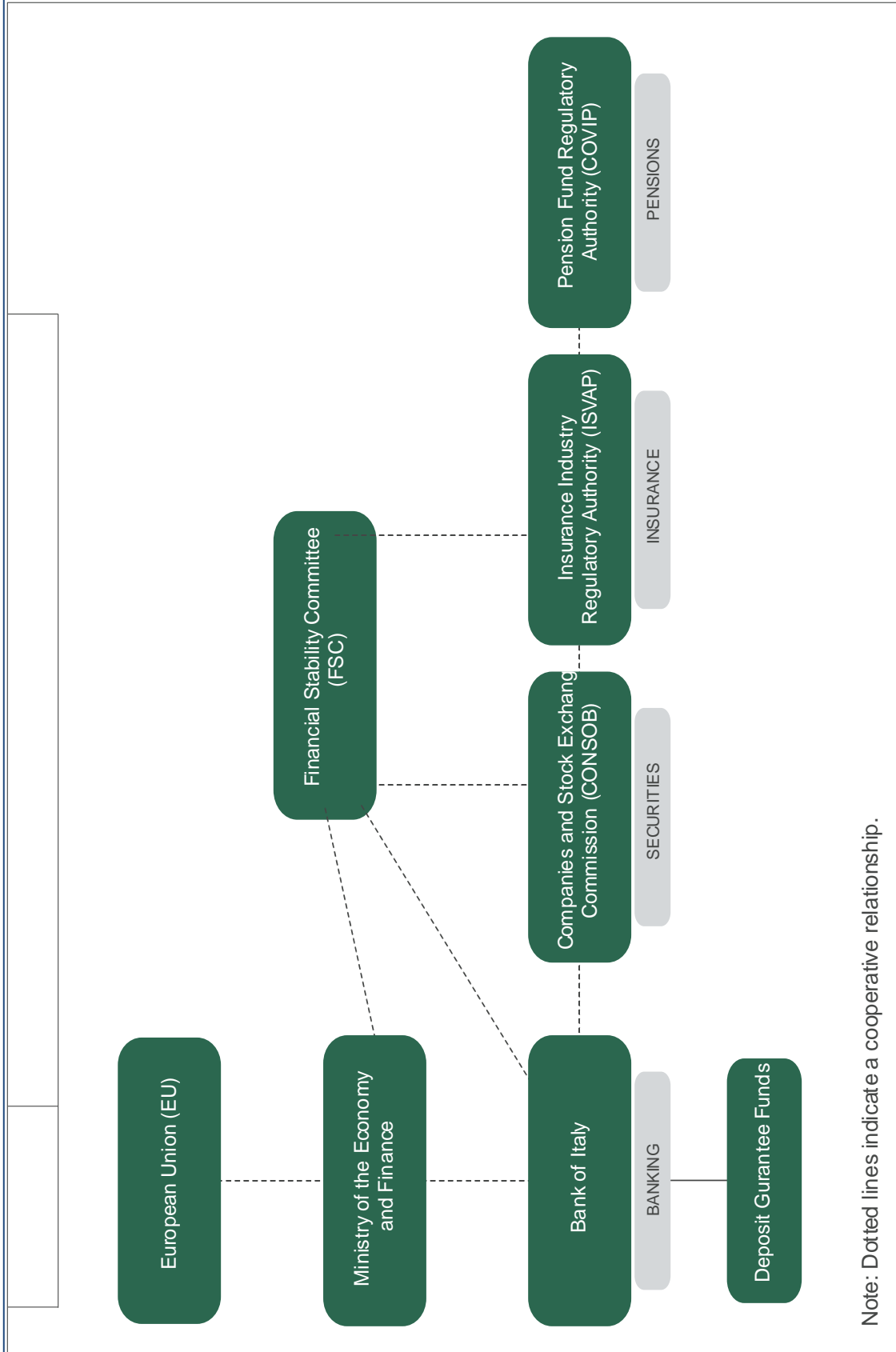
הרשות מנוהלת על ידי יושב ראש וארבעה חברים נוספים, הממונים על ידי נשיא הסנאט ועל ידי לשכת הנבחרים (Chamber of Deputies) לתקופה חד פעמית בת שבע שנים. הרשות ממומנת על ידי הממשלה.

להלן תיאור גרפי של הגופים הפועלים בשוק הכספים וההון האיטלקי ושל יחסי הגומלין ביניהם:<sup>63</sup>

---

<sup>62</sup> <http://www.agcm.it/en/>

This Figure is taken from the Group of 30 report on “The Structure of Financial Supervision, Approaches <sup>63</sup> and Challenges in a Global Marketplace”, October 6, 2008, p. 1



Note: Dotted lines indicate a cooperative relationship.

#### 4.2.1. שינויים מתוכננים: מה הלאה?

בשנת 2007 הגישה ממשלתו של פרודי הצעה לפרלמנט שנועדה לשנות את מבנה הרגולציה בשוק הכספים וההון האיטלקי ולהעבירו למודל הדו-פסגתי. על פי הצעה זו, האחריות לפיקוח ולמניעת סיכונים מערכתיים בשוק הכספים וההון תעבור לידי הבנק המרכזי האיטלקי, ואילו האחריות לשקיפות ולהתנהלות בשוק תעבור במלואה לידי הרשות לני"ע האיטלקית, ה- CONSOB. כחלק מן ההצעה, הרשויות COVIP ו- ISVAP אמורות היו להיות מפורקות. הצעה זו לא עברה בפרלמנט (שכן הוא פוזר בטרם עת בשנת 2008), אולם הצדדים הפוליטיים השונים הביעו בה עניין. על כן, לא מן הנמנע כי הצעה זו תשוב ותצופף על פני השטח בשנים הקרובות. עם זאת, עד היום לא השתנה מעמד הצעה זו.

טבלה 6 נתונים עיקריים - קנדה

שנה	תל"ג <sup>69</sup> (מיליוני דולרים)	מדד המחירים לצרכן <sup>68</sup>	שיעורי ריבית ארוכת טווח	גודל האוכלוסייה <sup>67</sup>	ביטוח <sup>66</sup> (מיליוני דולרים)	קרנות פנסיה <sup>65</sup> (% מ-GDP)	גודל שוק המניות (מיליוני דולרים) <sup>64</sup>
2005	1 132 000.0	100	4.07	32 245 210	35 514	58.15	
2006	1 200 850.1	102	4.21	32 576 070	40 246	63.36	
2007	1 262 849.0	104.2	4.27	32 929 730	47 991	62.33	
2008	1 298 955.7	106.7	3.6	33 315 980	35 650	51.43	
2009	1 276 408.9	107	3.23	33 720 180	34 021	62.93	
2010	1 332 626.0	108.9	3.24	34 108 750	37 946	64.66	1,770,630

מקור הנתונים<sup>70</sup>

היקף ההלוואות בשוק הבנקאות הקנדי בתחילת שנת 2012 עמד על 753,264 מיליוני דולר קנדי<sup>71</sup> ואילו היקף הפקדונות עמד על 1,280,235 מיליוני דולר קנדי.<sup>72</sup>

**מבנה השוק**

בשנת 2011 הורכב שוק הבנקאות הקנדי מכ-70 בנקים (חלקם מקומיים, חלקם בין לאומיים וחלקם סניפים של בנקים בין לאומיים)<sup>73</sup>. השוק נאמד בכ-2.5 טריליון דולר קנדי.

תעשיית הבנקאות הקנדית מהווה כ-3 אחוז מהתוצר הלאומי הגולמי ומעסיקה כ-1.5 אחוז מכלל העובדים במשק הקנדי. חלקו הארי של השוק מוחזק בידיהם של שישה בנקים: The Royal Bank of Canada, the Canadian Imperial Bank of Commerce, the TD Bank Financial Group, the Bank of Nova Scotia, the Bank of Montreal ו- the National Bank of Canada.

לבסוף יצוין כי תעשיית הקרנות המאוחדות הקנדית החזיקה בשנת 2007 כ-700 מיליארד דולר קנדי בנכסים מנוהלים.

<sup>64</sup> Market capitalization

<sup>65</sup> Assets as a share of GDP

<sup>66</sup> In US Dollar, all undertakings

<sup>67</sup> All persons all ages

<sup>68</sup> 2005=100

<sup>69</sup> Output approach

<sup>70</sup> [http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=SNA\\_TABLE1](http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=SNA_TABLE1) וכן,

<sup>71</sup> [http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/wdi\\_ebook.pdf](http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/wdi_ebook.pdf)

<sup>72</sup> [http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2012/03/bfs\\_mar2012.pdf](http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2012/03/bfs_mar2012.pdf) Pg20

<sup>73</sup> <http://www.parl.gc.ca/Content/SEN/Committee/411/banc/08ev-49277-e.htm>

## מבנה רשויות הפיקוח

מבנה רשויות הפיקוח בשוק הכספים וההון הקנדי הינו **שילוב בין המודל הפונקציונלי לבין המודל המאוחד**. צורת הממשל בקנדה הינה פדראלית, כאשר קיימת הבחנה בין הפיקוח הפדראלי לבין הפיקוח ברמת הפרובינציות והטריטוריות, כך שהפיקוח על הבנקים נעשה ברמה הפדראלית והפיקוח על שוק ניירות הערך נעשה ברמת הפרובינציות והטריטוריות.<sup>74</sup>

### התיאום בין רשויות הרגולציה השונות מתבצע באופן הבא:

הרשויות מתואמות ביניהן בעיקר דרך הוועדה לפיקוח על גופים פיננסיים (FISC) שהוקמה בשנת 1987. חברי הוועדה הינם המפקח על הגופים הפיננסיים (SFI) המכהן כיו"ר, סגן שר האוצר, נגיד הבנק המרכזי, יו"ר ה – CDIC (הרשות האחראית לביטוח פיקדונות) ונציב ה – FCAC (הרשות האחראית לתיאום הפיקוח על ני"ע). ועדת ה-FISC מאפשרת החלפת אינפורמציה בין המפקחים השונים, בעיקר בכל הנוגע לשיקולי יציבות של הגופים הפיננסיים במשק הקנדי. וועדה נוספת האחראית לתיאום הרגולטורי הינה ה-SAC – במסגרתה מתכנס פורום שבו נדונות שאלות בעלות השלכה כלל משקית. ה-SAC מובל על ידי מחלקת האוצר והרכבו זהה לזה של ה-FISC. גוף מתאם נוסף הינו ה-CSA, אשר נועד לתאם בין כל הרגולטורים הפועלים בשוק הביטוח והפנסיה.

המבנה השלטוני הפדראלי בקנדה מאפשר לרשויות הפיקוח על שוק הכספים וההון במדינה לשלב בין מודל מאוחד ברמה הפדראלית ובין יתרונות ההתמקצעות הרגולטורית ברמה האזורית. כלומר, המבנה הרגולטורי הקנדי מתאפיין במידה גבוהה של אחידות ותיאום של הפיקוח הרגולטורי במישורים השונים (בנקאות, ביטוח ומסחר בני"ע), לצד התמקצעות בפיקוח פונקציונאלי ברמה האזורית.

ביתר פירוט, הרשויות הקיימות בשוק הקנדי הינן:

#### א. Department of Finance

מחלקת הפיננסיים אחראית על ניסוח החוקים להסדרת פעילותם של גופים פיננסיים החוסים תחת הפיקוח הפדראלי ולהבטחת יציבותם. כמו כן, אחראית המחלקה לחקיקת המסגרת הרגולטורית המסדירה את פעילותם של בנקים ושל שחקנים אחרים בשוק הכספים וההון הקנדי.

מחלקת הפיננסיים הוקמה מכוח חוק ה-The Financial Administration Act והיא מונהגת בידי שר האוצר הקנדי אשר ממונה על ידי ראש הממשלה. המחלקה ממומנת מתקציב המדינה (כאשר הפרלמנט אחראי,

---

<sup>74</sup> Canada has 13 sets of rules and regulations administered by 13 different provincial and territorial securities regulators. Canada is the only industrialized country without a national securities regulator and lacks a national voice on the international stage.

<http://www.cba.ca/en/research-and-advocacy/47-regulatory-environment/76-canadian-securities-regulator>



במסגרת התקציב השנתי, לאשר את הכספים המוקצים לפעילותה). המחלקה שותפה בוועדה לפיקוח על גופי ההון (FISC).

ב. Bank of Canada<sup>75</sup>

הבנק המרכזי הקנדי אחראי על קביעת המדיניות המוניטרית, על הנפקת שטרות, על פיקוח על המערכת הפיננסית ועל ניהול קרנות.<sup>76</sup> הבנק מפקח על השוק הפיננסי בעיקר באמצעות קביעת שערי הריבית, ומתפקד גם כמלווה לעיתות מצוקה (Lender of Last Resort).

הבנק המרכזי מנוהל על ידי חבר מנהלים המורכב מנגיד, מסגן נגיד ומשנים עשר דירקטורים הממונים על ידי שר האוצר. הנגיד וסגן הנגיד ממונים על ידי הדירקטורים בהסכמתו של ה-Governor in Council, לתקופה של שבע שנים, בעוד הדירקטורים ממונים לתקופה של שלוש שנים הניתנת להארכה. סגן שר האוצר יושב בחבר המנהלים של הבנק בתור צופה.

תקציבו של הבנק המרכזי מבוסס בעיקר על רווחים על איגרות החוב הממשלתיות הנמצאות בהחזקתו (כאשר רוב הרווחים מועברים לממשלה ורק חלק קטן עובר למימון פעילותו של הבנק).

ג. Office of the Superintendent of Financial Institutions (OSFI)<sup>77</sup>

מוסד ה-OSFI נוסד ב-1987 ומהווה המפקח העיקרי על גופים פיננסיים בעלי רישיון פדראלי, כמו גם על קרנות פנסיה בעלות רישיון פדראלי. ה-OSFI הינו גוף עצמאי, ולמרות שהוא חייב בדיווח לשר האוצר אודות נושאים בעלי משמעות כלכלית חשובה, הרי שהאחריות ושיקול הדעת נתונים בידיו בלבד, במיוחד בכל הקשור לפיקוח מערכתי. תפקיד ה-OSFI כאחראי על יציבות הגופים הפיננסיים מודגש בין השאר בכך שמפקח ה-OSFI יושב גם בראש הוועדה ליציבות פיננסית.

מפקח ה-OSFI ממונה על ידי ה-Governor in Council לתקופה של שבע שנים. המפקח פועל מכוח סמכויותיו על פי חוק, והוא מדווח לשר האוצר אודות נהלים חדשים שהוא מוציא. ה-OSFI ממומן על ידי עמלות על שירותים שונים. חלק קטן מהמימון מגיע מהממשלה והוא ניתן בעיקר עבור שירותי אקטואריה הקשורים לתוכניות הפנסיה הקנדיות.

<sup>75</sup> <http://www.bankofcanada.ca/>

<sup>76</sup> <http://www.bankofcanada.ca/about/what-we-do/>

<sup>77</sup> [http://www.osfi-bsif.gc.ca/osfi/index\\_e.aspx?ArticleID=3](http://www.osfi-bsif.gc.ca/osfi/index_e.aspx?ArticleID=3)

ד. Canada Deposit Insurance Corporation (CDIC)<sup>78</sup>

רשות זו אחראית על הגנה על מפקידים ועל קידום היציבות הפיננסית בשוק הקנדי, והיא מבטחת באופן אוטומטי פקדונות בתאגידים פדראליים (כלומר, ללא צורך בבקשה פוזיטיבית של הלקוחות). הגופים החברים ב- CDIC משלמים דמי חברות המכסים את עלות ביטוח הפיקדונות. ביטוח הפיקדונות הקנדי מגיע לגובה של עד מאה אלף דולר קנדי למפקיד.

חבר המנהלים של רשות זו מורכב מיושב ראש, מחמישה דירקטורים ממשרדים ומגופי פיקוח אחרים (הכוללים את הבנק המרכזי, מחלקת האוצר, OFSI וה-FCAC) ומחמישה דירקטורים מהשוק הפרטי. היו"ר ממונה על ידי ה- Governor of Council.

יש לציין כי החברות ב-CDIC מוגבלת לבנקים, לחברות נאמנות פדראליות ופרובינציאליות, למלווים פדראליים ופרובינציאליים ולאגודי קמעונאים. הרשות ממומנת מפרמיות שהיא גובה עבור הביטוחים והיא אינה נתמכת בכספי מדינה.

ה. Securities Regulators

באופן כללי, קנדה מחולקת לעשר פרובינציות ולשלוש טריטוריות, כאשר המפקחים על ניירות ערך מכל פרובינציה ומכל טריטוריה יושבים יחדיו בגוף ששמו The Canadian Securities Administration (CSA). תפקידו של גוף זה הוא לייצר גישה אחידה לפיקוח על ני"ע בכל רחבי המדינה. בשנים האחרונות, מנהיג ה- CSA שיטה שמטרתה להפחית את ריבוי הרגולטורים עמם על החברות המסחריות להתמודד, ולפיה מעניקה-ה- CSA לרגולטור אחד את סמכות ההובלה בכל הנוגע לסקירת תשקיפים או לבקשות לגילוי מידע מהחברות הנסחרות ביותר באזור מסויים.

תלונות או פניות מטופלות על ידי הרגולטור המקומי של הפרובינציה/האזור, והאכיפה נעשית אף היא ברמה המקומית.

ו. Financial Consumer Agency of Canada (FCAC)<sup>79</sup>

ה-FCAC הינו אחד משלושת הגופים האחראים על ציות ואכיפה לחוקים פדראליים בקרב גופים השייכים לשוק הכספים וההון, ובאופן כללי אחראי לאכיפת חוקים פדראליים הנוגעים להגנת הצרכן בהקשר לשוק זה.

<sup>78</sup> <http://www.cdic.ca/>  
<sup>79</sup> <http://www.fcac-acfc.gc.ca/>

ז. גופי פיקוח של הפרובינציות והטריטוריות

מוסדות הפיקוח המקומיים אחראיים בעיקר על רגולציה על גופי אשראי (Credit unions and caisses populaires), על גופי מסחר בניירות ערך ועל קרנות נאמנות (וכן על גופי שוק הכספים וההון הפדראליים, הכפופים לפיקוח מקומי בד בבד עם כפיפותם לפיקוח פדראלי). לרוב, כפופים מוסדות הפיקוח המקומיים למשרד האוצר המקומי, וחברים ב-CSA (Canadian Securities Administrators) ה-80 CSA. הינו פורום הכולל 13 רגולטורים בתחום ניירות הערך, אשר פועל במטרה ליצור הרמוניזציה ותיאום בין הרגולציות השונות בשווקים הפיננסיים.

ח. גופי פיקוח פרטיים

בקנדה קיימים מספר גופי פיקוח עצמאיים אשר מפרסמים, בדרך כלל, המלצות לרגולציות שונות שאינן מנדטוריות:

- Investment Dealers Association (IDA)<sup>81</sup>
- Mutual Fund Dealers Association (MFDA)<sup>82</sup>
- Market Regulation Services Inc. (RS)<sup>83</sup>

להלן תיאור גרפי של הגופים הפועלים בשוק הכספים וההון הקנדי ושל יחסי הגומלין ביניהם:<sup>84</sup>

<sup>80</sup> <http://www.securities-administrators.ca/aboutcsa.aspx?id=45>

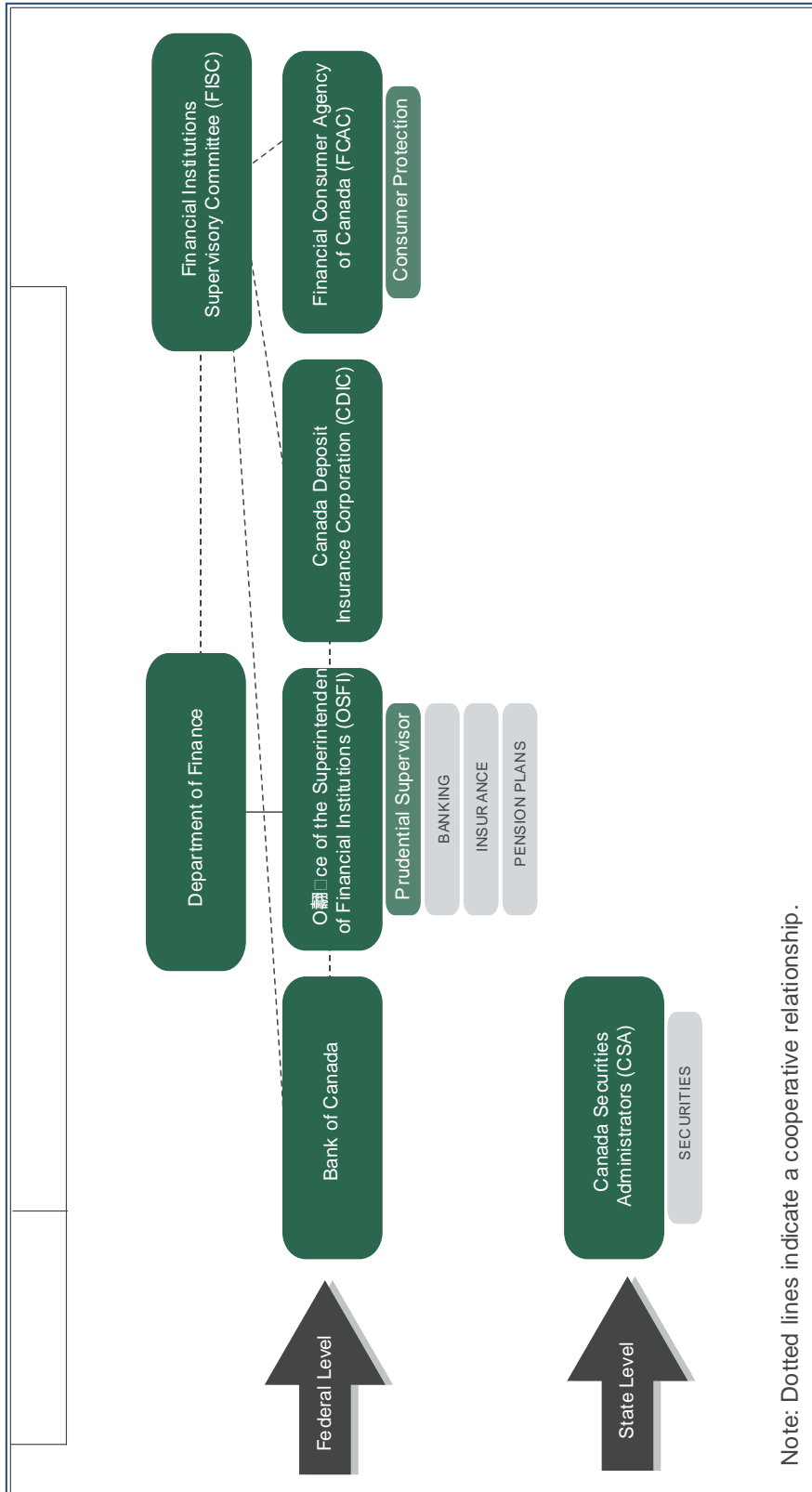
<sup>81</sup> <http://www.iiroc.ca/English/Pages/home.aspx>

<sup>82</sup> <http://www.mfda.ca/>

<sup>83</sup> <http://www.rs.ca/>

<sup>84</sup> This Figure is taken from the Group of 30 report on "The Structure of Financial Supervision, Approaches and Challenges in a Global Marketplace", October 6, 2008, p. 1

איור 10 מבנה הפיקוח הרגולטורי בקנדה



#### 4.3.1. השלכות המשבר הפיננסי ושינויים מתוכננים: מה הלאה?

כמפורט לעיל, מודל הפיקוח הקיים בקנדה מורכב משילוב בין המודל הפונקציונלי למודל המאוחד, כך שקיימת חלוקת סמכויות בין רשויות שונות באופן הבא: בנקים – כפופים לפיקוח פדראלי; ניירות ערך והשקעות – כפופים לפיקוח בסמכות הפרובינציאלית והטריטוריות; ביטוח – כפוף לפיקוח מעורב; קרנות – כפופות לפיקוח בסמכות הפרובינציאלית והטריטוריות.

בקנדה נשמעו קולות רבים התומכים במעבר למבנה של רגולטור לאומי אחד, כאשר דוח <sup>85</sup>Wise Persons <sup>86</sup>Crawford Panel והוועדה הייעודית לרגולציית ניירות ערך, <sup>87</sup> הינם הקולות המרכזיים והחשובים מתוכם. אף התאחדות הבנקים הקנדית תומכת באיחוד הרגולציה, לאחר שהובן בעקבות משבר 2008 כי סיכונים פיננסיים "נעים" בזריזות בין שוקי ההון והשוקים הפיננסיים, וכי התנועה המהירה מחייבת שיתוף פעולה מידי בין הרגולטורים ויכולת תגובה מהירה, אפשרות שאינה מעשית בקנדה לאור העובדה שקיימות בה 13 רשויות שונות לפיקוח על ניירות ערך.

בנוסף, המשבר הפיננסי האחרון העלה את הצורך של הרגולטורים בשוק הכספים וההון להתמודד במהירות וביעילות עם סיכונים מערכתיים. (כפי שעלה גם מתלונותיהם של רגולטורים שונים ברחבי העולם, אשר פנו ל-13 הגופים המקומיים המפקחים על שוק הכספים וההון בנוגע לאפשרות שיתוף הפעולה וקבלת מידע לגבי עמדתה של קנדה בנושאים רגולטורים שונים ולטענתם לא נענו באופן משביע רצון).

בשנת 2010, פרסמה הממשלה הפדראלית טיוטה לחוק ניירות הערך הקנדי וביקשה מבית המשפט העליון של קנדה לפסוק שההצעה הינה חוקתית. בדצמבר 2011 החליט בית המשפט כי הצעת החוק הספציפית אינה חוקתית, <sup>88</sup> שכן כי לא ניתן לחייב החלת רגולציה אחידה על כל הפרובינציאליות והטריטוריות. <sup>89</sup>

---

<sup>85</sup> The Wise Persons' Committee was established by the ; [http://www.wise-averties.ca/main\\_en.html](http://www.wise-averties.ca/main_en.html) Minister of Finance of Canada to provide an independent assessment of what securities regulatory structure will best serve Canada's interests

<sup>86</sup> ; <http://www.crawfordpanel.ca/> ; הקרופורד הינו גוף עצמאי ללא מטרת רווח המפרסם דוחות הנוגעים לשלטון ולרגולציה במטרה לשפרם.

<sup>87</sup> Expert panel Report Canada

<sup>88</sup> <http://www.cba.ca/en/research-and-advocacy/47-regulatory-environment/76-canadian-securities-regulator>

<sup>89</sup> [http://www.canadiansecuritieslaw.com/2011/12/articles/securities-law-compliance/supreme-court-of-](http://www.canadiansecuritieslaw.com/2011/12/articles/securities-law-compliance/supreme-court-of-canada-finds-proposal-to-nationalize-securities-legislation-outside-the-authority-of-the-federal-government/)

[canada-finds-proposal-to-nationalize-securities-legislation-outside-the-authority-of-the-federal-government/](http://www.canadiansecuritieslaw.com/2011/12/articles/securities-law-compliance/supreme-court-of-canada-finds-proposal-to-nationalize-securities-legislation-outside-the-authority-of-the-federal-government/)

טבלה 7 נתונים עיקריים - גרמניה

שנה	תל"ג <sup>95</sup> (מיליוני דולרים)	מדד המחירים לצרכן <sup>94</sup>	שיעורי ריבית ארוכת טווח	גודל האוכלוסייה <sup>93</sup>	ביטוח <sup>92</sup> (מיליוני דולרים)	קרנות פנסיה <sup>91</sup> (% מ- GDP)	גודל שוק המניות (מיליוני דולרים) <sup>90</sup>
2005	2565997.4	100	3.35	82 469 420	96 891	4.04	
2006	2763511.2	101.6	3.76	82 376 450	92 922	4.21	
2007	2925167.3	103.9	4.22	82 266 370	102 052	4.65	
2008	3047862.9	106.6	3.98	82 110 100	110 042	4.73	
2009	2951421.5	107	3.22	81 902 300	n/a	5.25	
2010	3058645.3	108.2	2.74		n/a	5.18	3,105,288

מקור הנתונים<sup>96</sup>

היקף הפקדונות בגרמניה בתחילת שנת 2012 עמד על 2,492,286 מיליוני יורו לפקדונות קצרי טווח ועל 627,506 מיליוני יורו בחסכונות,<sup>97</sup> היקף ההלוואות שניתנו ללקוחות בסוף שנת 2011 בגרמניה עמד על 2,415,181 מיליוני יורו.<sup>98</sup>

**מבנה השוק**

השוק הגרמני מורכב מכ-2,000 בנקים, כ-720 גופים המעניקים שירותים פיננסיים, כ-650 חברות ביטוח וקרנות פנסיה, כ-80 בתי השקעות וכ-6,000 קרנות השקעה. הבנקים המפוקחים מחולקים לארבע קבוצות עיקריות: בנקים מלווים, בנקים לחסכון, בנקים המאוגדים כקואופרטיב ובנקים מיוחדים כדוגמת בנקים למשכנתאות, בנקים למסחר בני"ע ועוד. מערכת הבנקאות הגרמנית היא המבוזרת ביותר מבין המערכות האירופאיות.

<sup>90</sup> Market capitalization  
<sup>91</sup> Assets as a share of GDP  
<sup>92</sup> In US Dollar, all undertakings  
<sup>93</sup> All persons all ages  
<sup>94</sup> 2005=100  
<sup>95</sup> Output approach  
<sup>96</sup> [http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=SNA\\_TABLE1](http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=SNA_TABLE1) וכן,  
[http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/wdi\\_ebook.pdf](http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/wdi_ebook.pdf)  
<sup>97</sup> <http://www.bundesbank.de/download/statistik/bankenstatistik/S131ATB10809.PDF>  
<sup>98</sup> <http://www.bundesbank.de/download/statistik/bankenstatistik/S104ATIB13435.PDF>

## מבנה רשויות הפיקוח

גרמניה משתמשת **במודל המאוחד** לפיקוח על שוק הכספים וההון, לפיו כלל הפיקוח מבוצע על ידי רגולטור אחד, ה-BaFin.<sup>99</sup> רשות ה-BaFin מורכבת בין השאר ממחלקות שונות לפיקוח על בנקים, על חברות ביטוח ועל שוק ני"ע/נכסים מנוהלים, והיא נוהגת להיוועץ בבנק המרכזי בגרמניה - German National Bank (Bundesbank) בנושאים שונים הנוגעים לפיקוח על הבנקים. מבחינת תפקודו הפנימי של ה-BaFin, יצויין כי המחלקות השונות מתואמות ביניהן באמצעות הכוונה של מחלקות בינתחומיות היוצרות את הקישורים הנדרשים. המחלקות הבינתחומיות אחראיות גם על התיאום הבין לאומי, על ניתוח סיכונים, על הגנה על מפקידים ומשקיעים ועל המלחמה בהלבנת הון. לצד יתרון היעילות הטמון בקיומו של גוף רגולטורי מרכזי אחד, יש לתת את הדעת לסיכון הטמון בעובדה שלפעילותו של ה-BaFin השלכה רוחבית ובין-תחומית רבת עוצמה. לפיכך, פעילותם של כל הגופים הפיננסיים בגרמניה, בכל המישורים והתחומים השונים, בהתאם למדיניות-על רגולטורית ומוניטרית מרכזית אחת מעצימה את עלותם של סיכוני המשגה.

בפברואר 2008, חתמו רשות ה-BaFin והבנק המרכזי הגרמני על הסכם המסדיר את חלוקת הסמכויות ביניהם בכל הנוגע לפיקוח על בנקים. הסכם זה מעניק את רוב הסמכויות התפעוליות בנוגע לפיקוח על הבנקים לבנק המרכזי הגרמני (כולל סמכויות לערוך ביקורות בבנקים), כאשר BaFin נותר אחראי על תחום הנזילות בבנקים<sup>100</sup>.

ה-BaFin, הבנק המרכזי הגרמני ומשרד האוצר נוהגים לקיים פגישות שוטפות בפורום שנקרא הפורום לפיקוח על שווקים פיננסיים. מטרתו של הפורום היא להעביר מידע בין הרשויות ולהביא לתיאום הפעילות ביניהן.

בנוסף, הקימה גרמניה את ה-the Domestic Standing Group for financial market stability, גוף להתמודדות עם משברים שאמור לקבוע מסגרת פעולה לתפקוד הרשויות השונות בזמן משבר (מסגרת הפעולה אינה מפורסמת לציבור).

ביתר פירוט, רשויות הפיקוח קיימות בשוק הכספים וההון הגרמני הן :

### א. Ministry of Finance

משרד האוצר הגרמני הינו בעל האחריות הפיקוחית על הרשות הרגולטורית המאוחדת, ה-BaFin, ועליו לוודא ש-BaFin פועלת על פי הסמכויות שנקבעו לה בחוק.

<sup>99</sup> [http://www.bafin.de/EN/Home/homepage\\_node.html](http://www.bafin.de/EN/Home/homepage_node.html)

<sup>100</sup> [http://www.bundesbank.de/Navigation/EN/Core\\_business\\_areas/Banking\\_supervision/banking\\_supervision.html?nsc=true](http://www.bundesbank.de/Navigation/EN/Core_business_areas/Banking_supervision/banking_supervision.html?nsc=true)

ב. Financial Supervisory Authority (BaFin)

הרשות המפקחת על שוק הכספים וההון הגרמני נקראת כאמור BaFin, והיא הוקמה בשנת 2002. רשות זו אחראית על כל היבטי הפיקוח בשוק הכספים וההון הגרמני: החל בפיקוח על **יצירות** השוק ועד להגנה על הצרכנים. משימתה של BaFin היא למנוע התפתחות של מצבים מסוכנים בשוק הכספים וההון הגרמני העלולים לסכן את כספי הציבור, להפריע למסחר התקין או לסכן את הכלכלה הגרמנית. באמצעות הפיקוח על ני"ע בשוק הגרמני כופה BaFin סטנדרטים של התנהלות מקצועית שמטרתם להבטיח את אמון המשקיעים בשווקים הפיננסיים. BaFin ממלאת תפקיד גם בהגנה על משקיעים וכן בנושא איתור ומניעת עסקאות אסורות בשוק ניירות הערך הגרמני.

בשוק הביטוח ממלאת הרשות תפקיד כפול: ראשית, הרשות מבטיחה שהאינטרסים של בעלי הפוליסות מוגנים. שנית, מוודאת הרשות כי בידי חברות הביטוח קיים מספיק כסף בכדי לשלם את הפוליסות בעת הצורך. בהקשר זה יש לציין כי BaFin מפקחת על חברות ביטוח פרטיות בעלות חשיבות כלכלית מערכתית ועל חברות ביטוח ציבוריות המתחרות מעבר לגבול של המדינות הפדראליות בגרמניה. הפדרציות הגרמניות הן שמפקחות על כל יתר החברות בשוק הביטוח הגרמני.

BaFin מתפקדת כרשות עצמאית, כאשר המועצה האדמיניסטרטיבית שלה מפקחת על ניהולה התקין וקובעת את התקציב לתפעולה. המועצה האדמיניסטרטיבית מונה 21 חברים שבראשם עומד שר האוצר הפדראלי, הכוללים נציגים מגופים שונים כגון הבונדסטאג (בית הנבחרים הפדראלי של גרמניה), חברות אשראי, חברות ביטוח, בתי השקעות ושרים.

עם זאת, חשוב להבין כי מרבית הפיקוח הבנקאי בגרמניה נעשה בפועל בעזרת הבנק המרכזי, אשר משתף פעולה עם BaFin בכל הקשור לפיקוח השוטף על הבנקים<sup>101</sup> באמצעות החלפת מידע וממצאי אכיפה ספציפיים ("Aufsichtsrichtlinie, AufsichtsRL").<sup>102</sup>

בשנת 2011, BaFin הייתה אחראית על 1,900 בנקים, 717 מוסדות לשירותים פיננסיים, 600 חברות ביטוח, 30 קרנות פנסיה, 6,000 קרנות גרמניות ו-731 קרנות הון אחרות. מבחינת מבנה הרשות הפנימי, החל משנת 2008 מתקבלות ההחלטות הנוגעות להתנהלות היום יומית של הרשות על ידי חבר מנהלים המונה את נשיא הרשות וארבעה ממנהליה הבכירים.

בנוסף, מדי שנה מתכנסת מועצה מייעצת, אשר מסייעת ל-BaFin להחליט לגבי כיווני פיקוח ונהלים עתידיים. מועצה זו מונה 24 חברים מהאקדמיה, מהתעשייה ומה-Deutsche Bundesbank. מימונה של רשות ה-BaFin מבוסס על עמלות שגובה הרשות מן הגופים המפוקחים.

<sup>101</sup> § 7 KWG, Kreditwesengesetz, [www.bafin.de](http://www.bafin.de)  
<sup>102</sup> <http://www.bundesbank.de/download/bankenaufsicht/pdf/aufsichtsrichtlinie.pdf>



ג. The Deutsche Bundesbank<sup>103</sup>

הבנק הפדרלי המרכזי בגרמניה משחק תפקיד מפתח בפיקוח על הבנקים הגרמניים – בהיותו אחראי על הפיקוח היום יומי (ניתוח דוחות הבנקים, ראיונות עם בכירים בבנקים, ביקורות בסניפים וכו') וכן על עמידת הבנקים ברגולציה ובתקנות. עם זאת, הסמכות לנקיטת צעדים רגולטורים ספציפיים נגד מוסד זה או אחר שמורה ל-BaFin.

כמו כן, הבנק המרכזי משחק תפקיד מרכזי גם בניהול משברים ומייעץ לממשלה הפדרלית בנוגע לנושאים הקשורים למדיניות מוניטרית.

הבנק המרכזי מנוהל על ידי נשיא, סגן נשיא וארבעה חברים נוספים. הנשיא, סגן הנשיא וחבר נוסף ממונים על ידי נשיא הרפובליקה הפדרלית הגרמנית, וכל יתר החברים ממונים בהסכמת הממשלה הפדרלית.

ד. Deposit Insurance

בגרמניה קיימת חובת ביטוח על פיקדונות, אשר חלה על כל נותני האשראי הרשומים בגרמניה. ביטוח האשראי מגיע עד לגובה של 20 אלף יורו לכל אשראי נפרד והוא חל על 90% מסך הנכסים למפקיד.

ה. Bundeslander

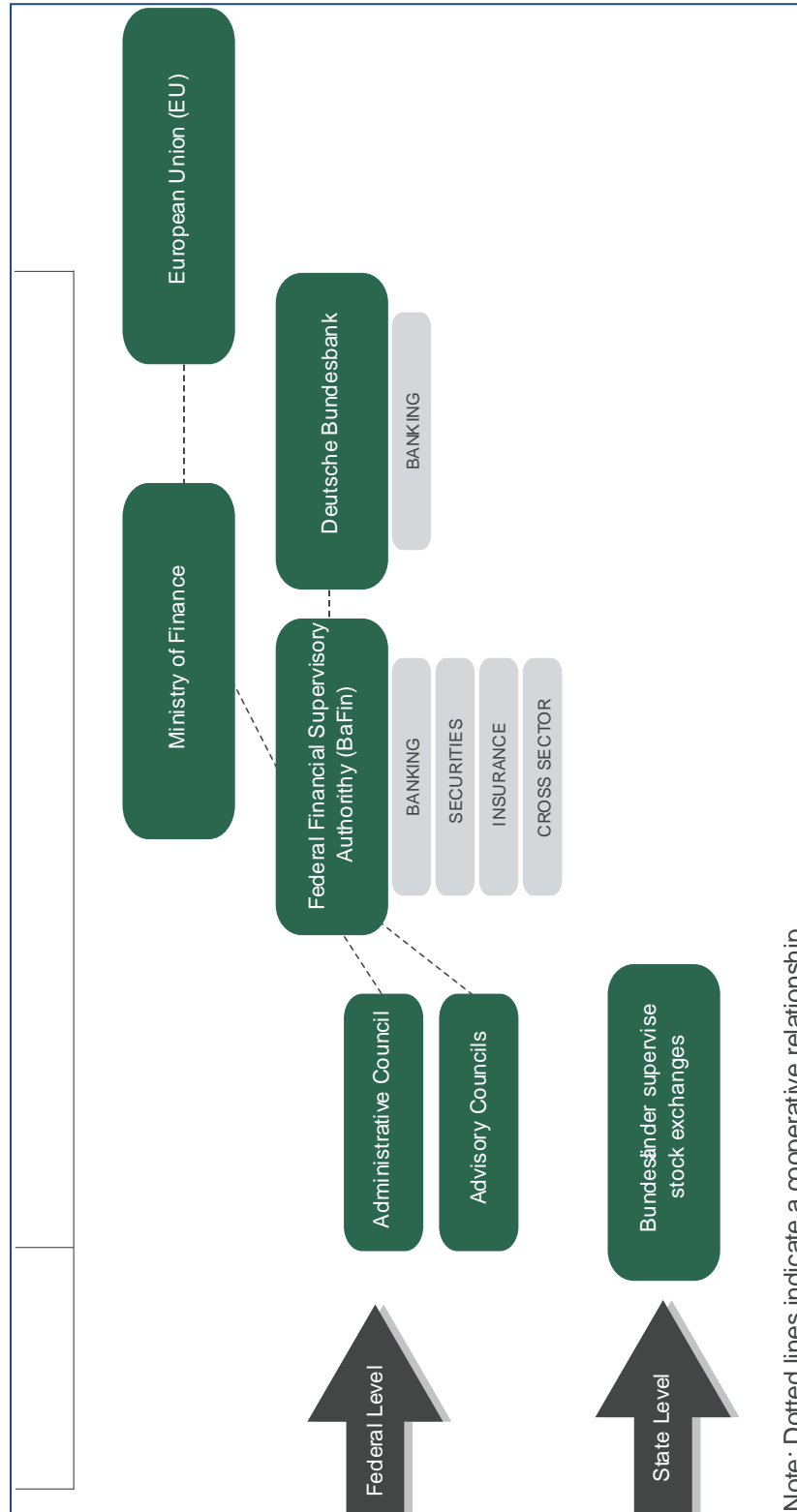
הפיקוח על הבורסות, לרבות הפיקוח על המסחר, מצוי בתחום האחריות של רשויות הפדרציות השונות (ה – Bundeslander), אשר עובדות בשיתוף פעולה עם ה-BaFin בכל הנוגע לאחריות ולמחויבויות בין לאומית בקשר לנעשה בשוק הכספים וההון הגרמני.

להלן תיאור גרפי של הגופים הפועלים בשוק הכספים וההון הגרמני ושל יחסי הגומלין ביניהם:<sup>104</sup>

<sup>103</sup> <http://www.bundesbank.de/index.en.php>

<sup>104</sup> This Figure is taken from the Group of 30 report on “**The Structure of Financial Supervision, 43Global Marketplace**”, October 6, 2008, p. 1 **Approaches and Challenges in a**

איור 11 מבנה הפיקוח הרגולטורי בגרמניה



#### 4.4.1. השלכות המשבר הפיננסי ושינויים מתוכננים: מה הלאה?

הגם כי כלכלת גרמניה נפגעה קשות מהמשבר הפיננסי של 2008, ניתן לראות כי השוק הגרמני התאושש משמעותית בשנתיים האחרונות (IMF 2011a)<sup>105</sup>. חלק מהפגיעה נזקף למודל הפיקוח על השווקים הפיננסיים ובעיקר להיעדר היכולת של BaFin לבצע גם פיקוח של סיכונים סיסטמיים. בעקבות המשבר, ובהמשך לעמדת קרן המטבע העולמית לפיה המבנה הקיים בגרמניה טעון שיפור, הקימה גרמניה גוף מיוחד שאמור לקבוע מסגרת פעולה לתפקוד הרשויות השונות בזמן משבר, ששמו the Domestic Standing Group for financial market stability. מסגרת הפעולה שתגובש על ידי ה-Domestic Standing Group איננה מפורסמת לציבור.

דיונים בניסיון לשנות את מבנה הפיקוח על שווקי ההון נערכו בשנת 2009 ו-2010, ומאז שנת 2009 הקואליציה בהנהגת מרקל עובדת על שינוי מבנה הפיקוח על השווקים הפיננסיים, בעיקר בעקבות ביקורות על אופן תפקודו של BaFin בזמן המשבר. לאור זאת, הקואליציה רצתה להעביר את סמכויות הפיקוח לבנק המרכזי ולצמצם מאוד את סמכויותיו של BaFin.<sup>106</sup> עם זאת, היכולת לבצע תכניות אלו נתקלה בקשיים רבים, בעיקר משום שרשות הפיקוח צריכה להיות נפרדת ממשרד האוצר, והבנק המרכזי אינו כזה. בתום שנת 2010, נקבע כי הבנק המרכזי יבצע פיקוח על סיכונים מערכתיים ואילו BaFin יבצע פיקוח על בנקים ספציפיים.<sup>107</sup> באופן זה, תהיה חלוקת האחריות בין הגופים ברורה הרבה יותר מבעבר, אם כי ניתן לומר כי חלוקה זו עדיין איננה חלוקה מלאה.

<sup>105</sup> <http://www.imf.org/external/data.htm/>

<sup>106</sup> [www.spiegel.de](http://www.spiegel.de), [www.toptarif.de](http://www.toptarif.de), [www.sueddeutsche.de](http://www.sueddeutsche.de)

<sup>107</sup> [www.toptarif.de](http://www.toptarif.de)

טבלה 8 נתונים עיקריים - שוויץ

שנה	תל"ג <sup>114</sup> (מיליוני דולרים)	מדד המחירים לצרכן <sup>113</sup>	שיעורי ריבית ארוכת טווח	גודל האוכלוסייה <sup>112</sup>	ביטוח <sup>111</sup> (מיליוני דולרים)	קרנות פנסיה <sup>110</sup> (% מ- GDP)	גודל שוק המניות (מיליוני דולרים) <sup>109</sup>
2005	266129.8	100	2.1	7 437 116	23 857	117.03	
2006	295811.7	101.1	2.52	7 483 935	22 404	119.97	
2007	325668.1	101.8	2.93	7 551 117	24 204	119.18	
2008	351934.1	104.3	2.9	7 647 676	29 552	101.15	
2009	349274.8	103.8	2.2	7 744 000	27 096	111.89	
2010	363005	104.5	1.63	7 822 299	28 929	113.8	1,505,272

מקור הנתונים<sup>115</sup>

היקף הפקדונות של הציבור השוויצרי<sup>116</sup> בשנת 2010 עמד על 810,980 מיליון פרנקים שוויצריים, ואילו היקף ההלוואות לציבור בשנה זו עמד על 875,844 מיליון פרנקים שוויצריים.<sup>117</sup>

**מבנה השוק**

שוק הכספים וההון השוויצרי הוא השוק הגדול ביותר בכלכלה השוויצרית: בנקים, חברות ביטוח, בתי השקעות ושאר מתווכים פיננסיים מרכיבים כ-12 אחוז מהתוצר הלאומי הגולמי של שוויץ. גופים אלו מעסיקים כ-6% מאוכלוסיית שוויצריה ומניבים כ-10% מהכנסות המיסים במדינה. השוק השוויצרי נשלט בידי שני בנקים גדולים: UBS AG ו-Credit Suisse Group אשר יחדיו מחזיקים כשליש מהשירותים הפיננסיים המקומיים (למעשה, בנקים אלו הם כה משמעותיים עד כי בתוך רשת הפיקוח השוויצרית הוקמה יחידה ספציפית המפקחת אך ורק עליהם). בנוסף לשני בנקים אלו, פועלים בשוק כמה עשרות בנקים "קנטונים" (בנקים שהינם בבעלות חצי ממשלתית שכן הם מוחזקים בחלקם על ידי הקנטונים השונים בשוויץ), אשר ביחד עם הבנקים האזוריים מהווים שליש נוסף מהבנקים הפועלים בשוויץ. באופן כללי, הבנקים השוויצרים הם ברובם קבוצות בנקאיות המעניקות שירותים בתחום הבנקאות, הביטוח וניירות הערך.

<sup>108</sup> מאחר שהמבנה הרגולטורי בשוויץ השתנה מאז הוצאת הדוח על ידי קבוצת השלושים בשנת 2008 נלקח המידע אודות שוויץ בעיקר מהדוח הבא: Michael Schneebeli, Olivier Gauderon, Alex Geissbuhler, Charles Hermann, "Banking and Finance in Switzerland; Practical overview and regulations", KPMG 2010

<sup>109</sup> Market capitalization

<sup>110</sup> Assets as a share of GDP

<sup>111</sup> In US Dollar, all undertakings

<sup>112</sup> All persons all ages

<sup>113</sup> 2005=100

<sup>114</sup> Output approach

<sup>115</sup> [http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=SNA\\_TABLE1](http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=SNA_TABLE1) וכן,

<sup>116</sup> [http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/wdi\\_ebook.pdf](http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/wdi_ebook.pdf)

<sup>117</sup> <http://www.snb.ch/ext/stats/banken/pdf/deen/Stat14.pdf>

<sup>117</sup> <http://www.snb.ch/en/iabout/stat/statpub/bchpub/stats/banken>

### מבנה רשויות הפיקוח

בשנת 2009, עם הקמתה של רשות הפיקוח FINMA (מהותה של רשות זו תיסקר להלן), עברה השיטה השוויצרית למודל המאוחד לפיו סמכויות הפיקוח על שוק הפיננסים נתונות לרגולטור יחיד. יש ציין כי הקמתה של FIMNA והמעבר למודל רגולטורי מאוחד בשוויץ עקבו את המשבר הפיננסי העולמי ב-2008 ובדיעבד, מסתבר כי התמודדו עם תוצאותיו, באופן יחסי, די בצלחה.

ביתר פירוט, רשויות הרגולציה הקיימות בשוק הכספים וההון השוויצרי הן:

א. <sup>118</sup> Financial Markets Supervisory Authority (FINMA)

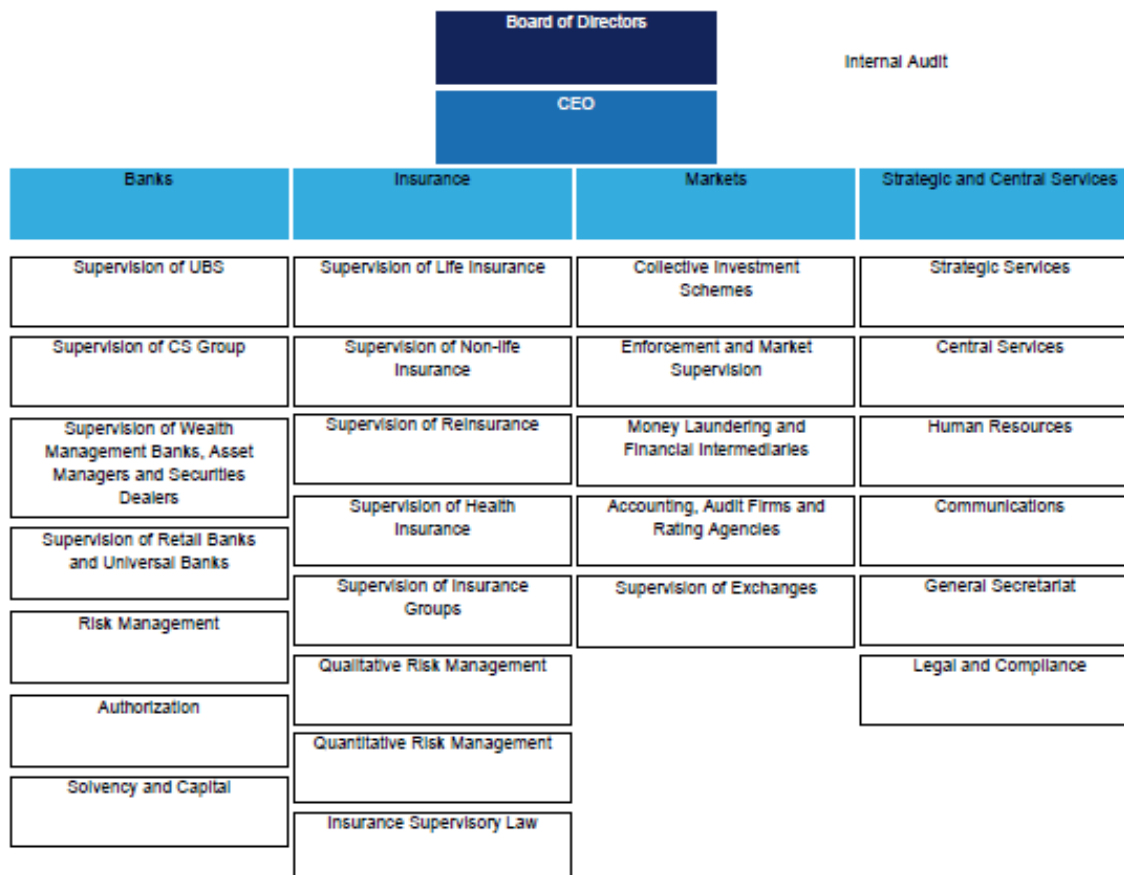
FINMA, אשר הוקמה כאמור בשנת 2009, מאגדת בתוכה את הפיקוח על הבנקים, הפיקוח על חברות הביטוח, הפיקוח על שוק ני"ע וכן הפיקוח על כל שאר הגופים הפיננסים הפועלים בשוק הכספים וההון השוויצרי. הרשות אחראית גם על כל הקשור לציות לחוקי איסור הלבנת הון.

---

<sup>118</sup> <http://www.finma.ch/e/Pages/default.aspx>

איו 12 מבנה הרגולטור FINMA

FINMA is currently structured as follows:



FINMA היא רשות עצמאית המופרדת מבחינה כלכלית, ארגונית ומבנית ממשד האוצר, ומדווחת ישירות לפרלמנט השווייצרי.

הרשות מורכבת מכמה דרגות ניהול לרבות חבר מנהלים, חבר מנהלים בכיר וחבר מנהלים בכיר מורחב. חבר המנהלים הוא גוף ניהולי אסטרטגי המורכב מ-7 עד 9 מומחים עצמאיים הממונים על ידי הפרלמנט. גוף זה אחראי על קבלת החלטות בנושאים בעלי חשיבות מכרעת ובין היתר אחראי גם לקביעת התקציב. בנוסף, מפעיל חבר המנהלים ועדת ביקורת המפקחת על חבר המנהלים הבכיר.

חבר המנהלים הבכיר הינו גוף ניהולי אופרטיבי, האחראי לוודא שהגופים הפיננסים הפועלים בשוק הכספים וההון השווייצרי מפקחים בהתאם לחוקים, לנהלים ולהמלצות האסטרטגיות של חבר המנהלים. גוף זה הינו הגוף האחראי על הענקת רישיונות לגופים בשוק ובאופן כללי על נושאים בעלי חשיבות ניהולית, אירגונית ואישית. בנוסף, מוציא חבר המנהלים הבכיר נהלים הקשורים לנושאים בין-מחלקתיים (כלומר, נושאים הנוגעים לפלח שוק אחד או יותר בשוק הכספים וההון השווייצרי). גוף זה אחראי ליישום החלטות של חבר המנהלים וועדותיו.

חבר המנהלים הבכיר המורחב מסייע לחבר המנהלים הבכיר לשאת בנטל החובות המוטלות עליו, ובין השאר מייצג את רשות ה-FINMA מול גורמים חיצוניים וממלא תפקידים שונים הקשורים ליישום האסטרטגיה שהוחלטה על ידי חבר המנהלים.

יצוין כי רשויות ה-FDF, FIMNA וה-SNB נוהגות להיפגש לפחות אחת לחצי שנה ולשתף האחת את השנייה במידע הנוגע לתחום פעילותן. במקרה של משבר, מופעל נוהל של שיתוף פעולה בין הגופים המפקחים, כפי שנקבע בתזכיר ההבנות בין גופים אלו,<sup>119</sup> הכולל גם את הקמתו של גוף לשיתוף פעולה ("Lenkungsgrremium") המובל על ידי ראש ה-FDF. יתרה מכך, הנוהל מסדיר גם את הקמתו של ועד למשבר פיננסי ("Ausschuss Finanzkrisen"), המבצע תיאום ומתעל את הניהול הרחב של המשבר. ראש הוועד הינו ראש ה-FIMNA, והחברים בגוף זה הינם נציג ה-FDF, סגן נשיא ה-SNB וכן המנהל הפיננסי והאדמיניסטרטיבי.<sup>120</sup>

#### 4.5.1. השלכות המשבר הפיננסי ושינויים מתוכננים: מה הלאה?

עם הקמתה של FINMA בשנת 2009, עברה שוויץ למודל הפיקוח המאוחד. קרן המטבע העולמית הגדירה את שוויץ כמדינה ש"החלימה" במהירות וביציבות יחסית מהמשבר הכלכלי של 2008 (IMF 2011b)<sup>121</sup>. בדוח השנתי של FINMA לשנת 2010, בו הוערכה פעילות FINMA במהלך המשבר, נקבע כי FINMA פעלה בזהירות ובהחלטיות הראויה ולכן לא נדרשו שינויים מבניים באופן הפיקוח השוויצרי (FINMA 2010).<sup>122</sup>

עם זאת, קיימים שינויים צפויים במסגרת הרגולטורית עצמה, בעיקר בתחום המוסדות ה"גדולים" מכדי להתרסק" (הדבר נכון בעיקר בנוגע לבנקים העצומים בשוויץ אשר שויי הנכסים שלהם, בשנים מסוימות, גדול מתקציב המדינה).

נושאים נוספים המעסיקים את הרגולטור השוויצרי הינם הטמעת באזל 3-2.5, יחס מינוף, חיזוק זכויות בעלי המניות, חיזוק הגנת הצרכן, חיזוק הממשל התאגידי ומניעת חדלות פירעון של גופים פיננסיים.

MoU tripartite 2007 and 2011<sup>119</sup>

<http://www.finma.ch/d/aktuell/Documents/MoU-tripartit-2011-d.pdf><sup>120</sup>

<http://www.imf.org/external/data.htm/><sup>121</sup>

שם, שם.<sup>122</sup>

טבלה 9 נתונים עיקריים - אנגליה

שנה	תל"ג <sup>129</sup> (מיליוני דולרים)	מדד המחירים לצרכן <sup>128</sup>	שיעורי ריבית ארוכת טווח	גודל האוכלוסייה <sup>127</sup>	ביטוח <sup>126</sup> (מיליוני דולרים)	קרנות פנסיה <sup>125</sup> (% מ-GDP)	גודל שוק המניות (מיליוני דולרים) <sup>124</sup>
2005	1 971 620.6	100	4.41	59 402 000	227 784	78.63	
2006	2 120 355.5	102.3	4.5	59 744 000	253 511	83.43	
2007	2 179 381.9	104.7	5.01	60 124 000	421 399	78.9	
2008	2 203 096.8	108.5	4.59	60 520 000	278 979	64.3	
2009	2 130 789.8	110.8	3.65	60 930 000		80.51	
2010	2 220 823.6	114.5	3.61	61 349 000			6,486,959

מקור הנתונים<sup>130</sup>

היקף ההלוואות לציבור באנגליה עמד על 2,446,200 מיליוני פאונד בחודש מאי 2012,<sup>131</sup> ואילו היקף הפקדונות של הציבור בתקופה זו עמד על 2,380,400 מיליוני פאונד.<sup>132</sup>

### מבנה השוק

שוק הכספים וההון האנגלי מורכב מלמעלה מ-25 אלף גופים פיננסיים שונים. בסביבות השנים 2005-2006 היווה שוק הכספים וההון האנגלי כעשרה אחוז מהתוצר הלאומי הגולמי, ועירב 3.5 טריליון פאונד בנכסים מנוהלים. סקרים בין לאומיים שונים מניחים כי כיום מהווה שוק הכספים וההון האנגלי כ-34% משוק המט"ח העולמי וכ-43% משוק הנגזרים וה-OTC הבין לאומי. בנוסף, מהווה השוק האנגלי כ-20% משוק ההלוואות הבין לאומיות.

### מבנה רשויות הפיקוח

בהמשך למשבר הפיננסי של 2008, החליטה ממשלת אנגליה על רפורמה במבנה הפיקוח על שוק הכספים וההון, בדמות מעבר ממוזל הפיקוח המאוחד שהיה נהוג באותה עת למוזל הפיקוח הדו פיסגתי. מטבע

<sup>123</sup> המחקר בוצע לגבי אנגליה, בניגוד לממלכה המאוחדת (UK) הכוללת מדינות נוספות.

<sup>124</sup> Market capitalization

<sup>125</sup> Assets as a share of GDP

<sup>126</sup> In US Dollar, all undertakings

<sup>127</sup> All persons all ages

<sup>128</sup> 2005=100

<sup>129</sup> Output approach

<sup>130</sup> [http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=SNA\\_TABLE1](http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=SNA_TABLE1) וכן,

[http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/wdi\\_ebook.pdf](http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/wdi_ebook.pdf)

<sup>131</sup> <http://www.bankofengland.co.uk/statistics/Documents/abl/2012/may/Index.pdf>

<sup>132</sup> <http://www.bankofengland.co.uk/statistics/Documents/abl/2012/may/Index.pdf>



הדברים, השלמתה של רפורמה זו אורכת זמן רב, והיא צפויה להסתיים רק בשנת 2013. לאור זאת, תתייחס הסקירה הן למודל הפיקוח הקיים והן למודל הפיקוח הצפוי.

יש לציין כי מודל פיקוח דו-פיסגתי מאפשר לרשויות הרגולטוריות להתמקצע ולפעול במישור היציבות- המערכתית ובמישור הצרכני **בנפרד**, תוך הימנעות מניגודי עניינים או מצבים של התמקדות במישור אחד תוך הזנחת משנהו, אשר עשויים להתקיים במודל מאוחד. מאידך, יש לציין כי דיכוטומיה מבנית זו עשויה להוביל למחלוקות וקשיי התנהלות בין הגופים השונים מקום בו שיקולי היציבות ושיקולי טובת הצרכן מצביעים לכיוונים שונים.

הרשויות הקיימות כיום בשוק הכספים וההון האנגלי הן:

א. Her Majesty's Treasury (HMT)

משרד האוצר הבריטי אחראי על קביעת המסגרת החוקית לפיקוח על שוק הכספים וההון. בהינתן ששר האוצר הינו יושב ראש ועדת ה-Tripartite – וועדה המורכבת מכל הרגולטורים הפועלים בשוק הכספים וההון האנגלי- הרי שלמשרד האוצר תפקיד משמעותי ביותר גם בעיתות משבר פיננסי.

ב. <sup>133</sup>The Bank of England

הבנק המרכזי האנגלי (BoE) אחראי על היציבות הפיננסית בשוק, תפקיד אותו הוא ממלא באמצעות פיקוח על מערכות תשלומים ועל ידי ווידוא הנוילות בשוק. במקרים חריגים משמש הבנק המרכזי כמלווה לעיתות מצוקה.

ג. <sup>134</sup>Financial Services Authority (FSA)

הרשות המאוחדת המפקחת על שוק הכספים וההון האנגלי, ה-FSA, הוקמה לצורך ארבע מטרות עיקריות: שמירה על אמון המשקיעים בשוק, קידום מודעות פיננסית בקרב האוכלוסייה, הגנה על צרכנים ומלחמה בהלבנת הון ובטרור.

הרשות מחולקת לשלוש מחלקות: מחלקה תפעולית, מחלקה קמעונאית ומחלקה סיטונאית. בראש כל מחלקה עומד דירקטור מנהל המדווח למנכ"ל וליו"ר.

ה-FSA מנוהלת על ידי חבר מנהלים בן 14 חברים הממונים על ידי משרד האוצר (HMT). חבר המנהלים מונהג על ידי יו"ר שאיננו נושא משרה ועל ידי ארבעה דירקטורים נושאי משרה ב-FSA. יתר הדירקטורים אינם נושאי משרה ברשות וכוללים גם נציג מהבנק המרכזי.

<sup>133</sup> <http://www.bankofengland.co.uk/>

<sup>134</sup> <http://www.fsa.gov.uk/>

הרשות מעסיקה כ – 2,800 איש, וממומנת מעמלות שהיא גובה מהגופים המפוקחים. הרשות אינה ממומנת כלל מקופת האוצר ועל כן יש לה עצמאות כלכלית, אם כי היא מדווחת באופן שנתי לפרלמנט. חבר המנהלים הוא שמפקח על התקציב ומאשר אותו.

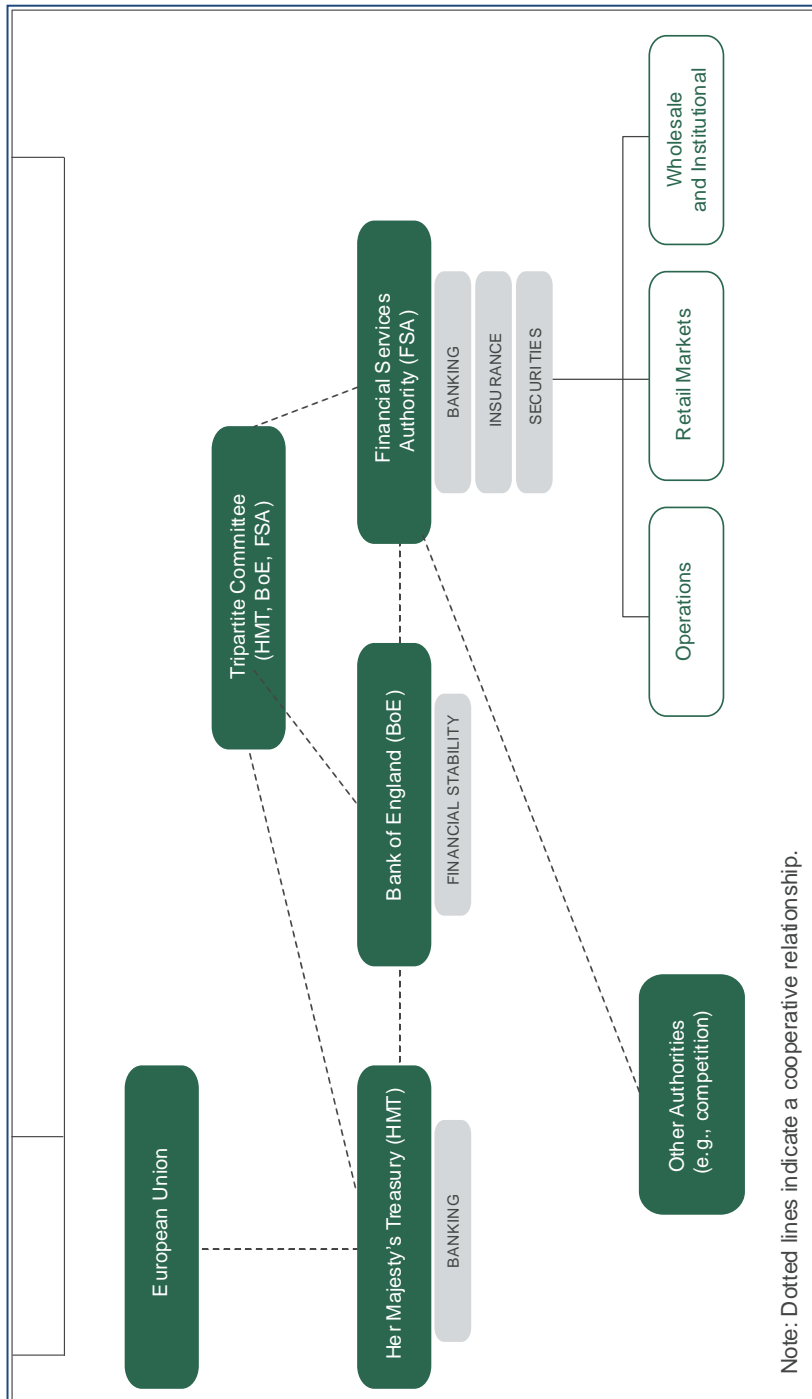
חלוקת הסמכויות המדויקת בין הבנק המרכזי לבין ה-FSA מפורטת בתזכיר הבנות עליו הסכימו הצדדים (MuU).<sup>135</sup>

להלן תיאור גרפי של הגופים הפועלים בשוק הכספים וההון האנגלי ושל יחסי הגומלין ביניהם:<sup>136</sup>

---

<sup>135</sup> "Memorandum of Understanding between HM Treasury, the Bank of England and the Financial Services Authority", available from <http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/mou.pdf>  
<sup>136</sup> This Figure is taken from the Group of 30 report on "The Structure of Financial Supervision, Approaches and Challenges in a Global Marketplace", October 6, 2008, p. 1

איור 13 מבנה הפיקוח הרגולטורי באנגליה



#### 4.6.1. השלכות המשבר הפיננסי ושינויים מתוכננים: מה הלאה?

בעקבות המשבר הכלכלי, עומדת אנגליה בפתחו של שינוי נוסף במבנה הרגולציה בשוק הכספים וההון שלה, במסגרתו יושלם בשנת 2013 המעבר ממודל פיקוח מאוחד למודל פיקוח דו פסגתי. כחלק מתהליך זה, צפויה רשות הפיקוח המאוחדת, ה-FSA, להתפצל למספר רשויות רגולטוריות שונות (לפירוט ראו הסקירה על אנגליה במסגרת הפרק הראשון והן במסגרת פרק זה).

ראשית ההיסטוריה הרלוונטית של שינויים מבניים ברגולציה על שוק הכספים וההון באנגליה מצויה בשנת 1997, אז הוחלט כי כל רשויות הרגולציה והגופים המפקחים בתחום הפיננסיים יאוחדו לכדי גוף מפקח אחד. בהמשך לכך, סמכות הפיקוח על הבנקים נלקחה מה-Bank of England (BoE) (להלן: הבנק המרכזי של אנגליה) והועברה, יחד עם כל שאר סמכויות הפיקוח על גופים ושווקים פיננסיים, לידי ה-FSA. באופן כללי, מדיניות ה-FSA הייתה להפעיל התערבות מצומצמת בלבד, וזאת מתוך החשש שבנקים בינלאומיים יירתעו מהתערבות אגרסיבית ויבחרו לעזוב את אנגליה לטובת מדינות בהן הרגולציה מקלה יותר.<sup>137</sup>

ואולם, בהמשך לביקורת שהושמעה על תפקוד ה-FSA, ה-BoE וה-HMT בזיהוי הבעיות אשר הובילו למשבר של שנת 2008 ובנקיטת הצעדים הדרושים לצמצום הנזקים בטרם יובילו לחוסר יציבות של השוק,<sup>138</sup> הוחלט על עריכת רפורמה מבנית<sup>139</sup> לפיה תחומי האחריות של ה-FSA יועברו עד 2013 לשלוש רשויות רגולטוריות, באופן הבא:<sup>140</sup>

1. הקמת ה-PRA (Prudential Regulation Authority), אשר תהיה כפופה ל-BoE ותבצע רגולציה בגופים פיננסיים, לרבות בנקים, בנקי השקעות וחברות ביטוח, תוך דגש על התנהלות המערכת ברמת המאקרו.

2. הקמת ה-FPC (Financial Policy Committee) במסגרת BoE אשר תפקח על יציבות המערכת הפיננסית בכללותה.

3. הקמת ה-FCA (Financial Conduct Authority) אשר תפקח על אופן הפעילות של חברות המספקות שירותים פיננסיים מסוגים שונים, גם מול הצרכן.

בנוסף, תוכנית פעולה זו כוללת בין השאר הלימות הון בעקבות באזל-3, הגבלות על המינוף, דרגות סיכון שונות לנכסים שונים, דרישות מיוחדות למיזוגים ו"תספורות" ושינויים מחזוריים בדרישות לנזילות כספים.

---

<sup>137</sup> Reuters: <http://www.reuters.com/article/governmentFilingsNews/idUSLH94367220090317>  
<sup>138</sup> White paper of July 2010 (A New Approach to Financial Regulation: Judgment, Focus, and Stability)  
<sup>139</sup> <http://www.freshfields.com/publications/pdfs/2010/July10/28528.pdf>  
<sup>140</sup> [http://www.hm-treasury.gov.uk/consult\\_finreg\\_blueprint.htm](http://www.hm-treasury.gov.uk/consult_finreg_blueprint.htm)

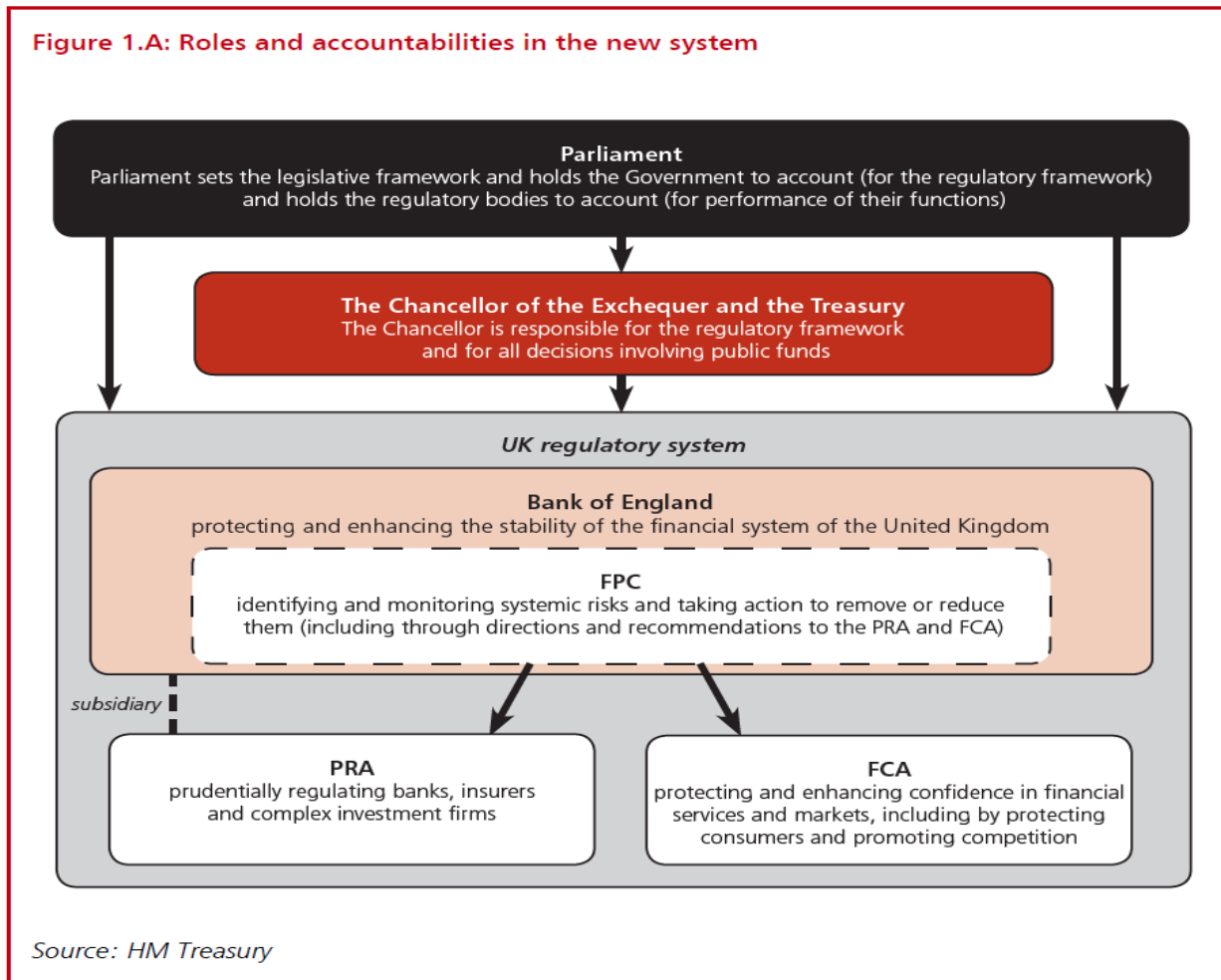
מבחינת חלוקת סמכויות, מעניקה התוכנית סמכות ל-FPC לדרוש מה-PRA (ומה-FCA) לבחון את עמידותם של הגופים הפיננסיים, ואף לבצע את הבדיקה בעצמם. בנוסף, על ה-FPC תוטל אחריות מיוחדת להוציא המלצות ציבוריות ל-HMT באשר להתאמות הנדרשות בהיקף הרגולציה על גופים פיננסיים.

בעקבות התגובות לנוסח התוכנית הראשוני אשר פורסם על ידי ה-HMT לצורך קבלת פידבקים, עלו דרישות לפירוט נוסף לגבי פרטי התוכנית. כתוצאה מכך, הוכנה תוכנית מפורטת יותר שפורסמה בפברואר 2011, כאשר מטרת הממשלה הייתה להעביר את החקיקה ב-2012, ולהתחיל באכיפתה ב-2013. בתקופת הביניים עד להחלה מלאה של החוק, ה-FSA ו-BoE "יזכו" להרצת מבחן של השלכות החוק.

חשוב לציין, כי חלק מיוזמות הרפורמה מקושרות לאלמנטים שנכללו בוועדת באזל (BCBS) וארגונים נוספים, כך שצורת הבנייה מחדש מותאמת לסטנדרטים הבין לאומיים. הצעת ה-HMT מטמיעה חלקים רבים מהאגנדה של ה-FSB,<sup>141</sup> במיוחד רגולציית מאקרו ומיקרו להבטחת יציבות.

---

<sup>141</sup> <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11230.pdf>



טיוטת ה-FS BILL, במסגרתה מוצעת הרפורמה בפיקוח על שווקי ההון באנגליה (אנא ראו הרחבה בהמשך)<sup>142</sup> כוללת את ההסדרים הבאים:

1. האחריות על רגולצית הבנקים תועבר לבנק המרכזי (BoE), לצד האחריות הקיימת על מערכת התשלומים. הרגולציה על recognized investment exchanges ('RIEs') תישאר תחת אחריות ה-FCA.

2. טיוטת ה-FS BILL תכלול התייחסות ליחסים בין ה-RCH ל-RIE, לרבות:

- פישוט פרוצדורות על מנת לאפשר תגובה מהירה לאיומים על יציבות המערכת הפיננסית.

<sup>142</sup> <http://www.publications.parliament.uk/pa/cm200910/cmbills/006/10006.i-ii.html>

- הטלת קנסות כספיים וסנקציות על הפרות רגולציה.
- הענקת סמכויות התקנת תקנות לגופים הרלוונטיים.
- הענקת סמכות לדרוש דיווח מהגופים הנחקרים, וכן סמכות למינוי חוקרים בנושא.
- הסרה של ההגבלות בנושא תחרותיות בחלק 18 ב-Financial Services and Markets act 2000 (FSMA).

3. טיוטת ה-FS BILL תכלול גם שינויים שהוצעו בעניין הרגולציה על מערכת ההסדרים.
4. תוענק ל-BoE סמכות לפנות לבתי המשפט על מנת למנוע או לרפא כשלים במערכת התשלומים.
5. משרד האוצר יוכל להורות על חקירה לבחינת כישלונות בעמידה ברגולציה.

### FPC

על פי הרפורמה, ה-FPC יהיה אחראי לרגולציית מאקרו להבטחת היציבות הפיננסית, ותפקידו יהיה להנחות את ה-PRA (וכאשר הדבר נחוץ גם את ה-FCA) לנקוט בפעולות הכרחיות במידת הצורך, על מנת להבטיח את יציבות המערכת הפיננסית. (עם זאת, חשוב לציין כי ה-FPC לא יפקח בעצמו על החברות). על ה-FPC לנטר את היציבות והגמישות של המערכת הפיננסית ועליו לזהות סיכונים מערכתיים. במידת הצורך באפשרות ה-FPC להתמודד עם סיכונים אלו בעזרת הכלים הבאים:

1. מתן אזהרות לציבור בנושא.
2. השפעה על מדיניות המאקרו בדרגים האירופאים והבינלאומיים.
3. המלצות לגופים (בנוסף ל-FRA ול-FCA) בנוגע לשינויים הנדרשים.

### PRA

ה-PRA כפוף ל-BoE, כאשר באחריותו רגולציית המיקרו בחברות אשר דורשות רגולציה מיוחדת. חברות אלו כוללות בנקים, חברות ביטוח, חברות בנייה גדולות וחברות השקעה בעלות חשיבות. למעשה, חברות אלו כפופות לשני סוגי רגולציה, וזאת מכיוון שהן נתונות גם לרגולציה מצד ה-FCA (dual-regulated firms).

ה-PRA יצטרך לתת הבהרות בשני נושאים:

1. כיצד מתעתד ה-PRA לפעול על מנת למלא את תפקידו.
2. הבהרה בנוגע לחלוקת האחריות בין ה-PRA ל-FCA.

## FCA

מטרת ה-FCA היא לקדם ולשקם את אמון הציבור במערכת הפיננסית באנגליה, תוך שיפור האמונה בושרת השוק וביעילותו. על פי התכנית, ה-FCA יפעיל את סמכויותיו כאשר הינו סבור שהכרחי לנקוט בפעולות אלו על מנת להבטיח את טובת האזרח. בין תחומי האחריות ה-FCA מצויים התחומים הבאים:

1. אחריות רגולציה על כל החברות, לרבות dual regulated firms וחברות שאינן תחת רגולציית ה-PRA.
2. אחריות על רוב הרגולציה בשוק ה-FSA, לרבות סמכויות הרישום (UK listing Authority – "UKLA").

בנוסף, בכוונת הממשל להעניק ל-FCA 3 סמכויות נוספות:

1. סמכות להוצאות צווי ביניים להפסקת פעילות.
2. דרישה מפירמות לתקן פרטים פיננסיים מטעים. טיוטת ה-FS BILL כוללת חובה לפרסם מתי הפעילה ה-FCA סמכות זו, על מנת להגביר את תחושת השקיפות מצד האזרחים. חשוב לציין כי בטרם תוציא ה-FCA דרישה לתיקון פרטים מטעים, עליה להזהיר את החברה בנוגע לכוונתה, וזאת על מנת לתת לחברה זמן למצות הליכים בנושא.
3. פרסום פרטים בנוגע לתחילת הליכים כנגד חברות אשר לא עמדו בסטנדרטים.
4. לבסוף, בסמכות ה-FCA להתקין תקנות זמניות התקפות לשנה הדרושות לצורך הבטחת טובת האזרח. מכיוון שסמכות זו גורפת ביותר, טיוטת ה-FS BILL כוללת את המגבלות הבאות על השימוש בסמכות זו:

- על ה-FCA להתייעץ ולפרסם הצהרה כאשר הוא מפעיל סמכות זו.
- על ה-FCA להימנע מיצירת רגולציה זהה/דומה בתום שנת התוקף של התקנות הזמניות (בכפוף לסעיף הבא).
- דרישה להתייעצות ולבחינת אפקטיביות במידה וה-FCA מעוניין להאריך את התקנות לתקופה העולה על שנה.

בידי ה-FCA נתונות סמכויות נוספות הנוגעות לתחרותיות, לרבות מנדט רחב לנקיטת פעולות לקידום התחרותיות. בנוסף, טיוטת ה-FS BILL נותנת ל-FCA אפשרות לפנות ל"Office of Fair Trading" ("OFT") בנושאים הדורשים מומחיות בנושא התחרותיות, כאשר ה-OFT מחויב לענות תוך 90 יום.

להלן פירוט הסמכויות הצפויות להתחלק בין הרגולטורים השונים בנושא פיקוח על שווקי ההון:

פרסום מתן אזהרות - שימוש בעיקר ע"י ה-FCA.



כאמור, בסמכות ה-FCA וה-PRA לפרסם אזהרות שניתנו לחברות שונות, תוך מתן תשומת לב לכך שהדבר עלול לפגוע במוניטין החברה ובאובדן אמון האזרח. הרגולציה החדשה אינה דורשת חובת התייעצות עם הגורם אליו האזהרה מיוחסת בטרם הפרסום. יחד עם זאת, בטיטת ה-FS BILL ניתנו הנחיות מתי יש להימנע מפרסום מתן האזהרות:

1. במצב של חוסר הוגנות כלפי הגורם אליו האזהרה מיוחסת.

2. במצב של פגיעה באינטרס הלקוחות.

3. במצב של חשש לפגיעה במערכת הפיננסית.

תיאום בין הגופים הרגולטורים: המבנה החדש דורש תיאום רב בין הגופים, על מנת להבטיח עקביות ועל מנת להימנע מעבודה כפולה. בכוונת הממשל לפרסם תזכיר (MoU) המבהיר את הדרכים בהם הגופים נדרשים לשתף פעולה ולחלוק מידע.

סידורי ניהול משברים: אחת הביקורות העיקריות על תפקוד הממשל בעת המשבר, היא שהממשל נכשל בזיהוי הבעיות במערכת הפיננסית. לכן, מתעתד הממשל לקבוע כללים ברורים על פיהם צריכים לפעול ה-BoE, ה-FPC וה-PRA במהלך משבר.

נושאים נוספים עליהם יש לתת את הדעת בהקשר לרפורמה הצפויה הינם:

הגופים בעולם: סמכות הפיקוח של הרגולציה באנגליה אינה דומה למודלים אחרים בעולם. חשוב לציין כי ה-PRA וה-FCA מייצגות את אנגליה במועצות וועידות בינלאומיות כלכליות.

רפורמות נוספות: יש מקום סביר להניח כי ה-PRA וה-FCA יירשו את רוב הסמכויות ותחומי האחריות של ה-FSA. יחד עם זאת, יצוין כי הממשל שוקל ביצוע רפורמות נוספות, לרבות רפורמות ברשויות פיננסיות נוספות.

ה-PRA וה-FCA: ה-FSA וה-BoE יפרסמו ניירות נוספים על ה-PRA וה-FCA, הכוללים:

1. מבנה ה-FCA, לרבות פירוט על מסגרת הסיכונים שלו והתייחסות לשקיפותו.

2. מידע אודות האופן בו ה-PRA וה-FCA ימסרו הנחיות קונקרטיות.

ה-FPC הזמני: בפברואר 2011, הקים הממשל גוף זמני בשם ה-FPC, שמטרתו להחליף את ה-FPC בנושא ה-macro-prudential. עבודתו המרכזית של ה-FPC היא לבצע עבודת הכנה על מנת ליצור כלים להתמודד עם בעיות בנושא. ביוני 2011 פרסם הממשל הנחיות בנוגע למסגרת זמני העבודה של ה-FPC:

1. ה-FPC ידווח לממשלה על התקדמותו בבניית הכלים המקרו כלכליים בהמשך שנת 2011.

2. במהלך שנת 2012 יבוצע דיווח נוסף על התקדמות ה-FPC בנושא זה.

תקנות זמניות: ה-FSA מתכוון למעבר למבנה החדש. ראשית, באפריל 2011 הוחלפו תהליכי ההשגחה העסקית, כפי שניתן לראות בטבלה שלהלן:

טבלה 10 חלוקת תפקידים ברגולציה מערכתית באנגליה

Authority		'Peacetime'	Emerging risks	Crisis management
HM Treasury		Economic and financial policy.	Contingency planning	Overall responsibility for decisions affecting public funds and international obligations
Bank of England	Bank	Monetary policy, central banking, and key infrastructure	Operation of liquidity insurance	Emergency liquidity
	FPC	Monitoring risks, vulnerabilities and imbalances; use of macro-prudential tools	Possible use of macro-prudential tools in response to emerging threat.	
	PRA	Normal prudential regulation of firms	Heightened supervision and intervention	Triggering SRR and crisis interventions
	SRU		Contingency planning	Operating the SRR

שינויים ברגולציה הפיננסית מאז 2008

משרד האוצר פרסם 3 מסמכים הכוללים הצעות לרפורמות:

1. גישה חדשה לרגולציה פיננסית: שיפוט, מיקוד ויציבות (יולי 2010).
2. גישה חדשה לרגולציה פיננסית: בניית מערכת חזקה יותר (פברואר 2011).
3. גישה חדשה לרגולציה פיננסית: טיוטת הרפורמה (יוני 2011). המסמך כלל טיוטה של ה-FS BILL (החקיקה העיקרית של הרפורמות).

The Financial Service Bill (FS Bill)

ביוני 2011 פרסם משרד האוצר טיוטה של ה-FS BILL, שבעיקרה מכניסה תיקונים בחקיקה קיימת ועורכת שינויים מרחיבים בחוק ה-FSMA, the bank of England Act 1998, Banking Act 2009. כחלק מהתוכנית, מתכוונת הממשלה להאציל את הסמכויות לגופים המוקמים עד סוף 2012, כך שהרשויות יהפכו לפעילות בתחילת 2013. למרות זאת, במרץ 2011, מנהל ה-FSA הקטור סאנטס, הציע שהעברה תתבצע רק בתחילת 2013, ומנהל ה-BoE דיווח למשרד האוצר ולבית הנבחרים כי לדעתו תאריך היעד יידחה עד ל-1 במרץ 2013.

למרות האמור לעיל, הממשלה התעקשה שתאריך היעד יישאר סוף 2012, תוך שהודיעה במקביל כי הטיוטה השנייה של החקיקה הנוגעת ליצירת כלים macro-prudential לא תפורסם עד לתחילת בחינת ה-FS BILL, וזאת מכיוון שפיתוח כלים אלו מתבסס על מדיניות כללית בנושא. המסמך כולל הוראות לשינויים מבניים,

לרבות הקמת ה-FPC, ה-PRA, וה-FCA. ה-PRA נדרש להתייעץ עם ה-FCA בהחלטותיו כאשר ישנו צורך לאזן בין האינטרסים של קובעי המדיניות לבין האינטרסים של החברה. הממשל שוקל האם ההשגחה הקיימת מספקת או שנדרשת חקיקה ספציפית יותר.

משרד האוצר יתקן תקנות המפרטות את מטרות ה-FSMA. התקנות יקבעו את דרגת הרגולציה ע"י ה-PRA ואת הגופים עליהם ה-PRA יבצע את הרגולציה.

כאמור, הטייטה עוסקת בעיקרה בתיקונים לחקיקה קיימת, אך כוללת בנוסף גם "הוראות חופשיות" בפרק 3 (בנושא שיתוף פעולה בין ה-Boe, ה-FCA, וה-PRA) ובפרק 4 (בנושא חקירות ובירורים). הממשלה החליטה לבצע תיקונים ב-FSMA מאשר לחוקק אותו מחדש, וזאת על מנת למזער את ההשפעה על החברות ועל בעלי המניות.

### ההתייעצות

באופן כללי, מפנה ה-FS BILL לחובת ההתייעצות הקיימת ב-FSMA וקובעת שיש לקיים חובה זו ללא יוצאים מן הכלל (וזאת בשל החשיבות שהממשלה מעניקה לכך ששיקול הדעת בנושא יהיה מסור אך ורק ל-FRA ול-FCA).

1. הטייטה דורשת מה-PRA להכין ניתוח של עלויות-תועלות של כל החוקים בנושא.

2. יחד עם זאת, בשונה מה-FCA, ה-PRA לא יידרש לקיים פאנל צרכנים.

### כלים חקיקתיים תחת ה-FS BILL

ה-FS BILL מאפשר למשרד האוצר לבצע שינויים עתידיים ברגולציה הקיימת. שינויים אלו עתידיים להתבצע בסוגיות הבאות: רישום הכלים ה-macro-prudential (new section 95K, BoE Act, 1998), תיקון מטרות ה-FCA, פירוט פעולות הרגולציה של ה-PRA, תיקון עקרונות הרגולציה של ה-FCA וה-PRA, פירוט תחומי האחריות של ה-PRA וה-FCA, הרחבת/הצרת הסמכויות של ה-FCA וכיו"ב.

סיכום השינויים מוצג בטבלה שלהלן:

**טבלה 11 תפקידי ה-Financial Conduct Authority**

Entity	Responsibility	Firms Regulated	Objective(s)	Corresponding European Supervisory Authorities (ESAs)/International Bodies
Financial Conduct Authority	<p>Conduct of business regulation of all firms</p> <p>Prudential regulation of firms not regulated by PRA</p> <p>Market conduct regulation:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Supervising trading infrastructure (other than systemically important infrastructure – settlement systems and clearing houses – for which BoE will be responsible)</li> <li>- Supervising markets for issuing of securities, including acting as UK Listing Authority</li> <li>- Oversight of on-exchange and over-the-counter (OTC) markets and monitoring to prevent market abuse</li> </ul> <p>(Likely to acquire responsibility for consumer credit from Office of Fair Trading)</p> <p>Joint responsibility with PRA for Financial Services Compensation Scheme</p> <p>Operation of Financial Crime Information Network (FIN-NET)</p>	<p>Systemically important 'dual regulated' firms, as for PRA above (conduct of business regulation only)</p> <p>All other regulated firms (prudential &amp; conduct of business regulation):</p> <p>Investment managers, financial advisers (approximately 27,000 firms in total)</p>	<p>Strategic objective: protect and enhance confidence in UK financial system</p> <p>Operational objectives:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Facilitate efficiency and choice in market for financial services</li> <li>- Secure appropriate degree of protection for consumers</li> <li>- Protect and enhance integrity of UK financial system</li> </ul> <p>"Free-standing duty" to have regard to measures to minimise extent to which regulated business can be used for purposes connected with financial crime</p>	<p>European Securities and Markets Authority (ESMA) voting seat</p> <p>---</p> <p><i>International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) &amp; International Association of Insurance Supervisors (IAIS) – representation remains TBC: February 2011 consultation paper suggests that FCA as conduct regulator may hold the former FSA IOSCO seat, but notes that BoE (as regulator of central counterparty clearing houses) and PRA (in connection with regulatory capital regime around exposures to CCPs) will both have an active interest in IOSCO's work</i></p>

<sup>1</sup> Non-voting seat to rotate between competent authorities, including PRA and FCA, according to item discussed

<sup>2</sup> FCA to attend as non-voting observer if conduct-related issues discussed

טבלה 12 נתונים עיקריים - אוסטרליה

שנה	תל"ג <sup>148</sup> (מיליוני דולרים)	מדד המחירים לצרכן <sup>147</sup>	שיעורי ריבית ארוכת טווח	גודל האוכלוסייה <sup>146</sup>	ביטוח <sup>145</sup> (מיליוני דולרים)	קרנת פנסי <sup>144</sup> ה- (% מ-GD (P)	גודל שוק המניות (מיליוני דולרים) <sup>143</sup>
2005	721 313.7	100	5.34	20 394 790	26 874	80.38	
2006	774 438.6	103.5	5.59	20 697 880	28 215	90.4	
2007	830 599.3	106	5.99	21 015 040	39 910	110.36	
2008	848 667.5	110.6	5.82	21 499 000	37 166	93.01	
2009	885 887.3	112.6	5.04	21 955 000	30 217	82.62	
2010		115.8	5.37	22 342 000	36 156	90.95	1,017,705

מקור הנתונים<sup>149</sup>

היקף ההלוואות לציבור מבנקים באוסטרליה עמד בתחילת שנת 2012 על 1,815 מיליארד דולר,<sup>150</sup> ואילו היקף פקדונות הציבור עמד על 1,604 מיליארד דולר.<sup>151</sup>

**מבנה השוק**

באוסטרליה פועלים מעל 50 בנקים שונים (חלקם מקומיים וחלקם בין לאומיים), כאשר השוק נשלט בידי ארבעה בנקים עיקריים: The Australia and New Zealand Banking Group Limited, Commonwealth Bank of Australia, Westpac Banking Corporation ו-Bank of Australia, the National Australia Bank Limited. בעוד ארבעת הבנקים האלו שולטים בכ-67% מהשוק האוסטרלי, 11% נוספים נשלטים על ידי בנקים זרים. שאר שוק האשראי נשלט בידי תאגידי בניה (Building societies) ואיגודי אשראי (credit unions). שוק הביטוח האוסטרלי מערב נכסים בשווי כ-90 מיליארד דולר אוסטרלי. לבסוף, נתון שבשנת 2007 היה שוק הכספים וההון האוסטרלי אחראי ל-7.3% מהתוצר הלאומי הגולמי.

Market capitalization<sup>143</sup>  
Assets as a share of GDP<sup>144</sup>  
In US Dollar, all undertakings<sup>145</sup>  
All persons all ages<sup>146</sup>  
2005=100<sup>147</sup>  
Output approach<sup>148</sup>  
[http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=SNA\\_TABLE1](http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=SNA_TABLE1)<sup>149</sup> וכן,  
[http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/wdi\\_ebook.pdf](http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/wdi_ebook.pdf)  
<sup>150</sup> <http://www.rba.gov.au/statistics/tables/>  
<sup>151</sup> <http://www.rba.gov.au/statistics/tables/>

## מבנה רשויות הפיקוח

המודל האוסטרלי הוא מודל **פיקוח דו פסגתי**, המחלק את סמכויות הפיקוח בין שתי רשויות, האחת אחראית על שמירת היציבות במשק ועל פיקוח מערכתי והשניה אחראית על מסחר תקין והתנהגות תקינה. הרשויות מתואמות ביניהן באמצעות ועדת הרגולטורים בשוק הכספים וההון (Council of Financial Regulators) המונהגת בידי משרד האוצר. בפורום זה נידונים נושאי מדיניות ומגמות שונות בשוקי הפיננסים ומטרתו למנוע חילוקי דעות וליישב כיווני פעולה נוגדים של גופי הפיקוח השונים. הוועדה מתפקדת כגוף בלתי פורמאלי (שאיננו מוסדר בחוק) המאפשר במה להחלפת מידע ורעיונות, וכן כפורום לחלוקת סמכויות במקרים בהם קיימת חפיפה בין הרשויות בתחומי האחריות. במקרה של משבר פיננסי, אחראית ועדת הרגולטורים על תיאום הפעילויות הנחוצות לבלימת המשבר.

מלבד ועדת הרגולטורים שנידונה לעיל, מבוצע התיאום בין הרגולטורים בהתבסס על מספר הסכמים ומזכרי הבנות שנחתמו הן בין הרגולטורים לבין עצמם והן בינם לבין רשויות אחרות (כדוגמת מס הכנסה או רשויות פיקוח בין לאומי), שנועדו לוודא שנושא הסמכויות והעברת המידע בין הרשויות יוסדר לפרטיו.

ביתר פירוט, הרשויות הקיימות כיום בשוק הכספים וההון האוסטרלי הן:

### א. <sup>152</sup> Commonwealth Treasury

משרד האוצר האוסטרלי מתואם עם המפקחים השונים על מנת להביא ליציבות כלכלית במשק, והינו חבר בוועדת הרגולטורים בשוק הכספים וההון (Council of Financial Regulators) שנידונה לעיל. למשרד האוצר נתונה סמכות חירום להנחות את הרגולטור האחראי על היציבות במשק בכל הקשור למדיניות ולסדרי עדיפויות תפעוליים (עם זאת, מדובר בסמכות למקרים חריגים בלבד, ועד כה לא נעשה בה שימוש).

### ב. <sup>153</sup> Reserve Bank of Australia

הבנק המרכזי של אוסטרליה (RBA) אחראי ליציבות המערכת הפיננסית, לבטיחות ומהימנות מערכות התשלומים וכן לקביעת המדיניות המוניטרית במשק. הבנק המרכזי אחראי להנפקת המטבע של אוסטרליה והוא משמש כבנק לממשלה הפדראלית וכן כמלווה לעיתות מצוקה.

סמכות נוספת הנתונה ל-RBA הינה קביעת סטנדרטים של יציבות פיננסית עבור גופים מרכזיים בשוק הכספים וההון ועבור מסלקות ני"ע. סטנדרטים אלו באים להבטיח שהמסלקות ייקחו בחשבון את הסיכונים הכרוכים בפעילותן וינהלו אותם כראוי.

<sup>152</sup> <http://www.treasury.gov.au/home.asp?ContentID=521>

<sup>153</sup> <http://www.rba.gov.au/>

ה-RBA מנוהל על ידי שני גופים בעלי אחריות משלימה: חבר המנהלים של הבנק אחראי על המדיניות המוניטרית ועל הבטחת היציבות במערכת הפיננסית, בעוד חבר המנהלים של מערכות התשלומים ( Payment System Board או PSB) אחראי ליציבות ולאמינות של מערכות התשלומים והסליקה. מבחינה מבנית, נגיד הבנק המרכזי יושב בראש חבר המנהלים של מערכות התשלומים. חבר המנהלים כולל גם נציג נוסף מהבנק המרכזי, נציג מ-APRA ועד חמישה נציגים נוספים שלרוב ממונים מקרב הקהילה הפיננסית.

לעומתו, חבר המנהלים של הבנק המרכזי מורכב מתשעה נציגים הכוללים את הנגיד (המשמש כיו"ר), את סגן הנגיד (המשמש כסגן יו"ר), את מזכיר האוצר וכן שישה דירקטורים חיצוניים הממונים על ידי הנציב הכללי (the Governor General) ומאושרים על ידי משרד האוצר.

הבנק המרכזי ממומן בעיקר על ידי ריביות הנצברות על כספי הממשלה שבהחזקתו.

#### ג. Australian Prudential Regulation Authority (APRA)<sup>154</sup>

רשות זו פועלת כמפקח המערכתי על הבנקים, על חברות הביטוח ועל כל מוסד אחר המציע שירותי פיקדונות לציבור. מפקח זה אחראי גם על איסוף נתונים סטטיסטיים מהגופים הפועלים בשוק הכספים וההון. בנוסף, אחראי ה-APRA לטפל גם בגופים שאינם יכולים לעמוד בסטנדרטי הפיקוח המערכתי הנדרשים על ידו, והוא אחראי לדווח לשר הרלבנטי כאשר אחד הגופים שבפיקוחו נקלע לקשיים.

APRA רשאית להתערב כבר בשלבים הראשונים בהם גוף מפוקח המחזיק בפיקדונות נכנס לקשיי נזילות, ויש בסמכותה להביא גוף זה לידי פירוק על מנת להגן על מפקידים במידה והדבר הכרחי. כמו כן, APRA אחראית גם על ניהול הקרן להגנה על מפקידים. קרן זו מספקת לכל מפקיד ביטוח פיקדונות בגובה של עד 20 אלף דולר אוסטרלי.

APRA חייבת בדיווח לממשלה ולפרלמנט. במקרים בהם עמדת APRA איננה עולה בקנה אחד עם עמדת הממשלה, משרד האוצר יגבור על נהליה של APRA (אם כי יש לציין כי מקרה כזה טרם ארע).

APRA מנוהלת על ידי חבר מנהלים בן 3-5 חברים. היו"ר וסגנו ממונים על ידי הנציב הכללי (the Governor General) בהמלצת משרד האוצר. חבר המנהלים אחראי להוצאת נהלים, לקביעת המדיניות ולתפעול השוטף של הרשות. הרשות ממומנת בעיקר מעמלות המוטלות על הגופים המפוקחים, שגובהן נקבע על ידי הממשלה.

<sup>154</sup> <http://www.apra.gov.au/Pages/default.aspx>

<sup>155</sup> Australian Securities and Investment Commission (ASIC) .ד

החל משנת 1998, משמשת ASIC כרשות ניירות הערך וההשקעות האוסטרלית, והיא אחראית על היושרה ועל ההגנה על המשקיעים בשוק הכספים וההון. הרשות מפקחת הן על הגופים הפיננסיים והן על היועצים בשוק הכספים וההון האוסטרלי, אך איננה אחראית לפיקוח כללי על היציבות של הגופים הפועלים בשוק זה.

השרים האחראים לפעילותה של ASIC הם שר האוצר ושר החברות (the Minister for Superannuation and Corporate Law), והיא מנוהלת בידי שלושה נציבים הממונים בידי הנציב הכללי (Governor General) בהמלצת שר האוצר. הנציבים מדווחים לשרים באופן שוטף.

המימון לפעילות הרשות מגיע מתקציב המדינה.

להלן תיאור גרפי של הגופים הפועלים בשוק הכספים וההון האוסטרלי ושל יחסי הגומלין ביניהם: <sup>156</sup>

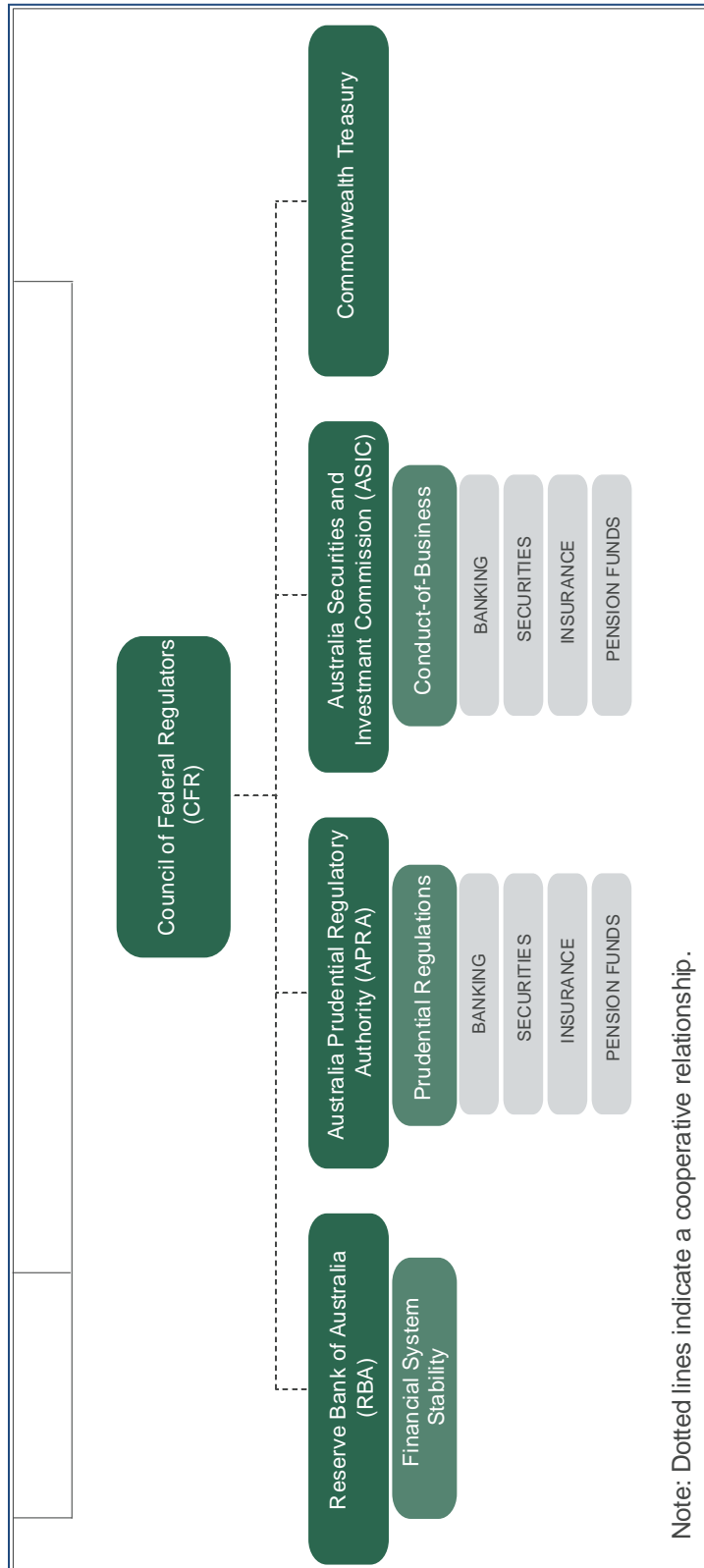
---

<sup>155</sup> <http://www.asic.gov.au/asic/asic.nsf>

This Figure is taken from the Group of 30 report on “The Structure of Financial Supervision, Approaches <sup>156</sup> and Challenges in a Global Marketplace”, October 6, 2008, p. 1



איור 15 מבנה הפיקוח הרגולטורי באוסטרליה



#### 4.7.1. השלכות המשבר הפיננסי ושינויים מתוכננים: מה הלאה?

בספטמבר 2008, פרסם ה-MOU (Council members released a joint Memorandum of Understanding)<sup>157</sup> מזכר הבנק בנוגע לצורך ההכרחי בשיתוף מידע ובזרימה חלקה שלו בין הרשויות המפקחות, בעיקר בזמני משבר.

השינויים שבוצעו באוסטרליה בהמשך למשבר נעשו בעיקר בתחום אופן הפיקוח ותוכנו ולא על ידי שינוי מבני. שינויים כאלה, למשל, היו הזרמת כספים למערכת הבנקאית (בערך 1% מהתל"ג של אוסטרליה), הורדת הריבית הממשלתית, תמיכה של \$1.5 מיליארד בענף הבניה ועוד.<sup>158</sup>

---

Attached- MOU Financial Crises <sup>157</sup>

For additional reading regarding the crisis and Australia see: <sup>158</sup>

- 1.Regulatory Responses in Australia [http://www.apec.org.au/docs/08\\_ALA\\_RT/S3\\_Bultitude.pdf](http://www.apec.org.au/docs/08_ALA_RT/S3_Bultitude.pdf)
2. Developments in the Structure of the Australian Financial System:  
<http://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2011/jun/pdf/bu-0611-5.pdf>

4.8. הולנד

טבלה 13 נתונים עיקריים – הולנד

שנה	תל"ג <sup>164</sup> (מיליוני דולרים)	מדד המחירים לצרכן <sup>163</sup>	שיעורי ריבית ארוכת טווח	גודל האוכלוסייה <sup>162</sup>	ביטוח <sup>161</sup> (מיליוני דולרים)	קרנות פנסיה <sup>160</sup> (% מ-GDP)	גודל שוק המניות (מיליוני דולרים) <sup>159</sup>
2005	572900.6	100	3.37	16 319 870	30 680	121.73	
2006	622388.6	101.2	3.78	16 346 100	32 197	125.74	
2007	667169.4	102.8	4.29	16 381 690	36 496	138.05	
2008	705759.5	105.4	4.23	16 445 590	38 908	112.72	
2009	679034.2	106.6	3.69	16 530 390	30 329	126.01	
2010	700605.4	108	2.99		23 785	134.89	1,143,040

מקור הנתונים<sup>165</sup>

היקף ההלוואות לציבור בהולנד עמד בתחילת 2012 על 178,570 מיליוני יורו והיקף הפקדונות עמד על 193,548 מיליוני יורו.<sup>166</sup>

**מבנה השוק**

בהולנד פועלים כ-1,800 גופים פיננסיים בעלי רישיון, המחזיקים בהיקף נכסים בשווי חמישה טריליון יורו. בשנים האחרונות עבר השוק ההולנדי תהליך של קונסולידציה – לפיו מספר קבוצות בנקאיות מחזיקות את פלח השוק העיקרי ומספקות מגוון רחב של שירותים פיננסיים: מבנקאות ועד ביטוח. גם בתחום הפנסיה הורגש תהליך של קונסולידציה – כאשר החברות הגדולות החלו לבלוע לתוכן את החברות הקטנות. **הולנד מתאפיינת במודל הפיקוח הדו-פסגתי**, כאשר תחת משרד האוצר קיימים שני גופי פיקוח עיקריים, הבנק המרכזי והרשות פיקוח על שוק הכספים וההון.

Market capitalization<sup>159</sup>  
Assets as a share of GDP<sup>160</sup>  
In US Dollar, all undertakings<sup>161</sup>  
All persons all ages<sup>162</sup>  
2005=100<sup>163</sup>  
Output approach<sup>164</sup>  
[Http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=SNA\\_TABLE1](http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=SNA_TABLE1) וכן,<sup>165</sup>  
[http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/wdi\\_ebook.pdf](http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/wdi_ebook.pdf)  
<http://www.statistics.dnb.nl/index.cgi?lang=uk&todo=Bankbedr><sup>166</sup>

רשויות הפיקוח הפועלות בשוק הכספים וההון ההולנדי הן :

א. <sup>167</sup>The Ministry of Finance

למשרד האוצר אחריות אחת בכל הנוגע לפיקוח על שוק הכספים וההון: הסכמתו דרושה ביחד עם הסכמת הבנק המרכזי לכל מיזוג או השתלטות בו אחד מחמשת הבנקים או המבטחים הגדולים בהולנד מעורבים (המקרה המפורסם בו אכן נדרש אישור האוצר היה ההשתלטות על בנק ABN AMRO על ידי שלושה בנקים זרים בסוף שנת 2007).

ב. <sup>168</sup>De Nederlandsche Bank (DNB)

הבנק המרכזי ההולנדי ממלא תפקיד כפול: הבנק חבר ב-European System of Central Banks (ESCB) כבנק מרכזי, אך בנוסף הינו גם רשות ציבורית מפקחת, כל זאת כאשר מבחינה אדמיניסטרטיבית הוא נמצא תחת משרד האוצר ההולנדי. ה-DNB מפקח מערכתית (סיסטמית) על הגופים הפיננסיים השונים בשוק הכספים וההון ההולנדי. כמו כן אחראי ה-DNB לכך שהעברות כספים יערכו בתום לב. בתוך ה-DNB הוקמה יחידה מיוחדת האמורה לדאוג ליציבות (Financial Stability Division). תפקידה של יחידה זו הוא להעריך את הרגולציה שאמורה להביא ליציבות בשוק לעומת המצב הקיים בפועל, ובין משימותיה היא בודקת עד כמה יכולה המערכת לספוג זעזועים מבלי לקרוס. תפקיד זה דורש הערכת סיכונים מתמדת, כולל הערכת סיכונים מסדר שני והערכת סיכונים של זעזועים שניוניים.

ה-DNB מבטח פקדונות בשווי של עד 40 אלף יורו לבעל חשבון כשסכום הפיצוי לא עולה על 38 אלף יורו. ניהול ה-DNB מתבצע על ידי חבר מנהלים המורכב מנשיא ומחמישה דירקטורים נוספים הממונים על ידי המלכה לכהונה של שבע שנים. ל-DNB יש גם חבר מנהלים מפקח וחבר מנהלים מייעץ, הנקראים יחדיו "מועצת הבנק" (the Bank Council). הגוף המפקח מפקח על הניהול השוטף ועל התקציב. לאחר אישור התקציב על ידי הגוף המפקח הוא מובא לאישור מספר שרים, ביניהם גם שר האוצר.

המימון לפעילות ה-DNB מגיע הן מהממשלה והן מהגופים המפוקחים (כאשר הרשות מתוקצבת במיליונים רבים של יורו כל שנה ומעסיקה כ-1,600 עובדים).

ג. <sup>169</sup>The Netherlands Authority for Financial Markets (AFM)

רשות הגופים הפיננסיים מפקחת על ההתנהלות הנאותה בשוק (market conduct) ועל עמידה בהוראות החוק הנוגעות לגילוי נאות. מטרת הרשות היא לקדם שקיפות, להבטיח תום לב מצד השחקנים הרלוונטיים, להגביר

<sup>167</sup> <http://english.minfin.nl/>

<sup>168</sup> <http://www.dnb.nl/home/>

<sup>169</sup> <http://www.afm.nl/en/over-afm.aspx>

את אמון המשקיעים ולהבטיח תפקוד חלק של שוק הכספים וההון. מטרות אלו מתורגמות לשלושה יעדים עיקריים: לקדם כניסה של שחקנים חדשים לשוק, להבטיח מסחר יעיל, הוגן ומסודר ולחזק את אמון המשקיעים בשוק.

רשות הגופים הפיננסיים מפוקחת על ידי חבר מנהלים מפקח המורכב מחמישה דירקטורים, שתפקידם לוודא כי הרשות עומדת בשלושת היעדים העיקריים שהוגדרו לה. חבר המנהלים המפקח אחראי גם לאשר את התקציב לרשות, את התוכנית השנתית שלה ואת הדוחות הכספיים שלה, וכן לאשר באופן כללי גם את הנושאים שהינם בעלי חשיבות אסטרטגית.

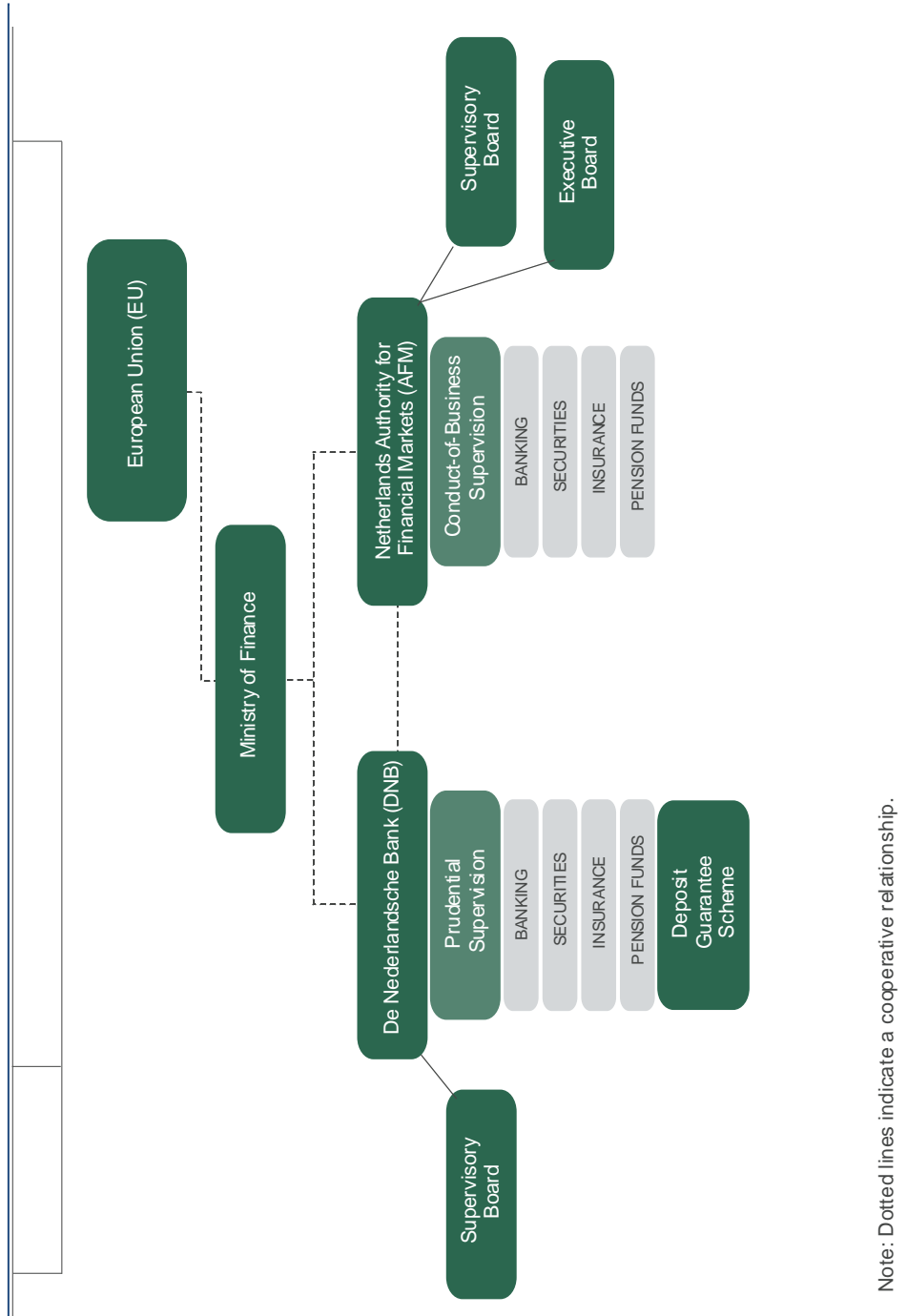
הרשות מנוהלת על ידי חבר מנהלים שבידיו נתונה עיקר האחריות האסטרטגית לפעילות הרשות. חלק מהדירקטורים בחבר מנהלים זה הינם נושאי משרה ברשות.

יש לציין כי רשות ה-AFM הינה שלוחה של משרד האוצר. משרד האוצר ממנה את הדירקטורים בחבר המנהלים ובחבר המנהלים המפקח, והוא גם מאשר את תקציב הרשות.

הרשות ממומנת מכספי המדינה ומכספים שהיא גובה מהחברות המפוקחות.

להלן תיאור גרפי של הגופים הפועלים בשוק הכספים וההון ההולנדי ושל יחסי הגומלין ביניהם:

איור 16 מבנה הפיקוח הרגולטורי בהולנד



#### 4.8.1. השלכות המשבר הפיננסי ושינויים מתוכננים: מה הלאה?

המשבר הפיננסי פגע בהולנד באופן חמור למדי (IMF 2010). דו"ח קרן המטבע העולמית מצא כי המערכת הפיקוחית בהולנד פעלה כנדרש בתחום הבנקאי הביטוח וניירות הערך, אך יחד עם זאת חדלות הפירעון של הבנק DBS משך ביקורת על אופן הפיקוח הרגולטורי בהולנד.<sup>170</sup> בהמשך לכך, כלל הדו"ח קריאה לשינוי תרבותי במערכת הפיקוח של הבנק המרכזי (ה-DNB) (IMF 2010). הבנק המרכזי אכן התייחס לנושא זה בתכנית העבודה שלו, כאשר המשקל הרגולטורי עבר להיות יותר "פרו-אקטיבי והחלטי" (IMF 2010). עם זאת, לא מתוכננים כל שינויים מבניים בפיקוח ובחלוקת האחריות בין ה-AFM ל-DNB.

---

---

Kremers and Schoenmaker 2010<sup>170</sup>

#### 4.9. ארצות הברית

##### טבלה 14 נתונים עיקריים – ארצות הברית

שנה	תל"ג <sup>176</sup> (מיליוני דולרים)	מדד המחירים לצרכן <sup>175</sup>	שיעורי ריבית ארוכת טווח	גודל האוכלוסייה <sup>174</sup>	ביטוח <sup>173</sup> (מיליוני דולרים)	קרנות פנסיה <sup>172</sup> (% מ-GDP)	גודל שוק המניות (מיליוני דולרים) <sup>171</sup>
2005	12 579 700	100	4.29	295 618 500	556 294	74.84	
2006	13336200	103.2	4.79	298 431 800	599 923	79.33	
2007	13995000	106.2	4.63	301 393 600	710 441	79.41	
2008	14,506,142	110.2	3.67	304 177 400	738 833	57.93	
2009	14,223,686	109.9	3.26	306 656 300	731 856	67.62	
2010	14,660,828	111.7	3.21	309 050 800	732 129	72.67	36,467,431

מקור הנתונים<sup>177</sup>

היקף ההלוואות לצרכנים בארה"ב עמד בתחילת 2012 על 6,933.1 מיליארד דולר (מתוכם כ=1,091.1 מיליארד דולר בהלוואות לצרכנים)<sup>178</sup> ואילו היקף פקדונות הציבור עמד על 8,529 מיליארד דולר בתחילת אותה השנה.<sup>179</sup>

#### מבנה השוק

שוק הכספים וההון האמריקאי מהווה כ-8% מהתוצר הלאומי הגולמי והינו אחד משוקי ההון הגדולים בעולם. במסגרת השוק קיימים יותר מ-31,000 גופים מפוקחים, המעניקים שירותים פיננסיים בתחומי הבנקאות, הביטוח, נייע וניהול השקעות. כ-9,000 מתוך הגופים הללו הינם בנקים וכ-7,600 מתוכם הינן חברות ביטוח.

#### מבנה רשויות הפיקוח

המודל האמריקני הוא החריג למודלים השונים בשוק הכספים וההון, וזאת משום שהוא איננו נופל לאף אחת מהקטגוריות של המודלים השונים שהוצגו בתחילת סקירה זו. המודל האמריקני הוא בעיקרו שילוב בין המודל הפונקציונלי לבין המודל המאוחד לפיקוח על שוק הכספים וההון. המורכבות בשוק הכספים וההון

Market capitalization<sup>171</sup>  
Assets as a share of GDP<sup>172</sup>  
In US Dollar, all undertakings<sup>173</sup>  
All persons all ages<sup>174</sup>  
2005=100<sup>175</sup>  
Output approach<sup>176</sup>  
[http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=SNA\\_TABLE1](http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=SNA_TABLE1)<sup>177</sup> וכן,  
[http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/wdi\\_ebook.pdf](http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/wdi_ebook.pdf)  
<http://www.federalreserve.gov/releases/h8/current/h8.pdf><sup>178</sup>  
<http://www.federalreserve.gov/releases/h8/current/h8.pdf><sup>179</sup>



האמריקאי נובעת מסגנונות שונים בפיקוח החל על בנקים, לעומת הפיקוח החל על תחום הביטוח או על תחום ניירות הערך. בארה"ב יש פיקוח הן ברמה המדינתית והן ברמה הפדרלית על בנקים ועל ני"ע, אולם הפיקוח על הביטוח נעשה ברמה המדינתית בלבד (במלים אחרות, לא קיים פיקוח פדראלי על תחום הביטוח). בנוסף, בכל מדינה וגם ברמה הפדראלית קיימות מספר רשויות המפקחות על אותם גופים. מעבר לכך, קיימים בשוק הכספים וההון האמריקאי גופים פיננסיים שאינם מפוקחים כלל (הגם שלאור המשבר האחרון וחקיקת ה-<sup>180</sup> Dodd Frank Act סביר כי מספרם של אלו ילך ויצטמצם עם השנים). אלמנט נוסף המסבך עוד יותר את המודל האמריקני הוא קיומם של מספר גופים פרטיים הקובעים סטנדרטים לתעשייה (מעבר לחקיקה של המדינות השונות ומעבר לחקיקה הפדראלית). גופים אלו הינם גופים המורכבים מנציגים של הגופים הפיננסיים בשוק הכספים וההון, והם מאמצים סטנדרטים לפעולה המהווים מעין "חקיקה עצמית" כדוגמת: ISDA הקובעת סטנדרטים לעסקאות חליפין ונגזרים, FASB הקובעת כללים חשבונאיים ועוד.

רשויות הפיקוח הפועלות בשוק הכספים וההון האמריקאי הן:

א. <sup>181</sup>Federal Reserve System

רשות זו מורכבת מ-12 בנקים פדראליים (Federal Reserve Banks) ביחד עם ה- Board of Governors בושינגטון. תפקיד ה-FED הוא קביעת המדיניות המוניטרית ויישומה, פיקוח על מערכות התשלומים הפדראליות, הפצת המטבעות והשטרות בכל ארה"ב, פיקוח וביקורת על בנקים, וכן פיקוח על חברות המחזיקות בבעלותן בנקים ועל חברות אחזקות פיננסיות במדינות השונות (ביחד מגיע הפיקוח של ה-FED לפיקוח על תשעים וחמישה אחוז משוק הבנקאות האמריקאי).

12 הבנקים הפדראליים אחראים כל אחד לפיקוח באזור או במחוז מסוים בארה"ב. בנוסף, כל אחד מהבנקים הפדראליים משמש כבנק מרכזי עבור הבנקים במחוז עליו הוא אחראי.

מערכת הבנקאות הפדראלית נחשבת לבנק מרכזי עצמאי, משום שהחלטותיה אינן דורשות אשרור של הנשיא האמריקאי או של גופים פוליטיים אחרים בממשל. עם זאת, המערכת כן נתונה לפיקוח על ידי הקונגרס האמריקני.

חבר המושלים (the Board of Governors) של ה-FED הוא רשות נפרדת, המורכבת משבעה חברים הממונים על ידי הנשיא והמאושרים על ידי הסנאט. המינוי הינו ל-14 שנים (ללא אפשרות לקדנציה נוספת) והוא נעשה כך שכל שנתיים פוקע מינויו של חבר אחד. היו"ר וסגן הנשיא ממונים אף הם בידי הנשיא ומאושרים בידי הסנאט, והם נבחרים מתוך החברים המכהנים לתקופה של ארבע שנים. תת גוף של ה-FED הינו ה-Federal Open Market Committee המורכב מחברים בחבר המושלים, מנשיא הבנק הפדראלי של ניו יורק ומארבעה נשיאים נוספים של בנקים פדראליים (המתחלפים ביניהם ברוטציה).

<sup>180</sup> ה-Dodd Frank Act הינו חוק פדראלי שנחתם על ידי הנשיא אובמה ב-21 ביולי 2010, במטרה לשנות משמעותית את הרגולציה על שוק הכספים וההון, בעקבות לקחי המשבר הכלכלי. החוק מספק מסגרת נורמטיבית לרגולטורים השונים במטרה שאלו יכתבו חוקים ותקנות ספציפיים כדי לממש את מטרות החוק הפדראלי.

<sup>181</sup> <http://www.federalreserve.gov/>

לכל בנק פדראלי יש חבר מנהלים של תשעה דירקטורים הנבחרים מחוץ לבנק. הדירקטורים מייצגים מגוון של ענפים במשק: בנקאות, מסחר, חקלאות, תעשייה והיבטים ציבוריים במחוז המפוקח. הדירקטורים ממנים נשיא וסגן נשיא, המאושרים על ידי חבר המושלים.

על פי חוק, נתון הפיקוח על הבנקים לחבר המושלים, אשר מאציל את סמכויות הפיקוח היום יומי והסמכות לערוך ביקורות בסניפים לבנקים הפדראליים. בהיותו גוף ציבורי ופרטי כאחד, ממומן ה-FED בעזרת דיבידנד שנתי של 6% על השקעותיו, שאר הרווח מועבר ישירות למשרד האוצר (כך למשל, בשנת 2010 הרוויח ה-FED 82 מיליארד דולר, מתוכם העביר 79 מיליארד לקופת משרד האוצר.

ב. <sup>182</sup> Office of Comptroller of the Currency (OCC)

ה-OCC הינה מחלקה בתוך משרד האוצר. בנוסף למשרד הראשי בושינגטון, ה-OCC מחזיקה במשרדים גם במחוזות שונים בארה"ב. המטה הראשי מכתוב את המדיניות ומסדיר את הפיקוח על הבנקים, המבוצע על ידי 4 משרדי מחוז ו-48 משרדים אזוריים ברחבי ארה"ב. בסך הכל מפקחת ה-OCC על למעלה מ-1,700 מוסדות בנקאיים.

ה-OCC מנוהלת בידי מפקח הממונה על ידי הנשיא (בהמלצת הסנאט) לתקופה של חמש שנים. המפקח משמש גם כדירקטור של ביטוח הפיקדונות הפדראלי (FDIC). ה-OCC מתוקצבת מכספים הנגבים מהחברות המפוקחות.

ג. <sup>183</sup> Office of Thrift Supervision (OTS)

**גוף זה בוטל בשנת 2010** עם אישור Dodd Frank Act, אולם מובא כאן להשלמת התמונה הרגולטורית בארה"ב בטרם השינויים האחרונים.

גם גוף זה היה מחלקה בתוך משרד האוצר האמריקאי. מטרתו של רגולטור זה הוא לפקח על גופים המחזיקים בחסכונות הציבור ועל חברות האם שלהם- בכדי להבטיח הגנה נאותה למפקידים.

הדירקטור המנהל של ה-OTS ממונה בידי הנשיא ומאושר על ידי הסנאט לכהונה בת חמש שנים. הדירקטור המנהל יושב גם בחבר המנהלים של גוף הנקרא Federal Deposit Insurance Corporation (ראה בהמשך). ה-OTS מומן באופן עצמאי בעזרת פרסומים משוים שונים שפרסם בתחום החיסכון תמורת תשלום.

<sup>182</sup> <http://www.occ.treas.gov/>

<sup>183</sup> <http://www.ots.treas.gov/?p=AboutOTS>

ד. <sup>184</sup>Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)

ה-FDIC מפקח על כמחצית מהבנקים בארה"ב. גוף זה הוא המפקח העיקרי על בנקים מדינתיים שאינם חברים ב-Federal Reserve System. ל-FDIC שמורה סמכות לערוך ביקורת בכל בנק ולמעשה אף בכל מוסד אחר המחזיק בחסכונות הציבור (אפילו אם המוסד האמור לא נמצא תחת סמכותו ביום יום).

ה-FDIC מבטח את חסכונות הציבור בסכום של עד מאה אלף דולר למפקיד. חסכונות פנסיוניים מבוטחים בסכום של 250 אלף דולר למפקיד. ה-FDIC איננו מבטח השקעות בני"ע, בקרנות משותפות או בשאר מכשירים פיננסיים שאינם פקדונות ו/או ביטוח.

המטה של ה-FDIC ממוקם בושינגטון, אך לרשות שלוחות בשישה מחוזות בארה"ב. הרשות מנוהלת על ידי חבר מנהלים בן חמישה דירקטורים, הממונים על ידי הנשיא ומאושרים על ידי הסנאט.

הרשות ממומנת מפרמיות שהיא גובה מהגופים המפוקחים עבור הביטוח שהיא מעניקה. בסך הכל, מבטחת הרשות פקדונות בשווי הגבוה מ-4.4 טריליון דולרים.

ה. <sup>185</sup>National Credit Union Administration

רשות זו נוסדה כדי להעניק רישיונות ולפקח על תאגידי אשראי (Credit Unions). פקדונות המופקדים בתאגידי אשראי מבוטחים ברובם על ידי קרן ספציפית שהוקמה מכספי מדינה (the National Credit Union Share Insurance Fund) ובחלקם מבוטחים על ידי ביטוח פרטי. בתוך הרשות הוקמה מחלקה המשמשת כמלווה לעיתות מצוקה לתאגידי האשראי המבוטחים על ידה.

הגוף מנוהל על ידי חבר מנהלים בן שלושה דירקטורים, הממונים על ידי הנשיא ומאושרים על ידי הסנאט לתקופה של שש שנים. רשות זו ממומנת מכספים שהיא גובה מתאגידי אשראי פדראליים.

ו. <sup>186</sup>Securities and Exchange Commission (SEC)

מטרת ה-SEC היא להגן על משקיעים, לשמר מסחר הוגן ויעיל בשווקים ולסייע ביצירת הון. ה-SEC מפקחת על השחקנים בשוק הכספים וההון ועיקר תפקידה הוא ווידוא קיומן של דרישות הגילוי והגנה מפני תרמית בשוק.

ה-SEC מפקחת באופן פרטני גם על חברות ברוקראז' ספציפיות, כאשר תחת כובעה זה היא מפקחת גם על חברות האחזקות ועל גופים הסוחרים עם חברות הברוקראז' גם כאשר אילו אינם מפוקחים על ידי ה-SEC באופן ישיר. בכובע זה מפקחת ה-SEC על התנהלותן התפעולית והפיננסית של חברות הברוקראז' ועל מצבה של הקבוצה אליה שייכת חברת הברוקראז'. המטרה בפקוח מסוג זה היא לוודא כי חברת האחזקות או הגופים הבלתי מפוקחים הקשורים לחברת הברוקראז' אינם מסכנים את חוסנה הפיננסי של חברת

<sup>184</sup> <http://www.fdic.gov/>

<sup>185</sup> <http://www.ncua.gov/Pages/default.aspx>

<sup>186</sup> <http://www.sec.gov/>

הברוקראז' או את חוסנו של שוק הכספים וההון בכללותו. (יצוין כי ה-SEC דורשת מהקבוצה המחזיקה בחברת הברוקראז' לעמוד בדרישות הנזילות של בזל 3).

ה-SEC מורכבת מחמישה מפקחים הממונים על ידי הנשיא לתקופה של חמש שנים. אחד מהמפקחים ממונה על ידי הנשיא כיו"ר הרשות. הרשות ממוקמת בושינגטון ופרוסה ב-11 מחוזות ברחבי ארה"ב. הרשות ממומנת מכספי הגופים המפוקחים על ידה (כאשר גובה העמלות אותן רשאית הרשות לגבות מאושר על ידי הקונגרס).

ז. Commodity Futures Trading Commission (CFTC)<sup>187</sup>

מטרת ה-CFTC היא להגן על הציבור מפני תרמית, מניפולציה והתנהגות פוגענית הקשורה למכירת סחורות, נגזרות עתידיות ואופציות, ולקדם שווקי מסחר פתוחים ותחרותיים בתחומים אלו. ה-CFTC מורכב מוועדה, ממשרדי היו"ר ומהמשרדים התפעוליים של הרשות. הוועדה מורכבת מחמישה מפקחים הממונים על ידי הנשיא באישור הסנאט לתקופה של חמש שנים. אחד מחמשת המפקחים ממונה על ידי הנשיא כיו"ר. הרשות מקבלת מימון מהממשלה הפדרלית על בסיס אישור תוכנית עבודה שנתית.

ח. Insurance – State Commissioners

שוק הביטוח האמריקאי נתון לפיקוח מדינתי, וככזה כל מדינה קובעת כיצד ימומן הפיקוח. מטרת הפיקוח על הביטוח כפי שנוסחו על ידי מרבית המדינות הן הבטחת ביטוח במחיר הוגן, הגנה על הנזילות של חברות הביטוח, מניעת פרקטיקות בלתי הוגנות מצד חברות הביטוח והבטחת קיומה של אופציה לרכישת ביטוח. כדוגמה, ניתן להזכיר כי כל המדינות בארה"ב רשאיות לאשר את עלות הפוליסות, לקיים ביקורות תקופתיות בחברות הביטוח, להעניק רישיונות לחברות ביטוח או לסוכני ביטוח ולברוקרים הפועלים במדינה ולספק מענה לפניית הציבור.

בכל מדינה יש מחלקה האחראית לפיקוח על שוק הביטוח, כאשר ראש המחלקה נקרא ברוב המקרים the commissioner/director of insurance.

ט. Financial Stability Oversight Council (FSOC)<sup>188</sup>

מועצה זו הוקמה לאחרונה, ביולי 2010<sup>189</sup>, מכוח חקיקת ה-Dodd Frank Act ומטרתה לקדם את היציבות במשק האמריקאי, לפקח על חברות במשק אשר עשויות להיות בעלות חשיבות מערכתית ולהמליץ לרגולטורים הפועלים בשוק הכספים וההון על נהלים והוראות שיקדמו את היציבות במשק האמריקאי. הפיקוח תחת מועצה זו לא יוגבל אך ורק לגופים פיננסיים, אלא מתוכנן להשתרע גם על גופים מסחריים אשר עשויה להיות להם השפעה מערכתית על השוק האמריקאי בשל היותם גדולים מכדי להיכשל. בראש המועצה

<sup>187</sup> <http://www.cftc.gov/index.htm>

<sup>188</sup> ראו לעניין זה את המידע המפורט באתר משרד האוצר האמריקאי בקישור הבא:

<http://www.treasury.gov/initiatives/FSOC/Pages/default.aspx>

<sup>189</sup> <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/bdquery/z?d111:HR04173:@@L&summ2=m&#major%20actions>

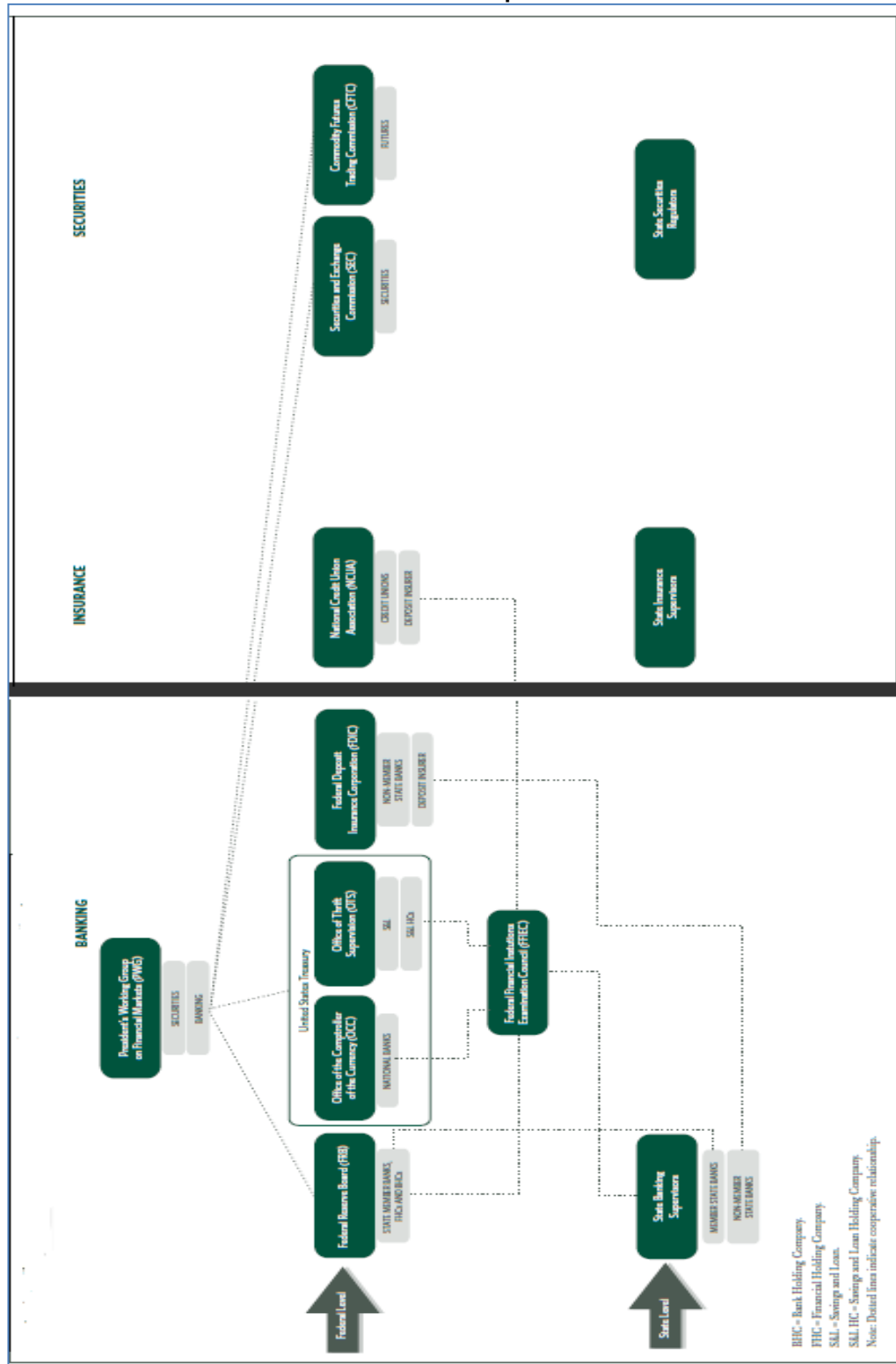
עומד מזכיר האוצר (Secretary to the Treasury) וחברים בה 15 נציגים מרשויות הפיקוח השונות, הן ברמה הפדראלית והן ברמה המדינתית. עשרה מנציגים אלו הינם בעלי זכות הצבעה.

להלן תיאור גרפי של הגופים הפועלים בשוק הכספים וההון האמריקאי ושל יחסי הגומלין ביניהם: <sup>190</sup>

---

This Figure is taken from the Group of 30 report on “The Structure of Financial Supervision, Approaches and Challenges in a Global Marketplace”, October 6, 2008, p. <sup>190</sup>. המועצה המייעצת לשמירה על יציבות בשוק הכספים וההון אינה נכללת בתרשים זה.

איור 17 מבנה הפיקוח הרגולטורי בארצות הברית



#### 4.9.1. השלכות המשבר הפיננסי ושינויים מתוכננים: מה הלאה?

בעקבות המשבר העולמי חוקק בארה"ב חוק ה-Dodd Frank Act, שמטרתו להעמיק את הפיקוח על הגופים הפיננסיים הפועלים בשוק הכספים וההון האמריקאי ולהביא למצב בו כל הגופים הפועלים בשוק יהיו מפקחים (החוק אושר על ידי הנשיא ביום 21.7.2010). מכוח חוק ה-Dodd Frank הוקמה המועצה לפיקוח על היציבות במשק האמריקאי (FSOC), שהינה בעלת סמכויות ייעוץ לרגולטורים הפועלים בשוק הכספים וההון (הן ברמה הפדרלית והן ברמה המדינתית). ייחודה של מועצה זו נובע מכך שהיא סוקרת את כלל הגופים במשק, לרבות חברות שאינן חברות פיננסיות, ואשר עשויות להיות בעלות השפעה מערכתית על השוק האמריקאי.

השינויים המבניים העיקריים שנעשו בעקבות חקיקת ה-Dodd Frank Act הינם:

- הקמת המועצה לפיקוח על היציבות במשק האמריקאי (FSCO- Financial Stability Oversight Council). המועצה מאחדת מספר רגולטורים שהיו נפרדים בעבר, במטרה לזהות סיכונים ליציבות המערכת הפיננסית בארה"ב, לרבות בנקים גדולים וקונגלומרטים פיננסיים, אשר לא היו בעבר תחת פיקוח מלא. דרך נוספת לצמצום הסיכון הסיסטמי הטמון בפעילות הקונגלומרטים הפיננסיים והקשרים ביניהם בוצע על ידי דרישות לביצוע עסקאות בנגזרים לא סחירים (OTC) דרך מסלקות מרכזיות.
- החלת פיקוח מסוים על קרנות גידור, על חברות לדירוג אשראי ועל גופים אחרים שטרם החקיקה לא היו כפופים לרגולציה.
- הקמת רשות חדשה להגנת הצרכן בתחום הפיננסי (Bureau of Consumer Financial Protection) אשר תבצע פיקוח על משכנתאות ומכשירים פיננסיים אחרים (כאשר ניירות ערך, נגזרים וביטוח אינם מצויים בתחום אחריותה).

#### 4.9.2. השלכות המשבר הפיננסי ושינויים מתכוננים באיחוד האירופי: מה הלאה?<sup>191</sup>

מטבע הדברים, שינויים הנוגעים לרגולציה ופיקוח על שווקי ההון צפויים להתרחש גם ברמת האיחוד האירופי. ב-2010, כתוצאה מהמשבר הפיננסי האחרון, התקבלה באיחוד האירופי החלטה על הקמת **ארבעה גופי פיקוח חדשים**. הראשון והעיקרי שבהם הינו ה – European Systemic Risk Board (ESRB) שיהווה מפקח מערכתי על הנעשה בשווקי ההון האירופיים (גוף זה צפוי להיות ממוקם בגרמניה). שלושת הגופים הנוספים הינם: מפקח על הבנקים כלל אירופאי (European Banking Authority), מפקח על הביטוח כלל אירופאי (European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA)) ורשות לני"ע אירופאית (European Securities and Markets Authority (ESMA)).

ב-29 ליוני 2012 קבעה הוועדה של האיחוד האירופי (European committee) שיוקם גוף פיקוח כלל אירופאי מרכזי, אשר יוכל לבצע הן פיקוח מיקרו פרודנטיאלי והן פיקוח מאקרו פרודנטיאלי. אחת הסיבות העיקריות להקמת הגוף המאוחד הינו היכולת של האיחוד האירופי לשלוט ולכוון את סיכוניו הפיננסיים באופן מרוכז, וכן להקנות לגוף הפיקוח המאוחד את היכולת להזרים כספים לבנקים ספציפיים אשר יעמדו בהוראות הפיקוח, ולא, כפי שמתנהל הדבר כיום, להזרים כספים למדינה אשר מחלקת את הכספים לבנקים ספציפיים על פי קריטריונים שלה.<sup>192</sup>

---

<sup>191</sup> המידע לקוח מההודעה הרשמית לעיתונות שהתפרסמה על ידי ה – Council of Europe בתאריך 17 בנובמבר 2010. לצפייה בהודעה ראה את הקישור הבא:  
[http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ecofin/117747.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/117747.pdf)

<sup>192</sup> <http://www.european-council.europa.eu/council-meetings/>



## 5. נספח למחקר שוק ההון: מידע הנוגע להתמודדות הרגולציה עם המשבר הפיננסי

מאמרים ודוחות רבים נכתבו ועוד יכתבו בנוגע לרגולציה פיננסית לאור המשבר שפגע בשווקים העולמיים בשנת 2007. בפרק זה תובא סקירה של המאמרים החשובים לעניין שינויים מבניים של הרגולטורים בשוק הכספים וההון.

אחד הדוחות המקיפים ביותר שנכתבו אודות מבנה הרגולציה בשוקי ההון בעולם, ושנעשה בו שימוש בדוח זה, הינו דוח של **קבוצת השלושים** משנת 2008 בנוגע למבני הרגולציה בשוק הכספים וההון.<sup>193</sup> הדוח מציג את ארבעת מבני הפיקוח הקיימים בעולם וסוקר את מבנה הרשויות בשוק ההון בשבע עשרה מדינות מסביב לעולם. הדוח תיאורי בעיקרו, והוא נועד לשמש כבסיס לדיון בנושא המבנה האופטימלי לרגולציה בשוקי ההון בעולם.

מקורות ישראלים הנוגעים למבנה הרגולציה בשוק הכספים וההון הינם ספרו של אבי בן בסט "**הפיקוח על שוק ההון**",<sup>194</sup> בו נבחנים מבני רשויות הפיקוח במדינת ישראל תוך שימת דגש על ההבדלים בין הרשויות השונות בשוק ההון הישראלי. מקור ישראלי נוסף הינו עבודה שנעשתה על ידי אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון במשרד האוצר, בה נערכה סקירה של המודלים המקובלים בעולם לעניין רשויות הפיקוח (אם כי עבודה זו נעשתה בטרם פרוץ המשבר הפיננסי בשנת 2007).

בנוסף לדוחות התיאוריים המוזכרים לעיל, קיימים מספר מאמרים מהותיים העוסקים בשאלות הקשורות למבני הרגולציה בשוק הכספים וההון:

אחד המאמרים החשובים הנוגעים לסיכון של הדבקות כלל המשק בטעויות רגולטוריות עקב השאיפה לאחידות ברגולציה הינו מאמרה של פרופ' רוברטה רומנו מאוניברסיטת ייל.<sup>195</sup> במאמרה, מעלה רומנו את השאלה מה יקרה אם יסתבר שבכללי בזל 3- האמורים להסדיר קריטריונים להערכה ולהתמודדות של גופים בנקאיים עם סיכון- נפלה טעות. במצב כזה, כל הבנקים בעולם יהיו חשופים באותה נקודת תורפה, סיטואציה שכמובן עלולה לגרום להשלכות חמורות בזמן של משבר פיננסי עולמי. רומנו ממליצה איפוא על הגמשת כללי בזל 3, כך שתוצר שונות רצויה בין תאגידים בנקאיים שונים.

מאמר חשוב נוסף הינו מאמרם של מרקו אספינוזה-וגה ואחרים, בנוגע לסיכונים מערכתיים ומבנה הפיקוח האופטימלי בשוק ההון.<sup>196</sup> במאמרם זה, מסבירים החוקרים מדוע שינוי מבנה רשויות הפיקוח לבדו לא ימנע משברים פיננסיים עתידיים, וזאת משום שללא תלות במבנה הרגולטורי הקיים, הרגולטור הרלוונטי עדיין יעדיף לשמר גופים פיננסיים "בחיים" מאשר לתת להם לקרוס (המאמר מנתח את הסיטואציה דרך

<sup>193</sup> "The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace", Group of 30, Washington 2008.

<sup>194</sup> "הפיקוח על שוק ההון", אבי בן בסט, הספרייה לדמוקרטיה, 2007.

<sup>195</sup> Roberta Romano, "For diversity in the International Regulation of Financial Institutions: Rethinking the Basel Architecture", work in progress, November 2011.

<sup>196</sup> Marco A. Espinosa-Vega, Charles Kahn, Rafael Matta and Juan Solé, "Systemic Risk and Optimal Regulatory Architecture", IMF Working Paper, August 2011

פרספקטיבה של תורת המשחקים). בהעדר מצב בו ניתנים לרגולטורים כלים כדי למנוע או לצמצם את ההסתברות שגופים פיננסיים יהפכו לגופים בעלי חשיבות מערכתית, התוצאה היא שלרגולטורים תהיה תמיד נטיה שלא לתת לגוף בעל חשיבות מערכתית ליפול.

נקודה חשובה נוספת שיש לקחת בחשבון כאשר חושבים על מבנה רשויות פיקוח אופטימלי לשוק ההון מצוינת במאמרו של דניאל המל מאוניברסיטת ייל.<sup>197</sup> במאמרו, טוען המל כי ממחקר שערך על השינויים במבני הרגולציה בשוקי ההון של המדינות השונות בארה"ב 25 השנים האחרונות, עולה כי איחוד רשויות הרגולציה מקטין את שיתוף הפעולה הבין לאומי. המל מסביר זאת בכך שכאשר יש מספר רשויות רגולטוריות מתחרות, לכל אחת יש אינטרס להוכיח שהיא צודקת ועל כן היא מנסה להיתמך ככל האפשר בקהיליית הרגולציה הבין לאומית. ואולם, ברגע שמאחדים את הרשויות לכדי רשות אחת, אין לרגולטור הראשי אינטרס לוותר על כוח החקיקה שלו לטובת כללים בין לאומיים וכתוצאה מכך שיתוף הפעולה הבינלאומי מצטמצם.

---

<sup>197</sup> Daniel Hemel, "Regulatory Consolidation and Cross-Border Coordination: Challenging the Conventional Wisdom", Yale Journal on Regulation, Vol. 28.1, 2011

מוטיבציית השינויים

המסמך "A New Approach to Financial Regulation: Judgment, Focus and Stability"<sup>198</sup> מפרט את הסיבות העיקריות לשינויים שבחרה אנגליה לבצע במודל הרגולציה שלה. כמו כן, המאמר מפנה לסיבות העיקריות שגרמו למשבר, ביניהן סיבות גלובאליות: חוסר יציבות כלכלית גלובאלית, הבנה לא נכונה של סיכונים ומינוף גבוה. בנוסף, מפנה המאמר לנקודות בעייתיות באנגליה עצמה:

1. הרגולטורים נכשלו להבין את הבעיות שצצו במערכת הפיננסית ולהגיב אליהן כראוי.
2. בעייתיות בעצם המודל לפיו יש להפקיד את כל הרגולציה בידי גוף אחד (ה-FSA).
3. במודל הקודם, לבנק הייתה אחראיות על המערכת הפיננסית אך לא היו לו הכלים להגשים מטרה זו.
4. המודל הטיל על למשרד האוצר את האחריות לשמור על המסגרת המוסדית הפיננסית, אך לא הוגדרה אחריות ברורה בנוגע להתמודדות עם משבר.
5. לשום מוסד לא היתה האחריות או הסמכות לנטר את המערכת בכללותה.

סר ג'ון וויקס, יו"ר ועדת הבנקים, טען בנוסף כי על הבנקים לעמוד בסטנדרטים גבוהים לספיגת הפסדים, באמצעות שמירה על יחס חוב-הון מתאים.<sup>199</sup> גורם נוסף שתורם להתפתחות המשבר הינו היותה של מערכת הבנקאות ריכוזית, דבר שהחמיר לאחר משבר האשראי. הדו"ח ראה לנכון להמליץ על הגברת התחרותיות, ובמיוחד על עידוד כניסת גופים חדשים.<sup>200</sup>

דו"ח נוסף שעסק בנושא בחן את הרפורמות והעריך אותן לעומת מטרותיהן<sup>201</sup> (לרבות הגנה על הצרכן, הגנה על משלם המיסים, קביעת עלויות ראויה לעשיית עסקים) בציינו כי קיים יחס תחלופה בין המטרות השונות. לדוגמה, ככל שהצרכנים מוגנים יותר כך משלם המיסים צריך לשלם יותר וכד'. בהמשך לכך, המסקנה המתבקשת היא כי קובעי המדיניות צריכים לבחון את המטרות ולתעדף ביניהן.<sup>202</sup> הדו"ח הדגיש שעל הרפורמות להתבצע לאט, וזאת על מנת שלא כל העלויות יפלו על הצרכנים והבנקים.<sup>203</sup>

<sup>198</sup> [http://www.hm-treasury.gov.uk/d/consult\\_financial\\_regulation\\_condoc.pdf](http://www.hm-treasury.gov.uk/d/consult_financial_regulation_condoc.pdf)

<sup>199</sup> <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/8275848/Sir-John-Vickers-speech-on-banking-reform-in-full.html>

<sup>200</sup> *Competition and Choice in retail banking*; Treasury Committee Ninth Report 2010–12, HC 612, April 2011

<sup>201</sup> *Too Important to Fail - Too Important to Ignore*; Treasury Committee Ninth Report 2009–10, HC 261, March 2010

<sup>202</sup> <http://www.publications.parliament.uk/pa/cm201011/cmselect/cmtreasy/612/61202.htm> (Treasury Ninth report)

<sup>203</sup> *Too Important to Fail - Too Important to Ignore*; Treasury Committee Ninth Report 2009–10, HC 261, March 2010

בנושאי חשיבות הבנקים הגדולים ציין מר קוריגן, יו"ר הדירקטור של Goldman Sachs Bank USA, כי הוא אינו רואה מצב בו אין מוסדות פיננסיים גדולים וכי תרומתם חשובה מאוד.<sup>204</sup> כך גם מר ולרי, מנהל Barclays, טען כי הבנקים הגדולים עושים עבודה הכוללת ניהול סיכונים המשליכה על התעשייה המדינית ועל יצירת מקומות עבודה, דבר שאינו אפשרי אצל בנקים קטנים.<sup>205</sup> גישה אחרת מטילה ספק בתועלות הנובעות מקיומם של בנקים גדולים. פרופ' קיי, למשל, טוען שהצרכנים מעדיפים לבחור בעצמם מי הבנק שישרת אותם.<sup>206</sup> בנוסף, מנהל בנק אנגליה מציין כי כמות מועטה של בנקים גדולים אינה בריאה לכלכלה,<sup>207</sup> וכי אין שום הוכחה אמפירית לכך שבנקים גדולים יציבים יותר מבנקים קטנים (במיוחד לאור תוצאות המשבר הכלכלי האחרון), וכי אין חובה שעסקים גדולים ייקחו הלוואה דווקא מבנקים גדולים.<sup>208</sup>

איך הרגולציה הפיננסית באנגליה התמודדה ב-2008 עם המשבר?

לאחר המשבר, חזרו אמירות לפיהן יש להפיק לקחים מהמשבר הכלכלי בנוגע למדיניות כלכלית, לדוגמה בנוגע להסתמכות הבלעדית על מודלים כלכליים ותו לא, לאפיון והניתוח המוגזם של סיכונים, ולהסתמכות העיוורת על דירוג החברות.<sup>209</sup>

דו"ח טרנר מציין כי אחת הסיבות למשבר הכלכלי באנגליה הינה שלפני חדלות הפירעון של Northern Rock, הביטוח כיסה רק 2,000 פאונד + 90% מהיתרה עד 25,000 פאונד לכל אדם, סכומים שאינם יכולים למנוע פשיטת רגל במידה ואנשים רבים מושכים כספם. בעקבות כך, ה-FSA מתכוון להגדיל את הכיסוי ל-100% על 50,000 הפאונדים הראשונים.

בנוסף, הממשלה דאגה שהאזרחים לא יפסידו את החסכונות שלהם במהלך המשבר, אפילו אם החסכונות שלהם היו גבוהים יותר ממה שה-FSCS כיסה.<sup>210</sup> טיעוני הנגד להתנהגות זו של הממשלה כללו את הטענות הבאים:

1. המקסימום הקיים כיסה 100% הגנה לרוב ההפקדות, כך ש-97% היו מתחת לסף הרלוונטי ולכן לא היה צורך להבטיח זאת.
2. מפקידים בעלי סכום גבוה יותר מהסף יכולים לפזר את החסכונות שלהם על פני מספר בנקים.

<sup>204</sup> <http://www.publications.parliament.uk/pa/cm200910/cmselect/cmtreasy/261/26107.htm#note101>

<sup>205</sup> <http://www.publications.parliament.uk/pa/cm200910/cmselect/cmtreasy/261/26107.htm#note102>

<sup>206</sup> <http://www.publications.parliament.uk/pa/cm200910/cmselect/cmtreasy/261/26107.htm#note103> (UK Structural reforms)

<sup>207</sup> <http://www.publications.parliament.uk/pa/cm200910/cmselect/cmtreasy/261/26107.htm#note104> (UK Structural reforms)

<sup>208</sup> <http://www.publications.parliament.uk/pa/cm200910/cmselect/cmtreasy/261/26107.htm#note105> (UK Structural reforms)

<sup>209</sup> UK 2008 BOE Speech

<sup>210</sup> Turner Report

חדלות הפירעון של The Northern Rock Bank חשפה כי אנגליה אינה ערוכה לפשיטת רגל של בנק. פער זה צומצם בשנת 2009 על ידי ה-Banking Act, שהגדיר שתפקיד ה-FSA הינו להבטיח את היערכות אנגליה למצב דומה, והעניק סמכויות רלוונטיות לרשויות המתאימות שנועדו להבטיח היערכות זו. על פי הדו"ח, סיבה מרכזית לכישלון הטיפול במשבר הפיננסי היא אי היכולת לבצע כראוי אנליזת ביצועי-מאקרו:

1. למרות האנליזה הטובה של בנק אנגליה לשיפור היציבות הפיננסית- בפועל היא לא תרמה לצמצום הסיכון;
2. ה-FSA התמקד יתר על המידה בהשגחה על גופים ספציפיים ולא בראייה רחבה על כלל השוק;
3. הצורך החיוני בניתוח מאקרו לצד שימוש בכלים מיקרו כלכליים נפל בין הכסאות.

## 5.2. קנדה

קיימים מספר דוחות חשובים בקנדה, המבצעים ניתוח של אופן התמודדות הרגולציה עם המשבר הכלכלי של שנת 2008.

### <sup>211</sup>The Expert Panel on Securities regulation

- קיים צורך במתן דגש לפיקוח ולאמצעים מאקרו-כלכליים. פיקוח באופן נפרד על כל אחד מהבנקים וחברות הביטוח אינו מבטיח התמודדות נאותה של הרגולטור עם המשבר.
- התמודדות עם סיכונים מערכתיים (מאקרו-כלכליים) מחייב שיתוף פעולה הדוק בין כל הרגולטורים.
- מחברי הדוח אינם מאמינים כי שיתוף פעולה אפקטיבי בין 13 רשויות שונות לניירות ערך הינו אפשרי ולכן ממליצים לאחד את הרשויות לניירות ערך.
- תגובות הרגולציה צריכות להיות מהירות ומיידיות, ככל שהדבר אפשרי.

דוח חשוב נוסף אשר ניתח את תגובת הרגולציה למשבר הפיננסי של 2008 בקנדה הינו **הדוח השנתי של OFSI**, לפיו קנדה צלחה את המשבר הכלכלי באופן מתון יחסית בשל:<sup>212</sup>

- מאזנים פחות מסוכנים מאלה של מדינות שכנות, מתן הלוואות שמרני, שמירה על רמות גבוהות של הון.
- פיקוח מכוון סיכון של OFSI.
- תגובה מהירה של OFSI שהתבטאה בהוצאת הנחיות וניירות ייעוץ לבנקים וגופים פיננסיים.

---

<sup>211</sup> See "The expert panel on Securities Regulation – Final report and recommendations" January 2009; Also available on the Internet at [www.expertpanel.ca](http://www.expertpanel.ca)

### 5.3. ארה"ב

קיימים מספר דוחות חשובים בארה"ב, המנתחים את האופן התמודדות הרגולציה עם המשבר הכלכלי של 2008.

#### הצעות שעלו בדוח המרכזי :

- מינוי רגולטור לסיכון מערכתי בעל היקף הסמכויות המתאים.
- קביעת רגולציה חדשה לשירותים פיננסיים אשר תמנע את הפיכת הסקטור לריכוזי ונשלט על ידי כמה גופי ענק. נדרשים כללים חדשים כדי לאזן את החששות הנובעים מריכוזיות ותחרותיות.
- חיזוק דרישת ההיוון לכל המוסדות הפיננסיים. לדעת מחברי הדו"ח ליותר מדי מוסדות פיננסיים ישנו יחס מינוף גבוה מדי.
- הטלת מגבלות על מסחר פרופ (proprietary trading) במוסדות מסוימים. מסחר פרופ יוצר ניגודי עניינים מסוכנים, במיוחד במוסדות הפועלים עם ערובות ממשלתיות.

דו"ח בנושא מודרניזציה של מערכת הרגולציה הפיננסית בארצות הברית (Modernizing the Outdated U.S. Financial Regulatory System)<sup>213</sup>

דו"ח זה קובע כי המערכת הרגולטורית האמריקנית נכשלה בהתאמת הרגולציה לשינויים משמעותיים שחלו בשווקים, וזאת עקב שלוש סיבות :

1. למרות שהמערכת הפיננסית בארצות הברית הפכה עם השנים להיות יותר ויותר נשלטת על ידי קונגלומורטים פיננסיים גדולים עם קשרי גומלין, הרי שלא קיים אף רגולטור האמון על ניטור והערכת הסיכונים שפירמות אלו מטילות על המערכת הפיננסית בכללותה.
2. מספר ישויות (כגון מלווי משכנתאות שאינם בנקים, קרנות גידור וסוכנויות דירוג אשראי) לא היו כפופות לרגולציה מקיפה מספיק, וזאת למרות התפקיד הקריטי אותו הן ממלאות בשווקים הפיננסיים.
3. המערכת הרגולטורית לא הייתה אפקטיבית במתן מידע חיוני והגנות בנוגע למוצרים פיננסיים מורכבים – לא למשקיעים ולא לצרכנים.

<sup>213</sup>[http://www.gao.gov/highrisk/risks/efficiency-effectiveness/modernizing\\_financial\\_system.php#found](http://www.gao.gov/highrisk/risks/efficiency-effectiveness/modernizing_financial_system.php#found)

דו"ח מסגרת בנושא עיצוב והערכת הצעות למודרניזציה בשוק הרגולציה הפיננסית בארצות הברית (ה-A)

Framework for Crafting and Assessing Proposals to Modernize the Outdated U.S. Financial Regulatory  
(System)

הדוח מעלה את הטענות הבאות ביחס לגורמים לכשל המבני :

המערכת הנוכחית בארה"ב לרגולציה פיננסית הסתמכה על הסדרה מקוטעת ומורכבת של רגולטורים פדראליים ומדינתיים, אשר הינם מעשה טלאים שנוצר במהלך מאה וחמישים השנים האחרונות ושאיננו עומד בקצב ההתפתחויות של העשורים האחרונים. כיום, האחריות לפיקוח על שירותים פיננסיים מתחלקות בין כמעט תריסר סוכנויות רגולטוריות, מספר רב של ארגונים הפועלים להסדרה עצמית, ומאות סוכנויות מדינתיות לפיקוח פיננסי. עיקרו של מבנה זה התפתח כתוצאה משינויים חוקיים ורגולטורים שנעשו בתגובה למשבר פיננסי או למוצר חדש נקודתי.

מספר שינויים עדכניים התבררו כיוצרים פערים חדשים במערכת הרגולטורית. ראשית, כמות החברות הפועלות כקונגלומורטים החוצים סקטורים בפעילותיהם העסקיות גדל משמעותית, אולם אף אחד מהרגולטורים איננו אמון על הערכת הסיכונים הנוגעים למערכת הפיננסית בכללותה. שנית, רגולטורים נדרשו לפתור בעיות בשווקים פיננסיים הנובעות מפעילותיהם של משתתפים בשוק שהינם משתתפים משמעותיים אולם אינם בהכרח מפקחים, דוגמת מלווי משכנתאות שאינם בנקים, קרנות גידור וסוכנויות דירוג אשראי. שלישית, ישנה שכירות גבוהה יותר של מכשירי השקעה מורכבים המאתגרים את הרגולטורים והמשקיעים, וצרכני המוצרים הללו נתקלו בקשיים בהבנתם. רגולטורים נכשלו במתן פיקוח הולם על מכירת משכנתאות אשר היוו סיכון לצרכנים וליציבות המערכת. רביעית, קובעי הסטדנדרטים לרגולטורים חשבונאיים ופיננסיים נתקלו בקשיים משמעותיים בהבטחת הלימות הסטדנדרטים להתפתחויות בשווקים הפיננסיים, ובהתמודדות עם קשיים הנובעים מהאחדה גלובאלית של סטדנדרטים בינלאומיים. חמישית, למרות ההיבטים הגלובאליים ההולכים וגדלים של השוק הפיננסי, המערכת הרגולטורית הנוכחית מפוצלת והקשתה לפיכך על הניסיון ליצור תיאום בין לאומי עם רגולטורים אחרים.

משרד האוצר גיבש את ההמלצות הבאות ב-Blue Print for a Modernised Financial Regulatory Structure<sup>214</sup> :

ההמלצות של משרד האוצר כוללות מספר רכיבים. ראשית, משרד האוצר ממליץ על יצירת וועדה פדראלית חדשה, ועידת מקור המשכנתאות (MOC – Mortgage Origination Commission), אשר תפקידה יהיה להעריך, לדרג ולדווח על הלימות המערכת של כל מדינה לרישוי ורגולציה של משתתפים בשוק המשכנתאות. חקיקה פדראלית תקבע (או תאפשר לוועדה לקבוע) דרישות מינימום לרישוי והסמכה של משתתפים בשוק המשכנתאות. שנית, האוצר ממליץ כי הבנק המרכזי, ה-Federal Reserve, ימשיך לקבוע רגולציה הנוגעת ליישומם של חוקי משכנתאות. שלישית, האוצר ממליץ כי תורחב סמכות האכיפה ביחס לחוקים אלו.

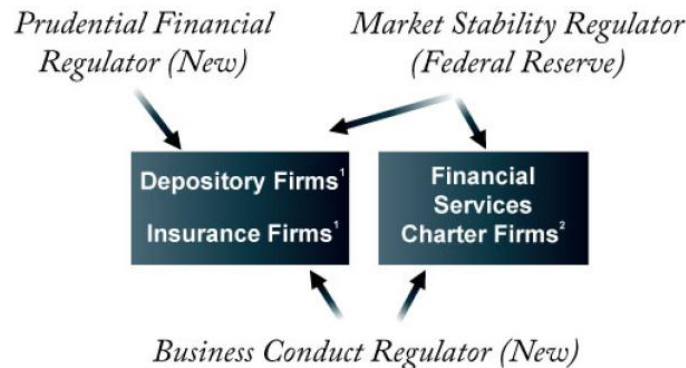
<sup>214</sup> Treasury Blueprint



האוצר המליץ על שורה נוספת של צעדים הנוגעים למערכת הרגולטורית הפדראלית, ובינן המלצה להקמתה של רשות שתגביר את הפיקוח על מבטחים.

הגרף הבא מתאר את המבנה המוצע:

איור 18 הצעת משרד האוצר למבנה רגולטורי חדש בארצות הברית



<sup>1</sup> Includes depository firms with access to federal deposit insurance and insurance firms with access to an insurance guaranty fund  
<sup>2</sup> Includes securities firms, futures firms, exchanges, investment advisors, private pools of capital, and surplus lines insurers

נקודה מרכזית העולה מהמלצות האוצר הינה ההמלצה ליצירת מבנה רגולטורי אשר עומד על ההבדלים בין מודלים עסקיים המרוכזים בעסקאות עם צרכנים (לדוגמה, עסקאות קמעונאיות) לבין אלו המבוססים על עסקים עם עסקים אחרים (לדוגמה, עסקאות סיטונאיות). קיימים טיעונים חזקים התומכים בהבחנה רגולטורית בין עסקים הנהנים מערובות ממשלתיות לבין אלו שאינם זוכים לערובות שכאלו. האוצר ממליץ על מבנה רגולטורי מודרני, אשר מתחשב בההאחדה של שוק השירותים הפיננסיים. בנוסף, ממליץ האוצר גם על יצירתם של שלושה רגולטורים העוסקים באופן בלעדי במוסדות פיננסיים ועל יצירת שתי רשויות מרכזיות אחרות, רגולטור פדראלי לענייני ביטוח ורגולטור למימון תאגידי.

### פירוט קצר על הרגולטורים מובא להלן:

א. הרגולטור האמון על יציבות השוק צריך להיות אחראי למכלול התנאים הנוגעים ליציבותם של שווקים פיננסיים. ההמלצה היא כי סמכויות אלו יוענקו לבנק המרכזי.

ב. הרגולטור האמון על פיקוח פרודנטיאלי צריך להתמקד במוסדות פיננסיים אשר זוכים לערובות ממשלתיות מפורשות הנוגעות לפעילותם העסקית. למרות מטרותיהן של ערובות אלו – המיועדות להגן על הצרכנים ולהגביר את האמון במערכת – הן גורמות פעמים רבות לשחיקה ב"משמעת השוק", ויוצרים בכך פוטנציאל ל-Moral Hazard וצורך ברור ברגולציה פרודנטיאלית.

- ג. הרגולטור האמון על התנהגות עסקית צריך להיות אחראי על רגולציה של התנהגות עסקית לכל רוחב המוסדות הפיננסיים. הכוונה במונח "התנהגות עסקית" בהקשר זה הינה לאספקטים מרכזיים של הגנת הצרכן, כגון חובות חשיפת מידע, פרקטיקות עסקיות והגדרת ורישוי פעילויות פיננסיות מסויימות. רשות מאוחדת שכזו תביא לאחידות בתחום.
- ד. הרגולטור האמון על ערובות ביטוח פדראליות צריך לפעול כמבטח-על למוסדות הכפופים לרגולציה על ידי הרגולטור הפרודנטיאלי. על הרגולטור להחזיק בסמכות לקבוע פרמיות מבוססות סיכון, להורות על ביצוע הערכות בדיעבד וכן לפעול ככונס נכסים למוסדות כושלים.
- ה. הרגולטור האמון על מימון תאגידי צריך להיות אחראי על נושאים כללים הנוגעים לפיקוח תאגידי בשוק ניירות הערך. במסגרת אחריותו עליו להתייחס לחשיפות מידע תאגידיות, לממשל תאגידי, לפיקוח חשבונאי ולנושאים דומים אחרים.

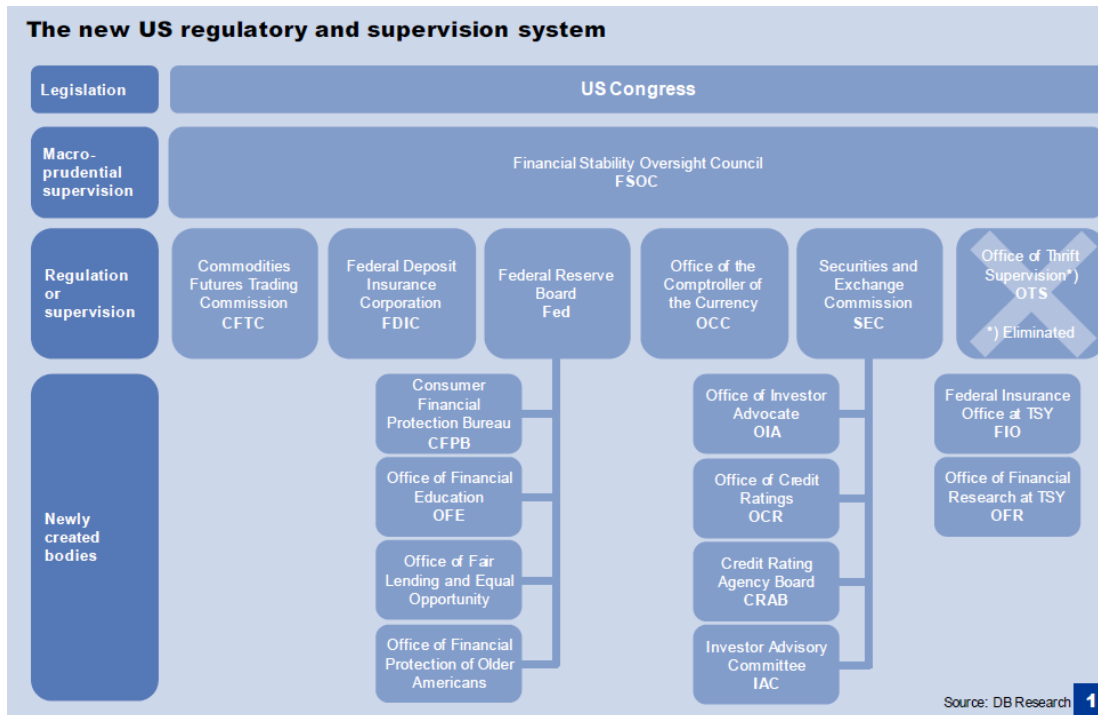
### 5.3.1. בעיות מבניות עיקריות שנתגלו במשבר 2008

הבעיות המבניות העיקריות שבהן התמקדה תשומת הלב הביקורתית בארה"ב הינן:

- היעדר יכולת פיקוח לסיכונים מערכתיים (macro prudential oversight);
- היעדר מיקוד אחריות דיווחיות וכן חפיפת סמכויות אשר נוצרה בין הרשויות המפקחות לבין הרשויות מחוקקות הרגולציה. החוק החדש מגדיר ומעצים את כוחה של ה-FED הן בתחום קביעת הרגולציה והן בתחום הפיקוח;
- היעדר תיאום בין הרשויות השונות. נוצר מצב של היעדר העברת מידע בין ה-FED לבין גופים אחרים. על מנת למנוע מצב זה נקבעו קווי שיתוף פעולה ברורים בין ה-FED לבין ה-FSCO בנוגע לחשיפת הגופים למידע האחד של משנהו, ובנוגע לנושאים הקשורים להון ולנזילות הן עבור בנקים והן עבור גופים פיננסיים שאינם בנקים. בנוסף, קיימת חפיפה בין חלק מבעלי התפקידים על מנת לשמור על שיתוף פעולה הדוק בין הצדדים;
- ביטול רשות הפיקוח Office of Thrift Supervision (OTS) על מנת למנוע "חפיפה" בסמכויות הפיקוח. לעומת זאת, הוקמו תתי גופים שונים, המיועדים לפיקוח על נושאים ספציפיים (לדוגמה: FSOC, BCFP or FIO);
- הפיקוח על חברות הביטוח היה רופף, בעיקר בשל היעדר גוף מפקח משמעותי. לצורך כך, הוקם גוף פיקוח לחברות ביטוח (Federal Insurance Office) במסגרת משרד האוצר. הגוף מדווח ישירות לממשלה, אולם הוא חסר סמכויות אכיפה עצמאיות;
- היעדר הגנה מספקת לצרכן, בייחוד לאור המכירה המאסיבית של הלוואות סאב-פריים מאוגחות בטרם המשבר ובמהלכו. לצורך טיפול בבעיה זו הוקם ה-BCFP (Bureau of Consumer Financial)

(Protection) אשר מחזיק באחריות שהייתה מחולקת בעבר על פני מספר גופים בטרם כניסת החוק. ה-BCFB נמצא תחת ה-FED, אולם הינו גוף עצמאי ונפרד. הגוף קיבל סמכויות רחבות של פיקוח ואכיפה בתחומי האחריות שלו.

**איור 19 מבנה הפיקוח החדש בארצות הברית**



## 6. מקורות ביביליוגרפיים נוספים

מקורות רלבנטיים נוספים העוסקים ברגולציה פיננסית, בכשלים שלה ובמבנה הרגולטורים בשוק ההון הינם:

1. Joel P. Trachtman, "The international law of Financial Crisis: Spillovers, Subsidiarity, Fragmentation and Cooperation", *Journal of International Economic Law*, p. 1-24, Oxford University Press 2010.
2. David T Llewellyn, "Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision: The Basic Issues", Paper presented at a World Bank seminar: Aligning Supervisory Structures with Country Needs, Washington DC, 6th and 7th June, 2006.
3. Joel P. Trachtman, "Fragmentation, Synergy and Institutional Choice", work in progress, 2011.
4. R. Nebel, "Regulation as a source of systemic risk: The need for Economic Impact Analysis", *The Geneva Papers on Risk and Insurance Vol.29, No.2, (April 2004), P. 273-283*
5. Carmine Di Noia and Giorgio Di Giorgio, *Should Banking Supervision and Monetary Policy Tasks be Given to Different Agencies?*, Blackwell Publishers Ltd. 1999
6. Randall S, Kroszner, *The Economics and Politics of Financial Regulation*, FRBNY Economic Policy Review, October 2000
7. Joe Peek, Eric S. Rosengren, and Geoffrey M. B. Tootell, *Prudential Supervision: What Works and What Doesn't*, University of Chicago Press, p. 273-300, January 2001
8. Wendy Dobson, "International business – Global Lessons from the 2008 Financial Crisis", Published at "The Finance Crisis and Rescue, What went wrong? Why? What lessons can be learned" experts views from the Rotman School of Management, 2008
9. Committee on Capital Markets Regulation, "The Global Financial Crisis, A Plan for Regulatory Reform", May 2009
10. Randall Dodd, "Special Policy Report 12: The Economic Rationale for Financial Market Regulation", *Derivatives Study Center Washington DC*, December 2002
11. Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, "This time it's different – Eight Centuries of Financial Folly", Princeton University Press, 2009

- Stephen G. Cecchetti, " The Future of Financial Intermediation and Regulation: An Overview", Federal Reserve Bank of New York, current issues in economics and finance, 1999, Why  
and How Do We Regulate .12
- Markus Brunnermeier, Andrew Crocket, Charles Goodhart, Martin Hellwig, Avinash D. Persaud, Hyun Shin, The Fundamental Principles of Financial Regulation, Geneva Report on the  
World Economy 11, 2009 .13
- V. Acharya, T. Philippon, M. w Richardson, & N. Roubini, "The financial crisis of 2007-2009: causes and remedies", Financial markets, institutions and instruments, volume 18, Issue 2,  
p.89-137, May 2009 .14
- Jill M. Hendrickson, "Regulation and instability in U.S Commercial Banking, A History of Crises", Palgrave Macmillan studies in Banking and Financial Institutions, Series editor: Philip  
Molyneux, January 2011 .15
- Kevin Dowd, "The case for financial Laissez – Faire", The Economic Journal Vol. 106, No. 436 (May, 1996), pp. 679-687 .16