

**בית המשפט המחוזי בירושלים בשבתו כבית-משפט לעניינים מנהליים**

יום ראשון 01 מאי 2016

עת"מ 22113-05-15 התנועה למען איכות  
השלטון בישראל נ' בנק ישראל/ הפיקוח על  
התאגידים הב ואח

אל (אלי): התנועה למען איכות השלטון בישראל

אישור על הגשת מסמך מסוג עיקרי טיעוןمُصادقة على إبراز مُستند من نوع عיקרי טיעון

ניתן אישור כי ביום (נصادق بهذا) 01/05/2016 בשעה (الساعة) 09:26:54

הוגש מסמך מסוג (قُدم مُستند من نوع) עיקרי טיעון

בתיק (في قضية رقم) 22113-05-15 - התנועה למען איכות השלטון בישראל נ' בנק ישראל/ הפיקוח על  
התאגידים הב ואח'.

**התנועה למען איכות השלטון בישראל, ע"ר 580178697**

ע"י ב"כ עוה"ד צרויה מידד-לוזון ו/או נילי אבן-חן  
ו/או מיקה קונר-קרטן ו/או דניאל דושניצקי  
ו/או תומר נאור ו/או יעל קריב-טייטלבוים

מהתנועה למען איכות השלטון  
רח' יפו 208 ירושלים 91043, ת.ד. 4207  
טל': 02-5000073, פקס: 02-5000076

העותרת

- נגד -

1. **בנק ישראל**
2. **הממונה על חוק חופש המידע בבנק ישראל**

ע"י ב"כ עו"ד מיכל גרינבוים מפרקליטות (אזרחי) מחוז ירושלים  
מרחוב מח"ל 7 מעלות דפנה, ירושלים  
טל': 02-5419538; פקס: 02-5419582

3. **איגוד הבנקים בישראל**

ע"י ב"כ לוינבוק ושות' משרד עורכי דין  
דרך מנחם בגין 52 (מגדל סונול) תל אביב, 6713701  
טל': 03-6368888; פקס: 03-6368889

4. **בנק הפועלים בע"מ ח.צ. 8-000011-52**

ע"י ב"כ עו"ד פנחס רובין ו/או ירון אלכאוי ו/או אמנון ביס  
משדרות רוטשילד 45, תל אביב, 6578403  
טל': 03-7109191; פקס: 03-5606555

המשיבים

## עיקרי טיעון

בהתאם לתקנה 14 לתקנות בתי משפט לעניינים מינהליים (סדרי דין), תשס"א-2000, מתכבדת התנועה למען איכות השלטון (להלן: "העותרת" או "התנועה") להביא את עיקרי טיעוניה בפני בית המשפט הנכבד כמפורט להלן. הדברים יובאו תוך הפנייה והסתמכות על כתב העתירה והודעת ההבהרה שהוגשו לבית המשפט הנכבד.

### מבוא

1. עניינה של עתירה זו בקיומו של פיקוח ציבורי מינימאלי על עבודתה של רשות מנהלית חשובה ומרכזית בכלכלה הישראלית – הפיקוח על הבנקים. בלב העתירה ניצבת בקשת העותרת לקבל את דוחות הביקורת שנכתבו על ידי המפקח על הבנקים בעניין הליכי מתן האשראי לקבוצת דנקר.
2. כידוע, המפקח על הבנקים הוא הרגולטור המוסמך האמון על אסדרת המערכת הבנקאית. פיקוח זה הינו פיקוח רב-חשיבות בעל אופי מיוחד, נוכח העובדה שהגופים המפוקחים אינם גופים פרטיים מובהקים, אלא מוסדות בעלי מאפיינים ציבוריים העשויים לעלות כדי גופים דו-מהותיים (ראו למשל: ע"א 1691/11 בנק לאומי למשכנתאות נ' צוברי, פס' ב (פורסם בנבו, 15.12.2105), (האסמכתאות שם)).
3. אכן, הבנקים מנהלים את כספי הציבור. הם מציעים לציבור שירות חיוני (פרט בתקופתנו הלכה למעשה אינו יכול לנהל את ענייניו הפיננסיים בלעדי הבנקים), בתחום בעל חשיבות ציבורית עליונה (כלכלת המדינה תלויה באופן הדוק בתפקודם התקין של הבנקים), המצוי תחת פיקוח שלטוני הדוק (הפיקוח על הבנקים). הפיקוח על הבנקים מאסדר אפוא פעילות בעלת מאפיינים ציבוריים, הרחוקה מפיקוח על גופים פרטיים מובהקים.
4. דוחות הביקורת המתבקשים בעתירה זו נדרשים בשם זכותו של הציבור לדעת – האם וכיצד פיקח המפקח על הבנקים על אופן מתן האשראי לקבוצת דנקר, לנוכח החשד לשלם עמוקים בהליכי מתן האשראי עליהם הצביע כב' השופט אורנשטיין בפסק דין שעסק בהסדר החוב להבראת הקבוצה (פר"ק 13-04-36681 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ ואח' נ' אי די בי חברה לפתוח בע"מ (פורסם בנבו, 4.5.2013)).
5. לאור החשיבות העצומה של אופן חלוקת האשראי לכלכלה הישראלית והעניין הציבורי יוצא הדופן במקרה הבוחן של הליכי מתן האשראי לקבוצת דנקר – ישנו אינטרס ציבורי מיוחד וכבד-משקל בגילוי דוחות הביקורת המבוקשים.
6. העותרת מצרה על התנהלותו של בנק ישראל בסוגיה זו, אשר סירובו לפרסם את דוחות הביקורת המבוקשים עומד בניגוד מוחלט להתנהלותם של בנקים מרכזיים ברחבי העולם אשר מפרסמים באופן שוטף את דוחות הביקורת שנערכים על ידם; לרמת השקיפות המקובלת בקרב רגולטורים פיננסיים אחרים בישראל, כגון הרשות לניירות ערך והרשות

להגבלים עסקיים; ולהחלטה של בנק ישראל לפרסם מיוזמתו אך לפני חודשים מספר דוח ביקורת חשוב לא פחות בעניין פרשיית העלמות המס בבנק לאומי.

7. לצערה של העותרת בנק ישראל, דומה כי בנק ישראל נותר הישות הארכאית האחרונה הרואה בשקיפות ובחשיפה לביקורת ציבורית כעול שמחליש "את יכולתו של הפיקוח על הבנקים להפעיל שיקול דעת מקצועי ללא חשש מצד עובדיו, כי ידרשו לנמק את שיקול דעתם המקצועי בפני גורמים שאינם מומחים או שאין בידיהם הראייה הכוללת שהיא חלק ממכלול השיקולים המנחים את קבלת ההחלטות על הצעדים הפיקוחיים הנדרשים" (פס' 26 לתגובת המשיבים 1-2).

8. בתגובת המשיבים 1-2 יצא אפוא המרצע מן השק, והובהר כי הסודיות הנטענת אינה נדרשת למען קידום תכליות ראויות כגון הבטחת יציבותה של המערכת הבנקאית או עידוד שיתוף הפעולה בין הבנקים לפיקוח על הבנקים – אלא מתבקשת על מנת למלט את עובדי הפיקוח על הבנקים מפני קרני השמש הבוהקות של הביקורת הציבורית המתחייבת.

9. במסגרת העתירה דגן מבקשת העותרת לדחות מכל וכל עמדה זו, לפיה יש להגן על הפיקוח על הבנקים מפני מצב שבו הוא יאלץ 'חלילה' לעמוד בפני ביקורת ציבורית (של מי שאינם 'מומחים'), ואף יידרש לנמק את החלטות האכיפה המתקבלות על ידו בפני הציבור. ככל רשות מינהלית אחרת, נדרש גם הפיקוח על הבנקים לעמוד בפני ביקורת ציבורית – ועתירה זו מוגשת בשם ולמען קיומו של הפיקוח הציבורי ההכרחי על הפיקוח על הבנקים.

## הטיעון לגופו – על הרשות למסור את המידע המבוקש

### א. סעיף 15א לפקודת הבנקאות

10. העותרת תבקש להפנות לטענות אשר נפרשו על ידה בהרחבה בכתב העתירה, בכל הנוגע לשאלה אם ניתן למסור את המידע שנתבקש חרף הוראת הסודיות הקבועה בסעיף 15א לפקודת הבנקאות, 1941 והחיסיון הנגזר ממנה. לצד זאת, נוכח טענות המשיבים, תבקש העותרת לתדד ולהבהיר את עיקרי טענותיה בסוגיה זו.

11. תחילה, יש להעמיד דברים על דיוקם בכל הנוגע לתבחנה שבין סודיות לחיסיון. המשיבים מקדישים בתגובותיהם מאמצים רבים לחידוד התבחנה, המוכרת כמובן, בין "סודיות" ל"חיסיון". ואולם, דומה כי הדיו הרב שנשפך בסוגיה זו נועד בעיקרו להסיט את בית המשפט מן השאלה האמתית שניצבת בפניו, שעניינה איזון בין התכליות העומדות מנגד.

12. הלכה למעשה, אמת המידה אותה נדרש בית המשפט להפעיל הן בשאלות של סודיות, הן בשאלות של חיסיון, דומה במהותה. כך, בין אם בית המשפט נדרש להכריע בשאלה – האם הפרשנות התכליתית של הוראת סודיות מסוימת מלמדת כי מדובר במידע ש"אסור למסרו על פי דין" ולכן אין לגלותו בבקשות חופש מידע; ובין אם הוא נדרש להכריע בשאלה – האם יש להסיר חיסיון בהליך משפטי ולהורות על חשיפת המידע; בפועל הוא בוחן את השאלות

באמצעות עריכת איזון בין התכליות שעומדות בבסיס הוראת הסודיות/חיסיון, לבין התכליות שבגילוי המידע, בדומה לאיזון שעל בית המשפט לערוך לפי סעיף 17(ד) לחוק חופש המידע.

13. כך לדוגמה, בעע"מ 398/07 התנועה לחופש המידע נ' רשות המיסים, פס' 37 (פורסם בנבו, 23.9.2009) (להלן: "עניין הסדרי הכופר"), נדרש בית המשפט לשאלה האם פרשנותה התכליתית של הוראת הסודיות הקבועה בסעיף 231(א) לפקודת מס הכנסה – לפיה "הממלא תפקיד רשמי בביצוע הפקודה, או המועסק בביצועה, חייב לראות כל תעודה, ידיעה, [וכו.]. מתחייבים להכנסתו של אדם [...]", כדבר שבסוד" – מלמדת כי לא ניתן למסור את המידע המבוקש (שמות הנישומים בהסדרי כופר עם רשות המיסים) מפאת סודיות. בית המשפט הגדיר את השאלה שבמחלוקת כך:

"השאלה הצריכה הכרעה הינה אפוא האם תכליות הוראות החיסיון כפי שתוארו מצדיקות ומחייבות' – כלשונו של הנשיא ברק – את החלתן גם על המידע המבוקש. [...] הכרעה בשאלה זו מצריכה עריכת איזון בין התכליות העומדות בבסיסו של החיסיון לבין תכליות אחרות המצדדות בגילוי המידע. ודוק. כפי שצינתי בראשית דבריי, איזון דומה לזה, גם אם לא זהה באופן מוחלט, נדרש בהתאם להוראת סעיף 17(ד) לחוק חופש המידע."

14. הנה כי כן, על מנת לקבוע מהי הפרשנות הראויה של הוראת סודיות בעתירת חופש מידע, נדרש בית המשפט לאזן בין התכליות המתחרות ולבחון אם תכליות הסודיות מחייבות להחילה גם על המידע המבוקש. כלומר, בין אם בית המשפט נדרש להכריע אם יש להסיר "חיסיון", ובין אם הוא נדרש לפרשנותה של הוראת "סודיות" – המשימה המוטלת עליו היא מלאכת האיזון בין התכליות המתנגשות.

15. ובענייננו – זהו סוג ההכרעה הנדרש גם בעתירת דן. על מנת להכריע אם יש מקום למסור את דוחות הביקורת בעניין הליך מתן האשראי לקבוצת דנקנר שגילויים התבקש בעתירה זו, נדרש בית המשפט לאזן בין הזכות לחופש מידע והעניין הציבורי בגילוי המידע, לבין האינטרסים ביציבות הבנקים ובשיתוף פעולה בין הפיקוח על הבנקים לבנקים. בעניין זה, אין נפקא מינה של ממש לשאלה אם הסוגיה נבחנת כ"סודיות" או כ"חיסיון".

16. בהקשר זה, חשוב לאבחן את נסיבות המסרה דן מן הנסיבות במסגרתן נפסקה הלכת אזולאי עליה תולים המשיבים את כל יהבם. כידוע, השאלה שעמדה להכרעה בהלכת אזולאי הייתה האם במסגרת בקשת גילוי מסמכים בהליך אזרחי נגד בנק, חל חיסיון על דוח ביקורת של בנק ישראל שעסק בפעולות מרמה שביצעו עובדי הבנק. לעומת זאת, השאלה שנדרשת בהכרעה כיום היא האם במסגרת בקשת חופש מידע בהליך מינהלי-ציבורי נגד בנק ישראל, חלה סודיות על דוח ביקורת של בנק ישראל שעסק בתקינות הליך מתן אשראי בבנקים. מדובר בהבדלים מהותיים: הליך אזרחי שתכליתו פרטית, לעומת הליך מנהלי שתכליתו ציבורית; גילוי דוח ביקורת על פעולות מרמה בחשבון מצד עובדי הבנק, לעומת גילוי דוח ביקורת על הליכי מתן אשראי לקבוצה במינוף גבוה.

17. בניגוד לטענת המשיבים, השאלה שניצבת כיום בפני בית המשפט הנכבד איננה האם הלכת אזולאי עודנה חלה, אלא האם יש להרחיב את הלכת אזולאי – הלכה שמלכתחילה הרחיבה בצורה משמעותית את גודל הוראת הסודיות הקבועה בס' 15א לפקודת הבנקאות וספק אם

כלל הייתה מתקבלת כיום – ולגזור סודיות/חיסיון גם בבקשות חופש מידע בעלות מטרה ציבורית לגילוי דוחות ביקורת בעניין הליכי מתן אשראי. המשיבים מבקשים אפוא מבית המשפט להרחיב על ההרחבה הקודמת.

18. ואולם, **הרחבה זו עומדת בניגוד מוחלט לפרשנות המצומצמת הראויה של הלכת אזולאי** הנושנה – המתבקשת לאור המהפכה החוקתית ומהפכת השקיפות של חוק חופש המידע. ודוק: בעוד שהלכת אזולאי הרחיבה את גדרי הסעיף לאור פרשנותו התכליתית בניגוד ללשונו המפורשת, חוק חופש המידע מכתוב פרשנות תכליתית שונה שאינה מאפשרת להרחיב את גדרי הלכת אזולאי ולהחילה גם בנסיבות המקרה דנן.

19. ודוק, הלכת אזולאי מרחיב את הסעיף לאור פרשנות תכליתית, בניגוד ללשון הסעיף, חוק חופש המידע מכתוב פרשנות תכליתית אחרת ואינה מאפשרת להרחיב את הלכת אזולאי ולהחילה גם על ההליך דנן.

20. ההרחבה המבוקשת עומדת גם בניגוד מוחלט להלכה הפסוקה אשר קבעה כי **יש לצמצם ככל הניתן חיסוי מידע**. כידוע, נקודת המוצא העקרונית והכללית היא גילוי מירבי, ואילו חסיונות וחובות סודיות הם החריג לכלל (עניין הסדרי הכופר, פסי' 37). לכן, נפסק כי ביחס לטענות סודיות וחסיונות יש לנקוט גישה חשדנית ולצמצם את מקרי החיסוי ככל שאפשר (ראו למשל: בג"ץ 337/66 פיטל נ' ועדת השומה שליד עיריית חולון, פ"ד כא(1) 69, 71; רע"א 1412/94 הסתדרות מדיצינית הדסה עין-כרם נ' גלעד, פ"ד מט(2) 516, 522 (1995); בג"ץ 844/06 אוניברסיטת חיפה נ' עוז, פסקה 15 (פורסם בנבו, 14.5.2008)).

21. ולגופו של עניין – הרחבת הלכת אזולאי לנסיבות המקרה דנן תעמוד בניגוד לאיזון הראוי **המתחייב** בין תכליות הסודיות/החיסיון, הלא הן יציבות הבנקים ושיתוף הפעולה בין הפיקוח על הבנקים לבנקים, לבין הזכות לחופש מידע והאינטרס הציבורי החשוב בקבלת המידע. פירוש הוראת סעיף 15 לפקודת הבנקאות כאוסרת על גילוי המידע המבוקש בענייננו תהווה אפוא התרה אסורה של סודיות/חיסיון "מעבר לנדרש ולמתחייב מתכליותיו" (עניין הסדרי הכופר, פסי' 37).

22. כאמור, בין אם על מנת לקבוע את פרשנותה התכליתית של הוראת הסודיות בסעיף 15 לפקודת הבנקאות, ובין אם על מנת לקבוע אם חל חיסיון ויש להסירו – בית המשפט נדרש לאזן בין **האינטרסים** ליציבות ולשיתוף פעולה, לבין **הזכות לחופש המידע**. מהו סוג האיזון שיש לערוך בין התכליות העומדות המתנגשות?

23. כידוע, באיזון בין זכות לבין אינטרס ציבורי יש לערוך **איזון אופקי**. באיזון אופקי מסוג זה, נפסק כי נקודת המוצא הינה שהזכות לחופש מידע, שהיא מרכיב של חופש הביטוי, תיסוג רק כאשר ישנה **ודאות קרובה** לפגיעה **ממשית** באינטרס הציבורי, או כשיש **הסתברות גבוהה לכך** (ראו למשל עניין הסדרי הכופר, בפסי' 53).

24. ואולם, המשיבים לא הביאו ולו ראשית ראיה לטענה כי חשיפת דוחות הביקורת שנתבקשו תוביל לפגיעה **מוחשית בוודאות קרובה** – לא ביציבות הבנקים ולא בשיתוף הפעולה העיתידי בין המפקח לבנקים. כל טענותיהם הם טענות ספקולטיביות בעלמא **שלא מרימות את נטל**

**ההוכחה** שמוטל עליהם (ונזכיר כי בעתירות חופש מידע, נטל ההוכחה הוא על הטוען לטענת סודיות או חיסיון, ועליו להוכיח כי מתקיימת עילה לחיסוי המידע וכן כי נערך איזון ראוי בין השיקולים הנדרשים לעניין – ראו למשל: עע"מ 6013/04 מדינת ישראל - משרד התחבורה נ' חברת החדשות הישראלית, פס' 31 (פורסם בנבו, 2.1.2006)).

25. גם לגופו של עניין, איזון התכליות השונות העומדות מנגד מלמד כי דוחות הביקורת שגילויים מתבקש בעתירה זו אינם כפופים להוראת הסודיות או לחיסיון ויש לחייב את הרשות למסרם. נעמוד עליהם כסדרם, בקיצור המתבקש.

### **1.א. יציבות המערכת הבנקאית**

26. כידוע, בהלכת אזולאי נקבע כי התכלית הראשונה בחשיבותה של סעיף 15א לפקודת הבנקאות הינה השמירה על יציבות המערכת הבנקאית, באמצעות מניעת "בהלת שווא" שתוביל להתמוטטות הבנקים:

"התכלית הראשונה והעיקרית מבקשת להבטיח קיומו של פיקוח יעיל על מערכת הבנקאות – אשר מצדו נועד להבטיח יציבות הבנקים, אמינותם וטובת הציבור [...] מטרתה של פקודת הבנקאות ובכללה סעיף 15א בה, המסדירה את הפיקוח על הבנקים, הינה להבטיח יציבות הבנקים ושמירת כספי הציבור. היא נועדה למנוע "בהלת שווא" אשר עלולה להבריח מפקידים ללא כל צידוק [...] הבנקים הינם גורם מרכזי במשק. ערעור יציבותם עלול להשפיע על יציבותו של המשק הלאומי [...] סיכון התמוטטות בנקים עלול ליפול על שכם הציבור" (הלכת אזולאי, בפס' 22).

27. על מנת לקבוע אם תכלית זו מצדיקה את חיסוי המידע המבוקש בעתירה דן, יש לבחון אפוא האם פרסום דוחות הביקורת בעניין הליך מתן האשראי לקבוצת דנקנר יביא בוודאות קרובה לפגיעה מוחשית ביציבות הבנקאית – קרי יוביל בוודאות קרובה להתמוטטות בנק.

28. ואולם, כאמור, המשיבים לא הציגו ולו ראשית ראיה לטענה כי פרסום דוחות הביקורת יוביל להתמוטטות של מי מהבנקים הנדונים וכל טענותיהם בעניין זה הינן טענות בעלמא. למול זאת כלל הנסיבות מצביעות על כך שלא רק שפרסום הדוחות המבוקשים אינו צפוי לפגוע באופן שזוה ביציבות הבנקים – אלא שהוא עשוי אף לחזק את יציבות המערכת הבנקאית.

29. ראשית, יש לאבחן את נסיבות המקרה מהנסיבות בהלכת אזולאי. בעניין אזולאי דובר בגילוי דוח ביקורת אודות תרמית שביצעו עובדי בנק שגנבו כספים מחשבונות של לקוחות. יתכן כי במקרה זה, תוכנו של דוח הביקורת תשף תרמית חמורה שאימה באופן ממשי על נזילות ההון באופן שהעלה חשש להתמוטטות הבנק. במצב שכזה, ניתן אולי להבין מדוע פרסום המידע היה עלול להוביל בוודאות קרובה ל"ריצה אל הבנק", שכן מפקידים היו ממהרים למשוך את כספם בטרם יתמוטט הבנק, ובכך פרסום הדוח היה הופך לנבואה המגשימה עצמה. משכך, ברור מדוע חיסוי דוח הביקורת בעניין אזולאי נדרש להגנה על יציבות הבנקים.

30. לעומת זאת, בעתירה דן מדובר בדוחות ביקורת מסוג שונה בתכלית. עסקינן בדוחות ביקורת על הליך מתן אשראי (ולא תרמית). כשלים מסוג זה אינם על פי רוב כשלים המקימים סכנת התמוטטות של בנק, ומכל מקום סכומי האשראי שהעניקו הבנקים בהליכים אלו כבר פורסמו

בפסק הדין של כב' השופט אורנשטיין (פר"ק 36681-04-13 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ ואח' נ' אי די בי חברה לפתוח בע"מ (פורסם בנבו, 4.5.2013)), ובדוחות הכספיים של הבנקים. מכאן, שגם אם דובר בסכומים שהיו עלולים לאיים על יציבות הבנק – הרי ש"הריצה אל הבנק" הייתה אמורה כבר להתרחש ברגע שבו פורסמו הסכומים (שחלקם הארי ככל הנראה כבר לא יוחזר לבנק), ולא עם פרסום דוח ביקורת שרק מפרט **בדיעבד** את הסיבות לכשלים במתן האשראי.

31. ודוק: יש לבחון את היקף התחולה של סודיות/חיסיון בין היתר לפי **אופי המידע** (ראו: רע"א 8943/06 יוחנן נ' סלקום ישראל בע"מ, פס' 20 (פורסם בנבו, 18.11.2009)). ובענייננו, גם אם עשוי להימצא היגיון בחיסוי מידע שעוסק למשל במצבם הכספי של בנקים (כך שלא ייחשף דוח ביקורת המצביע על כך שבנק מסוים עלול להתמוטט – ובכך לעורר בהלת מפקידים מסוכנת שיאוצו להוציא כספים), ודאי שאין כל היגיון בחיסוי מידע אודות כשלים בהתנהלותו הפנימית של בנק שאינה מלמדת באופן ישיר על סכנה לכאורית לקריסתו.

32. שנית, דוחות ביקורת של הפיקוח על הבנקים מהסוג שגילוי מתבקש בעתירה זו מתפרסמים הלכה למעשה באופן שוטף ואינם מביאים להתמוטטות של בנקים.

33. כך למשל, **בארצות הברית** מתפרסמים מדי שנה מאות דוחות ביקורת מפורטים של המפקח על הבנקים (ברמה הפדרלית ובמדינות השונות) על צעדי אכיפה שנקטים כנגד בנקים. דוחות הביקורות הללו כוללים לעיתים אף שמות אישיים של בנקאים שנקטו כנגדם סנקציות (שאוסרים עליהם למשל לעסוק בבנקאות), איסור על חלוקת דיבידנדים וכדו'. אתר האינטרנט של הבנק הפדראלי בארצות הברית (board of governors of the federal reserve system) מכיל את כל דוחות הביקורת שנערכו ע"י המפקח על הבנקים (משנת 1997) ואף כולל מנוע חיפוש מתוחכם שמאפשר לאתר דוחות לפי תכנים שונים (צילום מסך של מנוע החיפוש של הבנק הפדראלי בארצות הברית – מצ"ב ומסומן **כנספח ע/7**).

34. כך גם אתר האינטרנט של **הרגולטור הבריטי** שאחראי על הפיקוח על הבנקים (FCA - Financial Conduct Authority; ובעבר - Financial Stability Authority), מפרסם החל משנת 2002 בזמן אמת את כל המידע על ליקויים שנמצאו בתאגידים בנקאיים והסנקציות שנקטו נגדם (בכל שלושת שלבי האכיפה: שלב א – אזהרה בדבר ליקויים (Warning Notice statements); שלב ב – החלטה לנקוט הליכי אכיפה (Decision Notices); שלב ג – הליכי אכיפה שנקטו (Final Notices)) (צילום מסך של מנוע החיפוש של הרגולטור הבריטי האחראי על הפיקוח על הבנקים – מצ"ב ומסומן **כנספח ע/8**).

35. אפילו בישראל – פורסם בקיץ האחרון **דוח ביקורת של הפיקוח על הבנקים התנהלות בנק לאומי** בפרשיית העלמות המס. למותר לציין כי על אף הכשלים החמורים ביותר אשר תוארו בדוח ביקורת זה – ביניהם סיוע להעלמות מס שהוביל לכך שהבנק נאלץ לחתום על הסדר כופר עם משרד המשפטים האמריקאי ולשלם במסגרתו קנס בסכום של כ-1.06 מיליארד שקלים (!) – לא התרחשה כל "ריצה אל הבנק" בעקבות פרסום הדוח, ויציבותו של בנק לאומי לא נפגעה (דוח הביקורת של הפיקוח על הבנקים בעניין פרשת העלמות המס בבנק



לאומי אשר הוגש לבית המשפט במסגרת הדיון המקדמי – מצ"ב ומסומן כנספח ע/9). בהקשר זה יש להזכיר כי בכל הנוגע לאשראי שניתן לקבוצת דנקנר – עסקין לכל היותר בכמה מאות מיליוני שקלים שניתנו כאשראי על ידי כל בנק, אשר ההפרשות בגינם כבר בוצעו ופורסמו בדוחות הכספיים, ואין להם השלכה על מצבו הכספי הנוכחי של הבנק.

36. בשולי הדברים בהקשר זה יש להוסיף כי המגמה בפסיקת בתי המשפט המחוזיים עליה הצביעה העותרת – להתיר גילוי דוחות הביקורת של בנק ישראל במסגרת הליכי גילוי מסמכים בתביעות ייצוגיות או נגזרות (ראו פסקאות 79-82 לעתירה) – ממשיכה, ואך לאחרונה ניתן פסק דין נוסף על ידי כב' השופטת ר' גונן אשר התיר גילוי של דוח ביקורת של בנק ישראל במסגרת תובענה ייצוגית (ראו: ת"צ (ת"א) 21795-03-15 בן ציון רבי נ' בנק הפועלים (פורסם בנבו, 7.2.2016)).

37. שלישית, שקיפות בפרסומו של מידע מהסוג שבו עסקין (כשלים בהתנהלות פנימית שאינם מסכנים את יציבות הבנק) לא תפגע ביציבות המערכת אלא רק תוביל לחיזוקה. שקיפות של דוחות ביקורת מסוג זה תקדם הרתעה אשר תבטיח התנהלות אחראית יותר – הן של הפיקוח על הבנקים, הן של הבנקים, באופן שרק יקדם את יציבות המערכת. שקיפות של דוחות ביקורת אלו אף תחזק את אמון הציבור בקיומו של מערך יעיל ואפקטיבי של הפיקוח על הבנקים המגן על האינטרסים הציבוריים. אכן:

"ערובה לקיומו של ממשל תקין היא בהעמדתו לביקורת, וכדי שהביקורת תהיה יעילה, על ממצאיה להיות גלויים וחשופים לעיני הציבור ולביקורתו. פרסום דו"ח הביקורת הוא, על כן, תנאי הכרחי לאימון הציבור במוסדות השלטון וליעילות הפיקוח הציבורי עליו" (בג"ץ 7805/00 רוני אלוני נ' מבקרת עירית ירושלים, פס' 21 (פורסם בנבו, 11.5.2003) (להלן: "עניין אלוני")).

38. ואכן, סקירת הספרות האקדמית בסוגיה מלמדת כי ככלל, גילוי במערכת הבנקאית צפוי רק להגביר את יציבות המערכת (סקירת הספרות האקדמית בעניין שקיפות-יציבות מתוך דוח "מבנה הפיקוח הרצוי בשוק ההון" (2015) – מצ"ב ומסומן כנספח ע/10). בתמצית, על פי הגישה המכונה בספרות "שקיפות-יציבות" (Transparency-Stability), גילוי נרחב ככל האפשר צפוי לתזק את יציבותה של המערכת הבנקאית. מאז המשבר הכלכלי של 2008 עוד ועוד גופים בינ"ל הצטרפו כתומכיה של גישה זו (ובהם ועדת באזל לפיקוח בנקאי, הבנק העולמי, קרן המטבע העולמית ועוד), וכיום זוהי הגישה המקובלת ביותר. מחקרים אמפיריים בסוגיה אף הצביעו על מתאם חיובי בין גילוי מוגבר לבין יציבות פיננסית. חשוב לציין כי אף על פי הגישה המנוגדת בספרות – גילוי-שבירות (Transparency-Fragility), המצדדת באי-גילוי מידע, יש להימנע רק מגילוי מידע הנוגע לקשיים פיננסיים של בנק (שילמד על קשיי נזילות ועלול להוביל לריצה אל הבנק ולאיים על כל המשק) – ולא מכל גילוי באשר הוא בנוגע לכשלים כאלה ואחרים שהתגלו בהתנהלותו של בנק.

39. ולבסוף, התנהלותו של בנק ישראל עצמה מלמדת כי אין סיבה להניח כי פרסום דוחות הביקורת המבוקשים יפגעו ביציבות הבנקים. ככלל, הנחיותיו של בנק ישראל דורשות מהבנקים להתמודד עם משברי נזילות ובפרט עם "סיכוני רגולציה (כמו, למשל, פרסום דוחות ביקורת בעניינם). במסגרת זו, הבנקים מחויבים להפריש הון לצורך התמודדות עם סיכוני

רגולציה וסיכוני מוניטין. מכאן, שגם אם יתממש סיכון מסוים – דוגמת פרסום דוחות הביקורת המבוקשים בעתירה זו – הבנקים אמורים להיות ערוכים להתמודד עימו ואין כל סיבה להניח כי הוא יוביל לפגיעה ביציבותם.

40. עוד יש להוסיף בעניין זה כי ב"דוח היציבות הפיננסית" שפרסם בנק ישראל בחודש דצמבר 2015, לא אוזכר כלל הסיכון מפני חשיפת דוחות הביקורת המבוקשים (שיתממש אם תתקבל העתירה דנן), ללמדך כי בנק ישראל לא ראה בסיכון משפטי זה משום סכנה ליציבות הבנקים (עותק מ"דוח יציבות פיננסית" (2015) – מצ"ב ומסומן כנספח ע/11)).

## **2.א. עידוד שיתוף הפעולה בין הבנקים למפקח על הבנקים**

41. לצד התכלית העיקרית של הגנת יציבות הבנקים, נקבע בהלכת אזולאי כי לסעיף 15א לפקודת הבנקאות תכלית נוספת שעניינה עידוד שיתוף הפעולה בין הבנק לבין הפיקוח על הבנקים, באמצעות ההבטחה כי הבנק יהיה חופשי מחשש כי המידע ישמש כנגדו בסכסוך אזרחי בין שני פרטים:

"התכלית השנייה המונחת ביסוד הוראת הסודיות היא לעודד שיתוף פעולה בכל הרמות בין הבנק לבין גורמי הפיקוח עליו [...] על הבנק הוטלה חובה סטטוטורית למסור מידע ולשתף פעולה עם הפיקוח על הבנקים מחד גיא, והובטחה לו סודיות אותו מידע שיימסר על-ידיו מאידך גיסא. השימוש במידע הוגבל למטרת החיקוק הספציפי שבגיננו הוא נתבקש. אינטרס הציבור הוא כי במסירת המידע על-ידי הבנק לפיקוח יהא הבנק חופשי מהחשש כי המידע עלול לשמש כנגדו בסכסוך אזרחי בין שני פרטים" (הלכת אזולאי, בפס' 22)

42. בכדי לקבוע אם יש הצדקה לחסות את המידע המבוקש בשם תכלית זו, יש לבחון אם פרסום דוחות הביקורת המבוקשים יפגע באופן ממשי בוודאות קרובה בשיתוף הפעולה שבין המפקח על הבנקים לבנקים.

43. בהקשר זה, חשוב להטעים כי עידוד שיתוף הפעולה נועד בעיקרו לקדם את יעילות עבודת הפיקוח על הבנקים, ולא את עצם היכולת לפקח. כידוע, מכוח סעיף 5 לפקודת הבנקאות המפקח על הבנקים מחזיק בסמכויות נרחבות לדרוש כל מידע הדרוש לו מהבנקים, כאשר סירוב למסירת מידע מהווה עבירה פלילית שבצידה עונש מאסר. הבנקים מחויבים אפוא על פי חוק לשתף פעולה עם המפקח על הבנקים גם באופן לא-רצוני, ומכאן שהמטרה לעודד שיתוף פעולה נועדה בעיקרה להפוך את הפיקוח ליעיל ופשוט יותר. יעילות עבודתו של גוף מנהלי היא בוודאי בעלת חשיבות – אך יש להיזהר מלייחס לה משקל רב מדי (השוו למשל: עניין הסדרי הכופר, פס' 53 ו-61).

44. והנה, גם באשר לתכלית זו – המשיבים לא הביאו כל ראיה לכך ששיתוף הפעולה העתידי בין הבנקים לפיקוח יפגע באופן מוחשי בוודאות קרובה אם דוחות הביקורת המבוקשים יחשפו. כלל טענות המשיבים בהקשר זה הינן טענות ספקולטיביות שאין לקבלן. יפים בהקשר זה דבריו של כב' השופט (כתארו אז) ריבלין:

"אף כי אין לדחות על סיפן את ההנחות בדבר השלכות הגילוי על עבודת הגוף המבוקר ומבקר הפנימי, הרי שאין בנמצא נתונים אמפיריים שיכולים ליתן תשובה חותכת בעניין זה, והטענות הן במידה רבה ספקולטיביות" (עע"מ 6013/04 מדינת ישראל - משרד התחבורה נ' חברת החדשות הישראלית בע"מ, פס' 23 (פורסם בנבו, 2.1.2006) (להלן: "עניין דוחות מבקרי הפנים").

45. למול הטענות הספקולטיביות של המשיבים, כלל הנסיבות מצביעות על כך שאין כל סיבה להניח כי פרסום דוחות הביקורת שנתבקשו יפגע באופן מוחשי בשיתוף הפעולה בין הבנקים לפיקוח על הבנקים.

46. ראשית, דומה כי המשיבים ממעיטים מכוחו של המפקח על הבנקים – שבידו כאמור סמכויות סטטוטוריות נרחבות שיאפשרו לו לבצע את תפקידו במנותק מרצונו הוולונטארי של הבנק לשתף עמו פעולה (השוו: עניין דוחות מבקרי הפנים, בפס' 23). בהקשר זה חשיפת דוחות הביקורת עשוי רק לחזק את ההרתעה ובכך להעצים את מעמדו של הפיקוח על הבנקים ואת סמכויותיו, ולא להחלישו (ראו: עניין אלוני, בפס' 11).

47. שנית, אימת הפיקוח על הבנקים אינה חלשה יותר מאימת הביקורת הציבורית. קשה להאמין שישנם פרטי מידע שעובדי הבנקים לא יחששו לגלות למפקח על הבנקים (שיכול כידוע להטיל עליהם סנקציות חמורות ואף לפתוח כנגדם בחקירה פלילית), אך כן יחששו לחשוף בפני הביקורת הציבורית (ששיניה קהות בהשוואה לפיקוח על הבנקים) (השוו: עניין דוחות מבקרי הפנים, בפס' 24).

48. שלישית, חזקה כי הבנקים – שהינם כאמור גופים מעין-ציבוריים הכפופים לנורמות ציבוריות – ימלאו את חובותיהם המשפטיות וימסרו למפקח על הבנקים את כל המידע שנדרש על ידו, ואין כל סיבה להניח שהם יתפרקו מראש מחובות אלו רק בשל החשש כי המידע יתגלה לציבור (השוו: עניין דוחות מבקרי הפנים, בפס' 24).

49. ולבסוף, גם בכל הנוגע לשיתוף הפעולה יש לאבחן את נסיבות ענייננו מהנסיבות במסגרתן נפסקה הלכת אזולאי. כך, חיסוי המידע שנקבע בהלכת אזולאי נועד בעיקרו למנוע את החשש של בנקים כי מידע שנמסר על ידם למפקח על הבנקים ישמש כנגדם בהליך אזרחי. ואולם, בענייננו, בנקודת הזמן הנוכחית, לא נדרשת הכרעה בשאלת קבילותו של דוח הביקורת המבוקש כראיה בהליך אזרחי כנגד בנק, אלא רק בשאלה אם יש לחשוף אותו לביקורת הציבורית. מדובר אפוא ברציונאליים שונים, וספק אם החשש מפני גילוי לציבור (להבדיל מהחשש כי מסמך ישמש כראיה נגד הבנק בהליך אזרחי) יפגע באופן ממשי בוודאות קרובה בשיתוף הפעולה.

### 3.א. הזכות לחופש המידע

50. למול האינטרסים ליציבות הבנקים ולשיתוף פעולה – שכמתואר לעיל ספק אם הם כלל חלים על דוחות הביקורת המבוקשים בעתירה זו – יש לשקול את הזכות לחופש המידע והאינטרס הציבורי בחשיפת המידע. כידוע, המידע שמתבקש בעתירה זו נדרש בשם זכותו של הציבור לדעת, הנגזרת מהזכות החוקתית לחופש ביטוי ולאוטונומיה של הרצון.

51. כאמור, העותרת מבקשת לקבל לידיה את דוחות הביקורת המבוקשים על מנת לקיים פיקוח ציבורי הכרחי על עבודת הפיקוח על הבנקים. העותרת מבקשת ללמוד באמצעות דוחות הביקורת כיצד המפקח על הבנקים התנהל – האם הוא ערך ביקורת קפדנית, בדק את אופן מתן האשראי והבטוחות שניתנו, בדק לא רק את מתן ההלוואה הראשונית אלא את התגלגלות ההלוואה (האם הוא עמד בהחזרי ההלוואה המקוריים, האם הוא ביקש פרישת חובות, האם בדקו בכל עת את מצבו מחדש, את האפשרות לממש את הבטוחות במקום להאריך את החזר ההלוואה, ועוד), בחן האם יש חשד לכך שההלוואות ניתנו על רקע קשרי הון-שלטון, בדק האם הייתה חריגה מהמגבלות במתן האשראי (מהמגבלות שקבע בנק ישראל לחשיפה ללווה בודד) או האם הייתה "טעות" בספירה שאפשרה את מתן האשראי, וכיוצ"ב.

52. לציבור הזכות לדעת – כיצד פיקח המפקח על הבנקים על הליך מתן האשראי לקבוצת דנקנר, במסגרתו נתנו הבנקים אשראי בסכום העולה על 2 מיליארד שקלים ללא כל בטחונות. נזכיר שעל התנהלות זו כתב כב' השופט אורנשטיין (פר"ק 13-04-36681) כי: "בית משפט זה, הדן בהליכי חדלות פירעון, לא נתקל במקרה כה קיצוני, בשבו ניתנו אשראים על ידי מוסדות פיננסיים, קל וחומר בסכומים כה ניכרים, ללא כל ביטחונות, מבלי שניתן הסבר לכך, ולא הוצגו החלטות של ועדות האשראי של אותם גורמים". לציבור הזכות לדעת כיצד הגיעה המערכת הבנקאית למצב זה, שבו היא העניקה הלוואות ענק ללא כל בטחונות, והאם המפקח על הבנקים נקט בצעדי אכיפה הנדרשים שיוודאו כי התנהלות זו לא תחזור על עצמה.

53. האשראי הוא מנוף צמיחה עיקרי במשק והוא מוטה בישראל מזה שנים ארוכות לטובת המשפחות הגדולות בעלות ההון ולא לטובת עסקים קטנים ומשקי בית. לכן, ישנו עניין ציבורי גבוה במיוחד באופן שבו המפקח על הבנקים מפקח על דרך מתן האשראי בבנקים לבעלי הון ומקורביהם. החשש הינו כי האפילה המוחלטת במסגרתה התנהלו הליכים אלו עד היום אפשרה את קידומם של עסקאות פגומות, כאשר אילו דוחות הביקורת בעניין הליכי מתן האשראי היו מפורסמים באופן שוטף – מלכתחילה לא היה ניתן אשראי בעייתי ללא כל בטחונות באופן הפוגע בכספי הציבור וביציבות המערכת הבנקאית.

54. בשנה האחרונה, קיבלה העותרת עשרות פניות מאזרחים, אמצעי תקשורת ועמותות ציבוריות מקבילות שהביעו עניין רב בעתירה הזו וביקשו לקרוא את דוחות הביקורת שנתבקשו בעתירה. פניות אלו מעידות כי מדובר בדוחות ביקורת אשר בחשיפתם ישנו עניין ציבורי משמעותי ויוצא דופן.

#### **א. טענות נוספות כנגד מסירת המידע**

55. תשובת המשיב 2 לבקשת חופש המידע כללה הנמקה אחת ויחידה לאי-מסירת המידע: סעיף 15 לפקודת הבנקאות (ראו נספח 4/ע לעתירה) – יוטעם כי חיסיון בנק-לקוח הוצג כנימוק לאי-מסירת המידע רק ביחס לבקשת העותרת לקבל מידע אודות גודל החוב של החברות בקבוצת דנקנר לכל אחד מהבנקים בישראל, שאינו רלוונטי להליך דנקנר.

56. משכך, המשיבים 1-2 מושתקים מלטעון כעת, בדיעבד, כי בבסיס החלטתם לסרב למסירת המידע עמד טעם נוסף של חיסיון בנק-לקוח. לצד זאת, במסגרת ההליך דנן המשיבים 3-4 מנועים מלטעון בשם הרשות לטעמים נוספים בניגום אין עליה למסור את המידע – שלא אוזכרו, לא בתשובת המשיב 2 ולא בתגובת המשיבים 1-2 לעתירה זו.

57. מטעמים אלו, יש לדחות על הסף את כלל טענות המשיבים באשר לטעמים לאי-מסירת המידע שלא פורטו בתשובת המשיב 2 לבקשת חופש המידע של העותרת. טעמים אלו לא עמדו בבסיס החלטת הרשות לסרב למסירת המידע כנגד הוגשה עתירה זו. לצד זאת, למען הזהירות ולשם יעילות ההליך, תטען העותרת כי יש לדחות טענות אלו אף לגופן.

### **א.1. חיסיון תאגיד בנקאי-לקוח**

58. יש לדחות את טענת המשיבים כי לא ניתן למסור את המידע בשל חיסיון תאגיד בנקאי-לקוח.

59. העותרת תמהה האמנם כוללים אותם דוחות ביקורת מידע חסוי אודות קבוצת דנקר שטרם פורסם לציבור הרחב. ראשית, גובה התובות של קבוצת דנקר לבנקים **כבר פורסם במסגרת ההליך המשפטי** שהתנהל לאישור הסדר החוב (ראו: פר"ק 13-04-36681 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ ואח' נ' אי די בי חברה לפתוח בע"מ (פורסם בנבו, 4.5.2013), הציטוט המאוזכר בפס"ד 10 לעתירה). שנית, רוב החברות המדוברות, ובפרט חברת אי.די.בי. אחזקות, הן חברות ציבוריות ומכאן שעיקר הפרטים אודות מצבם הכספי והתנהלותם **כבר פורסמו בדוחות שחברות ציבוריות מחויבות בפרסומם** (השוו למשל: עת"מ (ת"א) 27344-03-13 גלובס פבלישר עיתונות 1983 בע"מ נ' רשות המיסים, פרק 7 (פורסם בנבו, 8.7.2013)). מטבע הדברים, לא ניתן לסרב למסור מידע שכבר פורסם מטעמי חיסיון תאגיד בנקאי-לקוח.

60. לצד זאת, רק אם דוחות הביקורת כוללים פרטי מידע חסויים אודות קבוצת דנקר שלא פורסמו מעולם – העותרת לא תתנגד להשחרת הפרטים כהוראת סעיף 11 לחוק חופש המידע, ככל שהדבר לא יפגום בקבלת המידע לשמו הוגשה עתירה זו. ודוק: עניינה של העותרת בקבלת מידע שיאפשר פיקוח ציבורי על עבודתו של המפקח על הבנקים, ולא בנתונים של לקוח שאין בהם עניין ציבורי. לכן תבקש העותרת לקבל לידיה בעיקרם את פרטי המידע המלמדים על עבודת המפקח על הבנקים, כגון: האם וכיצד נבדק קיומו של **יחס** הולם בין גובה הבטוחות שהועמדו לבין גובה ההלוואות שהוענקו, ומה היו הממצאים, המסקנות וההמלצות בתום הבדיקה?

61. לבסוף, ככל שיימצא כי חלק מפרטי המידע המבוקשים חוסים תחת חיסיון תאגיד בנקאי-לקוח וכי לא ניתן להשמיטם מדוחות הביקורת מבלי לפגום בקבלת המידע המבוקש – תטען העותרת כי יש להורות על **הסדת החיסיון**, שהוא כידוע חיסיון יחסי. כך מתחייב מן האיזון הראוי בין הזכות לחופש המידע והאינטרס הציבורי רב-החשיבות שבגילוי דוחות הביקורת (ראו לעיל פסקאות 50-54), לבין האינטרסים הניצבים מנגד בהינתן שמדובר בלקוח שאינו אדם פרטי (בעל זכות לפרטיות) אלא בתאגיד שהינו חברה ציבורית, שאף עברה כאמור תהפוכות ושינויים דרמטיים מאז נערכו אותן ביקורות.

## **2.א. סוד מסחרי**

62. יש לדחות את טענת המשיבים כי לא ניתן למסור את המידע המבוקש בשל היותו סוד מסחרי.  
63. גם בסוגיה זו, עניינה של העותרת בקבלת מידע שיאפשר פיקוח ציבורי על עבודתו של המפקח על הבנקים ולא בנתונים עסקיים המהווים סוד מסחרי שאין בגילויים משום עניין ציבורי. אשר על כן, ככל שבדוחות הביקורת המבוקשים נכלל מידע המהווה סוד מסחרי – העותרת לא תתנגד להשחרת פרטים אלו או לעריכת פרפרזות. לאור זאת, אין כל סיבה כי מטעם זה תיתקל העותרת בסירוב גורף למסירת דוחות הביקורת על כלל חלקיהם, כולל חלקים שבינם לבין סוד מסחרי אין ולו דבר.

64. לצד האמור, תבהיר העותרת כי ככל שחיסוי הפרטים המהווים סוד מסחרי יפגע באופן ממשי בקבלת המידע שנתבקש בעתירה זו – תבקש העותרת מבית המשפט הנכבד לאזן בין התכליות המנוגדות כהוראת סעיף 17(ד) לחוק חופש המידע, ולהורות על השיפתם נוכח העניין הציבורי המובהק בגילוי אשר פורט לעיל (השוו: עע"מ 11120/08 התנועה לחופש המידע נ' מדינת ישראל - רשות ההגבלים העסקיים, פסי' 76-82 (פורסם בנבו, 17.11.2010)).

## **3.א. סעיפים 9(ב)(7) ו-9(ב)(1) לחוק חופש המידע**

65. המשיב 3 מבקש להוסיף על הטעמים שפורטו בתגובת המשיבים 1-2 ולטעון כי אין למסור את המידע המבוקש גם מכיוון שגילוייו עלול לשבש את התפקוד התקין של בנק ישראל ואת יכולתו לבצע את תפקידו (כהוראת סעיף 9(ב)(1) לחוק חופש המידע); וכן מכיוון שמדובר במידע שאי-גילוייו היה תנאי למסירתו ושגילוייו עלול למסור בהמשך קבלת המידע (כהוראת סעיף 9(ב)(7) לחוק חופש המידע).

66. טענה זו יש לדחות על הסף – שכן האינטרס לשמור על תפקודו התקין של בנק ישראל הופקד בידי המשיבים 1-2, ולא בידי המשיב 3. מכאן, שהמשיב 3 אינו כשיר לעמוד ולטעון לטעמים אלו במקומה של הרשות המוסמכת, שעה שהרשות ביכרה במופגן שלא להציגם כטיעונים מטעמה.

67. אף לגופו של עניין, ברי כי לטיעונים אלו אין כל מקום, שעה שישודם למעשה בקידום התכלית של עידוד שיתוף הפעולה בין הבנקים למפקח על הבנקים אשר נטענה ביחס לתחולתו של סעיף 15א לפקודת הבנקאות. בהקשר זה תבקש העותרת להפנות לפסקאות 41-49 לעיל, במסגרתן הסבירה העותרת מדוע גילוי המידע לא ישבש את תפקודו התקין של בנק ישראל (אלא יוכל רק להביא לשיפורו), ומדוע גילוי המידע לא יכול היה להיות מותנה בסודיות המידע (שכן הוא נמסר מכוח סמכותו הנרחבת של הפיקוח על הבנקים לדרוש מסירת מידע בהתאם לסעיף 5 לפקודת הבנקאות – סמכות שאינה מותנית בדבר, לא כל שכן בשמירה על סודיות).

## **4.א. הסתמכות הבנקים על אי-מסירת המידע**

68. לטענת המשיבים 3-4, לא ניתן לגלות את המידע משום שהבנקים "הסתמכו" על כך שהמידע שיועבר על ידם במסגרת הליכי הפיקוח יישמר ב"סודיות".

69. טענה זו יש לדחות מכל וכל. הטענה נסמכת ככל הנראה על ההנחה התמוהה כי לו ידעו הבנקים מבעוד מועד כי דוחות הביקורת יפורסמו, אזי היו הם מפרים את חובתם הסטטוטורית הרחבה והגורפת למסור לפיקוח על הבנקים את כל המסמכים הנדרשים לו בהתאם לסעיף 5 לפקודת הבנקאות. ואולם, אין כל סיבה להניח כי עובדי הבנקים היו מבכרים להעלים מידע מעיני המפקח על הבנקים – הפרה המהווה עבירה פלילית שבצידה עונש מאסר – גם במחיר של חשיפה אפשרית לביקורת ציבורית מתחייבת. מכאן, שטענה זו משוללת כל יסוד, ובוודאי שהיא אינה מקימה למשיבים משום טענת הסתמכות לגיטימית.

70. בשולי הדברים, יוטעם כי אף אם הייתה עשויה לקום למשיבים טענת הסתמכות – הרי שעוד במועד מסירת המידע היה ידוע לעובדי הבנקים כי ישנו סיכוי נמוך לכך שדוחות הביקורת האמורים יחשפו – אם במסגרת תביעה פלילית, אם במסגרת הסכמת הבנק, ואם במסגרת הליך שיפוטי בו יוחלט על הסרת החיסיון. מכאן, כי עובדי הבנקים בעת מסירת המידע לפיקוח על הבנקים לא הסתמכו על כך שהמידע לא יפורסם לעולם, והם בוודאי לקחו בחשבון את הסיכוי הנמוך לכך שהוא יפורסם בסופו של יום בדרך זו או אחרת.

## יש לדחות את טענות המשיבים לדחיית העתירה על הסף

### א. צירוף צדדים שלישיים

71. יש לדחות מכל וכל את טענת המשיב 4 לפיה יש לדחות על הסף את העתירה מכיוון שלא צורפו נפגעים פוטנציאליים, בהם הבנקים, כמשיבים לעתירה.

72. אך לפני חודשיים ניתן בבית המשפט העליון פסק דין אשר קיבל את טענתה העקרונית של העותרת לפיה בעתירות חופש מידע אין חובה לצרף את הצדדים הנפגעים כמשיבים:

"ככלל, הדין הוא שעל העותר בעתירה מינהלית לצרף לעתירה כמשיב את כל מי שעלול להיפגע מקבלת העתירה (תקנה 6(א) לתקנות). ואולם בסעיף 17(ג) לחוק<sup>1</sup> חופש המידע נקבעה הוראה מתונה יותר שאינה מחייבת לצרף כמשיב כל צד שלישי שעלול להיפגע ממסירת המידע. ההוראה המתונה שנקבעה בסעיף 17(ג) לחוק, אך מחייבת שתיתן לו הזדמנות להשמיע טענותיו. לעניין זה ברור שהוראת החוק (סעיף 17(ג) לחוק חופש המידע) גוברת על הוראת התקנה (תקנה 6(א) לתקנות). על כן לא נפל פגם בעתירת דרוקר אך מעצם העובדה שדרוקר וחדשות 10 לא צירפו את אדלסון ורגב כמשיבים" (עע"מ 49/16 רגב נ' דרוקר, פס' 13 לפסק הדין של כב' הנשיאה נאור (פורסם בנבו, 10.2.2016) – ההדגשות הוספו).

73. נוכח ההלכה החדשה שנקבעה, העותרת לא רואה צורך לחזור בהרחבה על טענותיה העקרוניות בסוגיה, והיא תבקש להפנות אל הודעת ההבהרה שהוגשה מטעמה ביום 10.6.2015 במסגרתה פורטו הטעמים העקרוניים לאי-צירוף המשיבים בעתירות חופש מידע.

<sup>1</sup> "17(ג) לא יורה בית המשפט על מסירת מידע העלול לפגוע בזכויות צד שלישי, אלא לאחר שנתן לצד השלישי הזדמנות להשמיע טענותיו, בדרך שיקבע."

74. לצד זאת, תבקש העותרת להטעים כי התנהלות ההליך דנן אך ממחישה ומתדדת עד כמה מדויקות טענותיה העקרוניות בסוגיה.

75. ראשית, טענה העותרת כי בעתירות חופש מידע, למבקש המידע אין כל יכולת לדעת מיהם הצדדים העלולים להיפגע מחשיפת המידע שכן המידע אינו מצוי בידי, ועל כן לא הוגן ולא יעיל להטיל עליו את הנטל לצרפם כמשיבים. ובענייננו – אכן התברר במפתיע באמצע ההליך כי קיים "בנק רביעי" העלול להיפגע, אשר לעותרת לא הייתה כל דרך לדעת על קיומו ולצרפו כמשיב לעתירה מלכתחילה.

76. שנית, טענה העותרת כי סעיף 17 לחוק חופש המידע נועד להעניק לבית המשפט שיקול דעת רחב אשר יאפשר לו לנהל את ההליך בגמישות וביעילות המתחייבים. ובענייננו – אכן התברר במפתיע כי יעיל יותר לצרף ארגון אחד – איגוד הבנקים – אשר ייצג את כל הנפגעים הפוטנציאליים במשותף בסוגיה עקרונית. מטבע הדברים העותרת לא הייתה אפשרות לחשוב מלכתחילה על פתרון זה, ומן הראוי להותיר לבית המשפט את הגמישות בהכרעה כיצד יש לאפשר לצדדים נפגעים "להשמיע טענותיהם".

77. נוכח כל האמור – ברי כי לא נדרש מהעותרת לצרף את הצדדים השלישיים כמשיבים לעתירה מלכתחילה; וממילא משעה שצורפו איגוד הבנקים ובנק הפועלים כמשיבים לעתירה בהסכמת העותרת, אין בדבר כדי להביא לדחיית העתירה על הסף.

## **ב. שיהוי**

78. יש לדחות פעמיים את טענת המשיבים יש לדחות את העתירה מפאת שיהוי שדבק בה. פעם אחת, מכיוון שהעתירה כלל לא הוגשה בשיהוי אלא במסגרת סד הזמנים הקבוע בחוק. פעם שנייה, מכיוון שאף אם נפל שיהוי בהגשת העתירה – הרי שבהתאם לדיני השיהוי אין לדחות על הסף את העתירה מטעם זה.

79. בפתח הדברים, לא יכולה העותרת שלא להעיר כי ישנו טעם לפגם בטענת המשיב 1 לפיה יש לדחות את העתירה בשל שיהוי נטען של ימים ספורים מצד העותרת – לאחר שהוא עצמו נמנע **משך למעלה משנה** מלהשיב לפניוטיה העותרת בסוגיה העקרונית של עריכת חקירה כוללת, עד שלא נותרה בידיה ברירה זולת עתירה לבג"ץ.

80. ולגופו של עניין – ראשית, **בהגשת העתירה לא נפל כל שיהוי**. ביום 9.3.2015 הוגשה בקשת העותרת לחופש מידע. העותרת ביקשה לראות בבקשה זו כבקשה חדשה שהוגשה מכות החוק (ראו: פס" 3 למכתבה אשר צורף כנספח ע/3 לעתירה), ובמסגרתה היא צמצמה באופן ניכר את המסמכים שהתבקשו בבקשה הראשונה. כך למשל, בבקשה השנייה לא נכללה בקשה לקבל את הפרוטוקולים של דיוני ועדות האשראי, ועדות ההשקעה וישיבות הדירקטוריון טרם אישור ההלוואות או הארכת פרעון; לא נכללה בקשה לקבל מידע על גודל החוב של חברות מקבוצת דנקר לכל אחד מהבנקים בישראל; וכן צומצמה עוד שורה ארוכה של פרטי מידע.

81. ביום 26.3.2015, יום ה', בשעה 17:36 נתקבלה בתיבת הדוא"ל של העותרת תגובת המשיב 2 לבקשתה (עותק מתכתובת המיילים הנ"ל עם המשיב 2 מיום 26.3.2015 – מצ"ב ומסומן



**כנספח ע/12**). תשובה זו נתקבלה בסוף יום העבודה והלכה למעשה העותרת החלה לעבוד על התשובה רק ביום החול הראשון שלאחר מכן, הוא יום א' ה-29.3.2015. העותרת סברה כי בעניין זה יש להקיש מדיני ההמצאה – לפי תקנה 497ג(א); (ו) לתקנות סדר הדין האזרחי, התשמ"ד-1984, מסמך שנשלח לאחר השעה 17:00 לדואר אלקטרוני, יראו אותו כאילו נשלח ביום החול שלאחריו. לאור זאת, ראתה העותרת את תשובת המשיב 2 כתשובה שנתקבלה ביום ראשון ה-29.3.2015 **והגישה את עתירתה 45 ימים בדיוק לאחר מכן** – ביום 12.5.2015.

82. שנית, **אף אם נפל שיהוי במועד הגשת העתירה, הרי שאין בכך כדי להוביל לדחיית העתירה על הסף**. זאת, שכן ככלל בעתירות חופש מידע, ובפרט בעתירה דן – אין מקום לטענת שיהוי כל עוד לא חלפו 7 שנים מהיום שהמידע נוצר ואיתורו כרוך בקושי של ממש (השוו לסעיף 28(2) לחוק חופש המידע). ונסביר.

83. סעיף 3(ב) לתקנות בתי משפט לעניינים מינהליים (סדרי דין), התשס"א-2000 קובע כי יש להגיש עתירה בתוך 45 ימים מהיום שהחלטה המינהלית פורסמה כדין. אולם, מדובר בעוגן בלבד, ולא במועד מינימאלי או מקסימאלי, שכן בית המשפט רשאי לחרוג ממועד זה – בין אם להאריך (סעיף 3(ג) לתקנות) ובין אם לקצרו (סעיף 4 לתקנות), והכל בהתאם לנסיבות.

84. אך לפני שנה התווה בית המשפט העליון בהרכב מורחב את המסגרת הנורמטיבית לבחינת טענת שיהוי מינהלית (ראו: ע"מ 867/11 עיריית תל אביב-יפו נ' אי.בי.סי ניהול ואחזקה בע"מ, פסקאות 23-30 לפסק דינו של השופט פוגלמן (פורסם בנבו, 28.12.2014) (להלן: "עניין אי.בי.סי"). בפסק דין זה הובהר כי בית המשפט נדרש לבחון בבחינה דו-שלבית את שלושת יסודות השיהוי. **בשלב הראשון**, יש לבחון אם התקיים "שיהוי סובייקטיבי" (האם התנהגות העותר מצביעה על אשם המלמד על כך שהוא ויתר על זכויותיו), וכן אם התקיים "שיהוי אובייקטיבי" (האם הרשות או צדדים שלישיים שינו את מצבם לרעה בעקבות השיהוי וייגרמו להם נזקים שהיו נמנעים אם העתירה הייתה מוגשת במועד). **בשלב השני** – המתקיים רק אם נמצא כי העתירה לוקה בשיהוי המטה את הכף לדחותה – יבחן בית המשפט את היסוד השלישי, הוא **אינטרס ההגנה על שלטון החוק** במובן הרחב (עד כמה חמורה הפגיעה בשלטון החוק המתגלה במעשה המינהלי), מצדיק להידרש לעתירה על אף השיהוי.

85. **בחינת השיהוי הסובייקטיבי** – מלמדת כי העותרת עשתה מאמצים כנים להימנע מהליכים משפטיים מיותרים ולא ויתרה לכל אורך הדרך על זכותה להגיש את העתירה. ביום 25.12.2014 הוגשה בקשת חופש המידע הראשונה, וביום 9.3.2015 – בתוך 43 ימים בלבד מקבלת תשובת הממונה על חופש המידע לבקשה הראשונה – הוגשה בקשת חופש המידע השנייה אשר הייתה כאמור מצומצמת באופן משמעותי מהראשונה. הגשת בקשה שנייה ומצומצמת היא חלק מפרקטיקה מקובלת של העותרת כחלק מניסיונה תם הלב (שבחלק מהמקרים אף נושא פרי) לשכנע את הרשות להיעתר לבקשה ובכך לייצר את הצורך בפנייה לערכאות.

86. ההתכתבות השוטפת שקיימה העותרת למול המשיב 2 מלמדת על עניין מתמשך במידע תוך ניסיון כנה לפתור את הסכסוך בטרם הגשת עתירה מינהלית. יפים בסוגיה זו דבריה של כב' השופטת ע' ארבל:

"העתירה הוגשה למעלה מחמישה חודשים לאחר שקיבל המערער את החלטת המשיבה 2 לדחות את בקשתו. ואולם, בפרק הזמן שחלף עד להגשת העתירה קיים המערער התכתבות רציפה עם המשיבה 2 [...] נראה כי בנסיבות נעשה ניסיון כן של המערער למצות סעדיו אל מול הרשות ולסיים העניין ללא פניה לערכאות, ועל כן הוגשה העתירה תוך חריגה מפרק הזמן הקבוע בתקנות, מה גם שבנסיבות העניין אין מדובר בחריגה מופלגת היוצרת קושי אמיתי להעביר תחת שבט הביקורת השיפוטית את החלטת הרשות". (עע"מ 7024/03 גבע נ' גרמן, פס' 10 לפסק דינה של השופטת ארבל (פורסם בנבו, 6.9.2006) – ההדגשות הוספו).

87. יוטעם כי העותרת מיומנת בהגשת עתירות והייתה יכולה להגיש באופן מידי עתירה עם קבלת התשובה הראשונה של המשיב 2. ואולם, לעמדת העותרת יש ערך בניסיון כנה למצות הליכים קודם להגשת עתירה במטרה למנוע בזבוז זמן שיפוטי יקר, וכן להימנע מהצורך להגיש עתירה המחייבת תשלום אגרה שסכומה גבוה פי 10 מהסכום שנדרש להגשת בקשת חופש מידע.

88. התנהלות העותרת אפוא אינה מלמדת חלילה על ויתור על זכויות, וקבלת טענת המשיבים עלולה להביא לפגיעה ביכולתם של מבקשי מידע למצות הליכים, להכביד באופן בלתי סביר על בתי המשפט, ולפגוע כלכלית במבקשי מידע על פי חוק חופש המידע.

89. בחינת השיהוי האובייקטיבי – מלמדת כי כל עוד לא חלפו לכל הפחות 7 שנים ממועד יצירת המידע, לא יחול שיהוי אובייקטיבי בעתירות חופש מידע. בעניין אי.בי.סי נפסק כי בבחינת השיהוי האובייקטיבי יש לבחון – ראשית, אם יגרמו נזקים ישירים לציבור או לצדדים שלישיים שהסתמכו על ההחלטה הנתקפת ושינו מצבם לרעה בעקבותיה; ושנית, אם יגרמו נזקים עקיפים בשל חלוף הזמן כגון הגדלת הסיכון להיווצרות נזק ראייתי (קושי למצוא מסמכים ולזכור התרחשויות), או עומס בלתי סביר על בתי המשפט אם יהיה ניתן להביא בפניהם כל מחלוקת שהתעוררה אי פעם (עניין אי.בי.סי., בפס' 25).

90. והנה, בחינת מאפייניהם הייחודיים של עתירות חופש מידע מלמדת כי לעולם לא ייווצר כל נזק אובייקטיבי – ישיר או עקיף – שנגרם עקב השתהות בהגשתן; וזאת כל עוד לא חלפו שבע שנים ממועד היווצרות המידע.

91. ראשית – בעתירות חופש מידע כנגד החלטת רשות לטרב למסור מידע, שיהוי לא גורם לכל נזק ישיר, שכן ההחלטה אינה משנה דבר במציאות. אם המידע קיים וניתן למסרו – הוא נמסר, ואם הוא לא קיים או שלא ניתן למסור אותו – הוא לא נמסר. החלטה על אי-מסירת מידע אינה דומה כלל, למשל, להחלטה על עצירת מכרז (אלוהי התייחס פסק הדין שצוטט בפס' 11 לתגובת המדינה), או על הריסת בנייה בלתי חוקית, או על הטלת קנס בשל עבירת חנייה – החלטות אלו משנות את המציאות ועל כן מהוות החלטות שיש סכנה שתהיה הסתמכות עליהן ובעקבותיהן יהיה שינוי מצב לרעה.

92. שנית – בעתירות חופש מידע, שיהוי גם לא גורם לנזקים עקיפים, שכן מכוח חוק חופש המידע כל אדם, בכל נקודת זמן שהיא, יכול להגיש בקשה לקבלת מידע (אפילו שש שנים ו-11

חודשים לאחר שהמידע נוצר) – מבלי שיהיה מדובר בשיהוי. בהקשר זה, קבע סעיף 28(2) לחוק חופש המידע שלפיו ניתן לדחות בקשה למידע שנוצר לפני יותר מ-7 שנים אם יש קושי של ממש באיתורו. מכאן, כי אין סיכון להיווצרות נזק ראייתי במקרה של "השתהות" – שכן מכל מקום הרשות מחויבת לשמור את המידע למשך שבע שנים מהיווצרותו.

93. באותו האופן, גם אין סכנה מפני שיתוק בתי המשפט בעומס בלתי סביר – שכן ממילא כל אדם אחר יכול לבקש את אותו מידע ולהגיש עתירה בנושא, ודלתות בתי המשפט יישארו פתוחות לשאלות אלו למשך 7 שנים לפחות מהיווצרות המידע. בנוסף, יכולתן של הרשויות המנהליות לגבות אגרה בשל הגשת בקשות והטיפול בהן (כקבוע בסעיפים 1-2 לתקנות חופש המידע (אגרות), התשנ"ט-1999) – מבטיחה יעילות והחזר עלויות. כך, גם אם אדם יפנה שוב ושוב בבקשות חוזרות זהות לקבלת מידע – עלות הטיפול בכך תשולם מכיסו באמצעות האגרות ולא תיפול לנטל על הרשות.

94. ובענייננו, המשיבים לא הוכיחו באיזה אופן גרם ה"שיהוי" הנטען (של 62 ימים לכל היותר גם על פי גישת המשיבים) – לנזק כלשהו, ישיר או עקיף, בפרט נוכח העובדה שעסקינן בעתירת חופש מידע.

95. סיכום השלב הראשון – מלמד כי בחינת השיהוי הסובייקטיבי והאובייקטיבי מעלה כי העתירה לא לוקה בשיהוי שמצדיק להורות על דחייתה מטעם זה. למען הזחירות ובגדר למעלה מן הצורך, תוסיף העותרת ותטען כי אף אינטרס שלטון החוק מחייב שלא לדחות את העתירה מטעם זה.

96. בחינת שלטון החוק – עקרון שלטון החוק מחייב לאפשר את בירור העתירה גם אם דבק בה שיהוי, שכן דחיית העתירה על הסף תותיר על כנה את ההחלטה המינהלית לסרב למסור את המידע שהתבקש בניגוד לדין.

97. כזכור, המשיבים סירבו באופן גורף למסור מידע חשוב שהאינטרס הציבורי בחשיפתו גבוה במיוחד. הם לא ניסו לפנות לבנקים בניסיון לקבל את הסכמתם למסירת המידע כמתבקש הן על פי חוק חופש המידע, הן על פי פקודת הבנקאות. הם לא בחנו את האפשרות להעניק חלק מהמידע תוך השחרת החלקים החסויים.

98. לא זו אף זו. דחיית עתירה זו על הסף לא תאפשר לברר את השאלה העקרונית בדבר האפשרות לקבל את דוחות הביקורת של המפקח על הבנקים במסגרת עתירות חופש מידע והיקף הסודיות/חיסיון שחל עליהם. בנושא זה פועל כאמור בנק ישראל בחוסר שקיפות משווע – בניגוד מוחלט לנהוג ברחבי העולם. שלטון החוק וערך השקיפות מחייבים לאפשר את הדיון בשאלה עקרונית וחשובה זו – שהשפעתה רבה על זכותו של כל אדם לקבל יחס שווה בבנקים ליחס לו זוכים בעלי ההון ומקורביהם, ועל הכלכלה והדמוקרטיה הישראלית ככלל.

99. נוכח כל האמור, יש לדחות את טענת המשיבים לשיהוי – הן מכיוון שלא נפל כל שיהוי בהגשת העתירה דנן, הן מכיוון שדיני השיהוי אינם מאפשרים את דחייתה על הסף מטעם זה.

## ג. עתירה "מקבילה" לבג"ץ

100. למיטב הבנת העותרת, במסגרת הדיון המקדמי בעתירה דן שניערך ביום 18.1.2016, הוסכם כי לאור החלטת כב' השופט סולברג בבג"ץ 4586/14 מיום 7.10.2015, המשיבים לא יעמדו על טענתם כי יש לדחות את העתירה על הסף נוכח קיומו של הליך בבג"ץ. במצב דברים זה, יש לדחות על הסף את ניסיונו של המשיב 4 להעלות מחדש את הדיון בעניין.
101. יחד עם זאת, ולמען הזהירות בלבד, תבקש העותרת להפנות לטענותיה המפורטות בסוגיה אשר נפרשו בהודעת ההבהרה שהוגשה מטעמה מיום 10.6.2015, ולהעלות את עיקרי טיעוניה בסוגיה עקרונית זו.
102. כך משתמע מהחלטת כב' השופט סולברג בבג"ץ 4586/14 מיום 7.10.2015, אשר הורה על דחיית הדיון בעתירה בבג"ץ עד למתן פסק דין בעתירה דן. החלטה זו, אשר נתקבלה לאחר שהעותרת פרסה בפניו את השתלשלות העניינים המלאה בהליך דן, מלמדת כי בית המשפט העליון סבר כי יש לאפשר להליך גילוי דוחות הביקורת להתנהל בערכאה הדיונית כעתירת חופש מידע ולא במסגרת ההליך בבג"ץ.
103. קבלת המידע המבוקש עומדת כתכלית עצמאית אף במנותק מההליך בבג"ץ. אכן, העותרת זקוקה למידע המבוקש גם לצורך ההליך בבג"ץ (על מנת להחליט האם דוחות הביקורת של בנק ישראל עונים על הסעד שנתבקש בעתירה לבג"ץ לערוך חקירה כוללת). ואולם, למטרה חשובה לא פחות, ואולי אף יותר, זקוקה העותרת למידע בין היתר מכיוון שעל בסיס דוחות הביקורת והכשלים שיתגלו בהם, תוכל מחלקת כלכלה ומחקר בתנועה לעמוד על שורש הבעיה ולגבש מדיניות חלופית ומתווה לקידום תיקוני עומק ורוחב במערך הפיקוח על הבנקים. אשר על כן, אף אם העתירה לבג"ץ הייתה נדחית, הייתה העותרת מוסיפה ועומדת על בירור העתירה דן.
104. עוד יש להבהיר בעניין זה כי בניגוד לטענת המשיבים, הסעד המבוקש בעתירה דן (קבלת מסמכים ספציפיים – דוחות ביקורת) שונה באורח מהותי מהסעד המבוקש בעתירה לבג"ץ (ביצוע חקירה מקיפה ומערכתית). בעתירה לבג"ץ ביקשה העותרת בין היתר לפרסם את המסקנות האישיות והמערכתיות של החקירה הכוללת – סעד שונה לחלוטין מפרסום דוחות ביקורת נקודתיים שנערכו במספר תאגידים בנקאיים.
105. בנקודת הזמן הנוכחית לא ניתן לקבל את המידע המבוקש במסגרת ההליך בבג"ץ. בעתירה שהגישה העותרת לבג"ץ טרם ניתן צו על תנאי. כידוע, בהתאם לתקנה 11 לתקנות סדרי הדין בבית המשפט הגבוה לצדק, התשמ"ד-1984 ניתן להגיש בקשה לפרטים נוספים רק לאחר שניתן צו על תנאי, למעט בנסיבות נדירות שכל הנראה אינן מתקיימות בענייננו (ראו למשל ב"ש 139/82 לוי נ' מלאך, פ"ד לו(1) 642, 643 (1982)). מכאן, שכיום כלל לא עומדת בפני העותרת האפשרות לפנות לקבלת המידע המבוקש בעתירה דן במסגרת ההליך בבג"ץ.
106. פסיקת בתי המשפט מלמדת כי אין בקיומו של הליך מקביל כדי למנוע את האפשרות לבקש מידע במסגרת בקשת חופש מידע. פסיקת בית המשפט העליון מהשנים האחרונות מלמדת כי חוק חופש המידע אך הוסיף נדבך נוסף על ההליכים האחרים לקבלת מידע

מרשויות ציבורית, כאשר קיומו של הליך מקביל אינו מונע בהכרח את האפשרות לבקש מידע בהתאם להוראות חוק חופש המידע. זאת – הן כאשר מתקיים הליך פלילי מקביל, והן כשמתקיים הליך אזרחי מקביל.

107. אשר להליך פלילי, נקבע הלכה למעשה כי יש לאפשר לנאשם לקבל לידי חומרי חקירה מכוח הוראות חוק חופש המידע, גם כשמתנהל הליך פלילי מקביל במסגרתו ניתן היה להגיש בקשה לעיון בחומר חקירה או להמצאת מסמכים ומוצגים בהתאם לחוק סדר הדין הפלילי (ראו: עע"מ 2398/08 מדינת ישראל נ' סגל, פס" 53 לפסק דינה של השופטת (כתארה אז) נאור (פורסם בנבו, 19.6.2011) – יצוין כי אף עמדתו החולקת של כב' הנשיא גרוניס שנתר בדעת מיעוט בפסק דין זה, חששה כמדומה בעיקר מפני הארכת מעצר ממושכת וביקשה בעיקרה לקבוע דין דומה לעניין היקף הגילוי ולא לסגור לחלוטין את הדלת ולשלול הגשת עתירת חופש מידע; אף ב- עע"מ 1786/12 גולאני נ' מדינת ישראל (פורסם בנבו, 20.11.2013) שעסק בשאלה דומה של היחס בין היקף הגילוי, אף שופט לא סבר כי יש "לסגור את הדלת" ולשלול את האפשרות לקיים במקביל הליך לפי חוק חופש המידע).

108. אשר להליך אזרחי, בפסיקת בית המשפט המחוזי הוכרה הזכות להגיש בקשת חופש מידע ולבקש את אותם מסמכים שקבלתם נשללה קודם לכן במסגרת בקשת להצגת שאלונים בהליך אזרחי משום שחלף המועד הקבוע בתקנות סדרי הדין לכך (ראו: עת"מ (ת"א) 3089/04 עיריית יבנה נ' שירותי בריאות כללית (פורסם בנבו, 18.9.2006). כדברי כב' השופט מודריק:

**"התקנות והחוק גיבשו שני 'ערוצים' נפרדים להשגת מידע. כל ערוץ נע ב'מסילתו' ואין בהוראות המגבשות את הערוצים אזכור הדדי או יצירת התניה ערוצית כלשהי. התכלית הנורמטיבית של התקנות שונה מזו של החוק. [...] כיון שהוראות הדינים הללו מיועדות לשרת תכליות שונות, מתבקש שיאין מלכות נוגעת במלכותו ומיצוי הליך אחד אינו חוסם את הדרך אל ההליך האחר. [...]"**  
(שם, בעמ' 8; ראו גם: עת"מ (ים) 1934-09 מצדה מ.מ. בע"מ נ' מדינת ישראל, פס" 20 לפסק דינו של השופט מ' הכהן (פורסם בנבו, 9.1.2011)).

109. העמדה לפיה חוק חופש המידע מעמיד ערוץ מקביל ונפרד קיבלה ביטוי גם באמרות אגב בבית המשפט העליון בהקשרים שונים:

**"אכן, בשני נתיבים עסקינן – תקנות סדר הדין האזרחי וחוק חופש המידע, ומטבע הדברים בראשון יצעד ככלל בעל זכות תביעה, כגון המגן על קניינו אל על שמו הטוב, ואילו בשני יצעד ככלל בעל עניין בפעולת הרשות ובתקינותה. יש שוני מובנה ביניהם"** (רע"א 2498/07 מקורות חברת מים בע"מ נ' בר, פס" י"ג(2) (פורסם בנבו, 27.6.2007))

**"במקביל לאפשרויות הגלומות בחוק זה [חופש המידע], ישנן דרכים נוספות לקבלת מידע מן הרשויות, ולא כאן המקום לדון בהן"** (עע"מ 2820/13 רוזנברג נ' רשות האכיפה והגבייה, פס" 9 לפסק דינו של השופט שהם (פורסם בנבו, 11.06.2014).

110. ולענייננו – אם ביחס להליך אזרחי ולהליך פלילי נפסק כי אין כל מניעה להגיש עתירת חופש מידע מקבילה, הרי שכך מכוח קל וחומר גם ביחס להליך בבג"ץ. בניגוד להליכים אזרחיים ופליליים אשר מתנהלים בערכאות דיוניות, בג"ץ הינו ערכאה עליונה שאין בידיה

את כלים דיוניים מספקים הנדרשים לבירור בקשות לגילוי מידע. מכאן שניהול ההליך באמצעות עתירת חופש מידע אינו רק הדרך הראויה שלעותרת קנויה הזכות להלך בה, אלא שזו אף הדרך היעילה ביותר לבירור הבקשה. זאת בפרט שעה שההליך בבג"ץ הוקפא כאמור עד להכרעה בעתירת חופש המידע – ומכאן שבניגוד לטענת המשיבים אין כל חשש כי השאלות יתבררו במקביל ו"יתבזבז" זמן שיפוטי יקר.

111. ניהול ההליך בבג"ץ רק מחזק את האינטרס של העותרת בקבלת המידע. העובדה שהמידע המבוקש נחוץ לעותרת בין היתר לצורך ניהול ההליך בבג"ץ, רק מחזקת את דרישתה לקבלו ואת העניין האישי הלגיטימי שיש לה בקבלת המסמכים. יפים בעניין זה דבריו של כב' השופט מ' הכהן בעתירת חופש מידע שהוגשה במקביל להתדיינות בבג"ץ:

"סבורני כי לרקע אותן התדיינות שפורטו בסעיפים 1-3 לעיל, הציגה העותרת, לטעמי, עניין אישי ברור ולגיטימי בקבלת טיוטת התבחינים שנזנחה, כדי שזו תסייע לה בהליכים המשפטיים בפני בג"צ, לנוכח מהותם כפי שפורטה לעיל" (עת"מ (י-ם) 1550/09 העמותה לאמנות המשחק לתיאטרון וקולנוע נ' הממונה על יישום חוק חופש המידע במשרד התרבות, פס' 18 לפסק הדין של כב' השופט מ' הכהן (פורסם בנבו, 4.9.2011)).


112. אף שיקולי המדיניות מלמדים כי לא ראוי לחסום את דרכה של העותרת מהגשת עתירת חופש מידע בשל ניהול העתירה בבג"ץ. ראשית – עתירת חופש מידע היא דרך המלך לקבלת מידע מידי רשות ציבורית בהליך מהיר, פשוט וסדור. הליך זה מבטיח כי בקשת העותרת תיבחן לאור אמות המידה הקבועות בחוק חופש המידע, ויקדם יעילות מירבית באמצעות בירור השאלה בפני הערכאה המומחית והמנוסה בתחום. שנית, חסימת האפשרות לעתור על פי הוראות חופש המידע בשל קיומו של הליך בבג"ץ תפגע בזכויות חוקתיות של העותרת. כפי שפורט בהרחבה בהודעת ההבהרה מטעם העותרת, דחיית העתירה על הסף מטעם זה תפגע שלא כדין בזכויותיה החוקתיות של העותרת לקבלת מידע, לשוויון ולגישה לערכאות.

113. נוכח כל האמור – יש לדחות את ניסיון המשיב 4 להעלות מחדש את טענת קיומו של הליך בבג"ץ כטענה לדחייה על הסף; ומכל מקום אף לגופו של עניין ראוי לדחותה מכל וכל.

## סיכום

114. נוכח כל האמור לעיל, תתכבד העותרת לבקש מבית המשפט הנכבד ליתן צווים כמבוקש בראש העתירה, ולהורות למשיבים 1-2 למסור לידי העותרת את המידע המבוקש בפתח העתירה.

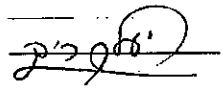
115. עוד תבקש העותרת מבית המשפט הנכבד לחייב את המשיבים בהוצאותיה, לרבות שכר טרחת עו"ד.



נילי אבן-חן, עו"ד



צרויה מירדד-לוזון, עו"ד



יעל קריב-טייטלבאום, עו"ד

**ב"כ העותרת**

1 במאי, 2016

כ"ג בניסן, התשע"ו

ירושלים

## רשימת הנספחים

נספח ע/7	צילום מסך של מנוע החיפוש של הבנק הפדראלי בארצות הברית
נספח ע/8	צילום מסך של מנוע החיפוש של הרגולטור הבריטי האחראי על הפיקוח על הבנקים
נספח ע/9	תמצית מזרח הביקורת של הפיקוח על הבנקים בעניין פרשת העלמות המס בבנק לאומי
נספח ע/10	סקירת הספרות האקדמית בעניין שקיפות-יציבות מתוך דוח "מבנה הפיקוח הרצוי בשוק ההון" (2015)
נספח ע/11	"דוח יציבות פיננסית" (2015)
נספח ע/12	עותק מתכתובת המיילים עם המשיב 2 מיום 26.3.2015



נספח ע/7

**צילום מסך של מנוע החיפוש של הבנק  
הפדראלי בארצות הברית**

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/enforcement/2015enforcement.htm>

<http://www.federalreserve.gov/apps/enforcementactions/search.aspx>

מנוע חיפוש מורכב שמאפשר לחפש דוחות ביקורת על בנקים לפי התכים שונים:

Board of Governors of the Federal Reserve System

Home > Banking Information & Regulation

**Enforcement Actions** [Print](#)

Search About

**Search Enforcement Actions**

To find enforcement actions against an entity supervised by the Federal Reserve, enter the NAME of the party subject to action in the search form below. The search form can be used with or without the NAME of the party by selecting A TYPE of action, a year of action or termination, or all three.

Select search criteria; you can search on any field or combination of fields.

Type of action: ALL  
 Party subject to action: bank of america  
 Year of action: ALL  
 Year of termination: ALL

Search

דוגמא לחיפוש לפי תאגיד בנקאי – (Bank of America)

Select search criteria; you can search on any field or combination of fields.

Type of action: ALL  
 Party subject to action: bank of america  
 Year of action: ALL  
 Year of termination: ALL

Clear Search

The database contains 8 records that match your search criteria.

Action date		Party subject to action		
Effective (mm/dd/yyyy)	Termination (mm/dd/yyyy)	Banking organization	Individual (institution affiliation)	Enforcement action
05/20/2015		BANK OF AMERICA CORPORATION Charlotte, North Carolina		Cease and Desist <a href="#">Press Release</a>
05/20/2015		BANK OF AMERICA CORPORATION Charlotte, North Carolina		Civil Money Penalty, \$205,000,000 <a href="#">Press Release</a>
02/28/2013		BANK OF AMERICA CORPORATION Charlotte, North Carolina		Amendment to 4/13/2011 Order to Cease and Desist <a href="#">Press Release</a>
02/09/2012		Bank of America Corporation, Charlotte, North Carolina		Civil Money Penalty, \$175,500,000 <a href="#">Press Release</a>
04/13/2011		Bank of America Corporation, Charlotte, North Carolina		Cease and Desist <a href="#">Press Release</a>
12/06/2010		Bank of America Corporation, Charlotte, North Carolina		Written Agreement <a href="#">Press Release</a>
02/09/2005	02/27/2007	Bank of America Corporation Charlotte, NC		Written Agreement <a href="#">Press Release</a>
06/17/2004			Stephanie Edmond First Tennessee Bank, NA, Memphis, TN and Bank of America, NA, Charlotte, NC	Prohibition from Banking <a href="#">Press Release</a>

נספח ע/8

**צילום מסך של מנוע החיפוש של הרגולטור  
הבריטי האחראי על הפיקוח על הבנקים**

אתר הרגולטור הבריטי  
(FCA - Financial Conduct Authority)

חיפוש לפי שנים (החל משנת 2002) -

<http://www.fca.org.uk/firms/being-regulated/enforcement/outcomes-notice>

חיפוש לפי סוג הסנקציה/שנה/כותרת -

<http://www.fca.org.uk/your-fca/list?ttypes=Final+Notice&ssearch=&yyear=2015>

חיפוש לפי שנים:

ACCESSIBILITY / CONTACT US / CAREERS / CYPRACG / FCA HANDBOOK / FINANCIAL SERVICES REGISTER



About us Consumers Firms News Events Your FCA

Home > Firms > Being regulated > Enforcement > Outcomes and Notices

- Appointed representatives and principals
- Approved persons
- Change of legal status
- Change in control
- Client money and assets
- Enforcement
  - How we enforce the law >
  - Outcomes and Notices**
  - Warnings and alerts >
  - Fines >

## Outcomes and Notices

Last Modified: 03/02/2014

Publishing notices is important to ensure the transparency of FCA decision-making; it informs the public and helps maximise the deterrent effect of enforcement action.

We publish certain information about Enforcement action once a statutory notice is issued.

### Notices

- Warning Notices are issued when we propose to take action. We may publish details about these in [Warning Notice statements](#)
- Decision Notices are issued when we decide to take action

### Final Notices

Find a list of all Final Notices as issued by the FSA or FCA for a given year by clicking on the year below:

- [2002](#)
- [2003](#)
- [2004](#)
- [2005](#)
- [2006](#)
- [2007](#)
- [2008](#)
- [2009](#)
- [2010](#)
- 

מנוע חיפוש מורכב שמאפשר לחפש הודעות על ליקויים שנמצאו בבנקים לפי חתכים שונים:

ACCESSIBILITY / CONTACT US / CAREERS / CYPRACG / FCA HANDBOOK / FINANCIAL SERVICES REGISTER



About us Consumers Firms News Events Your FCA

Home > Your FCA > Search results

Resource

Search

Type

Final Notice

Year

2015

Reset Submit

## Search results

About 111 results

### Final notice 2015: Yroni O'Brien

Published: 17/12/2015 Last Modified: 17/12/2015

This final notice refers to breaches of APER 2, APER 7, FIT and CASS related to a lack of fitness/propriety, client money/assets and failing to act on information appropriately in the general insurance and protection sector. We imposed a fine and prohibition.

Preview Download

### Final notice 2015: Simon Mark Silva-Peake

Published: 16/12/2015 Last Modified: 16/12/2015

This final notice refers to breaches of FIT related to a lack of

### Help

Use this area to find forms, policy and decision-making documents, consultation papers, research and other useful information. Enter your search terms, or choose a type, for a list of documents available to view, download or print.

נספח ע/9

**תמצית מדוח הביקורת של הפיקוח על הבנקים  
בעניין פרשת העלמות המס בבנק לאומי**



תל-אביב, י"א באלול תשע"ה

26 באוגוסט 2015

s1405L08

**תמצית מדוח ביקורת של הפיקוח על הבנקים**  
**בנושא ניהול החשיפה לסיכונים בפעילות חוצה גבולות של לקוחות אמריקאים**

1. רקע

- 1.1. בנק לאומי לישראל בע"מ (להלן - בנק לאומי או הבנק) ניהל פעילות בנקאות פרטית באמצעות שלושה מרכזי בנקאות בחטיבה לבנקאות פרטית בינלאומית וכן באמצעות שלוחות שויץ ולוקסמבורג שהתמחו במתן שירותי בנקאות פרטית. המודל העסקי של בנקאות פרטית מתבסס, בין היתר, על מתן שירותים ללקוחות, ובכלל זה לתושבי חוץ, בעלי עושר פיננסי גבוה. בין היתר, ניתנו שירותים אלו ללקוחות המוגדרים על פי הדין האמריקאי כמשלמי מס אמריקאים (להלן - לקוחות אמריקאים).
- 1.2. הסיכונים העיקריים בפעילות חוצה גבולות נובעים הן מההיבט של מתן שירותים פיננסיים ללקוחות זרים והן מההיבט של מתן שירותים פיננסיים בתחומי שיפוט זרים. בין הסיכונים נכללים סיכונים משפטיים הנובעים מהתנגשות בין דינים, סיכונים מאי בקיאות בדין הזר החל, סיכונים הנוגעים להוראות חקיקה בקשר לאיסור הלבנת הון ועוד.
- 1.3. אין בדין הישראלי הוראת חוק מפורשת המחייבת תאגידי בנקאיים לצייט להוראות הדין הזר. אולם דיני הבנקאות בישראל מטילים חובה על התאגיד הבנקאי לנהל את עסקיו באופן תקין, ובכלל זאת לפעול תוך ציות לחוק ולרגולציה. בחקשר זה, הפרת הדין הזר הרלוונטי לפעילות הבנקאית יכולה להיחשב להפרת החובה להבטיח כי התאגיד הבנקאי מתנהל באופן תקין. ניהול בנקאי תקין מחייב את התאגיד הבנקאי לזהות, להבין, לנהל, להפחית ולנטר את כלל הסיכונים, לרבות סיכונים משפטיים וסיכונים מוניטין, וזאת על בסיס קבוצתי. חובה זאת מתייחסת גם לפעילות חוצה גבולות של התאגיד הבנקאי.
- 1.4. הסיכונים המשפטיים וסיכונים המוניטין בפעילות חוצה גבולות גדלו משמעותית החל מ-2008, בעיקר בכל הקשור ללקוחות אמריקאים. משנת 2008 הגבירו השלטונות האמריקאים את האכיפה של דיני המס החלים על משלמי מס אמריקאים המנהלים חשבונות בבנקים מחוץ לארה"ב ובמסגרת זאת גם על בנקים ובנקאיים הפועלים מחוץ לארה"ב, אשר על פי הדין האמריקאי, נחשבים כמסייעים למשלמי מס אמריקאיים בהעלמת מס. בפברואר 2008 החליטה ועדה של הסנאט האמריקאי לחקור את סוגית הבנקים מחוץ לארה"ב המשמשים "מקלטי מס" למשלמי מס אמריקאים וביולי 2008 פורסם דוח החקירה<sup>1</sup>, בדגש על כספים המוחזקים מעבר לים (offshore) בליכטנשטיין ובשוויץ. באותה תקופה החלה החקירה של הרשויות האמריקאיות ב-UBS בחשד לסיוע להעלמת מס של משלמי מס אמריקאים. החל

<sup>1</sup> Tax haven banks and U.S. tax compliance – United State Senate – 17.7.2008

משנת 2009 הושקו מספר תכניות בארה"ב לגילוי כספים שלא הוצהר עליהם לשלטונות המס האמריקאים במסגרתן השתתפו עשרות אלפי משלמי מס אמריקאים שניהלו חשבונות מחוץ לארה"ב. בחלק מהמקרים מסרו הנישומים מידע אודות בנקאים שסייעו להם בהעלמת המס. במהלך התקופה פורסם מידע אודות הליכים שנוקטות הרשויות האמריקאיות במסגרתם הוגשו כתבי אישום כנגד בנקים זרים ועובדיהם בגין שיתוף פעולה וסיוע לרמות את רשויות ארה"ב בזיהוי, חישוב, הערכה, וגבייה של מס. בפברואר 2009 פרסמה רשות הפיקוח בשוויץ (FINMA) את דוח החקירה שלה על הפעילות חוצת הגבולות של UBS עם לקוחות אמריקאים וכן פורסם ההסכם שנחתם בין UBS לרשויות האמריקאיות, במסגרתו הודה UBS ב- violation of Title 18, United States Code, Section 371 ונקנס בסכום של 780 מיליוני דולר. בהמשך היו ידיעות על הפסקת פעילות של בנקים שוויצרים ואחרים, לרבות UBS, עם לקוחות אמריקאים.

1.5 החל משנת 2008 נקט הבנק פעולות לצמצום החשיפות לסיכונים הכרוכים בפעילות עם לקוחות אמריקאים, וזאת בעיקר בהיבטים המתייחסים לתחום ניירות ערך, ובכלל זה מיסוי ניירות ערך, וחשבונות offshore. הבנק קיבל ייעוץ משפטי מעורכי דין אמריקאים ובהמשך פעל לעדכון נהלים בתחום. בשנת 2008 עודכנו נוהלי נסיעת נציגים לארה"ב; בשנת 2009 נקבעו הנחיות אשר אסרו מתן שירותי ניירות ערך ללקוחות אמריקאים תוך שימוש באמצעי תקשורת אמריקאים, נאסרה פתיחת חשבונות offshore והוחלט על סגירת חשבונות offshore קיימים וכן על הפסקת נסיעת נציגים לארה"ב. בשנת 2011 נקבע נוהל מקיף לטיפול בלקוחות אמריקאים ובשנים 2013 ו-2014 קידם הבנק מדיניות "כסף לבן" ומדיניות "כסף מוצהר" לצמצום החשיפה מפעילות חוצה גבולות של לקוחות תושבי חוץ.

1.6 ביום 22.12.2014, חתם בנק לאומי על הסכמים עם משרד המשפטים האמריקאי ועם רשות הפיקוח על השירותים הפיננסיים בניו יורק במסגרתם הודה בביצוע העבירות על פי Title 18, United States Code, Section 7206(2), all in violation of Title 18, United States Code, Section 371. הסכמים אלה נחתמו בהתאם ועל בסיס הדין האמריקאי. במסגרת ההסכמים כאמור, הוטל על קבוצת לאומי קנס מהותי בהיקף כולל של 400 מיליוני דולרים (למועד הביקורת טרם הושלם המו"מ עם רשות ני"ע בארה"ב (SEC)). הקנס הוטל גם בגין פעולות שנעשו משנת 2002 ועד 2010-2011<sup>2</sup>, על אף שרק בשנת 2008 הרשויות בארה"ב הצהירו על תכניתם להיאבק בבנקים המסייעים להעלמות מס של לקוחות. יצוין כי ההסכם עם משרד המשפטים האמריקאי אינו חל על יחידים וכן על תאגידים מקבוצת לאומי שלא צויינו בהסכם<sup>3</sup>.

1.7 ההסכם שחתם בנק לאומי עם משרד המשפטים האמריקאי כאמור כולל מסמך עם עובדות מוסכמות (statement of facts) (להלן - הצהרת העובדות). מהצהרת העובדות עולה כי בנק לאומי ושלוחותיו בארה"ב, שוויץ ולוקסמבורג, וחברת הנאמנות של הבנק בישראל, ביצעו פעולות, משנת 2000 (לפחות) ועד שנת 2010 (לפחות), שהיוו על פי הדין האמריקאי סיוע

<sup>2</sup> ההסכם עם משרד המשפטים האמריקאי מתייחס לתקופה 2002-2010 וההסכם עם רשות הפיקוח על השירותים הפיננסיים בניו יורק מתייחס לתקופה 2002-2011.

<sup>3</sup> בסיפא למבוא ה-DPA נכתב, כי "This Agreement does not apply to any individual or entity other than the Bank"

בהכנה והצגה של דוחות ומסמכים שונים כוזבים לרשויות המס בארה"ב (to willfully aid and assist in the preparation and presentation of false income tax returns and other documents to the Internal Revenue Service of Treasury Department)<sup>4</sup>.

- 1.8 על פי הצהרת העובדות, בנק לאומי ושלוחותיו בשוויץ ובלוקסמבורג הציעו מגוון שירותים ומוצרים למשלמי מס אמריקאים, שסייעו להם בפתיחה וניהול של חשבונות לא מוצהרים<sup>5</sup>, שכללו: (1) הנפקת ערבויות בנקאיות מסוג Standby Letter of Credit (להלן - SBLC) ששימשו כבטחון לאשראי שהועמד ללקוחות בשלוחת ארה"ב; (2) שימוש בישויות offshore ובחשבונות נאמנות<sup>6</sup>; (3) שימוש בדואר שמור (hold mail), חשבונות קוד (assumed name) וחשבונות ממוספרים; וכן, (4) פתיחה וניהול של חשבונות עבור לקוחות אמריקאים שעזבו את UBS ובנקים שוויצרים נוספים לאחר פרסום אודות החקירה שמנהלות הרשויות האמריקאיות נגד UBS.
- 1.9 היקפי הפעילות של הקבוצה והבנק עם לקוחות אמריקאים ותרומתם לרווחיות היו מצומצמים.

## 2. סיכום ומסקנות

- 2.1 תאגיד בנקאי המקיים פעילות חוצה גבולות ללקוחות זרים צריך לנתח, כדבר שבשגרה, את הדין הזר הרלוונטי לפעילותו הבנקאית, לזהות את הסיכונים הנובעים מכך ולנקוט באמצעים הנדרשים על מנת למזערם ולהתאים את מדיניותו לשינויים המתרחשים.
- 2.2 על רקע ההתפתחויות שחלו בגישת הממשל וגורמי האכיפה בארה"ב משנת 2008, נדרש בנק לאומי שניהל פעילות חוצה גבולות עם לקוחות אמריקאים, לבצע מיפוי של מכלול הפעילויות והשירותים שהוא מעמיד ללקוחות אמריקאים ולבחון מה נחשב בעיני הרשויות האמריקאיות בבחינת סיוע להעלמת מס, על מנת להעריך את הסיכונים, לרבות הסיכון המשפטי, בפעילות זו, כפי שהיו קיימים בתקופה הנבדקת, הן ברמת התאגיד והן ברמת הקבוצה, ולנקוט בצעדים הנדרשים כדי להפחית את הסיכונים כאמור.
- 2.3 החל משנת 2008 ועד לשנת 2011, הבנק זיהה ופעל לצמצום חלק מהסיכונים שגברו לאור ההתפתחויות כאמור. אולם הבנק לא ביצע מיפוי ובחינה כאמור בסעיף 4.2, ולפיכך לא זיהה ולא העריך את מכלול הסיכונים שמאוחר יותר התממשו, וכפועל יוצא לא ניטרם ולא ניהלם כנדרש. עובדת היות פעילות חוצה הגבולות של הבנק עם לקוחות אמריקאים זניחה ובעלת תרומה שולית לרווחיותו, אינה מפחיתה מהחובה לקיים הליך יסודי לניהול הסיכונים גם בפעילות מצומצמת כאמור, שכן גם פעילות זניחה עלולה ליצור לבנק חשיפה גבוהה לסיכון.
- 2.4 על פי הדין הישראלי עבירת מס אינה מהווה עבירת מקור בחוק איסור הלבנת הון. אולם גם אם אין חובות בדיקה ודיווח של סוגיות מס, אין בכך כדי לשחרר את הבנק מחובתו לנהל את סיכוניו באופן תקין ולא לאפשר כי שירותיו הבנקאיים ינוצלו לצורך העלמת מס

<sup>4</sup> סעיף 11 להצהרת העובדות.

<sup>5</sup> "חשבון לא מוצהר" מוגדר בהצהרת העובדות כחשבון פיננסי שבעלות יחיד הכפוף לחוקי המס בארה"ב והמתנהל מחוץ לארה"ב, אשר לא נמסר אודותיו דיווח על ידי בעל החשבון לרשויות האמריקאיות.

<sup>6</sup> על אף שחשבונות הנאמנות הזכרו בהצהרת העובדות ככלי שסייע להסתרת נכסים, הנספת הכמותי ששימש כבסיס לקביעת גובה הקנס על ידי הרשויות האמריקאיות לא כלל התייחסות לחשבונות נאמנות (נספח ב').



באמצעותו. חובה זאת חלה על הבנק ביתר שאת ביחס ללקוחותיו האמריקאים, לאחר שהרשויות האמריקאיות הכריזו על מאבק בהעלמות מס של משלמי מס אמריקאים, באמצעות ניהול חשבונות מחוץ לגבולות ארה"ב.

2.5. בעיקר האחריות על אי בחינה מחדש של המדיניות בכל הקשור לפעילות חוצה גבולות עם לקוחות אמריקאים, אי מיפוי הפעילויות והשירותים שמעמיד הבנק ללקוחות אמריקאים ועל אי בחינה של מה נחשב מבחינת השלטונות האמריקאים כסיוע להעלמת מס, לרבות באמצעות פנייה לקבלת חוות דעת משפטית בעניין, על רקע ההתפתחויות כמתואר בסעיף 1.5, נושאים המנכ"לית ומנהל החטיבה לבנקאות פרטית בינלאומית. בנוסף, עד ינואר 2010 המנכ"לית ומנהל החטיבה לא הציפו באופן מספק את המידע אודות ההתפתחויות והשינוי ברמת הסיכונים הנובעים מהן בפני הדירקטוריון.

2.6. יו"ר הדירקטוריון<sup>7</sup> לא דרש מההנהלה מידע מפורט יותר בנושא ההתפתחויות כאמור בסעיף 1.5 לעיל והשלכותיהם על פעילות הבנק ולא העלה את הנושא על סדר היום של הדירקטוריון עד ינואר 2010.

2.7. הדירקטוריון הסתפק בדיווחים שנמסרו לו במסגרת דוחות מנכ"ל וגם משהתקיימו דיונים בדירקטוריון, לא דרש כי יבוצע מיפוי של כלל הפעילויות והשירותים שמעמיד הבנק ללקוחות אמריקאים וכי הבנק יבחן מה נחשב מבחינת השלטונות האמריקאים כסיוע להעלמת מס, לרבות באמצעות פנייה לקבלת חוות דעת משפטית בעניין, על מנת לזהות, לנטר ולטפל בסיכונים המתגברים בפעילות חוצה הגבולות של הבנק והקבוצה עם לקוחות אמריקאים. בהקשר זה יצויין כי בתקופה הנבדקת העסיק הדירקטוריון על בסיס קבוע יועצת משפטית לדירקטוריון.

2.8. הדירקטוריון והמנכ"לית לא הסדירו מסגרת בקרה נאותה ובלתי תלויה על שלוחות חו"ל. פונקציית הפיקוח והבקרה על פעילות השלוחות היתה כפופה לחטיבה לבנקאות פרטית בינלאומית, דבר שפגע באי התלות של פונקציה זו ובאפקטיביות של פעילותה. בכך לא התאפשר הליך בלתי תלוי של זיהוי הסיכונים הכרוכים בפעילות עם לקוחות אמריקאים, הערכתם והמלצות לצמצום החשיפה של החטיבה לבנקאות פרטית בינלאומית והשלוחות. הדיווחים שנמסרו לדירקטוריון אודות החשיפות של השלוחות לסיכונים, כנדרש בסעיף 10(א)(4) להוראת ניהול בנקאי תקין מס' 301 (על בסיס ההוראה שהייתה בתוקף מיוני 1998 ואילך) לא הציגו בפני הדירקטוריון את התפתחות החשיפות לסיכונים מפעילות חוצה גבולות, בכלל, ושל לקוחות אמריקאים, בפרט.

2.9. פעולות החטיבה לבנקאות פרטית בינלאומית עם לקוחות אמריקאים, בשנים 2008-2010, שכללו: גיוס לקוחות אמריקאים מבנקים שוויצרים והעמדת ערבויות מסוג SBLC שהובטחו בפיקדונות "גב אל גב" שהוחזקו בישראל, שוויץ ולוקסמבורג, מבלי לציין את פרטי מבקש הערבות, העצימו את החשיפה לסיכונים מפעילות חוצה גבולות של לקוחות אמריקאים. העמדת הערבויות מסוג SBLC שהובטחו בפיקדונות "גב אל גב" חשפה את הבנק גם לסיכוני הלבנת הון.

2.10. ההנהלה לא שיתפה ובעיתוי המתאים ובאופן מלא את שומרי הסף. בעקבות פרסום פרשת UBS הוציאה החטיבה לבנקאות פרטית בינלאומית הנחיות מעודכנות על בסיס

<sup>7</sup> יו"ר הדירקטוריון סיים את כהונתו ביוני 2010.

היוועצות עם עורכי דין אמריקאים ללא מעורבות הייעוץ המשפטי הפנימי, אשר שולב בייעוץ בנושאי הלקוחות האמריקאים רק במאי 2009. בנוסף, מערך הציות לא שותף באופן מלא בדיונים שהתקיימו בין קצין הציות בשלוחת ארה"ב לבין הגורמים העסקיים בחטיבה לבנקאות פרטית בינלאומית בנושא ציון פרטי שם מבקש הערבות על גבי מסמכי הערבות הבנקאית שהופקו בקבוצה לצורך העמדת אשראי "גב אל גב" בשלוחת ארה"ב.

2.11. מטבע הדברים, הבונוסים שהבנק שילם לנושאי המשרה שכיחנו בתקופת החקירה ובפרט ליו"ר הדירקטוריון, למנכ"לית ולמנהל החטיבה לבנקאות פרטית בינלאומית, בגין השנים שזא הקנס, לא הביאו בחשבון את הנזק הכבד שנגרם לבנק; עמדתנו היא, שמן הראוי שהבנק יקבע מתווה לחישוב מחדש של כספי הבונוסים ששולמו.

2.12. מבדיקת מספר עסקאות "גב אל גב" עולה, כי הבנק הפר לכאורה את סעיף 9 לצו איסור הלבנת הון (חובות זיהוי, דיווח וניהול רישומים של תאגידים בנקאיים), התשס"א – 2001 לעניין דיווח לרשות על פעולות הנחזות כבלתי רגילות.

### 3. דרישות

3.1. לנוכח הממצאים המפורטים לעיל, נדרש הבנק בין היתר, למנות ועדה בלתי תלויה לקיים הליך הפקת לקחים מהאירוע. הליך הפקת הלקחים יכלול, בין היתר, בחינה של התנהלות ההנהלה הבכירה והדירקטוריון בשנים 2008-2010 וכן, בשל הנזק הכבד שנגרם לבנק, לקבוע מתווה לחישוב מחדש של כספי הבונוס ששולמו לנושאי המשרה על בסיס ממצאי הוועדה ובפרט עבור יו"ר הדירקטוריון, המנכ"לית ומנהל החטיבה לבנקאות פרטית בינלאומית. לעניין זה, רשאי הדירקטוריון למנות את הוועדה הבלתי תלויה. בנוסף נכללו בדוח דרישות נוספות הנוגעות לחיזוק ניהול הסיכונים, לרבות, המדיניות, הנחלים ותבניות בתחומים שעלו בדוח.

## תמצית תגובת הבנק לדוח הביקורת

1. דו"ח הביקורת של בנק ישראל מתמקד בכך שהבנק לא זיהה בזמן וממילא לא הגיב בזמן לסיכון שהתברר בדיעבד שכרוך בפעילות למול לקוחות אמריקאים, אשר העלימו מסים. עיקר הביקורת הינה על כך שהבנק לא זיהה את הסיכון גם כאשר פורסמה פרשת UBS בשנת 2008.
2. כבר משנת 2008, ועוד בטרם הפנימה המערכת הבנקאית בארץ ובעולם את הסיכון שקיים, משעה שהבנק הבין את השינוי במדיניות, ברגולציה ובאכיפה, הוא החל בתיקון ליקויים, בתחומים בהם הבין שפעילותו טעונה שינוי, וזאת אף שלא היו קיימות הוראות רגולטוריות בעניין. עובדה זו מובלטת גם בהסדר אליו הגיע הבנק עם משרד המשפטים האמריקאי ונמצאת גם בדו"ח.
3. דוח הביקורת מתייחס לשנים 2007 עד 2011, וממילא אינו כולל את הפעילות הרבה שבוצעה החל משנת 2011 עת הובן הסיכון.

הדוח אינו עוסק בתיקון הליקויים שבוצע בבנק, ביוזמת הבנק ובטרם ניתנו הנחיות רגולטוריות. תיקון הליקויים שהועמק בשנת 2011, נעשה עת התבהרו לבנק תובנות שלא היו באמתחתו קודם. תיקון הליקויים מתבטא בין היתר ב: (א) שינוי המדיניות העסקית תוך הפסקת פעילויות שיצרו חשיפה; (ב) יציאה מדורגת ומוסדרת מפעילות בנקאית במדינות בהן הסיכון לעבירות סיוע ללקוחות להתחמק מתשלום מס הינו גבוה; (ג) הובלת הטיפול בישראל בכספי לקוחות תושבי חוץ שחשודים ככספים שלא דווחו לרשויות המס הרלבנטיות (declared money policy); (ד) פעילות בנושאים משיקים כגון: פעילות שאינה מותרת בניירות ערך על פי חוק מדינת התושבות של בעלי החשבון (cross border policy). במקביל לשינוי המדיניות פעל הבנק למול גורמי הרגולציה על מנת לשנות את הכללים באופן שיקל על המערכת הבנקאית ליישם מדיניות של declared money policy. בפועל רק בחודש מרץ 2015 פורסמה לראשונה על ידי הפיקוח על הבנקים הוראה רגולטורית בעניין, אשר הקנתה לבנקים כלים לאכוף על הלקוחות מתן הצהרות לגבי מקור הכספים.

4. את הדברים יש לבחון בהסתכלות כוללת על הנורמות לפיהן פעלה המערכת הבנקאית כולה, בידיעה של הרגולטורים במדינות רבות. התובנה במערכת הבנקאית הבינלאומית ובקרב גורמי הרגולציה היתה, כי נושא הדיווחים של הלקוחות לרשויות המס הינו נושא שבאחריות בלעדית של הלקוחות, ונושא זה אינו בתחום אחריותם או מעורבותם של הבנקים. תובנה זו נסמכת בישראל, בין היתר, על כך שהמחוקק החליט (ועדיין לא שינה את דעתו בנושא) שלא לכלול את עבירות המס כעבירות מקור בחוק איסור הלבנת הון. תובנה זו אף מוצאת עצמה נתמכת בכך שלאורך שנים, בדיונים במשרד הממשלה, נושא הכללת עבירות מס כעבירות מקור בחוק לאיסור הלבנת הון עלה ונדחה שוב ושוב על ידי קובעי המדיניות, בין היתר בטענה שמדובר בכספים בלתי מוצהרים של יהדות העולם, אשר ממשלות ישראל פעלו בשנים עברו להפקדתם על ידי יהודי העולם במערכת הבנקאית בישראל, לצורך ביטוס כלכלתה של המדינה.

5. דוח הביקורת מלמד, כי אין יסוד לחשש, לפיו בבנק נהגו פרקטיקות חריגות ביחס למערכת הבנקאית הישראלית. אדרבא, בשעה ששינוי המדיניות בלאומי גרם ליציאה של כספים לא מוצהרים של לקוחות, בנקים אחרים בישראל קיבלו אליהם חלק מאותם לקוחות.
6. בדוח נקבע, כי בנק לאומי לא הבין את הסיכון שקיים בפעילות למול לקוחות אמריקאים שמנצלים את שירותיו של הבנק לצורך העלמת מס, גם כאשר פורסמה בשנת 2008 פרשת UBS. אולם, בבחינת הדברים יש לקחת בחשבון את העובדות הבאות:
- 6.1. לא רק בנק לאומי לא הבין בזמן אמת את הסיכון של סיוע ללקוחות אמריקאים בהעלמת מס, אלא מדובר באי הבנה שהייתה נחלת מרבית המערכת הבנקאית והמערכת הרגולטורית בעולם ובישראל.
- 6.2. בתקופת הפרסומים אודות UBS, נשכרו שירותים של משרד בינלאומי מוביל המתמחה ברגולציה פיננסית בינלאומית על מנת שינתח עבור הבנק את הלקחים הנדרשים. מיפוי הסיכונים והלקחים לטיפול לא כלל את נושא הסיוע ללקוחות אמריקאים להעלים מס. דהיינו, גם עורכי הדין ששירותיהם נשכרו לא הבינו את מלוא הסיכון, אשר לימים התממש בפועל. עוה"ד הצביעו על פעולות מסוימות שיש לנקוט ואותן ביצע הבנק בלוח זמנים קצר.
- 6.3. בנוסף, הבנק קיבל ייעוץ ממשרד עו"ד נוסף, משרד מוכר ומוביל בארה"ב המלווה את הבנק, כמו גם מוסדות פיננסיים אחרים בישראל, לאורך שנים. גם משרד זה הגיש לבנק שורה של המלצות והבנק פעל באופן מהיר ותכליתי לשם ביצוע השינויים שנדרשו בעקבות ההמלצות. בראי ההיסטוריה, ולצער כולם, ההמלצות לא היו מספקות או מלאות.
- 6.4. הפרסומים השונים אודות פרשת UBS התמקדו בשורה של פעולות, אשר הובנו בבנק ככאלו שלא היו פרקטיקות מקובלות בבנק לאומי. לכן החבנה הרווחת בבנק, כמו גם בבנקים רבים אחרים, היתה כי פרשת UBS אינה רלבנטית לפעילות שמתבצעת בבנק.
7. לבד מהפעולות שנקטו לאורך השנים, החל משנת 2008, הבנק לא מיעט לרגע בחומרת התוצאה של פרשת הלקוחות האמריקאים ולא ניסה, חלילה, לטאטא את הנושא בלי טיפול יסודי בו והפקת הלקחים שנדרשים. בין הפעולות בהן נקט הבנק, ראוי לציין, כי כבר בחודש מרץ 2015 הבנק מינה ועדה בלתי תלויה, לשם בחינת הנושא. רוב חבריה של הועדה הבלתי תלויה (שלושה מבין חמישה) הינם גורמים חיצוניים לבנק. בראש הועדה עומד הנשיא בדימו' של בית המשפט המחוזי בתל-אביב כב' השופט אורי גורן וחברה בו שופטת בכירה בדימוס של בית המשפט המחוזי בירושלים - השופטת אורית אפעל-גבאי. חברה נוספת בוועדה הינה די"ר לאה פסרמן, מומחית בעלת שם בדיני תאגידים וניירות ערך.

**נספח ע/10**

**סקירת הספרות האקדמית בעניין שקיפות-  
יציבות מתוך דוח "מבנה הפיקוח הרצוי בשוק  
ההון" (2015)**



רשות ניירות ערך  
SECURITIES AUTHORITY

# מבנה הפיקוח הרצוי בשוק ההון

## נייר לדיון

ינואר 2015

## תוכן

3	ת ק צ' ר
4	1. מבנה הפיקוח הפיננסי בישראל
12	2. חשיבותה של שאלת מבנה הפיקוח הרצוי לשוק ההון
14	3. גילוי מול יציבות בשווקים פיננסיים
14	3.1. רקע
19	3.2. ממצאים אמפיריים על הקשר שבין גילוי ליציבות
22	4. גילוי וסיכון מערכת
22	4.1. סיכון סיסטמי
24	4.2. מהו סיכון סיסטמי?
26	4.3. ועדת באזל – המלצות למניעה וניהול של מצבי משבר
29	5. מבני פיקוח פיננסי בעולם
30	5.1. המודל המבני
31	5.2. המודל המאוחד
32	5.3. המודל הפונקציונאלי
32	5.4. המודל הדו ראשי (Twin peaks)
33	5.5. אנגליה - Study case - מה קרה לרגולטור היעל"י-FSA?
34	5.5.1. המבנה החדש
34	5.5.2. ה-PRA (Prudential Regulation Authority)
35	5.5.3. ה-FCA (Financial Conduct Authority)
35	5.5.4. חלוקת הסמכויות בין הגופים
37	6. סקירה של מבני פיקוח בעולם – ממצאים עיקריים
41	7. מה מודל הפיקוח הרצוי בישראל?
41	7.1. רקע
43	7.2. המודל הדו-ראשי
46	8. סיכום
48	נספח א' - סקירה של הרכבי הועדות לפיקוח על סיכון סיסטמי בשוקי ההון בעולם
57	נספח ב' - סקירה של מבנה הפיקוח הפיננסי בשוקי ההון בעולם

## 2. חשיבותה של שאלת מבנה הפיקוח הרצוי לשוק ההון

עבודה זו מתמקדת בהבנת התפקיד שיש למבנה הפיקוח בכלל, ובהתחשב בעקרונות היסוד עליהם בנוי הפיקוח על שוק ההון, עקרון היציבות ועקרון הגילוי וההגנה על המשקיע ועל הצרכן.

עיקרון היציבות עומד בבסיס פעילותו של המפקח על הבנקים. הציבור מפקיד בבנקים את עיקר הסכונותיו הכספיים, שמשמשים את הבנקים, בין היתר, למתן אשראי חדרוש לעסקים ולמשקי הבית. חשבונות הציבור המתנהלים בבנקים משמשים לביצוע חלק ניכר מהתשלומים במשק. הפעילות במטבע חוץ מתבצעת אף היא בעיקר באמצעות הבנקים. הצורך להסדיר את מערכת הבנקאות ולפקח על הבנקים נגזר מתפקידיה החיוניים של מערכת זו, ומן ההכרה כי כשל בפעילות העסקית של הבנק, עלול לגרור למשבר כולל במערכת הבנקאית, ולפגוע לא רק באזרחים שהפקידו את כספם בבנקים אלא גם בתפקוד המשק כולו.

עיקרון היציבות בא לידי ביטוי גם בפעילותו של אגף שוק ההון להבטיח רמה אופטימלית של ביטחון פיננסי לצרכנים באמצעות פיקוח על השירותים הפיננסיים; ולשמור על יציבות המוסדות הפיננסיים במטרה להבטיח פירעון התחייבויותיהם לציבור.

לעומת זאת, בבסיס פעילותה של רשות ניירות ערך, עומד עקרון הגילוי וההגנה על המשקיע. בסעיף 2 לחוק ניירות ערך מוגדר תפקידה של הרשות כשמירה על עניינו של ציבור המשקיעים. בהתאם לכך, ציבור המשקיעים זכאי למלוא המידע הנדרש לקבלת החלטות השקעה מושכלות. הרציונל בעיקרון הגילוי הוא שהחברות תמסורנה את מירב המידע ותנהגנה בשקיפות מרבית מול ציבור המשקיעים במניותיהן ובאיגרות החוב שהנפיקו. שקיפות מלאה היא תנאי הכרחי בתמחור נכון של ניירות הערך ובניהול סיכונים מחושב ככל הניתן. שקיפות מרבית היא גם תנאי הכרחי לאמון הציבור בשוק ההון ובאלה האחראים על השאת התשואה על השקעותיו.

נציין כי למרות שעקרון על היציבות עומד בבסיס פעילותם של בנק ישראל ושל אגף שוק ההון, שני המפקחים עוסקים גם בגילוי. באותה עת, למרות שעקרון הגילוי והגנה על המשקיע עומד בבסיס פעולתה של רשות ניירות ערך, הרשות מפקחת גם על יציבות. שלושת הגופים עוסקים בהגנה על הצרכן. יחד עם זאת, הפיקוח על יציבות, על גילוי וההגנה על המשקיע ועל הצרכן נעשים בדרכים שונות.

אין מחלוקת כי כל אחת מהמטרות הינה חיונית לשוק הון דינאמי ויעיל וכי תפקידה של הרגולציה להבטיח קיומם של שני העקרונות. חשיבות הדיון בשאלה מהו מבנה הפיקוח הרצוי מקורה בשוני בייעודם, לפחות לכאורה, בין עקרונות הגילוי והיציבות, בעיתות משבר.

לשם המחשה, נניח תרחיש של בנק אשר נקלע לקשיים. במקרה כזה, הרגולטור האחראי על היציבות יפול לקבוע בשם אינטרס היציבות של הבנק והחשש מפגיעה הרוחבית בשוק כולו, כליש לנקוט אמצעים להבראת הבנק ושינוי יחס הלימות ההון מינוי מפקח מיוחד, חזרמת הון מבנק ישראל, ודומה) אך לא לפרסם אותם מהחשש כי ציבור המפקידים יבצע "ריצה על הבנק" ומשוך



פיקדונותיו אם יש בסיס כלכלי לחשש מסוג זה, הרי שהחלטה לדחיית הגילוי עשויה להיות מוצדקת.

נניח עתה תרחיש אחר, לפיו דירקטוריון הבנק כשל בהתנהלותו ביחס לאישור מתן אשראי ללא בדיקה פיננסית ראויה לגוף מסוים, בשל ניגוד עניינים, ואולם אין בהחלטתו כדי לאיים על יציבות הבנק. האם עיקרון היציבות צריך לגבור על עיקרון הגילוי? כיצד יש לנהוג במקרה בו הבנק הוא גם חברה ציבורית שמניותיה /או אג"ח שלה הונפקו לציבור המשקיעים העוקב אחר ביצועי הבנק? כיצד יוכל השוק לתמחר ביעילות את נזירות הערך הללו אם המידע נחסך ממנו? במקרה זה, בהתחשב בעובדה שאין איום על הבנק עצמו, לא מן הנמנע שהעדפה של שיקולי יציבות על פני שיקולי גילוי פירושה כהעדפת מפקידים על פני המשקיעים במניות ובאג"ח של הבנקים שלא לצורך. הדוגמא הזו ממחישה מדוע במקרים מסוימים, אולי ברוב המקרים, הרגולטור האחראי על הגילוי צריך להעדיף לדרוש גילוי לטובת בעלי המניות ובעלי החוב על פני שמירה על הבנק ויציבותו.

שתי הדוגמאות דלעיל ממחישות מדוע שאלת מבנה הפיקוח הרצוי בשוק ההון מחייבת בראש וראשונה דיון בסוגיה העקרונית החשובה עוד יותר והיא הצורך בשימור המתח בין עקרונות היציבות והגילוי. הדיון בסוגיה זו אינו תיאורטי, הוא יכול להתקיים במקרים לא מעטים וחשיבותו מתעצמת בעיתות משבר.

סוגיית המתח בין יציבות וגילוי של גופים פיננסיים מתקשרת באופן עקיף גם להגדרת סיכון סיסטמי (מערכת). דוח קרן המטבע הבינלאומית (ה-FSAP) משנת 2012 ביחס למערכת הפיננסית בישראל<sup>16</sup> כולל הרתעה לפיה מבנה הפיקוח בשוק ההון בישראל, חלוקת התפקידים בין הרגולטורים, התאום ביניהם ופעולות הנובעות ממדיניות זו, עשויים לפגום במעבר המידע בין הרגולטורים הפיננסיים וכי יש להבטיח זרימת מידע טובה, בעיקר בעת משבר<sup>17</sup>.

במבנה הפיקוח הפיננסי הקיים היום בישראל, אין גוף רגולטורי ייעודי לבדיקת והערכת הסיכון הסיסטמי במערכת הפיננסית. במקרה שסיכון כזה צפוי, אין תיאום מחייב בין הרגולטורים למנוע את התרחשות הסיכון. מציאות בה רגולטורים דואגים לשמירה על כללי הרגולציה בתחום אחריותם, ללא מתן אפשרות לרגולטור מקביל להחריג כללים כדי למנוע התממשותו של סיכון סיסטמי, אינה בריאה ויכולה להיות בעוכרי המערכת הפיננסית בעיתות של אי-יציבות כלכלית. על פניו, אפוא, נראה שיש למצוא את ה"איזונים והבלמים" שבין החתירה ליציבות הגופים הפיננסיים ובין השמירה על אינטרס המשקיעים, וזאת בלי לגרוע מהצורך בטיפול במקרים חריגים המאיימים על יציבות המערכת הפיננסית ועל המשק הכלכלי.

<sup>16</sup> Israel: 2012 Article IV Consultation—Staff Report; Informational Annex; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Israel, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr1270.pdf>

<sup>17</sup> במפת הדרכים, פירטה הרשות את יעדיה ומתווה פעילותה לשנים הקרובות. המתווה נועד לתרום להגנת ציבור המשקיעים ולהתפתחותו של שוק ההון והוא מושתת על שלושה יסודות השלובים זה בזה ומקיימים ביניהם יחסי גומלין הדוקים: רגולציה, דה-רגולציה (הקלות לגופים המפוקחים) וכלים רגולטוריים לפיתוח שוק ההון. במסגרת פרק הרגולציה, הרשות שמה לעצמה כיעד, להסדיר את הרגולציה הנוגעת לזירות המסחר, חברות הדירוג, ייעוץ למוסדיים ופיקוח על עבודת רואי החשבון המבקרים. במסגרת יעדי דה-רגולציה, פועלת הרשות לבטל כפילויות מסוימות הקיימות בדרישות הגילוי. חלק מכפילויות אלה, נובעות מחפיפה עליה הצביעה קרן המטבע כאמור והרשות מחוייבת לטפל בחפיפה זו.

### 3. גילוי מול יציבות בשווקים פיננסיים

#### 3.1. רקע

ההשפעות השליליות של מידע א-סימטרי על שווקים פיננסיים תועדו במחקרים רבים בספרות הכלכלית.<sup>18</sup> בין היתר, נמצא שחוסר שקיפות ומידע חלקי יוצרים כשלי שוק החופשיים את השווקים הפיננסיים לפחות יעילים ומעודדים תרמיות, סחר במידע פנים ופגיעה באמון המשקיעים.

בסל הכלים הרגולטורי קיימים כלים רבים להתמודדות עם תופעה זו. הכלי הדומיננטי והמקובל ביותר בקרב כלכלנים ומעצבי מדיניות מבחינת יעילותו, הוא חובת הגילוי למשקיעים. אחד היתרונות העיקריים הטמונים בחובת הגילוי הוא היותו כלי בעל התערבות מינימלית בשוק עצמו, אשר אינו מתערב בהחלטות עסקיות, ומאפשר פעולה של כוחות השוק החופשי. זה הרציונל העומד בבסיס פיקוח המושתת על גילוי מנדטורי שהפך לאמצעי הרגולטורי הראשון במעלה בקרב כל רשויות ניירות ערך בעולם.

גם במערכת הבנקאית נעשה שימוש נרחב בחובת הגילוי אך זה נעשה עם דגש של גילוי למפקח על הבנקים ולא דווקא גילוי למשקיעים. השפעת הגילוי על המערכת הפיננסית היא מורכבת יותר. במיוחד במקרים של "ריצה על הבנק" (Run on the banks) שאין לה הצדקה כלכלית,<sup>19</sup> במקרה זה, גילוי של מידע רחב למפקדים ולמשקיעים עלול להיות לרועץ למשק הכלכלי אם הוא מוביל למשבר נזילות במוסד הפיננסי, במיוחד אם גלום בו סיכון של הדבקה למוסדות פיננסיים אחרים. אחד ההסברים העיקריים לכך ניתן עיין Diamond and Dybvig (1983) שטענו כי כאשר אינדיקציות של בעיות נזילות של הבנק יוצרות בעיות אמון וקואורדינציה בין המשקיעים, חללו ירוצו אל הבנק כדי לחבטיח את מימוש פיקדונותיהם, חרף העובדה שמימוש בו-זמני של כלל הפיקדונות יוביל לקריסת הבנק.<sup>20</sup> בעיה זו מתעצמת, מקום שקריסת בנק אחד עשויה ליצור תחושת חוסר אמון בקרב שאר המשקיעים באותה המדינה ולהוביל לפיכך לקריסה מערכתית רחבת היקף.

חשש זה הוא שעומד ביסודה של גישת ה"שקיפות-שבירות" (Transparency-Fragility) לפי גישה זו, גילוי ביחס לקשיים פיננסיים של בנק הוא סוג של גורם חיצוני שלילי אם המידע יתפרש

<sup>18</sup> לדוגמא: Healy, P. & Palepu, K., *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*. 31 J. Acct. & Econ. 405 (2001)

מאמר נוסף עוסק בחשיבות של מידע אסימטרי והיחס שלו לגרימתו של משבר שוק (Market Breakdown):

George A. Akerlof, *The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS 84 (3) (1970)

Andrew Crockett, General Manager of the Bank for International Settlements and Chairman of the Financial Stability Forum, at the Banks and systemic risk conference, Bank of England, London, 23-25 2001 "*Market discipline and financial stability*"

<http://www.bis.org/speeches/sp010523.htm>

The 3 pillar of Basel II (and III) that deal with market discipline

[http://www.bis.org/publ/bcbs\\_wp7.htm](http://www.bis.org/publ/bcbs_wp7.htm)

<sup>19</sup> לדוגמא: Healy, P. & Palepu, K., *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*. 31 J. ACCT. & ECON. 405 (2001)

DW Diamond and PH Dybvig, *Bank runs, deposit insurance, and liquidity*, JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, 91 (3): 401-419. (1983)

כאינדקס לבעיה רחבה יותר. מקרה כזה עלול לגרום למשבר נזילות במערכת הבנקאית, ואף לאיים על כלל המשק.<sup>21</sup>

טענה אלטרנטיבית היא שלגילוי יש דווקא ערך רב גם בקידום היציבות, ועל בסיסה פותחה הגישה המתחרה הקרויה גישת ה"שקיפות-יציבות" (Transparency-Stability).<sup>22</sup> לפי גישה זו, גילוי מרבי דווקא מאפשר לשחקני השוק להעריך באופן מדויק יותר את הסיכונים ואת תפקוד המוסד הפיננסי, להשקיע במוסד פיננסי חזק ולאחר מוסדות חלשים בטרם יכניסו את המערכת כולה למשבר.

תוצאותיו של המתח בין שתי הגישות הנ"ל, גישת ה"שקיפות-יציבות" וגישת ה"שקיפות-שבירות" מושפעות גם מנקודת הזמן בה נבחן הנושא. בעוד שאחת הטענות היא שמלכתחילה ("ex-ante") גילוי מוגבר ושקיפות עשויים להגביר את היציבות הפיננסית, טענה לא פחות מורכבת היא האם בדיעבד ("ex-post"), כשמוסד פיננסי כבר מצוי בקשיים, עדיין יש תועלת בגילוי. במקרה כזה, יש הטוענים כי גילוי דווקא יחמיר את המצב בעיני משתפי השוק, שעשויים לפרש בעיה "זמנית" של בנק כבעיית נזילות שעלולה למוטט אותו ואולי אף את יתר המוסדות הפיננסיים,<sup>23</sup> ולכן אפשר שבתרחיש כזה עדיף לתת לבנק לפתור את הבעיה בין כתליו, בטרם המידע הופך לנחלת הכלל.<sup>24</sup>

גישה זו עלולה להיות בעייתית. אחת הסיבות לכך היא שבגישת ה-Transparency-Fragility, אנחנו עלולים לגרום לפגיעה במהימנות המידע כולו, אם מידע חיובי יהיה "צבוע" מסיבה כלשהיא באור שלילי. אפקט זה מושג על ידי בחינת הציפיות הסבירות של משקיעים והפרשנות הרציונלית שלהם למידע שניתן על ידי השחקנים בשוק. כאשר הגישה השולטת בשוק הינה גישה של Transparency-Fragility משקיעים יודעים שהמידע שנמסר להם הינו בהכרח חלקי ואינו שלם, וייתכן שבעתות משבר, "ייחסד" מהם מידע שלילי, אשר עשוי להיות רלבנטי עבורם. לפיכך, המשקיעים יחפשו אינדיקציות נוספות, אולי עקיפות, לחולשת המוסדות. מאחר שזיהוי אינדיקציות מסוג זה איננו מלאכה מדויקת, המשקיעים מסתמכים על הסקת מסקנות חלקית, אשר עלולה להוביל אותם להחלטות שגויות.<sup>25</sup>

גישה שונה מזו הוצגה על ידי Erlend Nier (2004), שטען שגילוי עשוי להיות יעיל גם בדיעבד, משום שהידיעה שהגילוי יגיע במוקדם או במאוחר גורמת למנהלים להתנהל מלכתחילה כאילו

<sup>21</sup> לדוגמא: Healy, P. & Palepu, K., *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*. 31 J. ACCT. & ECON. 405 (2001); וכן, Solomon A. Tadesse, *The Economic Value of Regulated Disclosure: Evidence from the Banking Sector* (2006): [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1017360](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1017360)

<sup>22</sup> Healy & Palepu, הערה 19 לעיל; Solomon A. Tadesse, *The Economic Value of Regulated Disclosure: Evidence from the Banking Sector* (2006): [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1017360](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1017360)

<sup>23</sup> ראו, Erlend Nier, *Banking Crises and Transparency* (2004), [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=567052](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=567052)

Tito Cordella & Eduardo Levy Yeyati, *Public Disclosure and Bank Failures*, IMF Staff Papers Vol. 45. No. 1 (1998): <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9796.pdf>

<sup>24</sup> David G. Mayes, *A More Market Based Approach*, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=428000](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=428000) (מציג טיעון זה ודוחה אותו).

<sup>25</sup> Ronny Hoffman, *Bank Regulatory Certification and CAMEL Framework-related Accounting Signals in the Debt Market*, (2012), עמ' 7.

המידע קיים. ומכאן שדווקא מידע נרחב יותר עשוי למנוע בריחה מבנקים סולבנטיים הניצבים בפני בעיות פיננסיות חולפות ופתירות.<sup>26</sup> David G. Mayes (2000) מגיע לאותה מסקנה במאמר המציג את הגישה הרגולטורית בניו זילנד, בו הוא טוען כדלקמן:

"[T]he sheer knowledge that disclosure means that the opportunity to cover up problems is very limited may in itself lead the management of banks to act much earlier to head off problems or to implement more effective systems which will prevent such problems emerging in the first place. This in itself will tend to reduce the cost of finance for banks".<sup>27</sup>

גישה זו הוצגה כבר בשנת 1873 על ידי Walter Bagehot שטען שהמשקיעים "רצים אל הבנק" מלכתחילה, רק משום שאין להם זי. מידע האם המתנה של מספר ימים תאפשר להם לממש את חסכוניהם; אילו היו יודעים כי בעוד מספר ימים יוכלו לפדות את חסכוניהם, הם היו נמנעים מלרוץ אל הבנק מלכתחילה. מכאן החשיבות הרבה של השקיפות בניהול משברים פיננסיים:

"If people could be really convinced that they could have money if they wait a day or two, and that utter ruin is not coming, most likely they would cease to run in such a mad way for money. Either shut the Bank (of England) at once and say it will not lend more than it commonly lends, or lend freely, boldly, and so that the public may feel you mean to go on lending. To lend a great deal, and yet not give the public confidence that you will lend sufficiently and effectually, is the worst of all policies."<sup>28</sup>

Tanju Yorulmazer (2003) מאמץ את גישתו של Bagehot. הוא מציג מודל דינאמי לפיו גילוי מידע ביחס למצבם הכלכלי של בנקים והתנהלותם בעיתות משבר, יכול דווקא להפחית חלק מהבעיות הקשורות לבריחה מבנקים.<sup>29</sup> לטענתו, גילוי הינו חיוני ליציבות בנקים, וכי לא די בשמירה על נזילות כדי למנוע משבר.<sup>30</sup> טענה דומה הועלתה גם על ידי Hyytinen (2003) ו-Takalo שמצדיקים גילוי מנדטורי, בשל הירידה בציפיות השליליות של המפקידים המגשימות את עצמן בשעת משבר.<sup>31</sup>

<sup>26</sup> ראו Erlend Nier, הערת שוליים 23 לעיל וכן Gorton G. & L. Huang, *Bank Panics and the Endogeneity of Central Banking*, NBER Working Paper 9102 (2002), אשר מציג מודל המראה שאם היתה מספיק שקיפות בבנקים כדי לאפשר למפקידים לעמוד על בעיית אידיוסנקרטיות של בנקים (להבדיל מבעיות סיסטמיות מאקרו-כלכליות), רק חלק קטן מהבנקים ייפגעו ממשבר נזילות (bank run).

<sup>27</sup> ראו David G. Mayes (2000), הערת שוליים 24 לעיל.

<sup>28</sup> Walter Bagehot, *Lombard Street: A Description of the Money Market* (1873).

<sup>29</sup> Tanju Yorulmazer (2003), *Herd Behavior, Bank Runs and Information Disclosure*:

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=587481](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=587481)

<sup>30</sup> הערת שוליים 29 לעיל. כן ראו Hyytinen & Takalo לסקירת ספרות הקוראת לשקיפות מוגברת.

<sup>31</sup> הערת שוליים 22 להלן.

חקריות לגילוי נרחב יותר ולהגברת השקיפות במערכת הפיננסית התחזקו בעקבות המשבר הפיננסי הגלובלי בשנים 2007 – 2009 מתוך הכרה ששקיפות לא רק שאיננה מערערת יציבות היא אף תורמת ליציבות התומכים הבולטים של גישת השקיפות-יציבות הינו קורדלה ויאטי (1998),<sup>32</sup> (ניאר 2005)<sup>33</sup> וטדסי (2005).<sup>34</sup>

מאז המשבר, נראה שמגוון רחב של גופים בינלאומיים תומכים בגישה של הגברת שקיפות ככלי להגברת יציבות. כך לדוגמא, וועדת באזל לפיקוח בנקאי, הבנק העולמי וקרן המטבע הבינלאומית קוראים להגברת השקיפות בסקטור הבנקאי.<sup>35</sup> גם בפרסום של ארגון רשויות ניירות ערך הבינלאומי - International Organization of Securities Commissions ("IOSCO"), הודגשה החיניות הרבה של עקרון הגילוי בקשר עם סיכון סיסטמי:

"Disclosure and transparency are critical to identifying the development of systemic risk and to arming regulators with the information needed to take action to address it. Transparency in markets and products is crucial to understanding and mitigating systemic risk, in addition to allowing market participants to better price risk. Securities regulators have a particular responsibility and interest in promoting transparency at the market level as well as adequate disclosure at the product and market participant level".<sup>36</sup>

עמדה הזו נתמכת הן בעמדתם של הגולטורים בעולם והן בממצאים אמפיריים שהצביעו על חוסר גילוי ושקיפות במערכת הפיננסית כגורם מרכזי למשבר.<sup>37</sup> הפורום ליציבות פיננסית ( Financial Stability Forum – "FSF"), לדוגמא, טען שבשנת 2008 הגילויים שנדרשו ממוסדות פיננסיים לא היו מספקים משום שלא הסבירו בצורה נאותה את היקף הסיכונים הנובעים מהחשיפות השונות של אותם מוסדות. אופן גילוי המידע אף הוא לקה בחסר, כאשר נמצאו בעיות מיוחדות הנוגעות למוצרים מובנים:

Cordella, & Yeyati. *Public Disclosure and Bank Failures* INTERNATIONAL MONETARY FUND <sup>32</sup> STAFF PAPERS (1998): 110-131.

<sup>33</sup> ראו הערה 23 לעיל.

<sup>34</sup> ראו הערה 22 לעיל.

Basel III – emphasis on transparency of bank disclosure under Pillar III - <sup>35</sup> (<http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>)

John B. Taylor (2009), *The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong* (National Bureau of Economic Research, Cambridge)

Ari Hyytinen & Tuomas Takalo, *Preventing systemic crises through bank transparency*, Bank of Finland Discussion Paper, 25 (2003)

IOSCO Discussion Paper, *Mitigating Systemic Risk A Role for Securities Regulators* (2011): <sup>36</sup> <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD347.pdf>

Avgouleas Emiliios, *The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm in European* <sup>37</sup> לדוגמא, *Financial Regulation: The Case of Reform*, 6 ECFLR 440 (2009) (אשר מצביע על פעילויות בשוק שמידע חסר לגביהן תרם להיווצרות המשבר, וכן על תחומים שבהם הגילוי לא עבד כמצופה).

"Public disclosures that were required of financial institutions did not always make clear the type and magnitude of risks associated with their on- and off-balance sheet exposures. There were also shortcomings in the other information firms provided about market and credit risk exposures, particularly as these related to structured products. Where information was disclosed, it was often not done in an easily accessible or usable way".<sup>38</sup>

קרום המטבע הבינלאומית ציינה בשנת 2009 שחוסר עקביות ודיוק בגילוי המידע הפיננסי תרם לחוסר ההבנה מצד משקיעים ורגולטורים. כתוצאה מכך, הגברת דרישות ההון והנזילות של בנקים היא הכרחית אבל בלתי מספקת כדי למנוע משבר סיסטמי עתידי. מכאן עלתה הטענה כי מרכיב קריטי במניעת המשבר הבא הוא הגברת הגילוי.

Transparency and disclosure are needed if market discipline is to be effective (Pillar 3 of Basel II), and they act as natural restraints on excessive risk taking. Disclosure of timely and accurate data on individual firms' financial condition and exposures vis-à-vis other financial institutions and instruments helps creditors, counterparties, and shareholders better assess and identify systemic risks. By contrast, a lack of transparency and limited disclosure of the types and locations of risks prior to the crisis undermined the ability of markets and supervisors to assess firms' exposure. It also meant that, as problems arose, markets were unable to distinguish between healthy institutions and those that had taken on excessive amounts of high-risk assets and exposure. This lack of information exacerbated spillovers and led to the propagation of shocks within and across borders. It is critical that such transparency occur on a routine basis—waiting until a crisis to make such disclosures risks undermining market confidence in individual firms.<sup>39</sup>

אכן, תגובת הרגולטורים בארה"ב למשבר הפיננסי כללה את הגילוי כמרכיב מרכזי ברגולציה. כבר בהקדמה ל- Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act ("Dodd-Frank Act") צוין כי המטרה הראשונית של החוק היא לעודד את היציבות הפיננסית על ידי חיזוק השקיפות, ובמילות החוק:

<sup>38</sup> ראה Henry T. C. Hu, *Too Complex to Depict? Innovation, 'Pure Information,' and the SEC Disclosure Paradigm*: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2083708](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2083708)  
<sup>39</sup> ראו Inci Otker Robe et al., *The Too-Important-To-Fail Conundrum: Impossible to Ignore and Difficult to Resolve*: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1856230](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1856230)

"...to promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system..."<sup>40</sup>

בנוסף, סעיפים 115(f) ו-165(d) ל-Dodd-Frank Act מעניקים ל-Financial Stability Oversight Council ("FSOC") ול-Federal Reserve Board ("FRB") סמכויות רחבות לדרוש מבנקים ומוסדות פיננסיים אחרים גילוי תקופתי נוסף כדי לעמוד על שווי השוק שלהם, הסיכון, ההנהלה והלימות החון שלהם.<sup>41</sup>

באופן דומה, נייר עמדה של IOSCO ממליץ על נקיטת דרכים שונות להידוק הפיקוח על השווקים הפיננסיים, כאשר הגברת חובות הגילוי מהווה חלק מרכזי מתוכן. הטלת חיסיון על מידע פיננסי, לעומת זאת, אינה נמנית בין דרכי הפעולה המומלצות, אף לא במסגרת ההתמודדות עם מצבי חירום, ויעילותה נשללת במפורש.<sup>42</sup>

ברוח זו, בנייר עמדה מטעם ועדת באזל 3 לפיקוח על הבנקים<sup>43</sup> נקבע כי המשבר חשף את העדרו של משטר דיווח נאות לגבי הבנקים<sup>44</sup> וכי ישנו צורך להגביר את שקיפותם,<sup>45</sup> תוך פירוט חובות הגילוי שיש להטיל עליהם.<sup>46</sup>

### 3.2 ממצאים אמפיריים על הקשר שבין גילוי ליציבות

חרף השכיחות של חובת הגילוי ברחבי העולם, רק מעט מן המחקרים האמפיריים עוסק בהשפעת הגילוי על יציבות המערכת הפיננסית בעיתות משבר. בעשור השנים האחרון פורסמו מספר מאמרים שמצביעים על קשר חיובי בין גילוי לבין יציבות ומחזקים את הטענה שהגברת השקיפות, שיפורן הכמותי והאיכותי של חובות הגילוי, והחלתן על שחקנים שעד כה לא היו כפופים להן, הם צעדים הכרחיים להגברת יציבותו של שוק החון.<sup>47</sup> מטרתם של צעדים אלו הינה לאפשר לשווקים ולרגולטורים להעריך את רמת הסיכון של גופים פיננסיים ושל פעילויות פיננסיות ולהתמודד כהלכה עם הסיכונים המתגלים, לרבות (ובמיוחד) כאשר הגילוי חושף הפסדים כספיים.

כך לדוגמה, Park (1991) בחן אירועי פאניקה בבנקים לאורך ההיסטוריה של ארה"ב, והשווה הסדרים שונים שנעשה בהם שימוש כדי לעצור משברים כלכליים. הממצא המרכזי של מחקר

<sup>40</sup> Lynn M. David, *The Dodd-Frank Act's Specialized Corporate Disclosure: Using the Securities Laws to Address Public Policy Issues*, 6 J. BUS. & TECH. L. 327 (2011)

<sup>41</sup> ראו Robert Bartlett, *Making Banks Transparent*, 65 VAND. L. REV. 293 (2012). וועדת באזל לפיקוח בנקאי העלתה הצעה דומה לחיזוק שקיפות בנקים בינלאומיים.

<sup>42</sup> IOSCO Discussion Paper - בעמודים 11-22, 26-28, 41-43, 48

<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD347.pdf>

<sup>43</sup> ועידת באזל 3 לפיקוח על הבנקים: *A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*.

<sup>44</sup> סעיף 8 בנייר העמדה.

<sup>45</sup> סעיף 2 בנייר העמדה.

<sup>46</sup> סעיף 91 בנייר העמדה.

<sup>47</sup> Robert Bartlett, *Making Banks Transparent*, 65 VAND. L. REV. 293 (2012) ח"ש 59 בעמ' 295-297; Spatt

ח"ש 62 בעמוד 637; Anand, *Secret Liens and the Financial Crisis of 2008*, 83 76 ח"ש, Michael Simkovic, *Secret Liens and the Financial Crisis of 2008*, 83 76 ח"ש, Michael Simkovic, *Secret Liens and the Financial Crisis of 2008*, 83 76 ח"ש, Am. Bankr. L.J. 253, 289-95 (2009); James E. Kelly, *Transparency and Bank Supervision*, 73 Alb. L. Rev. 421, 422-424 (2010)

היה כי הסדרים שסיפקו מידע פיננסי על בנקים נחלו הצלחה, בעוד שהסדרים שסיפקו מידע אודות נזילות בלבד כשלו.<sup>48</sup> המחבר מסיק כי הסיבה המרכזית למרוץ אל הבנק הינה בעיית מידע:

"...bank panics are not a 'mysterious' phenomenon caused by the irrationality of the market but an information problem. It is true that banking involves a unique risk, namely, liquidity risk. Liquidity risk, however, does not by itself invite system-wide bank runs. The other necessary ingredient is a lack of bank-specific information on solvency. Banks may be able to protect themselves from bank failure contagion by maintaining solvency and effectively informing depositors of their solvency".

ההשפעות הכלכליות של גילוי מנדטורי בסקטור הבנקאי, ובאופן ספציפי השפעת הגילוי על יציבות המערכת הבנקאית, נבחנו בשנת 2006 על ידי Tadesse. המחקר התמקד ב-49 מדינות ברחבי העולם בין השנים 1990 ו-1997. לאחר ניטרול גורמים מאקרו-כלכליים העשויים להשפיע על יציבות בנקים ומבנה השוק הבנקאי, מצא המחקר שהתרחשות של משברים בנקאיים היא פחות סבירה במדינות המאופיינות בגילוי מנדטורי ושקיפות. עוד נמצא שמערכות בנקאיות פחות מועדות למשבר אם יש בהן משטר רגולטורי דיווחי המתאפיין ב: (1) גילוי מקיף; (2) דיווח פיננסי עדכני; (3) דיווח אינפורמטיבי; (4) גילוי פיננסי מהימן. בהתבסס על נתונים היסטוריים ביחס לעלויות של משברים כלכליים נמצא גם שההשפעה של גילוי מוגבר ושקיפות עשויה להגיע לחיסכון עד לגובה של 1.7% מהתלייג לכל משבר.<sup>49</sup>

(2012, 2006, 2001) Caprio, Barth and Levine, בחנו את הרגולציה הבנקאית ואת הפרקטיקות הפיקוחיות בכ-150 מדינות בעולם.<sup>50</sup> המחקר מצביע על כך שפרקטיקות רגולטוריות ופיקוחיות אשר: (1) מחייבות גילוי של מידע מדויק; (2) מעצימות את השלטון התאגידי בבנקים; (3) מעניקות תמריצים לסוכנים פרטיים להפעיל שלטון תאגידי, מעודדות בצורה הטובה ביותר את היציבות והביצועים בבנק.<sup>51</sup>

Sangkyn Park, *Bank Failure Contagion in Historical Perspective*, 28 J. MONETARY ECON. 271 <sup>48</sup> (1991)

<sup>49</sup> ראו Solomon A. Tadesse, הערת שוליים 19 לעיל.

James R. Barth, Gerard Caprio, Jr. & Ross Levine, *Bank Regulation and Supervision: What Works Best?* (2001) : [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=269488](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=269488)

Barth, J., Caprio, G., Levine, R., *Rethinking Bank Regulation: Till Angels Govern*. (2006) <sup>51</sup> Cambridge University Press, New York, NY;

James R. Barth, Gerard Caprio, Jr. & Ross Levine, *The Evolution and Impact of Bank Regulations* (2012):

[http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2012/12/11/000158349\\_20121211100310/Rendered/PDF/wps6288.pdf](http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2012/12/11/000158349_20121211100310/Rendered/PDF/wps6288.pdf)



(2007) Bertus, Jahera ו- Yost, שחתבסו על מאגר הנתונים של Barth, Caprio ו- Levine, הגיעו אף הם למסקנה שלמדינות עם יותר פיקוח בנקאי (כפי שבא לידי ביטוי בין היתר על ידי שקיפות פיננסית), יש יותר הון ופחות סיכון, וכי דרישות הון רגולטוריות אינן משפיעות על עושר המדינה (ראו טבלה 2).<sup>52</sup>

לבסוף, Erlend Nier (2004) בחן את היחס בין הסבירות של מפולת דרמטית במחיר המנייה של בנק לבין קיומו של ביטוח פיקדונות מחד ושקיפות בנקאית מאידך. מאגר המידע שלו כיסה יותר מ- 500 בנקים ב- 32 מדינות ברחבי העולם בין השנים 1994 ל- 2000. הממצאים האמפיריים מעידים **ששקיפות בנקאית מפחיתה את הסבירות למשבר בנקאי** בעוד שהשפעה של ביטוח פיקדונות תלוי בעיצוב הספציפי של משטר הפיקוח.<sup>53</sup>

על בסיס מחקרים אלה הדנים בעלויות ובתועלת הטמונות בגילוי כי **נראה קיים מתאם חיובי בין גילוי לבין יציבות פיננסית**<sup>54</sup>

---

<sup>52</sup> Mark Bertus, John S. Jahera Jr. & Keven Yost, *The Relation between Bank Regulation and Economic Performance: A Cross-Country Analysis*, 2 Banks & Bank Systems 32 (2007)

<sup>53</sup> Erlend Nier (2004), הערת שוליים 20 לעיל.

<sup>54</sup> ראו: Vishwanath, T. & Kaufmann, D. *Towards Transparency in Finance and governance*. New Approaches and Their Application to Financial Markets, 16(1) The World Bank Research Observer 41-57 (1999) (מעלים מספר שאלות פתוחות בעניין זה).

**נספח ע/11**

**"דוח יציבות פיננסית" (2015)**



**בנק ישראל**

# **דוח יציבות פיננסית**

ירושלים, טבת התשע"ו • דצמבר 2015

## תוכן העניינים

5	1. ההתפתחויות העיקריות במערכת הפיננסית המקומית
8	2. הסיכונים המרכזיים ליציבותה של המערכת הפיננסית
19	תיבה 1 : הדבקה פיננסית בין-לאומית
25	3. המערכת הבנקאית
28	4. חברות הביטוח
31	5. המגזר העסקי הלא פיננסי
33	6. מגזר משקי הבית
37	תיבה 2 : בנקאות הצל
48	לוח אינדיקטורים
49	תיבה 3 : מושגי יסוד מתחום היציבות הפיננסית

רקע שיפור בביצועי חלק מהחברות (איור 1). מדדי אג"ח החברות עלו גם הם בתקופה זו, אמנם במידה מתונה ביחס למדדי המניות. לעומת המגמה החיובית במדדי המניות של המשקים המפותחים, מדדי הסחורות, ובפרט הנפט, החלו לרדת עוד בשנת 2013 (איור 2). בסוף אפריל החלו ירידות גם של מדדי המניות בשווקים המתעוררים. זאת על רקע ירידות של מחירי הסחורות, חששות להאטת הצמיחה בסין ולהתערערות יציבותה של הבורסה שם, הבעיות המתמשכות בברזיל ועליית התשואות בארה"ב בצפייה לתחילת תהליך העלאת הריבית שם. ההתפתחויות השליליות בשוקי הסחורות ובמשקים המתעוררים לצד אי-הוודאות לגבי מועד התחלת העלאתה של הריבית בארה"ב הובילו, החל בחודש אוגוסט, לירידות חדות גם במדדי המניות של המשקים המפותחים. הירידות בשווקים הפיננסיים לוו בהתגברות התנודתיות בפועל, וכן בצפיפות לתנודתיות עתידית מוגברת, שהתבטאו בזינוק חד מאוד של סטיות התקן הגלומות במחירי האופציות על המניות (איור 3).

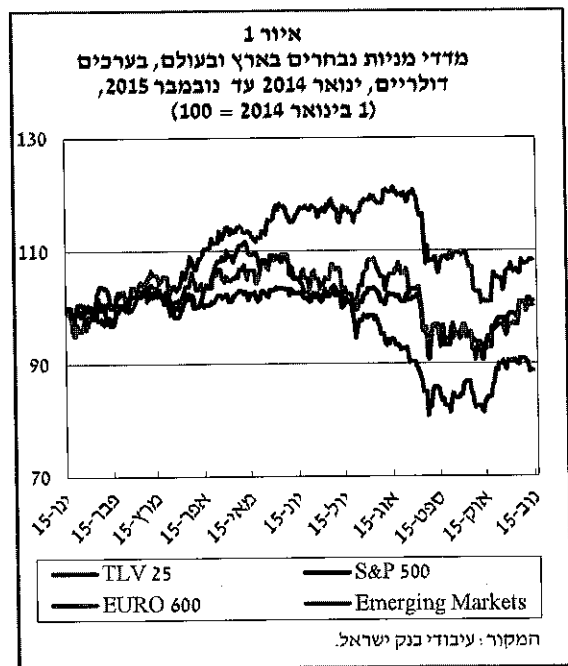
מדדי המניות בישראל הגיבו גם הם על התפתחויות אלו, וירידתו של מדד המעו"ף (במונחי דולרים) הייתה אף חדה מזו של מדדי מניות אחרים בעולם (איור 1). במקביל הביאה התנודתיות החריפה במחירי הסחורות ובשוקי ההון העולמיים לגידול חד גם של התנודתיות בשוק המקומי, כפי שהיא נמדדת על-ידי מדד ה-VIX ("מדד הפחד") הישראלי: זו עלתה בכ-50% ביחס לרמתה בסוף חודש יולי ובכ-80% ביחס לרמה של סוף שנת 2014 (איור 3). הירידות בבורסה בתל אביב החריפו במחצית השנייה של חודש ספטמבר, על רקע גל הטרור, שהחל באותה העת. באוקטובר התאוששו מדדי המניות המרכזיים בעולם ובישראל, וסטיות התקן הגלומות שבו וירדו לרמות שאפיינו אותן בסוף אוגוסט. ואולם, התאוששות מדדי המניות והירידה בסטיית התקן הגלומה בישראל הייתה מתונה ביחס לזו שנצפתה בשווקים אחרים, אולי כתוצאה מהתמשכות הבעיות הביטחוניות. מחירי הדיור המשיכו לעלות בשנת 2015, והיחס מחיר דירה לשכר דירה נמצא ברמת שיא היסטורית. השנה נמשכה עלייתם של מחירי הדיור בקצב מהיר משמעותית מעליית מדד המחירים לצרכן. עליית מחירי הדיור לוותה ברמת פעילות גבוהה בשוק הדיור, הן מבחינת מספר העסקאות והן מבחינת ביצועי המשכנתאות החדשות. (להרחבה ראו פרק משקי הבית בדוח זה). החשיפה הגבוהה של המערכת הפיננסית לשוק הדיור מהווה סיכון יציבותי, בגלל חשיפתם של הבנקים לענף הבינוי והנדל"ן ולאשראי משכנתאות.

## 1. ההתפתחויות העיקריות במערכת הפיננסית המקומית<sup>1</sup>

המערכת הפיננסית המקומית שמרה על יציבות בחודשים האחרונים, על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה בארץ ובעולם ולמרות הטלטלות בשווקים הפיננסיים. המוסדות הפיננסיים חשופים לסיכון של ירידות מחירים של הנכסים הפיננסיים ושל מחירי הדיור. זאת, בין השאר, במקרה של עלייה חדה בריבית ובתשואות – אם זו תנבע מעלייה בפרמיית הסיכון, או אם עליית התשואות תהיה מלווה בצמיחה חלשה ביחס להערכות המוקדמות. המערכת הפיננסית חשופה גם לסיכון של הדבקה פיננסית כתוצאה מהתפתחויות שליליות בשווקים העולמיים.

מתחילת השנה עד אוגוסט עלו מדדי המניות בישראל. העלייה תאמה את המגמה במשקים מפותחים אחרים ושיקפה מדיניות מוניטרית מרחיבה, אך עוצמתה הייתה רבה יותר מאשר במשקים אלו, גם במונחי דולרים, על

מדדי המניות בישראל ירדו החל בחודש אוגוסט בעקבות הירידות של מדדי המניות בעולם, אך הירידות בישראל היו חדות ביחס לארה"ב ולאירופה. זאת על רקע גל הטרור בישראל סבלה ממנו בתקופה זו.



<sup>1</sup> עדכניות הנתונים בדוח זה משתנה בין הסעיפים בהתאם לזמינות הנתונים. הניתוח מתייחס לאירועים עד לסוף דצמבר 2015.

בשנת 2015 גדל הון האשראי למגזר העסקי והון האשראי למשקי הבית. הגידול המהיר של האשראי למשקי הבית במקביל לעלייתם של מחירי הדירות מגדילים את הסיכון למשקי הבית ולמערכת הפיננסית. מתחילת השנה<sup>2</sup> נרשמה עלייה של 2.8% ביתרת האשראי למגזר הפרטי (הלא פיננסי) – תוצאה מהמשך העלייה של האשראי למשקי הבית לצד עלייה קלה של האשראי למגזר העסקי. גידול האשראי למשקי הבית מתחילת השנה נבע מעלייה הן באשראי לדיור והן באשראי שלא לדיור, שבדומה להתפתחותו בשנת 2014 צמח אף בקצב גבוה יותר מאשר האשראי לדיור. גידולו המתון של האשראי למגזר העסקי נתמך בעלייה של כ-3% באשראי מהמשקיעים המוסדיים למגזר העסקי. עלייה זו נבעה מהמשך הגידול המהיר של ההלוואות הישירות מהמוסדיים – בכ-15% מתחילת השנה; גידולן קוּוּז בחלקו על ידי ירידה בשיעור דומה של החזקות המוסדיים באג"ח לא סחירות של חברות.

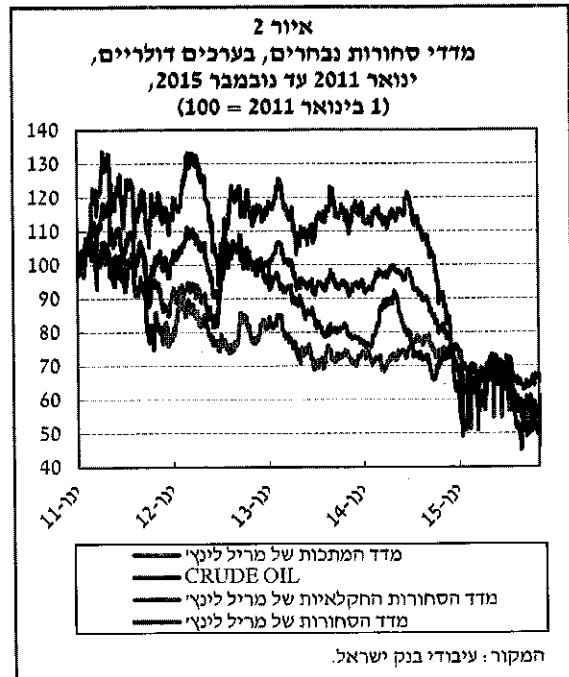
יחסי החוב לתוצר, הן של משקי הבית והן של המגזר העסקי הלא-פיננסי בישראל נמוכים יחסית ליחסים אלו במדינות אחרות<sup>3</sup>. ואולם הגידול המהיר יחסית של האשראי למשקי הבית בשנים האחרונות, ובפרט של האשראי לדיור, לצד העלייה המהירה של מחירי הדירות בשנים אלה יוצרים סיכונים, שעלולים להתממש במקרה של ירידה חדה במחירי הדירות – אם זו תלווה בהרעת המצב הכלכלי, ובפרט בפגיעה בתעסוקה ובשכר. אם תרחיש כזה יכלול גם עלייה בריביות, למשל עקב עלייה בפרמיית הסיכון של המדינה, משקי הבית יתקשו עוד יותר לפרוע את האשראי שלקחו, ובכללו את האשראי שלא לדיור.

על אף הטלטלות בשווקים הפיננסיים נשמרה יציבותן של המערכת הבנקאית וחברות הביטוח. בשלושת הרבעונים הראשונים של 2015 עלתה רווחיות המערכת הבנקאית, וכן עלה יחס ההון העצמי רובד 1 של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות. (לפירוט ראו פרק המערכת הבנקאית בדו"ח זה.) חשיפתם הגבוהה של הבנקים לאשראי לדיור, לאשראי צרכני ולאשראי לענף הבינוי והנדל"ן, והמתאמים בין סוגי אשראי אלו ממשכיכים להוות סיכון מרכזי למערכת הבנקאית. בשלושת הרבעונים הראשונים של 2015 ירדה הרווחיות של חברות הביטוח ביחס לשנה הקודמת. עם זאת, חברות

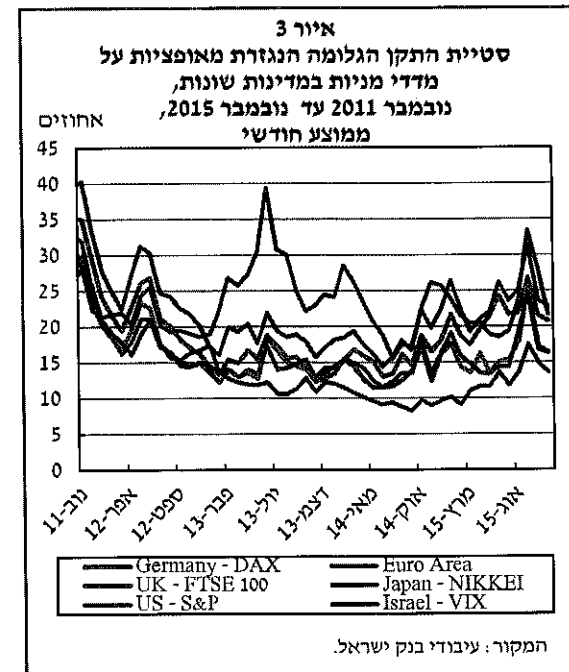
<sup>2</sup> הנתונים על האשראי במשק מעודכנים עד לספטמבר 2015.

<sup>3</sup> עם זאת, יחס החוב שלא לדיור (שהונו בדרך-כלל ללא בטוחות) של משקי הבית בישראל לתוצר אינו נמוך בהשוואה בין-לאומית.

מחירי הסחורות המשיכו לרדת בשנת 2015, המשך לירידתם בשנתיים הקודמות.



התנודתיות החריפה בשוקי ההון העולמיים במחצית השנייה של שנת 2015 לצד האירועים הביטחוניים בישראל הביאו לגידול התנודתיות הצפויה בשוקי המניות בישראל, כפי שהיא משתקפת במדד ה-VIX הישראלי.



אשראי, בכפיפות למגבלות על הסכום המונפק. תיקון זה נועד להפחית את ריכוזיות האשראי במשק. ואולם פעילותם של נותני האשראי החוץ-בנקאיים, המממנים את עצמם באמצעות הנפקת אג"ח לציבור, דומה לפעילות בנקאית. בשני המקרים מדובר במתן אשראי לציבור הממומן על ידי חוב מכספי הציבור, ובשתי הפעילויות גלומים סיכונים דומים. שלא כמו בנק, המקבל פיקדונות, פעילות נותני האשראי החוץ-בנקאיים אינה מפקחת בפיקוח יציבותי. לכן יש להכפיף את נותני האשראי החוץ-בנקאיים להגלציה יציבותית, שתותאם לרמתו של הסיכון הנגרם למערכת הפיננסית כתוצאה מפעילותם. (לדיון מפורט בנושא ראו תיבה 2 בדוח זה.)

הצעת חוק נתוני האשראי, שעברה בקריאה ראשונה ונדונה בימים אלו בפני ועדת הכלכלה של הכנסת, תאפשר לבנק ישראל להקים ולהפעיל מאגר נתוני אשראי, אשר יכלול נתוני אשראי של יחידים ועוסקים. נתוני האשראי יימסרו על ידי מקורות המידע על פי האמור בנוסח הצעת החוק. החוק יאפשר את העברת נתוני האשראי לגופים פיננסיים שונים בהתאם לעקרונות שייקבעו. המטרות של איסוף הנתונים במאגר מרכזי ושל ההסדר הכולל לשיתוף בנתוני האשראי שייאספו במאגר הן הגברת התחרות בשוק האשראי הקמעוני, הרחבת הנגישות של האשראי, צמצום האפליה במתן אשראי וצמצום פערים כלכליים. מאגר זה של מידע לא מוזהה ישמש את בנק ישראל למילוי תפקידיו, שכן המידע שייאסף יסייע בהערכת מגמות בתחומים שונים, לרבות סיכוני האשראי והיציבות הפיננסית.

איור הרדאר (איור 4)<sup>5</sup> מציג את המצב הקיים בתחומים שונים של הכלכלה, שמהם עלולים לנבוע סיכונים למערכת הפיננסית, מצב המשתקף במחירים, במאזני החברות, בנתוני המקרו ועוד. 0.5 הוא הממוצע ארוך הטווח, המסומן באיור בקו שחור מודגש. ערכים הרחוקים מ-0.5 (כלפי חוף) מצביעים על מצב פחות טוב מהממוצע ארוך הטווח, וערכים נמוכים מ-0.5 (כלפי המרכז) מצביעים על מצב טוב מהממוצע. הסיבה העיקרית לתמחור הנמוך של סיכון האשראי המקומי, המתבטא ברמה הנמוכה של אינדיקטור זה, היא המרווח האפסי בין תשואת האג"ח של ממשלת ישראל לתשואת האג"ח של ארה"ב. המצב הפיננסי בישראל והמצב בשווקים הפיננסיים בעולם כמעט לא השתנו במחצית

הביטוח, שברבעונים הקודמים רשמו הפרשות בסכומים משמעותיים בשל ירידת התשואות, הכירו ברווחים עקב עליית התשואות על האג"ח הממשלתיות, שמפחיתה את השווי המהוון של התחייבויותיהן. בשלושת הרבעונים הראשונים של 2015 נמשכה העלייה בהון העצמי המוכר של חברות הביטוח, אולם תקנות סולבנסי 2, הצפויות להיכנס לתוקף בישראל בסוף שנת 2016, צפויות להביא לגירעון בהון של שתיים מתוך חמש חברות הביטוח הגדולות. אמנם בסופו של דבר תקנות סולבנסי 2 צפויות לחזק את יציבותן של חברות הביטוח, אך בטווחים הקצר והבינוני הן יאלצו את החברות לחזק את מבנה הון.

במהלך שנת 2015 ננקטו מספר צעדים לשיפור התחרות בשוק האשראי במטרה להגדיל את זמינות האשראי במשק, וזאת תוך הבטחת יציבותם של הגופים הפיננסיים המספקים אשראי לציבור והגנה על ציבור הלווים. שר האוצר ונגידת בנק ישראל מינו בחודש יוני את 'ועדת שטרומ' לשם הגברת התחרות בשירותים הבנקאיים והפיננסיים הנפוצים בישראל והעמקת ההוגנות במערכת הפיננסית, תוך הבטחת רגולציה הולמת ושמירה על כספי המפקידים והחוסכים ועל יציבות המערכת הפיננסית.

הצוות להסדרת הפעילות הפיננסית החוץ-מוסדית (יצוות בריסי), שהוקם במטרה ליישם את המלצות הוועדה לבחינת הרגולציה על נותני שירותי מטבע (ועדת ליכטי), פרסם תזכיר הצעת חוק להסדרת פעילותם של גופים פיננסיים חוץ-מוסדיים. הצוות המליץ למנות רגולטור שירכז תחתיו את הטיפול בנותני שירותי מטבע ובנותני שירותי אשראי חוץ-מוסדיים. לצד האחריות לקידום עניינם של הצרכנים ולעידוד התחרות והחדשנות בתחומים אלה יפעל הרגולטור החדש גם כדי למנוע פגיעה ביכולתו של נותן השירותים לקיים את התחייבויותיו. הדבר חיוני בשל הסיכונים למערכת הפיננסית שעלולים לנבוע מגופים פיננסיים חוץ-מוסדיים, שהפיקוח עליהם חדוק פחות מאשר על הבנקים. ברוח זו בעולם, מזהיר דוח הסיכונים הפיננסיים שפרסמה קרן המטבע הבינ"ל באפריל<sup>4</sup> מניידה של סיכונים מהבנקים לבנקאות הצל. תיבה 2 של הדוח הנוכחי עוסקת במתווכים הפיננסיים החוץ-מוסדיים וביציבותם.

חוק ההסדרים לשנים 2015–2016, אשר אושר בכנסת, כולל הוספת סעיף לחוק הבנקאות, שיאפשר לתאגידים לא בנקאיים גם להנפיק לציבור תעודות התחייבות וגם לתת

<sup>5</sup> ח' זלקינדר ח' (2012), "מדידה של לחץ וסיכונים למערכת הפיננסית באמצעות דיאגרמת רדאר", בנק ישראל, סדרת מאמרים לדיון.

<sup>4</sup> Global Financial Stability Report, April 2015

לוקים, להערכת הקרן, בחוסר איוון כלכלי, בירידה של קצבי הצמיחה וברמת מינוף גבוהה מדי של המגזר העסקי (הן במטבע מקומי והן במט"ח), ועל כן הסיכונים ליציבות הפיננסית של משקים אלו נותרו גבוהים. גם הסיכון הנובע משוקי החוץ העולמיים, בגלל הנזילות הנמוכה, רמות המינוף הגבוהות והמתאם הגבוה בין השווקים הפיננסיים השונים, עלה, ולכן נראה שתיקון החולשות האמורות מחייב תיאום הדוק בין קובעי המדיניות בעולם.

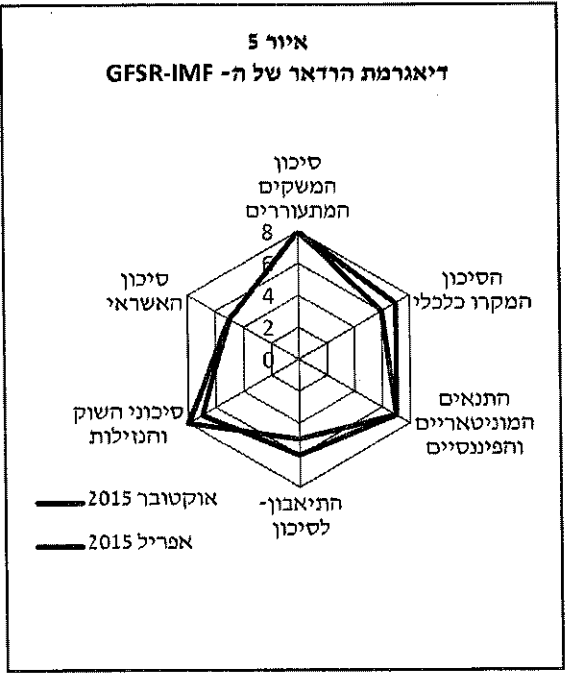
הקרן הדגישה גם את האתגר המשמעותי העומד בפני סין, שרוצה (וצריכה) לשנות את מבנה הצמיחה שלה, בלויית מאמץ למנוע האטה חריפה תוך כדי כך. הקושי בניהול התהליך המורכב מתגבר בגלל רמת המינוף הגבוהה של החברות שם מחד גיסא והרצון להפוך את שוקי החוץ שלה לפתוחים יותר מאידך. האטה חריפה בסין צפויה לפגוע בשלב הראשון בעיקר ביצואניות הסחורות, שמצבן של חלק מהן מאתגר, אך בשלב השני עלולים להיפגע השווקים הריאליים והפיננסיים בעולם כולו.

איור הרדאר המצורף לדוח מסכם את ההתפתחויות, מבחינת הסיכונים, כדלקמן:

תפיסת סיכון האשראי המקומי עדיין נמוכה.



פחת הרצון לטול סיכונים, בשל עלייה בסיכונים השוק והנזילות מחד גיסא וירידה בסיכון המקרו- כלכלי מאידך.



השנה האחרונה, והם עדיין גרועים במקצת מהממוצע ארוך הטווח שלהם. מצב המקרו העולמי השתפר, וזאת הודות להמשך ירידה באבטלה במדינות ה-G7 ועלייה בצמיחה, ואילו מצב המקרו המקומי גרוע במקצת מהממוצע, רמה העולה בקנה אחד עם קצב הצמיחה הנמוך מהממוצע בישראל. מצבם של המוסדות הפיננסיים המקומיים השתפר במהלך המחצית הראשונה של 2015, בזכות המשך צבירה של הון ליבה וירידה של שיעור האשראי המוגדר כבעייתי.

**2. הסיכונים המרכזיים ליציבותה של המערכת הפיננסית**

**א. הסביבה העולמית**

בדוח הסיכונים הפיננסיים שהתפרסם לאחרונה<sup>6</sup> הדגישה קרן המטבע הבין-לאומית יותר מאשר בדוח הקודם את השוני בין מצבם של המשקים המפותחים, שמצבם הכלכלי והפיננסי הוסיף בדרך כלל להשתפר בקצב איטי, לבין המשקים המתעוררים, שמצבם הכלכלי הורע, ונחשפו בהם חולשות וסיכונים נוספים. משקים מתעוררים חשובים

<sup>6</sup> Global Financial Stability Report, October 2015.



**הסיכונים המרכזיים הנשקפים למשק הישראלי**

**מהעולם הם<sup>7,8</sup>:**

- **הסיכון מצד כלכלת סין למשק העולמי וליציבותו הוסיף לעלות בתקופה הנסקרת.** הסיכונים העיקריים מצד כלכלת סין אינם נובעים להערכתנו מהכלכלה הריאלית, אלא דווקא משוקי ההון של סין, שם הסיכון כבר החל להתממש: בשערי המניות נרשמו ירידות חדות (לאחר עליות חדות עוד יותר בשנה הקודמת). השלטונות הגיבו לירידות בשורה ארוכה של צעדים, שאמנם הרגיעו את השווקים זמנית, אך הסיגו לאחור את תהליך הליברליזציה של שוקי ההון שם, ועוררו חששות להתפשטות הלחצים הפיננסיים גם לחוב החברות, המהווה סיכון גדול בשל היקפו ואיכותו. שיעור המינוף הגבוה במיוחד של החברות בסין ושיעור הרווחיות הנמוך של חלקן הם גורם סיכון מרכזי זה מכבר, והמהומה בשווקים הפיננסיים יחד עם ההאטה הניכרת בקצבי הצמיחה של סין עלולים להיות הניצוץ שיצית בהלה גם בשוק החוב. הידוק תנאי האשראי והתרחבות המרווחים תקשה, קרוב לוודאי, על חברות רבות שם לשרת את חובותיהן. שיעור החובות הרעים של הבנקים בסין אמנם עלה מעט בחודשים האחרונים, אולם ההערכה הרווחת היא ששיעור החברות הנמצאות בקשיים גבוה הרבה יותר.
- **עם זאת, דווקא החולשה הכלכלית בסין, שהדאיגה משקיעים בכל רחבי העולם והייתה בין הגורמים שהניעו את ה-FED לדחות את העלאת הריבית שלו, לא נראית עד כה כחורגת מהתוואי שהיה צפוי בעקבות השינוי המבני במשק של סין, והסיכויים לנחיתה קשה נותרו להערכתנו מתונים.** בפרק העוסק בסיכונים המקומיים העיקריים נתייחס בפירוט לערוצי ההשפעה הפוטנציאלית של סיכון זה על ישראל.
- **הסיכון הנובע מהמשקים המתעוררים ליציבות הגלובלית עלה בתקופה הנסקרת.** נפגעו בעיקר יצואניות הסחורות והאנרגיה, שסבלו מהמשך ירידה

• האיור מחולק לשני חלקים: החלק העליון מציג את הסיכונים, והתחתון – את התנאים הכלכליים (המשפיעים על הסיכונים). ככל שהנקודה מרוחקת יותר מהמרכז היא מציינת סיכון גבוה יותר (בחלק העליון), ותיאבון-לסיכון רב יותר ותנאים מוניטריים מקלים יותר (בחלק התחתון).

• להשוואה: בדוח של אפריל 2009 (בשיא המשבר) כל קדקודי הסיכון היו בקו המרוחק ביותר מהמרכז או בזה שתחתיו, ואילו התיאבון-לסיכון היה במרכז (כלומר אפסי).

**הסיכון המקרו-כלכלי פחת, בעיקר הודות לירידת הסיכון למיתון ולדפלציה באירופה.**

**סיכון המשקים המתעוררים נותר ברמה הגבוהה שאליה הוא עלה בתקופה הקודמת, וזאת משתי סיבות עיקריות:**

- המשך יציאת הון מהמשקים המתעוררים, תוצאת ירידה בתיאבון-לסיכון של המשקיעים בעולם, פוגע ביכולתן של החברות שם (הלוקות במינוף גבוה) למחזר את חובותיהן.
- השינוי המבני בסין וההאטה הכלכלית שם מהווים סיכון לעולם כולו, אך בעיקר למדינות מתעוררות שהן יצואניות סחורות ואנרגיה, ומצבן אכן החמיר בתקופה הנסקרת.

**סיכונים השוק והנזילות המשיכו לעלות.** זאת כתוצאה מחולשות שהצטברו בשוקי ההון במהלך תקופה ממושכת של מדיניות מוניטרית מרחיבה מאוד וירידה בנזילות, שנגרמה (בין השאר) בשל רגולציות פיננסיות.

**הירידה בתיאבון-לסיכון.** התגברות התנודתיות במגוון רחב של קבוצות נכסים, המתאם הגבוה בהתפתחותן של קבוצות נכסים שונות, החולשה בשוקי ההון של סין וחוסר הבהירות לגבי המדיניות המוניטרית בארה"ב – כל אלה הביאו לנטילת סיכון מופחתת, הפוגעת בעיקר במשקים המתעוררים, ואלה הנחשבים מסוכנים יותר סבלו בעטיה מיציאת הון. הסיכונים עלולים להתפרץ בעוצמה רבה עם חרפת לחצי הנזילות.

**סיכון האשראי נותר, להערכת הקרן, ללא שינוי ברמה נמוכה יחסית.** זאת בעיקר עקב התמשכות המדיניות המוניטרית המרחיבה מאוד בעולם, בעיקר באירופה וביפן. עם זאת מצטברים סיכונים אשראי בעיקר בסין ובמשקים מתעוררים אחרים, ומצבם של הבנקים בחלק מהם הורע. סיכונים אלו עלולים להתפרץ עם הידוק התנאים המוניטריים והתרחבות המרווחים.

<sup>7</sup> לגבי כל הסיכונים שנתאר, החשפעה הצפויה על ישראל תיגרם בעיקר דרך ערוץ השווקים הפיננסיים והירידה ברצון ליטול סיכונים פיננסיים. התשיפות הישירות של המשק הישראלי והמוסדות הפיננסיים הישראליים למוקדי הסיכון נמוכה מאוד.

<sup>8</sup> הסיכונים מסודרים לפי מידת חומרתם להערכתנו. שני הראשונים הם המרכזיים.

לשווקים הפיננסיים והן לכלכלה הריאלית. תזמון לא מיטבי של התחליך עלול לפגוע במשק הישראלי הן באמצעות שוקי ההון והן בדרך של ירידה בצמיחה ובביקושים בשוקי היעד של היצוא הישראלי. הנויות הנמוכה בשווקים והרגולציה שהביאה לירידה בכוחם של עושי השוק עלולים אף להעצים את המשבר.

- **הסיכון הגיאופוליטי** גדל בתקופה הנסקרת. זאת בגלל מעורבותן הישירה של רוסיה ואיראן במשבר בסוריה, התפשטות גל הטרור האסלאמי גם לטורקיה, בעיית ההגירה המסיבית של פליטים (בעיקר מסוריה) ליבשת אירופה ובעיקר גל האלימות שהחל בספטמבר 2015. לעומת זאת האיום אסטרטגי על ישראל מוסיף להיות נמוך יחסית, ומדדי ה-CDS של ישראל עלו אך מעט ונותרו נמוכים מהרמה ששררה בשנים האחרונות. גם התשואות נותרו נמוכות, והשקל אפילו מתחזק, דבר המעיד על החשיבות המוגבלת שמשקיעים בעולם מייחסים לאירועים הביטחוניים בישראל.

- **הסיכון המידי מצד אירופה לציבות הפיננסית העולמית ירד משמעותית, אך זאת בעיקר משום שאירועים אחרים ממקדים אליהם את מרב תשומת הלב.** קצב הצמיחה החזוי באירופה מוסיף לעלות, סיכוני הדפלציה פחתו, ותנאי האשראי אפילו השתפרו קמעא. בעיקר חשבות הסכמתה של מפלגת השלטון ביוון לכל התנאים של הטרויקה וזכייתה בבחירות הבוק שנוערכו מיד לאחר מכן. אלה הביאו, ככל הנראה, להיחלשותן של המפלגות האירו-סקפטיות ביוון ומקטינות את הסיכון להתחזקות של מפלגות דומות באירופה. בעיה חדשה שעלתה בתקופה הנסקרת היא בעיית ההגירה המסיבית של פליטים מסוריה ליבשת אירופה. הגירה זו מביאה לחוסר יציבות חברתי במדינות החלשות של אירופה ועלולה לפגוע באווירת הקונצנזוס בנוש. אמנם בטווח הארוך עשויים הפליטים דווקא לתרום לכלכלת היבשת (ובעיקר לגרמניה, שקלטה את רובם), אך בטווח הקצר מדובר בסיכון לכלכלת אירופה; זאת על רקע רמות החוב באירופה, שנותרו גבוהות, הצמיחה והביקושים המקומיים החלשים והלא מאוזנים, רמות המינוף הגבוהות של המגזר העסקי, הביקושים הגלובליים החלשים ובעיקר רמת הפרגמנטציה הכלכלית והקטוב הפוליטי בתוך אירופה. בסיכום הדברים נראה שהסיכון המידי מצד אירופה פחת, לפחות כל עוד תימשך המדיניות המוניטרית המרחיבה מאוד, ומוקדי סיכון

חדה של הביקושים ליצוא שלהן, וכן מירידה במחירי היצוא שלהן. הירידה החדה של הרצון ליטול סיכונים, שהגיעה לשיאה במהלך חודש אוגוסט, הביאה ליציאת הון ממשקים מתעוררים, ובחלק מהמדינות נעשה שימוש נרחב ביתרות מט"ח כדי למנוע את המשך ההיחלשות של המטבע. החולשה בסין השפיעה גם על מדינות המאופיינות ביצוא טכנולוגי שמייצאות חלק גדול מתוצרתן לסיין, כדוגמת קוריאה וסינגפור, אולם בטווח הבינוני מדינות אלה וכמותן ישראל, עשויות לצאת דווקא נשכרות מהצלחת השינוי המבני בסין, שיגדיל את כוח הצריכה של אזרחי סין. (זאת לעומת יצואניות הסחורות, שהפגיעה הכלכלית בהן עלולה להמשך בטווח הבינוני.) גם מנגנון התמסורת מזעזועים בסין לכלכלה העולמית ולשווקים הגלובליים צפוי לעבור ככל הנראה בעיקר דרך המדינות המתעוררות, הפגיעות, שחשיפת הבנקים והמשקיעים בעולם אליהן גבוהה משמעותית מחשיפתם לסיין. החולשות המבניות ברבים מהמשקים המתעוררים החשובים, הסובלים מגירעונות גדולים בחשבון השוטף שלהם ומחובות גדולים במט"ח (שאף עלו מאז המשבר הכלכלי העולמי), לצד חולשות נוספות, הופכות את המשקים האלה לפגיעים במיוחד להמשך ההתדרדרות של הכלכלה העולמית ו/או להמשך הירידה ברצון ליטול סיכון. בחלק המתייחס לסיכונים המקומיים העיקריים נתייחס בפירוט לערוצי ההשפעה הפוטנציאלית של משבר במדינות התלויות ביצוא סחורות, או של משבר במדינות שיש להן חובות גדולים במט"ח, על ישראל.

- **חוסר הבהירות באשר למועד ולקצב של העלאת הריבית בארה"ב עלה בתקופה הנסקרת.** היחלשות הסביבה המקרו-כלכלית העולמית בעיקר (אך לא רק) במשקים המתעוררים והיחלשות מסוימת של המומנטום גם בארה"ב, הניעו את ה-Fed לדחות את מועד העלאת הריבית הראשונה; הדבר הפחית את ביטחונם של המשקיעים בהמשך תמיכת המדיניות המוניטרית בכלכלה ובשווקים בעולם ותרם גם לעליית התנודתיות בשווקים. חוסר הבהירות פחת מעט לאחר העלאת ריבית ה-FED, בדצמבר.

- חשוב להדגיש שהצמיחה החלשה בעולם ממשכה להישען גם עתה בעיקר על המדיניות המוניטרית המרחיבה מאוד, ועל כן תהליך היציאה מהמדיניות המוניטרית הזאת מוסיף להיות מורכב ומסוכן הן

מגמת הירידה החדה של התשואות בעולם ובישראל  
נבלמה בחודש מאי.



בזכות שיפור בפעילות בחלק מהמדינות המפותחות וציפייה לעליית הריבית בארה"ב, ובעקבותיה במדינות מפותחות אחרות, מרמתה האפסית הנוכחית. עליית התשואות בעולם ובישראל בתקופה הנסקרת בדוח זה מקטינה את הסיכון להמשך הירידה של סביבת הריביות והתשואות, אף כי סיכון זה עודנו משמעותי. מהדוחות הכספיים של חמש חברות הביטוח הגדולות לרביע השני של 2015 עולה שכלימת מגמת הירידה בתשואות הארוכות אפשרה להן להפסיק להפריש כספים עקב עלייה בשווי ההתחייבויות הפנסיוניות, דבר שפגע ברווחיותן ברביעים הקודמים. (להרחבה ראו פרק הביטוח בדוח זה.) לצד העלייה המתונה של התשואות, תרמה אי-הוודאות לגבי מסלול הריבית בארה"ב לעליית התנודתיות בשווקים הפיננסיים.

לנוכח הריבית הנמוכה בישראל ובעולם בשנים האחרונות והירידה המתמשכת של התשואות על האג"ח הממשלתיות חיפשו המשקיעים במשק חלופות השקעה שיניבו תשואה גבוהה יותר, גם במחיר של סיכון גבוה יותר. כתוצאה מכך, והודות למצבו הטוב יחסית של המשק הישראלי,

אחרים בעולם ימשכו את תשומת הלב של המשקיעים. ואולם הבעיות הבסיסיות לא נפתרו; הן עלולות לצוץ שוב ולהוות סיכון לעולם, ולישראל בתוכו.

• **סיכון הריבית הנמוכה.** סיכון זה, שהצפנו בדוח הקודם, נותר בעינו ומתגבר ככל שמתארכת התקופה שבה הריביות נותרות ברמות אפסיות. התשואות בעולם הן עדיין ברמות שפל היסטוריות כמעט בכל המשקים. אפילו בארה"ב שבו התשואות וירדו לאחר דחיית המועד החוזי להעלאת הריבית הראשונה על ידי ה-Fed וגם לאחר ההעלאה הן מוסיפות להיות נמוכות במיוחד. רמות תשואות אלו מביאות לתמחור סיכונים לקוי מצד משקיעים, דבר המגדיל את הסיכון בשווקים הפיננסיים ופוגע בתשואה הצפויה על החיסכון ארוך הטווח בעולם ובישראל. התוצאה עלולה להיות השקעה של החיסכון הפנסיוני באפיקים מסוכנים, שאינם תואמים את אופיו, או ירידה בצריכה המצרפית בגלל ירידה של ביטחון החוסכים בעתידם לאחר הפרישה.

## ב. סיכונים עיקריים מקומיים

### 1. הסיכונים הנובעים מריבית נמוכה

המערכת הפיננסית חשופה לסיכון הנובע מריבית נמוכה לאורך זמן. בדומה למשקים מפותחים אחרים, גם בישראל הביאו הריבית הנמוכה והשתטחות עקום התשואות לעלייה חדה של מחירי הנכסים, שיצרה סיכונים. סיכונים אלה עלולים להתממש אם תימשך הירידה ברמת התשואות, משום שבחלק מהמוסדות הפיננסיים, כגון חברות הביטוח, עליית השווי המהוון של ההתחייבויות עלולה לפגוע ברווחיות ובהון העצמי. הסיכונים עלולים להתממש גם אם הריבית תעלה; אומנם עלייה של התשואות בעולם ובישראל צפויה לבוא על רקע צמיחה בריאה, אולם, אם זו תהיה חלשה מההערכות המוקדמות, או אם התשואות יעלו כתוצאה מעלייה בפרמיית הסיכון, מחירי הנכסים עלולים לרדת, התפתחות שתפגע במשקיעים, ובכללם הגופים הפיננסיים. התשואות הגיעו באפריל לרמת שפל, שחשפה את הגופים החשופים לסיכון של סביבת ריבית נמוכה, והניעה חלק מהם, למשל את חברות הביטוח, להכיר בהפסדים<sup>9</sup>. בחודש מאי החלו התשואות בעולם ובישראל לעלות (איור 6). זאת

<sup>9</sup> ראו דוח היציבות הפיננסית, יוני 2015.

החשיפה של המערכת הפיננסית לשוק הדיור מהווה סיכון משמעותי. זאת בגלל המשך העלייה בחשיפה של הבנקים לענף הבינוי והנדל"ן ולמשכנתאות בהיקפים ניכרים.



שמשך אליו משקיעים מהעולם<sup>10</sup>, עלו במהירות בשנים האחרונות מחיריהם של הנכסים הפיננסיים, וכן מחירי הדירות<sup>11</sup> בישראל. עם זאת, עלייתם של מחירי הנכסים הפיננסיים בישראל לא לוותה בגידול של מינוף החברות; בעוד שהתפתחות בועתית במחירי הנכסים מלווה בדרך כלל בגידול של האשראי, עלייתם של מחירי הנכסים הפיננסיים בישראל בשנים האחרונות, ובפרט העלייה של מחירי אג"ח החברות, שמשמעותה ירידה בעלויות המימון של החברות, לא לוותה בגידול האשראי למגזר העסקי. מצב זה מפחית את החשש ליציבות החברות במקרה של עלייה מהירה בתשואות. עלייתם של מחירי הדירות אמנם לוותה בגידול מהיר יחסית של האשראי לדיור, אך מגבלות מחמירות שהטיל המפקח על הבנקים לגבי רמת המינוף במשכנתאות, יחס החזר להכנסה של הלווים ושיעור המשכנתה בריבית משתנה הובילו לירידה של שיעור המשכנתאות החדשות בסיכון גבוה. (ראו איור בפרק משקי הבית בדוח זה.) עלייה מהירה של התשואות עלולה להביא לירידה של מחירי הנכסים. כתוצאה מירידה של מחירי הנכסים, ועל אף המינוף הנמוך של משקי הבית והמגזר העסקי בישראל והמגבלות על המשכנתאות, עלולים להיגרם הפסדים למשקיעים הפרטיים, למשקיעים המוסדיים ואף לבנקים.

**1.1. מחירי הדירות**

החשיפה של המערכת הפיננסית לשוק הדיור עדיין מהווה סיכון משמעותי. זאת מפני שהבנקים ממשיכים להיות חשופים לענף הבינוי והנדל"ן, וכן למשכנתאות בהיקפים ניכרים (איור 7). הסיכון שבחשיפה לענף הבינוי והנדל"ן ולמשכנתאות, וגם לאשראי הצרכני שלא לדיור, מתעצם בגלל המתאם הגבוה בין אשראים אלו. זעזוע שיוביל לעליית הריבית או לפגיעה בהכנסות הלווים עלול לפגוע בבנקים החשופים ללווים אלו. אם תרחיש כזה יוביל גם לירידה חדה של מחירי הדירות, השפעתו על יציבות הבנקים תתעצם, בשל הפגיעה בביטחונות שבידיהם.

בדיקת שווי ההשקעה של הציבור בישראל בנדל"ן בהשוואה לשווי השקעתו בנכסים פיננסיים<sup>12</sup> מראה שגידול שוויה של השקעת הציבור בנדל"ן בשנים האחרונות היה פרופורציונלי לגידול נכסיו הפיננסיים בשנים אלה. נכסי נדל"ן הם כמחצית מסך הנכסים של הציבור בישראל (נכסים פיננסיים ודירות), בדומה לחלקם באירופה וגבוה מאשר בארה"ב<sup>13</sup>. (להרחבה ראו דוח היציבות הפיננסית מיוני 2015.) עם זאת, בניגוד להשקעה בנכסים פיננסיים, שבדרך כלל נעשית ללא מינוף, השקעה בדירות מלווה בדרך כלל בנטילת משכנתה ברמת מינוף לא מבוטלת, ולכן העלייה של מחירי הדיור לוותה בעליית האשראי לדיור.

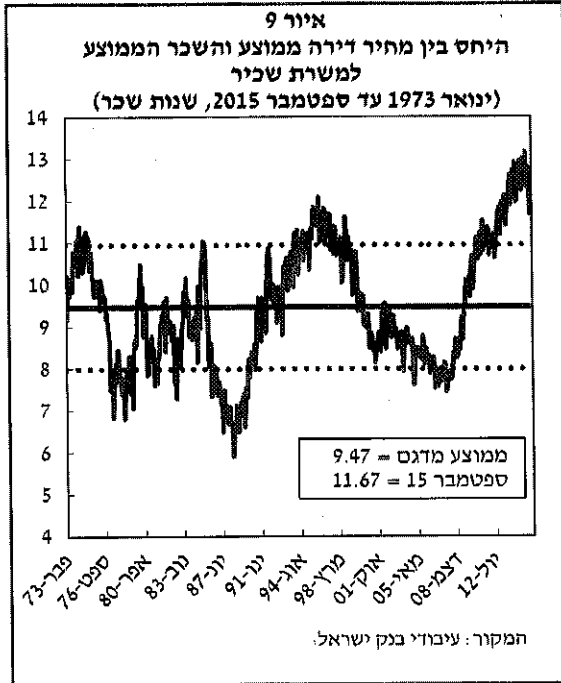
<sup>12</sup> תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור כולל את השקעותיו בנכסים פיננסיים, הן באופן ישיר והן באופן עקיף, דרך הגופים המוסדיים ו/או בדרך של בעלות על חברות עסקיות שונות.

<sup>13</sup> ראו Piketty, T. and A. Goldhammer, (2014), Capital in the Twenty-First Century, Belknap Press. פרקים 3 ו-4.

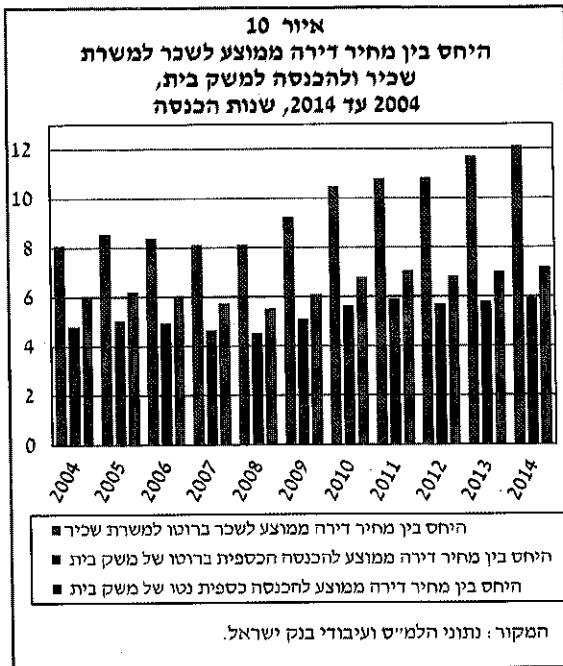
<sup>10</sup> בעשור האחרון השקיעו תושבי חוץ בישראל כמעט 3 מיליארדי דולרים בממוצע בכל רבעון.

<sup>11</sup> הדירות משמשות הן כנכס למטרת מגורים והן כנכס למטרת השקעה. לדיון בנושא ראו פרק ד' בדוח בנק ישראל לשנת 2013.

היחס בין מחיר דירה ממוצעת לשכר הממוצע למשרת שכיר נמצא גם הוא ברמת שיא.



עליית היחס מחיר דירה ממוצעת להכנסה למשק בית בשנים האחרונות הייתה מתונה מעלייתו של היחס מחיר דירה ממוצעת לשכר הממוצע למשרת שכיר. זאת על רקע עלייתו של שיעור התעסוקה, שעיקרה עלייה של שיעור ההשתתפות בכוח העבודה.



בעקבות המשך העלייה המהירה של מחירי הדירות מחד גיסא והתייצבות קצב עלייתו של שכר הדירה השנתי בכ-2% מאידך, היחס מחיר דירה לשכר דירה הגיע באמצע שנת 2015 לרמת שיא.



מחירי הדירות בישראל עלו בכ-100% מסוף שנת 2007. כדי לבחון את התמחור בשוק הדיור מקובל לבחון את המחירים ביחס לגורמי היסוד, ובפרט ביחס לשכר הדירה, המשקף את התקבולים הפוטנציאליים מהשקעה בדירה, וביחס לשכר או להכנסה, המשקפים את כוח הקנייה של הפרטים במשק. בעקבות המשך העלייה המהירה של מחירי הדירות מחד גיסא והתייצבות קצב עלייתו של שכר הדירה השנתי בכ-2% מאידך, האמיר היחס מחיר דירה לשכר דירה באמצע שנת 2015 לרמת שיא (איור 8). היחס בין מחיר דירה ממוצעת לשכר הממוצע למשרת שכיר נמצא גם הוא ברמת שיא (איור 9). ואולם בהשוואה להכנסה הממוצעת למשק בית העלייה של מחירי הדירות בשנים האחרונות נראית מתונה יותר, וזאת על רקע העלייה בשיעור התעסוקה, שעיקרה עלייה של שיעור ההשתתפות בכוח העבודה (איור 10).

העלייה של מחירי הדירות בשנים האחרונות עולה בקנה אחד עם הירידה בתשואות ארוכות הטווח (איור 11), שכן התשואה מבעלות על נכס נדל"ן צריכה להידמות לתשואה

**1.2. מחירי הנכסים הפיננסיים**

החשיפה של המערכת הפיננסית לנכסים פיננסיים, ובפרט לאג"ח חברות, היא בחזקת סיכון נוסף. באוקטובר 2015 היוו אג"ח החברות בישראל כ-12% מתיק הנכסים של המשקיעים המוסדיים, שניות רק לאג"ח הממשלתיות ולהשקעות בחו"ל, והמניות היוו כ-8% מתיק הנכסים של משקיעים אלו. הסיכון שבחשיפה של המשקיעים המוסדיים לנכסים פיננסיים מתעצם בשל המתאם הגבוה בין השקעותיהם<sup>16</sup>. בדוח על המשק הישראלי שהתפרסם לאחרונה ציינו כלכלני קרן המטבע הבין-לאומית כי הגופים הפיננסיים הלא-בנקאיים בישראל חשופים לתיקון (כלפי מטה) בשוק אג"ח החברות<sup>17</sup>.

בשנים שלאחר המשבר הפיננסי הגלובלי, שלווה בירידות ניכרות של מחירי אג"ח החברות בישראל, צמצמו הגופים המוסדיים משמעותית את שיעור החזקותיהם באג"ח חברות, וכך הקטינו את חשיפתם לאפיק סיכון זה. ואולם את מקומם של הגופים המוסדיים תפסו משקי הבית, בעיקר דרך החזקותיהם בקרנות נאמנות המשקיעות באג"ח חברות<sup>18</sup>. ההחזקה הגבוהה יחסית באג"ח חברות<sup>19</sup>, שאליה הגיעו קרנות הנאמנות, עלולה להפוך אפיק זה לתנודתי מאוד, משום שבתרחיש של ירידת התיאבון לסיכון המשקיעים בקרנות הנאמנות עלולים למשוך את כספם במהירות, דבר שיאלץ את הקרנות למכור, תחת לחץ, את החזקותיהן באג"ח החברות, ובכך להעצים את הירידות בשוק זה<sup>20</sup> (איוור 12). הואיל וקרנות הנאמנות הן אפיק השקעה לטווח קצר-בינוני, ומאחר שבניגוד למרבית הכספים המנוהלים בידי הגופים המוסדיים, משיכת הכסף מקרנות הנאמנות אינה מלווה בהפסד של הטבת מס, אפיק זה נוטה להיות תנודתי

<sup>16</sup> בחינה של המתאם בהשקעות מוסדיים מופיעה בפרק ד' של דוח בנק ישראל לשנת 2012.

<sup>17</sup> IMF Country Report No. 15/261, September 2015

<sup>18</sup> קרנות נאמנות המתמחות באג"ח חברות וכן קרנות נאמנות המתמחות באג"ח ממשלתיות, אך מחזיקות גם באג"ח חברות.

<sup>19</sup> כ-27% מהכספים בקרנות הנאמנות, נכון לספטמבר 2015, הושקעו באג"ח חברות. כ-20% משווי השוק של אג"ח החברות בישראל (כ-23% משווי השוק של אג"ח החברות הסחירות) נמצאים בידי קרנות נאמנות.

<sup>20</sup> כלכלני קרן המטבע הבין-לאומית ציינו לאחרונה סיכון זה בהקשר של שוק אג"ח החברות בארה"ב, שם שליש משוק אג"ח החברות מוחזק בידי משקיעים קמעונאים (retail), בעיקר קרנות נאמנות (ראו: Global Financial Stability Report, October 2015).

העלייה של מחירי הדירות בשנים האחרונות מתיישבת עם ירידת התשואות ארוכות הטווח.



מבעלות על נכס פיננסי אחר, בהתאם להבדלים בסיכון, כי מדובר באפיקי השקעה אלטרנטיביים<sup>14</sup>. ואכן, מבחן סטטיסטי להתרחבות בקצב גובר של היחס מחיר דירה לשכר דירה<sup>15</sup> מראה שעלייתו של יחס זה מהירה מאוד, אך מתיישבת עם הירידה החדה של רמת התשואות במשק. לאחר שנים של מיעוט בנייה חדשה, עלו התחלות הבנייה בשנת 2010 לכ-40,000 דירות בשנה. החל באמצע 2013 קצב התחלות הבנייה גבוה מ-45,000 דירות בשנה. מגמת הגידול של היצע הדירות, אם תימשך, עשויה לתמוך בירידה של מחירי הדירות. מבחינת התמחור חשוב לזכור שעלייה של היצע הדירות עשויה להביא גם לירידה של מחירי השכירות, ולפיכך בתרחיש כזה היחס מחיר דירה לשכר דירה לא יחזור לממוצע ארוך הטווח שלו – אלא אם כן מחירי הדירות יירדו במידה ניכרת.

אשר להיבט המימוני – קצב נטילת המשכנתאות הגיע בשנת 2015 לרמות שיא. עם זאת, מדדי הסיכון של המשכנתאות החדשות נותרו יציבים ברמות נמוכות יחסית לעבר. (להרחבה ראו פרק משקי הבית בדוח זה).

<sup>14</sup> להרחבה ראו: Rubinstein (1999)

<sup>15</sup> ראו: כספי (2015) להרחבה על המתודולוגיה של המוד.

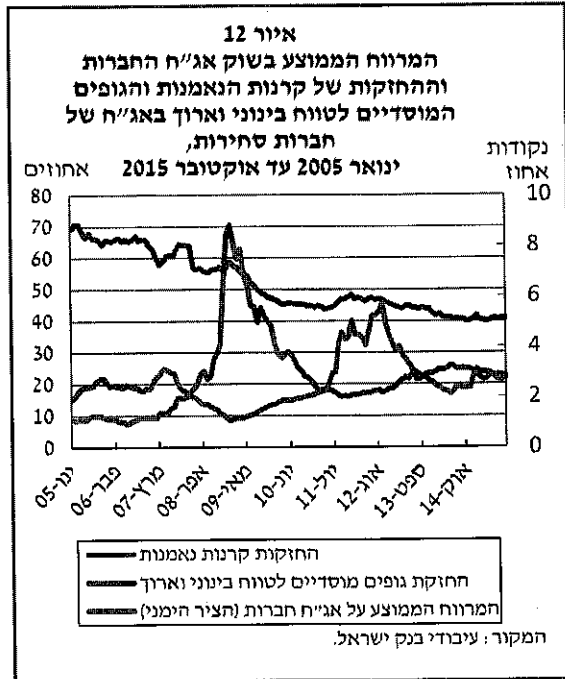
לפגוע גם ביכולתן לשרת את ההלוואות שקיבלו מהבנקים ומהמשקיעים המוסדיים.

היחסים הפיננסיים המצרפיים של מדדי המניות השונים נמצאים כיום סביב הממוצע ארוך הטווח שלהם. לעומת זאת, המרווחים של אג"ח החברות ביחס לאג"ח ממשלתיות דומות הם ברמה נמוכה היסטורית (איור 13). החשש כי המרווחים בשוק אג"ח החברות אינם משקפים נכונה את הסיכונים נדון בהרחבה בדוח היציבות הפיננסית הקודם<sup>22</sup>, וקיבל ביטוי גם בדוח האחרון של קרן המטבע הבין-לאומית על ישראל<sup>23</sup>. התשואות על אג"ח החברות נמצאות גם הן ברמה נמוכה היסטורית, הן עקב רמתם הנמוכה של המרווחים והן עקב רמתן הנמוכה של התשואות על האג"ח הממשלתיות. לצד זאת, העלייה המתונה בתשואות האג"ח הממשלתיות, על רקע עליית התשואות בעולם, ואף שמרווח

היחסים הפיננסיים המצרפיים של מדדי המניות השונים נמצאים כיום סביב הממוצע ארוך הטווח שלהם. לעומת זאת, המרווחים של אג"ח החברות ביחס לאג"ח ממשלתיות דומות נמצאים ברמה נמוכה היסטורית.



גידול חלקן של קרנות הנאמנות בהחזקות באג"ח חברות בשנים האחרונות עלול להפוך אפיק זה לתנודתי מאוד.



וחשוף יותר לסיכון של משיכת כספים מסיבית ומהירה. הדבר עלול להביא לירידות ניכרות בשוק אג"ח החברות, וכך לפגוע גם במשקיעים המוסדיים, שעדיין חשופים אליו ישירות.

מקור האשראי הגדול ביותר למגזר העסקי נותר הלוואות בנקאיות, והחוב של המגזר העסקי לבנקים הוא כמעט מחצית מסך החובות של מגזר זה לכלל המלווים. אפיק אשראי שלישי למגזר העסקי, לצד ההלוואות הבנקאיות ואג"ח החברות, הוא ההלוואות הישירות מהמשקיעים המוסדיים. אפיק זה צמח במהירות בשנים האחרונות, מ-1.5% מהאשראי למגזר העסקי בסוף שנת 2008 לכ-7% בספטמבר 2015, בין השאר על רקע החמרת הרגולציה על השקעות המוסדיים באג"ח סחירות<sup>21</sup>. ההלוואות הבנקאיות וההלוואות מהמשקיעים המוסדיים אינן מושפעות ישירות ממחירי אג"ח החברות, אבל ירידות בשוק אג"ח החברות עלולות לפגוע ביכולתן של החברות למחזר חובות, וכך

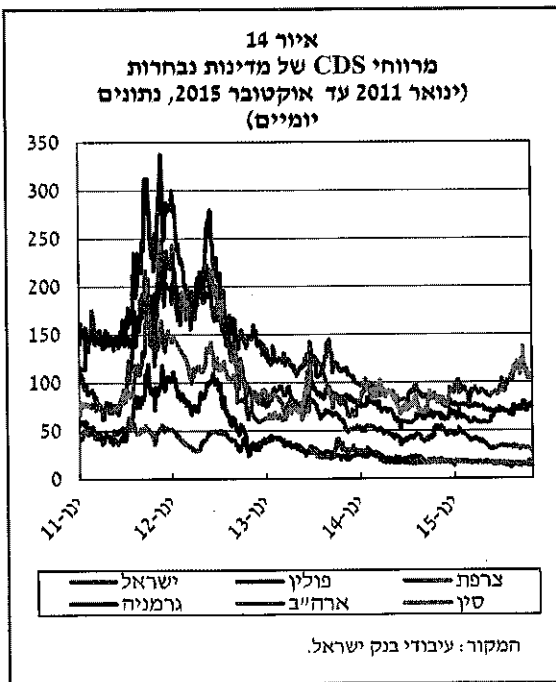
<sup>22</sup> ראו דוח היציבות הפיננסית מיוני 2015.  
<sup>23</sup> IMF Country Report No. 15/261, September 2015

<sup>21</sup> לדיון בנושא ההלוואות הישירות ראו דוח היציבות הפיננסית מיוני 2014.

יתרות האג"ח שתשואתן-לפדיון מעל 8%, אשר עלו בסוף 2014, ירדו מעט באמצע 2015, ושיעורן עומד על כ-7.6% מיתרת האג"ח.



מרווח ה-CDS של ישראל נותר נמוך מאוד.



על אף רמתן הנמוכה של תשואות אג"ח החברות גם בשנת 2015, קצב הגיוסים בשוק הקונצרני הלא-פיננסי נותר בשנה זו מתון, והגיוס נטו (חהנפקות בניכוי הפירעונות) של החברות הלא פיננסיות בעשרת החודשים הראשונים של השנה הסתכם בכחות מ-6 מיליארדי ש"ח, בדומה לגיוס נטו בתקופה זו בשנה הקודמת (איור 16). במהלך שנת 2015 נמשכה ואף התחזקה המגמה של הנפקת אג"ח של חברות זרות בבורסה בתל אביב (איור 17). עם זאת נראה שהמשקיעים באג"ח של החברות הזרות מגלים סלקטיביות ואינם מסתמכים רק על דירוגים בבואם לתמחר הנפקות; זאת בשונה מהמצב ששרר בשוק אג"ח החברות ערב המשבר הפיננסי הגלובלי; בחודש ספטמבר בוטלו שתי הנפקות מתוכננות של אג"ח של חברות זרות בגלל ביקושים נמוכים מצד המשקיעים, וזאת אף על פי שהאג"ח האמורות זכו לדירוג אשראי גבוה מהסוכנות המדרגת. בדומה להנפקות בשנים הקודמות, שרובן היו של חברות מענף הנדל"ן, כל החברות הזרות שהנפיקו אג"ח בישראל ב-2015 עוסקות בנדל"ן.

המשך המגמה של הנפקות אג"ח על ידי חברות זרות בשוק המקומי מעלה את החשש כי הסיכונים בשוק אג"ח החברות בישראל עדיין מתמחרים בחסר. חשש זה עולה

ה-CDS של ישראל נותר נמוך מאוד (איור 14), מפחיתה מעט את החשש לתמחור חסר של הסיכונים בשוק אג"ח החברות. בסוף שנת 2014 גדלו יתרות האג"ח הנסחרות בתשואה לפדיון שמעל 8%; זאת בעיקר עקב עלייה בתשואת האג"ח של חברות המשתייכות לקבוצות עסקיות החשופות לשוק הרוסי, שהמשבר בו החריף בתקופה זו<sup>24</sup>. באמצע שנת 2015 פחתו מעט יתרות האג"ח שתשואתן לפדיון גבוהה. שיעורן עומד על כ-7.6% מיתרת האג"ח, ורובן ככולן נסחרות בתשואה שמתחת ל-40% (איור 15). מעל 16% מיתרת האג"ח שתשואתן לפדיון מעל 8% משתייכות לשתי קבוצות עסקיות שנקלעו לאחרונה להסדרי חוב. עם זאת יש לציין שגם בין החברות המשתייכות לכל אחת מהקבוצות העסקיות הללו ניכרת הטרוגניות בתשואות: בכל אחת מהקבוצות יש (א) חברה אחת שנמצאת בהסדר חוב והאג"ח שלה נסחרות בתשואות לפדיון של עשרות אחוזים; (ב) מספר חברות שהאג"ח שלהן נסחרות בתשואה שמתחת ל-8%, המבטאת מחלק עסקים תקין; ו- (ג) חברת החזקות שאמנם נמצאת בתהליך של הסדר, אבל האג"ח שלה נסחרות בתשואה של קרוב ל-10%, המבטאת אפשרות ממשית להתאוששות, או לפחות להחזר של חלק ניכר מהחוב.

<sup>24</sup> ראו דוח היציבות הפיננסית, דצמבר 2014.



בין השאר על רקע הבדלים בין סולם הדירוג המקומי לזה הבין-לאומי. כנגד זאת נציין שלחברות הזרות תמריץ להנפיק אג"ח בישראל גם מסיבות שאינן נובעות מרמת התמחור בשוק המקומי, כגון הבדלים בין השוק האמריקאי לשוק הישראלי באופן המימון של פעילות נדל"נית. מכל מקום, חשוב לזכור שההשקעה בחוב של חברות זרות עלולה לשאת בחובה סיכונים ייחודיים, בפרט במקרה שהחברה מגיעה לחדלות פירעון<sup>25</sup>.

במקביל, בהמשך לשנים של מיעוט הנפקות ראשוניות של מניות בבורסה בתל אביב, אלה הגיעו בחודשים האחרונים לרמת שפל: ממוצע ההנפקות הראשוניות בבורסה בתל אביב בחודשים יוני עד אוקטובר 2015 עמד על 120 מיליוני ש"ח, לעומת ממוצע חודשי של יותר מ-400 מיליוני ש"ח מתחילת 2011. החל בחודש ספטמבר 2015 רשמו ארבע חברות זרות גדולות את מניותיהן למסחר בבורסה לניירות ערוך בתל אביב במסגרת הרישום הכפול. כל ארבע החברות עוסקות בתחומי הביוטכנולוגיה והתרופות, ומפני גודלן אחת מהן צפויה להיכלל במדד תל-אביב 75, ושלוש האחרות – במדד תל-אביב 25. אמנם בשלב זה מדובר, כאמור, בארבע חברות בלבד, אולם מגמה זו עשויה להימשך ואף להתחזק, בין השאר על רקע שינויים מבניים המתוכננים בבורסה בתל-אביב, ובראשם הפיכתה לתאגיד למטרות רווח<sup>26</sup>. אם מדובר בתחילתה של מגמה, עשויות להיות לה השלכות על תיק ההשקעות של המשקיעים המקומיים, וכן על תפקידה של הבורסה כמקור מימון לחברות המקומיות.

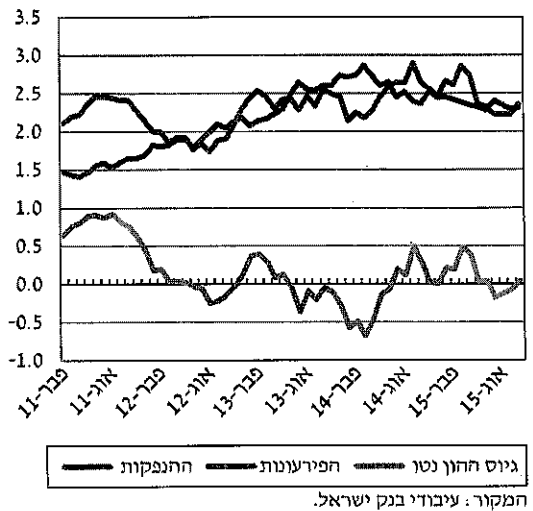
מבחינת המשקיעים, רישומן של חברות זרות למסחר בתל אביב עשוי לאפשר השקעה נוחה וזולה יותר במניות של חברות זרות. כתוצאה מכך הם עשויים לשפר גם את הפיזור הבין-לאומי של התיק שלהם, להקטין את חטיית הביתיות ואת הסיכון של התיק. לעומת זאת, מפני הדמיון בתחום הפעילות של החברות הללו, ומאחר שגם כך הבורסה בישראל, ובפרט המדדים המובילים, מתאפיינים בדומיננטיות של חברות תרופות וביוטכנולוגיה, עלול להיפגע

<sup>25</sup> לדיון נרחב במאפייני הנפקות האג"ח של חברות זרות, בגורמים היכולים להסביר הנפקות אלה ובסיכונים הנלווים אליהן ראו תיבה בדוח היציבות הפיננסית מדצמבר 2014.

<sup>26</sup> מבנה ההון המתוכנן של הבורסה עשוי להגביר את האינטגרציה שלה במערכת הפיננסית הבין-לאומית עד-כדי אפשרות עתידית של שיתופי פעולה ואף מיזוג עם או רכישה של או על ידי בורסות זרות. לפירוט בנושא זה ובנושא הצעות אחרות לשינויים בבורסה ובמסחר ראו המלצות 'הוועדה לשכלול המסחר ולעידוד הניילות בבורסה'.

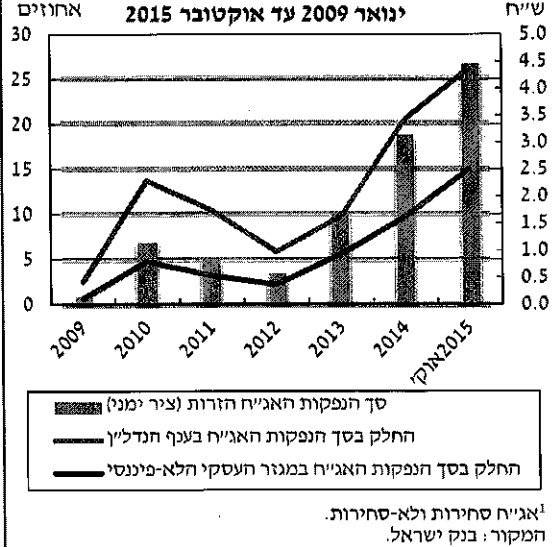
על אף רמת התשואות הנמוכה של אג"ח החברות, קצב הגיוסים נטו בשוק הקונצרני הלא-פיננסי נותר ב-2015 מתון.

**איור 16**  
גיוס ההון נטו, ההנפקות והפירעונות של אג"ח קונצרניות של המגזר העסקי הלא-פיננסי, פברואר 2011 עד אוקטובר 2015, (מליארדי ש"ח, ממוצע נע 12 חודשים)



במהלך שנת 2015 נמשכה ואף התחזקה המגמה של הנפקת אג"ח של חברות זרות בבורסה בתל אביב.

**איור 17**  
סך הנפקות האג"ח הזרות בישראל וחלקן בסך הנפקות האג"ח בענף הנדל"ן ובמגזר העסקי בכללותו,<sup>1</sup> ינואר 2009 עד אוקטובר 2015



התפתחויות שליליות בשווקים הפיננסיים העולמיים, שנבעו בשלב הראשון בעיקר ממכשירים פיננסיים מורכבים, שלא היו קיימים כלל בשוק המקומי, והחשיפה של המערכת הפיננסית המקומית אליהם הייתה מוגבלת בהיקפה, פגעו קשות בשווקים הפיננסיים המקומיים; השפעה זו נבעה פחות מהחשיפה הישירה למכשירים הפיננסיים שהוזכרו, ויותר – מהחשיפה של המשק הישראלי לשווקים הפיננסיים העולמיים ולכלכלה הגלובלית, שהיו צפויים להיפגע מהמשבר. הפגיעה בשווקים הפיננסיים המקומיים החרפה בגלל חולשות מבניות ספציפיות של המערכת הפיננסית המקומית, ובכללן ריכוזיות של החברות העסקיות, בפרט במסגרת מבנים של קבוצות עסקיות פירמידליות, חשיפה מוגזמת של המשקיעים המוסדיים לאג"ח ללא בטוחות מספקות וריכוזיות גבוהה במערכת הפיננסית.

דוח הסיכונים הפיננסיים שפרסמה קרן המטבע הבין-לאומית באוקטובר 2015<sup>29</sup> מזהיר כי מוקד הסיכון ליציבות הפיננסית העולמית נוד מהמשקים המפותחים למשקים המתעוררים, שהחברות הראליות והבנקים בהן סובלים ממאזנים חלשים וחשופים לסיכונים של לחץ פיננסי, האטה כלכלית ויציאת הון. הקרן מציינת שסיכונים אלה בולטים על רקע הירידה של מחירי הסחורות, התנפצות בועת המניות בסין והלחץ על מטבעות המשקים המתעוררים, שעלול לפגוע בלוויים ממשקים מתעוררים החשופים לחלוואות במט"ח. בדוח היציבות הקודם דנו בהרחבה בסיכונים אלו, ואנו ממשיכים לנתח אותם בדוח הנוכחי, בפרק העוסק בסביבה העולמית.

באוגוסט ראינו התממשות חלקית של חלק מהסיכונים הללו: נתונים מאכזבים על הייצור בסין, ספקות לגבי נתוני הצמיחה שם ונפילות בשוק המניות הסיני לצד ירידות במחירי הסחורות בעולם ובראשן הנפט הובילו לנפילות בשוקי ההון בעולם ולזינוק בתנודתיותם. (ראו הרחבה בסקירת הסיכונים למערכת הפיננסית העולמית.) לצד הירידות בשווקים השונים, המתאם בין השינויים בשווקים הללו בחודש אוגוסט היה גבוה מהמתאם הממוצע ביניהם בשנים האחרונות. החל באוקטובר התאוששו השווקים הפיננסיים בעולם ובישראל, אך בתרחיש של ירידות שערים חדות ומתמשכות כתוצאה מבעיות בסין, במשקים מתעוררים אחרים החשופים לחלוואות במט"ח או במשקים מתעוררים ואף מפותחים המתבססים במידה רבה על יצוא סחורות, גם המערכת הפיננסית בישראל עלולה להיפגע.

הפיזור הענפי של המשקיעים, בעיקר של אלה העוקבים במידה זו או אחרת אחר המדדים המובילים בבורסה של תל אביב. הסיכון הגבוה המאפיין את פעילותן של החברות בתחום הביוטכנולוגיה מתבטא בתנודתיות גבוהה של מניותיהן<sup>27</sup> ועלול להשפיע על הסיכון הגלום בתיק ההשקעות של משקיעים אלה. יתר על כן, אם החברות הזרות יהפכו לדומיננטיות במדדים המובילים, כלי ההשקעה העוקבים אחרי מדדים אלה (באופן פסיבי, או כמדד סמן להשקעה אקטיבית) לא יוכלו לשמש כלי הולם לחשיפה למשק הישראלי.

מבחינה משקית, מטרתה העיקרית של הבורסה היא לאפשר הקצאה יעילה של ההון לצורך פעילות במשק המקומי. מחד גיסא, רישום של חברות זרות, ובפרט חברות גדולות ומוכרות, למסחר בבורסה בתל אביב עשוי להגביר את העניין של משקיעים זרים בבורסה המקומית, ובכלל זה בחברות הישראליות הנסחרות בה. מאידך, גיוס הון בשוק המקומי שיופנה לתמיכה בפעילות שעיקרה מחוץ לישראל אינו תומך בצמיחה בישראל. תוצאת לוואי פוטנציאלית היא דחיקת חברות ישראליות אל מחוץ למדדי הבורסה המובילים, התפתחות שעלולה להקשות על חברות אלה בגיוסים עתידיים<sup>28</sup>.

## 2. סיכון הדבקה פיננסית בין-לאומית

המערכת הפיננסית חשופה לסיכון של הדבקה ממשבר בשווקים הפיננסיים בעולם. ירידות חדות ותנודתיות מוגברת בשווקים הפיננסיים העולמיים בעטיים של אירועים אקסוגניים למשק המקומי עלולים להוביל לירידות גם בשווקים הפיננסיים בישראל, וכתוצאה מכך להוות סיכון משמעותי גם למערכת הפיננסית המקומית. תופעה זו נצפתה במשבר הפיננסי הגלובלי של שנת 2008:

<sup>27</sup> כך לדוגמה, תנודתיות התשואות היומיות של מדד תל-אביב ביומד בשנה האחרונה הייתה כפולה בערך מזו של מדד תל-אביב 100.

<sup>28</sup> פתרון חלקי לפחות לחשש זה עשוי להימצא ברפורמה שבוחנת הבורסה במדדי המניות, רפורמה הצפויה לכלול הגדלה של מספר החברות במדדים המובילים, תוך הגבלה מתמירה יותר על משקלה של כל מניה במדד. עד ליישום הרפורמה הצפויה במדדי הבורסה, החליטה הבורסה כי חברות שתאגדו מחוץ לישראל ואין להן זיקה לישראל אשר יירשמו למסחר בבורסה בתל אביב לא ייכנסו למדדים. כן נקבע כי תקרת המשקל למניה שתצורף למדדי ת"א 25, ת"א 75 ות"א 100 תהיה 4%.

שהתממש. החשש הוא שישראל יתידבק' ממשבר במדינות אחרות שהיו חשופות לסיכון אשר התממש. תופעה זו של 'הידבקות' מדינה מסוימת במשבר פיננסי שמקורו בבעיות במדינה או מדינות אחרות מכונה 'הדבקה פיננסית בין-לאומית'.

במקרה שהתממשות אחד מהסיכונים האמורים תביא למשבר גלובלי סביר מאוד שגם המשק הישראלי יסבול מהשלכותיו. נשאלת השאלה אם ובאיזו מידה צפויה להשפיע על ישראל התממשות של אחד מהסיכונים שתוביל למשבר רק במדינות מסוימות – המדינות החשופות ביותר לסיכון

### תיבה 1 - הדבקה פיננסית בין-לאומית

הדבקה פיננסית בין-לאומית היא התפשטות של ירידות בשווקים ממדינה אחת לרעותה<sup>1</sup>. ניתן להבחין בין (א) הדבקה המבוססת על גורמי יסוד (fundamentals-based contagion), המשקפת את התלות הנורמלית בין שווקים, שנובעת מהקשרים חריאליים והפיננסיים ביניהם, לבין (ב) הדבקה שאינה מבוססת על גורמי יסוד, אלא נובעת אך ורק מהתנהגותם של הסוכנים בכלכלה, ובפרט של המשקיעים.

(א) הדבקה המבוססת על גורמי יסוד יכולה לנבוע משוק גלובלי, כגון שינוי חד במחירי הסחורות או אפילו שינוי חד של הריבית במשק מרכזי. הדבקה כזאת יכולה לנבוע גם מזעזוע שלילי במדינה ספציפית, שעלול להשפיע על מדינות אחרות עקב קשרי מסחר משותפים או עם מדינות שלישיות ו/או עקב קשרים פיננסיים ביניהן. זעזוע שלילי למדינה ספציפית עלול לפגוע במדינות שעמן יש לה קשרי מסחר, או שאתן היא מתחרה על היצוא למדינות שלישיות דרך ערוץ שער החליפין. שוק כזה עלול גם לפגוע במדינות שעמן יש לה קשרים פיננסיים דרך השפעתו על גופים פיננסיים החשופים למדינה שנפגעה, או דרך השפעתו על ההשקעות הזרות הישירות (FDI) ועל החשקעות הפיננסיות (FPI) בין המדינות. השקעות שמבצעות החברות מהמדינה שנפגעה במדינות אחרות עלולות להיות ממומשות במהירות. כמו כן, ערכן של השקעות זרות במדינה שנפגעה עלול לרדת במידה משמעותית.

(ב) הדבקה שנובעת מהתנהגותם של הסוכנים בכלכלה יכולה להיגרם, בין השאר, בגלל משקיעים זרים הפועלים במספר משקים וסובלים ממגבלות כגון נזילות, תמריצים ואינפורמציה א-סימטרית, המניעים אותם לצמצם את החשקעות במדינה אחת שבה הם משקיעים בעקבות משבר במדינה אחרת שגם בה הם משקיעים<sup>2</sup>. הדבקה שנובעת מהתנהגותם של הסוכנים בכלכלה יכולה לנבוע גם מבעיית תיאום או מנבואה המושימה את עצמה (self-fulfilling crisis): משקיעים רוצים למשוך את כספם ממדינה שעלולה לסבול מהדבקה לפני שמשקיעים אחרים יעשו כן, אלא שעצם המשיכה היא-היא שיוצרת את ההדבקה, שאולי הייתה נמנעת לולא כן<sup>3</sup>. לבסוף, הדבקה עקב התנהגות הסוכנים בכלכלה יכולה לנבוע משינוי בהערכתם לגבי המערכת הפיננסית הבין-לאומית, ובכלל זה המחויבות של מדינות לשלם את חובותיהן והנכונות והיכולת של גופים בין-לאומיים שונים לסייע למדינות במשבר.

פגיעותה של מדינה לסכנה של הדבקה פיננסית כתוצאה ממשבר חיצוני מושפעת (א) מהסביבה העולמית (ב) מגורמי היסוד (fundamentals) של המדינה ו- (ג) מהקשרים של המדינה, ישירים ועקיפים, למדינות שבמוקד המשבר.

<sup>1</sup> הגדרה כללית זו כוללת בחובה גם התפשטות של הירידות בהתאם לתנועה המתואמת (comovement) בין השווקים השונים בכל התקופות, ולא רק עלייה משמעותית בתנועה המתואמת בין השווקים בעקבות שוק למדינה אחת. Forbes and Rigobon (2002) טוענים שבמשבר של 1997 במזרח אסיה, בדומה למשברים קודמים שבהם נטען כי הייתה הדבקה, הזינו בתוצאות של תנועה מתואמת או תלות-הדדית (interdependence) בין השווקים הקיימים גם בתקופות של שגרה. לעומת זאת, הם לא מוצאים ראיות לגידול המתאמים הבלתי-מותנים שאותו הם מכנים הדבקה. במסגרת הדיון שלנו לא נתעכב על ההבדלים בין התפשטות של משבר הנובעת מהתאם בין המדינות בשגרה לבין התפשטות של משבר המבטאת גידול בלתי מותנה במתאם זה.

<sup>2</sup> לדוגמה: Kaminsky, Lyons and Schmukler (2001) מדגישים את הסיכון שבמשיכות מסיביות מקרנות נאמנות המשקיעות בשווקים המתעוררים כגורם להדבקה בין שווקים אלה; Miyajima and Shim (2014) מראים שחשימוש במדוי-סמן דומים ודמיון בבינוני המשיכות/צבירות של המשקיעים אצל מנהלי הכספים עשויים ליצור מתאם בהחלטות ההשקעה של מנהלי כספים המשקיעים בשווקים מתעוררים. כמו כן, באמצעות מודל Vector Auto-Regression פשוט הם מזהים קשר חיובי מובהק ו-דו-כיווני בין הצבירות בקרנות המשקיעות בשווקים המתעוררים לבין התשואה הדולרית הכוללת של הנכסים בשווקים אלה.

<sup>3</sup> ראו לדוגמה: Obstfeld (1996), Goldstein and Pauzner (2004).

בחשבון השוואה<sup>33</sup>. זאת ועוד, החוב ציבורי והפרטי בישראל נמוך ביחס למדינות מפותחות אחרות, רק 17% מסך החוב הציבורי והפרטי צמוד למט"ח ותטוח-לפדיון של החוב הממשלתי ארוך יחסית<sup>34</sup>. כמו-כן ישראל נוקטת במדיניות של שער חליפין גמיש (עם התערבות בשוק המט"ח לפי הצורך), המאפשר לשער החליפין להגיב לתנועות ההון<sup>35</sup>. ולבסוף, הגידול המשמעותי ביותר המט"ח של ישראל בשנים האחרונות יכול לאפשר לבנק המרכזי לתמוך בשער החליפין במקרה הצורך<sup>36</sup>. ישראל אמנם משולבת במידה רבה בשווקים הפיננסיים הבין-לאומיים, דבר המגדיל את הסיכון של הדבקה<sup>37</sup>, אך המימון לפעילות החברות, הממשלה ומשקי הבית בישראל נשען בעיקר על מקורות מקומיים; סך החוב של תושבי ישראל לתושבי חוץ הוא רק 14% מסך החוב לכל המלווים, נמוך משמעותית מהחוב לבנקים ולמשקיעים המוסדיים.

(ג) מחקרים שונים מוצאים שקירבה גיאוגרפית היא גורם מרכזי להדבקה פיננסית<sup>38</sup>. מבחינה זו הסיכון של ישראל להדבקה מהסביבה הקרובה נמוך, הן מפני מיעוט הקשרים בין ישראל למדינות השכנות והן מפני פתיחות הנמוכה יחסית של המדינות השכנות לכלכלה העולמית. מעבר לקרבה גיאוגרפית, הסיכון של הדבקה מושפע מקשרי מסחר<sup>39</sup> ומקשרים פיננסיים עם מדינות שבמשבר, וכן מדמיון בגופים

ננסה לבחון את הסיכון שישראל 'תידבק' ממשבר במדינות החשופות ביותר לשלושת הסיכונים שדונו לעיל, וזאת על-בסיס הקריטריונים לפגיעותה של מדינה להדבקה פיננסית בין-לאומית שדונו בתיבה:

(א) הסביבה העולמית בעת הנוכחית נראית פגיעה יחסית לאפשרות של משבר פיננסי, אשר עלול להדביק גם מדינות שאינן במוקד המשבר. נוסף על צמיחה עולמית שבירה ונתוני יסוד חלשים במדינות מרכזיות רבות, רבות מהמדינות המפותחות סובלות מרמה גבוהה של חוב שתקשה עליהן להשתמש במדיניות פיסקלית כדי להגביל את ההשפעה של משבר. במקביל, המדיניות המוניטרית ברבות מהמדינות המפותחות היא מרחיבה מאוד, ובפרט: ריביות הבנקים המרכזיים נמצאות ברמה אפסית, דבר המגביל את יכולתם להשתמש במדיניות מוניטרית כדי לצמצם את ההשפעה של משבר. מהשוואה שערך בנק ההשקעות גולדמן זאקס בין המצב בעולם כיום לבין המצב ערב המשבר במזרח אסיה בשנת 1997<sup>30</sup> עולה כי המשבר של 1997 התאפיין בקריסת ההצמדה של מספר מטבעות שרמתם לא הייתה בת-הגנה, ואילו כיום מקובל יותר משטר של שער-חליפין נייד; ואכן, ההיחלשות המתמשכת של רבים מהמטבעות בשווקים המתעוררים מרמזת כי מנגנון התאמה זה כבר פועל בעת הזאת<sup>31</sup>. כנגד זאת, מאז המשבר של 1997 התחזקו קשרי המסחר והקשרים הפיננסיים בעולם, דבר המגדיל את הסיכון להדבקה; דוח היציבות הפיננסית הגלובלי של קרן המטבע, שפורסם באפריל 2015<sup>32</sup>, מציין שהנטייה של נכסים פיננסיים בשווקים שונים לנוע במתואם נמצאת ברמה גבוהה מאוד. השינויים החדים במחירי הסחורות ובשערי החליפין בעת האחרונה, ועמם השינוי המבני המתחולל במשק הסיני והעלייה של הריבית בארה"ב נראים כגורמי סיכון, וזאת על רקע המשך ההתאוששות האיטית של המשקים המפותחים.

(ב) גורמי היסוד של המשק הישראלי מבטאים מצב טוב יחסית: הצמיחה גבוהה ביחס למדינות מפותחות אחרות, רמת הגירעון הממשלתי סבירה, ויש עודף מתמשך

<sup>33</sup> Eichengreen, Hale and Mody (in International Financial Contagion, 2001, editors: Classens and Forbes) טוענים כי גירעון בחשבון השוואה וחוסר גמישות ריאלי עלולים לחמיר את תופעת ההדבקה משום שהם מאלצים את המדינות שבקשיים להמשיך וללוות גם כשתנאי השוק מחמירים.

<sup>34</sup> De Gregorio and Valdes (2001) מוצאים שטווח לפדיון ארוך יותר של החוב יכול להגביל את הסיכון להדבקה. Chang and Majnoni (in International Financial Contagion, 2001, editors: Classens and Forbes) מסיקים, במסגרת מודל תיאורטי, כי הארכת מח"ח החוב הציבורי יכולה לשפר את עמידות המדינה בפני הדבקה.

<sup>35</sup> De Gregorio and Valdes (2001) מוצאים שגמישות בשער החליפין יכולה להגביל את הסיכון להדבקה.

<sup>36</sup> Kumar, Moorthy and Perraudin (2003) מראים שליתרות המט"ח ולשינוי ביתרות יש יכולת הסבר לחיזוי משברי מטבע במדינות מתפתחות.

<sup>37</sup> ראו לדוגמה: Dornbush, Park and Classens (2000)

<sup>38</sup> ראו לדוגמה: Glick and Rose (1998).

<sup>39</sup> ראו לדוגמה: Eichengreen, Rose and Wyplosz (1996); Glick and Rose (1998).

<sup>30</sup> Goldman Sachs Global Economics Weekly 15/20 (2015).

<sup>31</sup> ראו גם התייחסות של קרן המטבע לנושא במסגרת Financial Stability Report, October 2015.

<sup>32</sup> Global Financial Stability Report, April 2015.

גם על ידי מרבית חברות המדדים הבינלאומיות. לאור זאת משקיעים בין-לאומיים נוהגים בדרך כלל לסווג את ישראל כמשק מפותח, וקרנות השקעה המתמקדות בשווקים מפותחים רואות בישראל יעד פוטנציאלי להשקעה. כתוצאה מכך החשיפה של ישראל להדבקה ממדינות מתפתחות כתוצאה מהתנהגות משקיעים בין-לאומיים (הסוג השני של הדבקה שנדון לעיל) מצומצמת. בהקשר זה ראוי לציין שבשנים האחרונות המתאם של השינויים במדדי המניות בישראל עם השינויים במדדי המניות במשקים המפותחים היה גבוה מן המתאם של השינויים במדדי המניות בישראל עם השינויים במדדי המשקים המתפתחים. בפרט, בחודש אוגוסט האחרון כאשר חששות מהתפתחות של משבר בסין העיבו על שוקי ההון בעולם, המתאם של השינויים במדדי המניות בישראל עם השינויים במדדי המשקים המפותחים היה גבוה בהרבה מהמתאם של השינויים במדדים בישראל עם השינויים במדדי המניות במדינות בעלות קשרי מסחר חזקים לסיין. עם זאת חשוב לזכור שאם למשבר במשקים המתפתחים תהיה השפעה מהותית על השווקים הפיננסיים במשקים המפותחים המרכזיים הוא צפוי להשפיע בחזקה גם על השווקים הפיננסיים בישראל ואף על התחום הריאלי. שנית, מבחינת קשרי מסחר, הסכנה העיקרית היא להדבקה דרך פגיעה ביצוא הישראלי למדינות שבמוקד המשבר, וכן למדינות שלישיות שהיצואניות הישראליות מתחרות על שוקיהן ביצואניות מהמדינות שבמוקד המשבר. כדי לבחון סכנה זו בהקשר של קבוצות הסיכון שזיהינו בחנו את החלק המצטבר של יצוא הסחורות הישראליות<sup>42</sup> אל שלוש קבוצות הסיכון האלה ואת החלק המצטבר של יצוא

המשקיעים למדינות שבמשבר<sup>40</sup>. כדי לבחון את הסיכונים האלה נתמקד בשלוש קבוצות של מדינות שעלולות לעמוד במרכזן של משבר עולמי (להרחבה על הסיכונים העומדים בפני קבוצות המדינות הללו ועל סיכונים נוספים מהסביבה העולמית ראו פרק הסיכונים מהסביבה העולמית בדוח זה) ובקשרים שלהן לישראל מבחינת המשקיעים, המסחר, המערכת הבנקאית וההשקעות הפיננסיות.

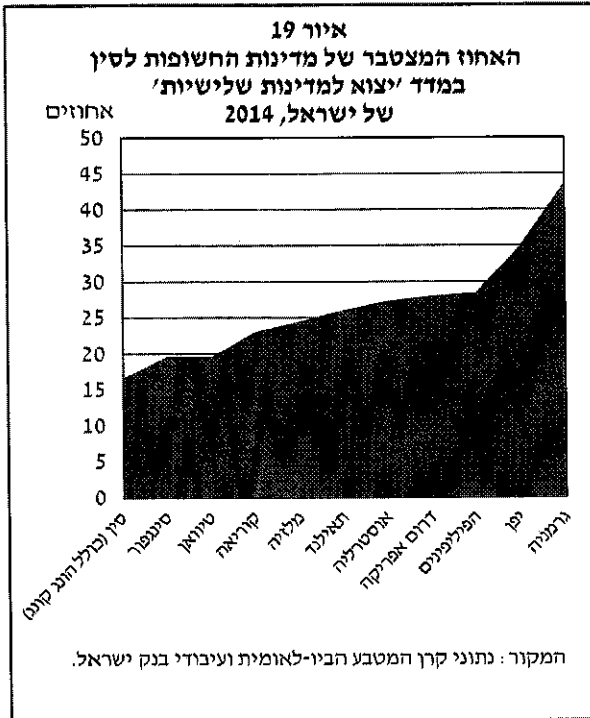
אנחנו מזהים שלוש קבוצות של מדינות החשופות לשלושה סיכונים מרכזיים מהסביבה העולמית: מדינות החשופות מאוד למשק הסיני ולסיכון של משבר בסין (ובראשן סין עצמה); מדינות החשופות מאוד לשוק הסחורות העולמי ולסיכון של המשך ירידה חדה במחירי הסחורות; מדינות החשופות לסיכון של משבר חובות, ובפרט מדינות שיש להן חוב משמעותי במטבע זר. זיהינו את המדינות בעלות החשיפה המשמעותית ביותר לכל אחד מהסיכונים הללו<sup>41</sup>, ונסה לנתח את החשיפה של ישראל למדינות הללו. ראשית, מבחינת המשקיעים, חשוב לשים לב שמרבית המדינות הנכללות בשלוש קבוצות הסיכון האמורות הן מדינות מתפתחות. לעומתן, ישראל מוכרת על ידי קרן המטבע וגופים בין-לאומיים אחרים כמדינה מפותחת, וכך

<sup>40</sup> ראו לדוגמה: Kaminsky and Reinhart (1998); Frankel and Schmukler (1998); Froot, O'Connell and Seasholes (2000).

<sup>41</sup> המדינות בעלות החשיפה המשמעותית ביותר לסיכון הוגדרו כעשרים המדינות שהיצוא שלהן לסיין כאחוז מהתמ"ג הוא הגבוה ביותר, וזאת על-בסיס נתונים מ-Goldman Sachs Global Economics Weekly 15/20 (2015); בעלות החשיפה המשמעותית ביותר למחירי הסחורות הוגדרו כעשרים המדינות שיצוא הסחורות נטו שלהן כאחוז מהתמ"ג הוא הגבוה ביותר, וזאת על-בסיס נתונים מארגון האומות המאוחדות. הואיל ומדובר בעיקר במשקים קטנים יחסית, שהקשרים שלהם לישראל חלשים, בחנו גם חמישה משקים מתעוררים מרכזיים המייצאים סחורות שצוינו בדוח Global Financial Stability Report, October 2015 של קרן המטבע הבין-לאומית: ברזיל, צ'ילה, מלזיה, רוסיה ודרום-אפריקה. בהעדר נתונים מספקים על מרבית המדינות לגבי החוב במט"ח, עשרים המדינות החשופות ביותר לסיכון של משבר חובות הוגדרו כעשרים המדינות שחובן החיצוני ביחס להכנסה הלאומית הוא הגבוה ביותר לפי נתוני הבנק העולמי. זאת מתוך הנחה שהחוב החיצוני הוא הקירוב הטוב ביותר שבנמצא לחוב במטבע חוץ. כבדיקה נוספת בחנו 12 משקים מתעוררים שזוהו על-ידי כלכלני הבנק להסדרים בין-לאומיים (BIS) כאחראים לחלק ניכר מהאשראי האמריקאי בדולרים ללווים שאינם בנקים במשקים מתעוררים (ראו: McCauley, McGuire and Sushko, 2015).

<sup>42</sup> אנחנו מתמקדים בניתוח יצוא סחורות מכמה סיוות: (א) יצוא הסחורות הוא חלק הארי של היצוא הישראלי; (ב) הנתונים על יצוא סחורות מתעדכנים בתכיפות, ואילו הנתונים על יצוא השירותים לפי מדינות מתעדכנים בפיגור של מספר שנים; (ג) הנתונים על יצוא השירותים מתבססים בעיקרם על סקר, בעוד שנתוני יצוא הסחורות מתבססים על נתוני המכס; (ד) הנתונים על יצוא השירותים אינם מאפשרים בנייה של מדד יצוא המבוסס גם על היצוא למדינות שלישיות משותפות; (ה) הסחר בסחורות רגיש למחזור העסקים ומגיע למשברים יותר מאשר הסחר בשירותים (לדוגמה: Borchert and Matto, 2009, דו"ח בנק ישראל 2009 פרק מאזן התשלומים).

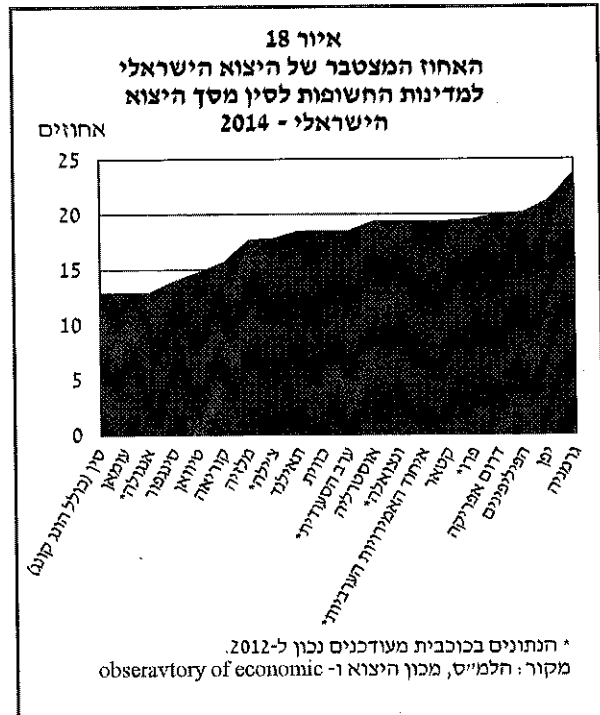
החשיפה של היצוא הישראלי – בעקיפין, דרך היצוא למדינות שלישיות – לעשרים המדינות החשופות ביותר למשק הסיני מגיעה ליותר מ-40% מהיצוא הישראלי.



הישראלי למדינות התלויות בסין, חשיפתו לעשרים המדינות החשופות ביותר לירידה של מחירי הסחורות היא אפסית; כמו כן, החשיפה המצטברת של היצוא הישראלי הישיר לחמשת המשקים המתעוררים הגדולים המייצאים סחורות מסתכמת בכ-5% מיצוא הסחורות הישראלי, והחשיפה המצטברת העקיפה דרך היצוא למדינות שלישיות מגיעה עד 6% מהיצוא. לפיכך משבר במדינות החשופות מאוד לשוק הסחורות לא צפוי לפגוע משמעותית ביצוא הישראלי. בדומה לכך היצוא הישיר של סחורות מישראל לעשרים המדינות בעלות החוב החיצוני המשמעותי ביותר עומד על כ-1% בלבד מסך היצוא הישראלי של סחורות, וגם החשיפה העקיפה של היצוא הישראלי למדינות אלה, דרך התחרות על היצוא למדינות שלישיות, נמוכה. לעומת זאת, היצוא הישיר של סחורות מישראל ל-12 המשקים המתעוררים בעלי החוב הדולרי המשמעותי ביותר הוא יותר מ-14% מסך יצוא הסחורות הישראלי, והחשיפה המצטברת העקיפה של היצוא

הסחורות למדינות שלישיות משותפות<sup>43</sup>. מהבדיקה עולה כי החשיפה המצטברת של היצוא הישראלי הישיר לעשרים המדינות החשופות ביותר למשק הסיני מסתכמת בכ-24% מהיצוא הישראלי (איור 18), ואילו החשיפה העקיפה דרך היצוא למדינות שלישיות גבוהה יותר – מעל 40% מהיצוא הישראלי (איור 19). לפיכך, משבר בסין שיתגלגל למדינות שהיצוא שלהן לסין הוא חלק משמעותי מתוצרן עלול לפגוע ביצוא הישראלי פגיעה משמעותית; זאת בעיקר אם המשבר יתבטא בפיחות של מטבעות המדינות הנפגעות, שיפגע ביכולת של יצואנים מישראל להתחרות בהן על היצוא למדינות שלישיות. לעומת החשיפה הלא מבוטלת של היצוא

החשיפה המצטברת של היצוא הישראלי הישיר לעשרים המדינות החשופות ביותר למשק הסיני מסתכמת בכ-24% מהיצוא הישראלי.



<sup>43</sup> המודד 'יצוא למדינות שלישיות' מניח שהמתחרים ליצואנים הישראליים בכל יעד הם יצואני המדינות אחרות שמייצאות לאותו יעד, וקובע להן משקל בהתאם. משקל מדינה i במודד 'יצוא למדינות שלישיות' מחושב כ: משקל היבוא של מדינה j ממדינה i כפול משקל מדינה j ביצוא של ישראל לעולם (ל-38 יעדי יצוא מרכזיים).

המדינות החשופות ביותר לירידה של מחירי הסחורות נמוכה מ-0.5%; כמו כן, החשיפה המצטברת של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות בישראל לחמשת המשקים המתעוררים הגדולים המייצאים סחורות מסתכמת בכ-1% מסך חשיפתן לחו"ל. מכאן שמשבר במדינות החשופות לשוק הסחורות לא צפוי לפגוע בבנקים הישראליים. בדומה לכך, גם החשיפה המצטברת של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות בישראל לעשרים המדינות בעלות החוב החיצוני המשמעותי ביותר ביחס להכנסה נמוכה מ-1% מסך חשיפתן לחו"ל. החשיפה המצטברת של הבנקים בישראל ל-12 המשקים המתעוררים המתאפיינים בחוב זולרי גבוה היא משמעותית יותר ומתקרבת ל-6% מסך החשיפה לחו"ל של חמשת הבנקים הגדולים. לכן למשבר חובות המלווה בהיחלשות מטבעותיהם של המשקים המתעוררים בעלי החובות הדולריים המשמעותיים ביותר צפויה להיות השפעה מסוימת על הבנקים בישראל.

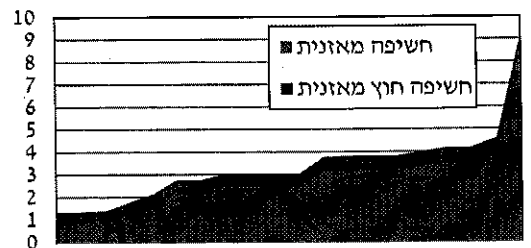
לבסוף – כדי לבחון את החשיפה הפיננסית למדינות שבסיכון עקב השקעות בהן ומהן בחנו הן את ההשקעות של ישראלים במדינות הנכללות בשלוש קבוצות הסיכון שזיהינו והן את ההשקעות של תושבי מדינות אלה בישראל. לשם כך בדקנו את החלק המצטבר של ההשקעות הישירות ושל ההשקעות הפיננסיות של ישראלים במדינות הנכללות בכל אחת משלוש קבוצות הסיכון שזיהינו ואת החלק המצטבר של ההשקעות הישירות ושל ההשקעות הפיננסיות של תושבי המדינות הנכללות בכל אחת משלוש הקבוצות האלה בישראל. מהבדיקה עולה כי החשיפה המצטברת של השקעות הישראלים בחו"ל לעשרים המדינות החשופות ביותר למשק הסיני מסתכמת בכ-6% אחוזים מסך ההשקעות בחו"ל, מרביתה השקעות זרות ישירות של ישראלים במדינות אלה (איור 21). במקביל, השקעות שמקורן במדינות אלה הן כ-4% מסך ההשקעה הזרה בישראל (איור 22). לפיכך, למשבר אפשרי בסין שיתגלגל לשותפות הסחר שלה עלולה להיות השפעה מסוימת על שווי הנכסים הישראליים בחו"ל, ובכלל זה על חברות שבשליטה ישראלית. משבר כזה עלול להביא גם למשיכה של השקעות זרות מישראל, ובעיקר השקעות פיננסיות, שהן גם קלות למימוש יותר מהשקעות זרות ישירות. לעומת קשרי ההשקעות ההדדיים שתוארו לעיל עם המדינות התלויות בסין, הן ההשקעות של ישראלים בעשרים המדינות החשופות ביותר לירידה של מחירי הסחורות והן ההשקעות בישראל של מדינות אלה סכומיהן אפסיים; כמו כן, ההשקעות המצטברות של ישראלים בחמשת המשקים

הישראלי למדינות אלה דרך היצוא למדינות שלישיות מגיעה לכדי 18% ממדד היצוא למדינות שלישיות.

שלישית, מבחינת החשיפה של גופים פיננסיים למדינות שבסיכון נתמקד בחשיפה של המערכת הבנקאית למדינות הנכללות בשלוש קבוצות הסיכון שזיהינו. כדי לבחון סכנה זו בהקשר של קבוצות הסיכון האמורות בחנו את החלק המצטבר של החשיפה המאזנית ושל החשיפה החוץ-מאזנית של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות למדינות הנכללות בכל אחת משלוש קבוצות הסיכון האמורות. מהבדיקה עולה כי החשיפה המצטברת של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות בישראל לעשרים המדינות החשופות ביותר למשק הסיני מסתכמת בכ-9% מסך חשיפתן לחו"ל, ורובה הגדול מתרכז במאזני הבנקים (איור 20). לפיכך למשבר בסין שיתגלגל לשותפות הסחר שלה עלולה להיות השפעה מסוימת על הבנקים הישראליים. לעומת החשיפה המסוימת של המערכת הבנקאית למדינות התלויות בסין, החשיפה של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות בישראל לעשרים

החשיפה המצטברת של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות בישראל לעשרים המדינות החשופות ביותר למשק הסיני מסתכמת בכ-9% מסך חשיפתן לחו"ל, רובה הגדול במאזני הבנקים.

איור 20  
האחוז המצטבר של החשיפה של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות בישראל למדינות החשופות לסין מסך החשיפה שלהן אחוזים לחו"ל-2015



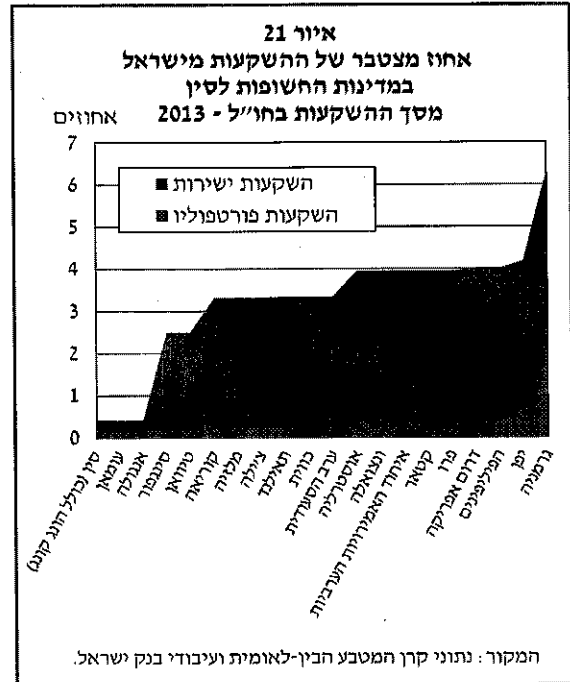
המקור: נתוני בנק ישראל.

המתעוררים הגדולים המייצאים סחורות שיעורן כ-0.5% מסך ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל, וההשקעות בישראל של משקיעים ממדינות אלה רמתן כמעט אפסית. לפיכך משבר במדינות החשופות מאוד לשוק הסחורות לא צפוי להוביל לפגיעה בנכסים של תושבי ישראל בחו"ל או למשיכה של השקעות מישראל. השקעות ברמה אפסית בישראל מאפיינות גם את המדינות בעלות החוב החיצוני הגדול ביותר ביחס להכנסה הלאומית ואת המשק המתעוררים בעלי החוב הדולרי הגבוה ביותר. ההשקעה של ישראלים במדינות בעלות חוב חיצוני גבוה ובמשקים מתעוררים בעלי חוב דולרי גבוה גם היא נמוכה ומסתכמת בכ-1% ובכ-2%, בהתאמה, מסך ההשקעות הישראליות בחו"ל, רובה ככולה השקעות ישירות במדינות אלה.

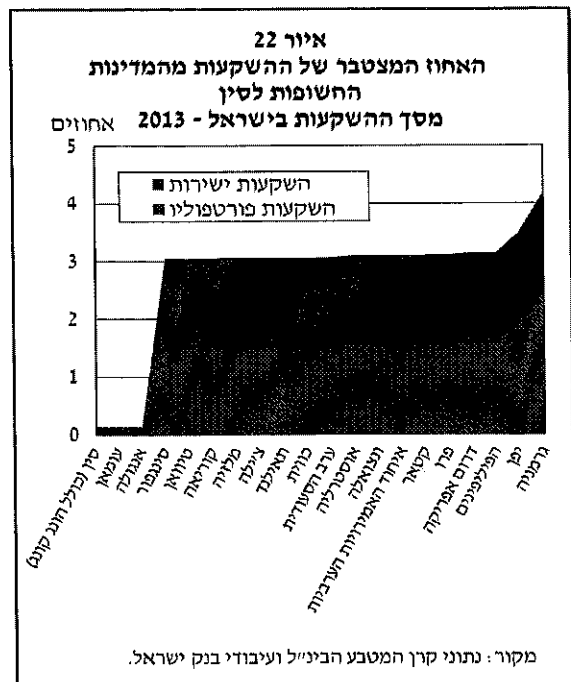
**המסקנה המרכזית העולה משורת הבדיקות שהוצגו כאן היא שלמשבר שמקורו בטלטלות שעובר המשק הסיני, בירידת מחירי הסחורות או במאזן של המשקים המתעוררים שלו סכומים גבוהים בחו"ל, וביחוד במט"ח, צפויה להיות השפעה מוגבלת בלבד על ישראל. זאת בתנאי שהוא לא יתפשט למדינות המפותחות ולא יהפוך למשבר גלובלי. העובדה שהחשיפה לשלושת מוקדי הסיכון הללו מתרכזת במדינות המתפתחות ועמה נתוני היסוד הטובים יחסית של ישראל עשויים לסייע לה להימנע מהידבקות ממשבר פיננסי, אם זה לא יתפשט גם למשקים המפותחים הגדולים, ובפרט לארה"ב ולמשקי אירופה הגדולים<sup>44</sup>. מבין שלושת הסיכונים שנבחנו נמצא שהסיכון של משבר בסין, שידביק מדינות הקשורות אליה בקשרי מסחר, משמעותי מבחינת ישראל יותר מהסיכון של ירידה במחירי הסחורות, שתשפיע על המדינות התלויות ביצוא סחורות, ומהסיכון של משבר חובות, המלווה בפירות של מטבעות המדינות הללו, שישפיע על המדינות עם חוב חיצוני גבוה, בפרט במטבע זר. מבין ערוצי ההדבקה הפוטנציאליים שנבחנו נראה שערוץ היצוא הוא המסוכן ביותר, וזאת בפרט אם משבר במדינות שבסיכון ילווה בפירות משמעותי של מטבעותיהן ביחס לשקל.**

<sup>44</sup> רק לשם המחשה של הסיכון הנשקף למשק הישראלי מהתפשטות של אחד מהמשברים שנבחנו אל המדינות המפותחות הגדולות, נציין שהחשיפה של המשק הישראלי לארה"ב בלבד – הן מבחינת היצוא הישיר, הן מבחינת המערכת הבנקאית והן מבחינת ההשקעות ההדדיות – גבוהה מהחשיפה המצטברת של המשק הישראלי ל-20 המדינות הפגיעות ביותר לכל אחד משלושת הסיכונים שנבחנו לעיל.

החשיפה המצטברת של השקעות הישראלים בחו"ל לעשרים המדינות החשופות ביותר למשק הסיני מסתכמת בכ-6% מסך ההשקעות בחו"ל, מרביתה בהשקעות זרות ישירות של ישראלים במדינות אלה.



השקעות שמקורן בעשרים המדינות החשופות ביותר למשק הסיני הן כ-4% מסך ההשקעה הזרה בישראל.





### 3. המערכת הבנקאית

לכך היא שבנקים בישראל מקצים הון בהתאם לגישה הסטנדרטית, לא על פי הגישות המתקדמות, ולכן שיעור שקלול נכסי הסיכון שלהם גבוה משמעותית מאשר במדינות OECD. ואולם בשנים הקרובות המערכת הבנקאית הישראלית צפויה להמשיך בתהליך בניית ההון וחיזוקו: ראשית, יעדי ההון צפויים לגדול בהדרגה עד 1 בינואר 2017 על פי הוראה בדבר הגדלת כריות ההון כנגד תיק האשראי לדיר; שנית, הבנקים קבעו להון העצמי רובד 1 יעדים גבוהים מאלו שנקבעו בהוראה ממארכ 2012, ומכל מקום, המפקחת על הבנקים רשאית לדרוש מהבנקים בכל עת יעדים דיפרנציאליים של הון עצמי רובד 1 בהתאם לפרופיל הסיכון שלהם, הנגזר מתהליך ההערכה הפיקוחי (SREP); ולבסוף, הפיקוח על הבנקים התיר לראשונה הנפקה של מכשירי הון כשירים שיחשבו לחלק מההון רובד 2.

באפריל 2015 פרסם הפיקוח על הבנקים הוראה המאמצת את מסגרת באזל III בנושא יחס המינוף. על פי ההוראה על כלל התאגידים הבנקאיים לעמוד, עד 1 בינואר 2018, ביחס מינוף שלא יפחת מ-5%. תאגיד בנקאי שסך נכסיו המאזוניים על בסיס מאוחד הוא לפחות 20% מסך הנכסים המאזוניים במערכת הבנקאית נדרש לעמוד במועד זה ביחס מינוף של 6% לפחות. החל מ-1 באפריל 2015 התאגידים הבנקאיים נדרשים לכלול בדוחותיהם הכספיים גילוי של יחס המינוף. נכון לספטמבר 2015 כל חמש הקבוצות הבנקאיות עומדות ביחס הנדרש.

#### ב. סיכון האשראי<sup>45</sup>

במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של 2015 נרשם שיפור מסוים באיכותו של תיק האשראי הבנקאי, ונמשכה הירידה של ריכוזיות האשראי לפי גודל הלווה. נוסף על כך גדלה יתרת האשראי בכל הסקטורים (דיר, צרכני, עסקי, חו"ל), וגידולה התעצם ברביע השלישי של השנה. עיקר הגידול של יתרת האשראי מקורו באשראי למשקי הבית, בעיקר באשראי לדיר.

האשראי המאזני של סך חמש הקבוצות הבנקאיות התרחב בתקופה זו בשיעור של 5% והסתכם ב-899 מיליארדי ש"ח. רוב ההתרחבות מקורה בהמשך גידולם של האשראי לדיר והאשראי הצרכני. האשראי לענף הבינוי והנדל"ן צמח גם הוא, ויחד עם האשראי לדיר הם הגיעו ל-45%

במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של 2015 שמרה המערכת הבנקאית על חוסנה ועל יציבותה, על רקע הצמיחה המתונה של הפעילות הריאלית בישראל וסביבת הריבית הנמוכה. חוסנה ויציבותה של המערכת מתבטאים בעליית הרווחיות, בהמשך צבירת ההון וחיזוקו וברמה נאותה של נוילות. בתקופה זו נמשכה הירידה של ריכוזיות האשראי לפי גודל הלווה, תהליך שהפיקוח מקדם זה כמה שנים.

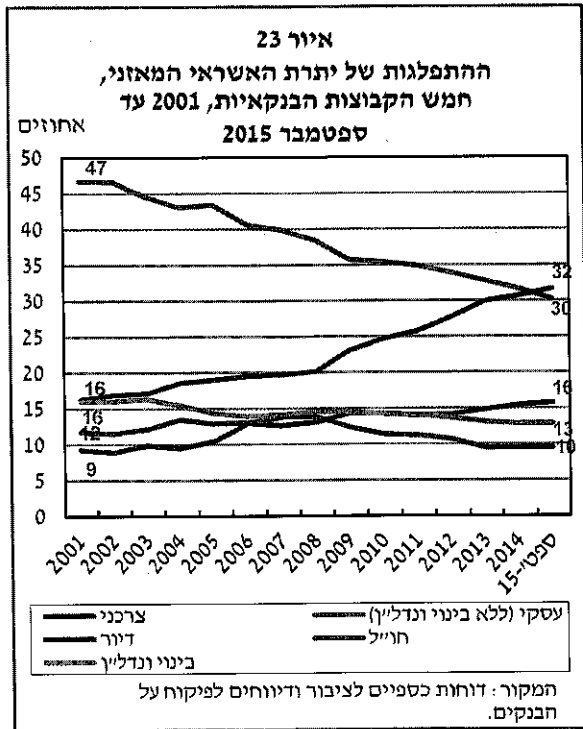
לצד אלה המשיך האשראי למשקי הבית לצמוח, וחלקו בתיק האשראי הבנקאי עלה – על רקע סביבת הריבית הנמוכה, העלייה של מחירי הדירות וגידול הצריכה הפרטית. הבנקים ממשיכים להגדיל את חשיפתם לאשראי לענף הבינוי והנדל"ן ולאשראי לדיר, שיחד מהווים כ-45% מתיק האשראי הבנקאי. המתאמים בין סוגי אשראי אלו הם בחזקת סיכון למערכת הבנקאית, והפיקוח על הבנקים פועל לניטור סיכון זה. בשנים האחרונות מתגברת הלוחמה הקיברנטית נגד מערכות בנקאות בארץ ובעולם. לצד זאת מתגברים סיכונים הציות וההתנהלות (conduct) בפעילות בנקאית חוצה-גבולות. אלו מציבים בפני המערכת הבנקאית אתגר, בפרט לנוכח הגברת הפיקוח והאכיפה על גופים פיננסיים בארץ ובעולם. לצד סיכונים אלה חשופה המערכת הבנקאית גם לסיכונים גיאופוליטיים, שחלקם ייבחו במסגרת מבחן הקיצון האחד. (ראו פרק תרחיש הקיצון).

#### א. הלימות ההון

יחס ההון העצמי רובד 1 של סך חמש הקבוצות הבנקאיות גדל במהלך תשעת החודשים הראשונים של 2015 ב-0.2 נקודת אחוז, עד לרמה של 9.4%. זאת הודות לרווחים שהבנקים צברו במהלך התקופה ולאחר שחלק מהם חילקו דיבידנד. הוראות המעבר הנוגעות לזכויות העובדים, שיישומן החל ב-1.1.2015, והמשך יישום הוראות המעבר הנוגעות לבאזל III השפיעו על יחס ההון העצמי רובד 1 לשלילה. אשר לרווחיות הבנקים – סך הרווח הנקי של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות עלה במהלך התקופה הנסקרת ב-19% והסתכם ב-6.8 מיליארדי ש"ח, והתשוואה להון הגיעה לשיעור של 10.2%, מעל לממוצע ארוך הטווח (כ-9.5%).

מהשוואה בין-לאומית עולה כי יחס ההון העצמי לנכסים של הבנקים בישראל דומה לערכו במדינות OECD. עם זאת, יחס ההון רובד 1 במערכת הבנקאית הישראלית נמוך מהמקובל במדינות OECD. אחת הסיבות המרכזיות

<sup>45</sup> הניתוח מתייחס לנתוני חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות בתשעת החודשים הראשונים של 2015 במונחים שנתיים.



**ג. סיכוני שוק**

המערכת הבנקאית חשופה לסיכונים הריבית ולסיכון בסיסי ההצמדה. מרבית הבנקים חשופים לעליית הריבית בכל מגזרי ההצמדה. ההפסד הפוטנציאלי כתוצאה מעלייה של נקודת אחוז בשיעורי הריבית גדל ביחס לרמתו בשנת 2014, ועמד בסוף ספטמבר 2015 על כ-4.4 מיליארדי ש"ח – 6.2% מהשווי ההוגן של ההון. על אף גידולה של חשיפה זו, רמתה עדיין נמוכה ביחס לחשיפות אשראי. החשיפה של המערכת הבנקאית לסיכון בסיסי הצמדה ירדה מעט השנה, וההפסד הפוטנציאלי כתוצאה מהשינויים המרביים באינפלציה ובשער החליפין<sup>46</sup> עמד על 398 מיליוני ש"ח בלבד, שהם 0.5% מסך ההון של חמש הקבוצות. מרבית הבנקים היו חשופים לפיחות בשער השקל ולירידה בלתי צפויה של מדד המחירים לצרכן, בדומה לאשקד.

<sup>46</sup> השינוי המרבי באינפלציה ובשער החליפין נקבע על פי השינויים החודשיים שחלו, בהתאמה, בציפיות האינפלציה ובשער החליפין הנומינלי של השקל כנגד הדולר לאורך 7 השנים האחרונות, בהנחה שההתפלגות נורמלית וברמת מובהקות של 99%.

מתיק האשראי הבנקאי. חשיפתם הגבוהה של הבנקים לאשראי לענף הבינוי והנדל"ן, לאשראי לדיור ולאשראי הצרכני והמתאמים בין סוגי אשראי אלו הם בבחינת סיכון למערכת הבנקאית. גם סביבת הריבית הנמוכה השוררת במשק מגבירה את הסיכון למערכת הבנקאית, משום שהיא עלולה לעודד את הפעילים ליטול סיכונים גדולים כדי להשיג תשואות, וכתוצאה מכך להגביר את הסיכון למינוף יתר של הלווים ולהביא לעלייה של מחירי הנכסים ואולי אף לתמחור חסר של הסיכונים הגלומים בהם.

האשראי העסקי של חמש הקבוצות הבנקאיות גדל בתקופה זו בשיעור נמוך של פחות מאחוז, המשך למגמת ההאטה המאפיינת אשראי זה בשנים האחרונות. עיקר ההתרחבות מקורו באשראי לענף הבינוי והנדל"ן, צמח במהלך התקופה בשיעור של 5%.

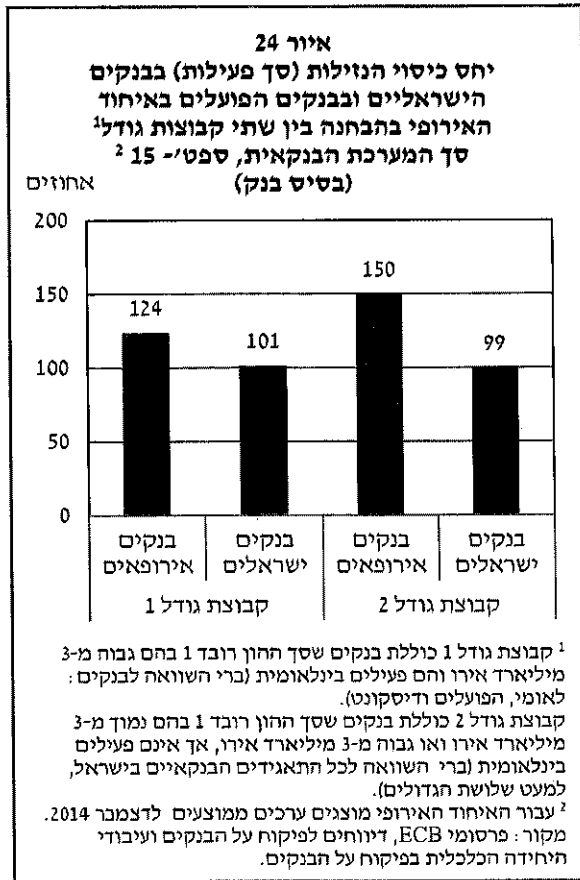
האשראי למשקי הבית המשיך לצמוח, וחלקו בתיק האשראי הבנקאי עלה מ-32% בדצמבר 2007 ל-48% בספטמבר 2015. אשראי זה הוא בשנים האחרונות מקור עיקרי לגידול האשראי הבנקאי, והוא התרחב בתקופה זו על רקע סביבת הריבית הנמוכה, העלייה של מחירי הדירות וגידול הצריכה הפרטית.

האשראי לדיור, שהוא כשני שלישים מהאשראי לאנשים פרטיים, התרחב בשיעור חד של 10% – בדומה לקצב גידולו בשנים האחרונות – והסתכם ב-284 מיליארדי ש"ח. היקף הביצועים החודשיים של ההלוואות למטרת מגורים במהלך שלושת הרבעונים הראשונים הסתכם ב-5.5 מיליארדי ש"ח בממוצע, ובחודש יוני הוא אף הגיע לשיא של 7 מיליארדי ש"ח. מאפייני הסיכון של ההלוואות למטרת מגורים שניתנו במהלך התקופה נותרו נמוכים: השיעור הממוצע של ההחזר מההכנסה היה 26%, ושיעור המימון הממוצע – 52%.

האשראי הצרכני התרחב ב-9%, וחלקו בסך תיק האשראי עמד על 16%. הואיל והיקף האשראי הצרכני התרחב במהירות בשנים האחרונות, עלה צורך לוודא שההפרשות להפסדי אשראי בגינו שמרניות דיין. לכן פרסם המפקח על הבנקים בינואר 2015 הוראה הקובעת כי החל מהדוחות לציבור לשנת 2014 שיעור ההתאמות האיכותיות הנכלל בהפרשה הקבוצתית להפסדי אשראי בגין האשראי הצרכני לא יפחת מ-0.75%.

ריכוזיות תיק האשראי לפי גודל הלווה המשיכה לרדת, אולם היא עודנה גבוהה יחסית. ברקע לירידתה עומדות, בין היתר, המגבלות המחמירות החלות על חבות של לווה ושל קבוצת לווים והתמקדותה של המערכת הבנקאית במגזר משקי הבית ובלווים העסקיים הקטנים.

**ד. סיכון הנוזלות**



מערכת הבנקאות הישראלית שמרה, בתום הרביעי השלישי של השנה, על רמה נאותה של נוזלות. הדבר בא לידי ביטוי בערכו המצרפי של יחס כיסוי הנוזלות (Liquidity, LCR) (Ratio Coverage)<sup>47</sup>, שעמד בספטמבר 2015 על כ-101% (איור 24), ובשיעורם הגבוה של הנכסים באיכות גבוהה. ערכו של יחס כיסוי הנוזלות התאפיין בשונות בין הבנקים, ועם זאת, כל הקבוצות הבנקאיות הציגו ערך גבוה מ-80% – דרישת המינימום שנקבעה לינואר 2016<sup>48</sup>. השוואה לבנקים הפועלים באיחוד האירופי מעלה כי נוזלותם של רוב התאגידים בישראל פחותה מזו של תאגידים מקבילים במדינות האיחוד בשתי קבוצות הגודל שנבחנו<sup>49</sup> (איור 24), אף כי חלק מהפערים נובעים מהקלות שניתנו לבנקים

<sup>47</sup> יחס כיסוי הנוזלות פותח בידי ועדת באזל במטרה לקדם את עמידות הטווח הקצר של פרופיל הנוזלות של התאגידים הבנקאיים. היחס מראה מהי כמות הנכסים הנוזלים האיכותיים שהתאגידים צריכים להחזיק כדי לשרוד בתרחיש קיצון משמעותי שנמשך 30 ימים קלנדריים. יחס כיסוי הנוזלות מורכב משני רכיבים: במונה – מלאי הנכסים הנוזלים האיכותיים (HQLA, High Quality Liquid Assets). מלאי זה בנוי משתי רמות של נכסים. רמה 1 – נכסים איכותיים, שהיקף החזקתם אינו מוגבל; ורמה 2 – נכסים שהיקף החזקתם מוגבל ל-40% ממלאי הנכסים הנוזלים האיכותיים. (רמה זו מחולקת לשתי רמות משנה: 2 ו-2; היקף החזקתם של נכסים ברמה האחרונה מוגבל ל-15%). במכנה – סך תזרים המזומנים היוצא נטו, דהיינו סך תזרים המזומנים היוצא הצפוי בתרחיש הקיצון בניכוי סך תזרים המזומנים הנכנס הצפוי בתרחיש. את סך תזרים המזומנים היוצא הצפוי מחשבים על ידי הכפלת היתרות של קטגוריות או סוגים שונים של התחייבויות מאזניות וחוך-מאזניות בשיעורי משיכתן הצפויים (off run או drawn down). את סך תזרים המזומנים הנכנס הצפוי מחשבים על ידי הכפלת היתרות של חייבים חוזיים (contractual receivables) בשיעורי הריבית שצפויים להתקבל עליהן בתרחיש – כל זאת עד לרף מצטבר של 75% מסך תזרים המזומנים היוצא הצפוי.

<sup>48</sup> ב-1 באפריל 2015 עמדה הדרישה המזערית על 60%; בתחילת ינואר 2016 היא תהיה 80%, ובינואר 2017 תגיע ליעד של 100%.

<sup>49</sup> קבוצה הגודל 1 כוללת בנקים שסך ההון רובד 1 בהם גבוה מ-3 מיליארדי אירו, והם פעילים בין-לאומית (בני השוואה לבנקים "לאומיים", "הפועלים" ו"דיסקונטי"); קבוצת הגודל 2 כוללת בנקים שסך ההון רובד 1 בהם נמוך מ-3 מיליארדי אירו או גבוה מ-3 מיליארדי אירו, אך אינם פעילים בין-לאומית (בני השוואה לכל התאגידים הבנקאיים בישראל, למעט שלושת הגדולים).

האירופיים. איכות הנכסים של התאגידים הישראליים, וביחוד של הקטנים שבהם (קבוצת גודל 2), עולה על זו של מקביליהם באיחוד האירופי<sup>50</sup>, שכן יתרת נכסיהם רובה ככולה ברמה 1, ועיקרה מזומנים ופיקדונות בבנק המרכזי (איור 25).

אשר לאיכות המקורות – ניכר כי אלו יציבים, וכי הבנקים הישראליים נשענים, כמקור עיקרי למימון פעילותם, על פיקדונות קמעוניים, ופחות על מימון סיטוני פיננסי. בספטמבר השנה היוו הפיקדונות הקמעוניים (אנשים פרטיים ועסקים קטנים) כ-54% מסך הפיקדונות – פיקדונות סיטוניים לא פיננסיים כ-24% ופיקדונות פיננסיים כ-23% (איור 26). ריכוזיות הפיקדונות הגדולים השתפרה מעט במהלך התקופה הנסקרת, וזאת לאחר ארבע שנות גידול.

<sup>50</sup> ממצא זה מקבל משנה תוקף לנוכח ההקלות שיושמו באיחוד האירופי בעניין סיווגם וכשירותם של הנכסים הנוזלים בחישוב יחס כיסוי הנוזלות.

**נספח ע/12**

**עותק מתכתובת המיילים עם המשיב 2 מיום  
26.3.2015**

הודעה שהועברה

מאת: **Yael- MQG** <yael@mqg.org.il>

תאריך: 26 במרץ 2015 בשעה 19:15

מכתב התנועה למען איכות השלטון בישראל, ע"ר בעניין בקשה לקבלת מידע: RE: נושא  
ומסמכים בהתאם לחוק חופש המידע, התשנ"ח-1998

אל: Ronen.Nissim@boi.org.il

רון שלום,

תודה רבה על המענה (האדיב והמהיר כרגיל),  
נשקול את המשך צעדינו לאור התגובה,  
שבת מבורכת,  
יעל

יעל קריב-טייטלבאום, עו"ד

ליטיגציה כלכלית

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

טל' 02-5000073 פקס 02-5000076

[yael@mqg.org.il](mailto:yael@mqg.org.il)

**From:** [Ronen.Nissim@boi.org.il](mailto:Ronen.Nissim@boi.org.il) [mailto:[Ronen.Nissim@boi.org.il](mailto:Ronen.Nissim@boi.org.il)]

**Sent:** Thursday, March 26, 2015 5:36 PM

**To:** [yael@mqg.org.il](mailto:yael@mqg.org.il)

**Subject:** RE: מכתב התנועה למען איכות השלטון בישראל, ע"ר בעניין בקשה לקבלת מידע ומסמכים בהתאם לחוק חופש המידע, התשנ"ח-1998

יעל שלום,

מצ"ב תשובתנו.

בברכה, רון.