

# רשות ניירות ערך

## פרוטוקול ישיבת רשות מס' 5-2009 שהתקיימה ביום א' 19.7.2009 במשרדי הרשות בירושלים

בהשתתפות:

חברי מליאה: זוהר גושן, יו"ר

אתי איינהורן, צביקה אקשטיין, אורלי דין, האני חאג'  
יחיא, אסף חמדני, דבורה חן, אורלי ירקוני, יהלי כהנוב,  
מיכל עקביה, שי פלפל.

חברי סגל:

לימור אופז-רצון, שרון אופיר, שוני אלבק, יעל אלמוג,  
אלעזר אמיר-הימל, משה ברקת, צביקה גבאי, גיתית גור-  
גרשגורן, דורית גילת, אבי דנון, אלחנן הרמור, מוטי ימין,  
אבי לאור, דודו לביא, שרה קנדלר, דניאל רימון.

### סדר היום:

1. אישור פרוטוקולים:  
פרוטוקול ועדת רשיונות לענין חוק להשקעות משותפות בנאמנות מס' 1-2009 מיום 24.5.2009  
פרוטוקול הועדה לעניני שוק משני מס' 3-2009 מיום 24.5.2009
2. תסקיפים חוזרים.
3. הוראה למנהלי קרנות בעין גמול לדירקטורים חיצוניים.
4. הצעת חוק להסדרת פעילות חברות הדירוג, התשס"ט – 2009.
5. הוראה לתאגידים המורשים בדבר חובת קביעת נהלי עבודה בנוגע לדרכי פעולתם והתנהלותם.
6. הצעה לתקן חשבונאות מספר 18 (מעודכן 2009) דיווח כספי על ידי בתי חולים ציבוריים וקופות חולים.
7. הסמכת עובד חדש במחלקת השקעות על ידי הרשות.
8. עריכת ביקורת לפי סעיף 156 – עדכון הסמכת מבקרים שאינם עובדי רשות.
9. מצגת בנושא "שוק אג"ח חברות – תמונת מצב".
10. שונות.

## הדין

ז. גושן: שלום לכולם. בואו נתחיל עם אישור פרוטוקולים.

### 1. אישור פרוטוקולים:

**פרוטוקול ועדת רשיונות לענין חוק להשקעות משותפות בנאמנות מס' 2009-1 מיום 24.5.2009**

**פרוטוקול הועדה לעניני שוק משני מס' 2009-3 מיום 24.5.2009**

מ. עקביה: יש לי הערה. לא הייתי בישיבת ועדת רשיונות וכתוב שהייתי בה פרוטוקול נהדר אבל לא הייתי שם.

ז. גושן: אוקי אז זה נרשם. זו לא היתה ועדה שאת אישרת באי מייל?

מ. עקביה: לא, זו היתה ועדה שהייתי אמורה להיות בה ובסוף היה לי דיון בוועדת חוק ההסדרים ולא יכולתי להגיע ולא אישרתי.

### 2. תשקיפים חוזרים.

ז. גושן: תשקיפים חוזרים – האם יש הערות? אושר.

### 3. הוראה למנהלי קרנות בעין גמול לדירקטורים חיצוניים.

א. לאור: תקנות החברות מסדירות את נושא גמול הדירקטורים, לרבות גמול שנתי וגמול עבור השתתפות בישיבה מסוימת. בחברות ציבוריות הגמול נגזר משווי נכסם מנוהל ומההון העצמי של התאגיד. מאחר והתקנות חלות רק על חברות ציבוריות, הן לא חלות על חברות לניהול קרנות נאמנות שהן בבסיסן חברות פרטיות, ובחזרה הזאת אנחנו רוצים בעצם להחיל את התקנות בשינויים מסוימים גם על חברות ניהול קרנות נאמנות, כדי לאפשר למנהלי קרנות למנות דירקטורים עם כישורים מתאימים וליצור קורלציה בין האחריות שמוטלת על הדירקטור לבין הגמול שהוא זכאי לו. מהלך דומה נעשה על ידי אגף שוק ההון בגופים המוסדיים הפרטיים. שם החילו את התקנות במלואן כדי למנוע מצב שדירקטור בגוף מוסדי שהוא חברה ציבורית יקבל ערך X ודירקטור בחברה פרטית יקבל Y, הם החילו את התקנות עם הקלה לגופים מסדיים שיש להם היקף פעילות נמוך. הסיבה העיקרית שאנחנו רוצים להחיל כאן הסדר מיוחד היא ריבוי הישיבות שקיים בענף הקרנות. חוק השקעות משותפות בנאמנות מחייב מנהל קרן לקיים מספר ישיבות לא מבוטל. כדי לשבר את האוון, סעיף 20 לחוק השקעות משותפות

בנאמנות מחייב מנהל קרן לקיים ישיבה של ועדת השקעות אחת לשבועיים שבה חייב להיות נוכח דירקטור חיצוני. בנוסף, יש להם ישיבות דירקטוריון אחת לרבעון שבו חייבים להיות נוכחים שני דירקטורים חיצוניים. ולכן, בגלל ריבוי הישיבות, רצינו להחיל הסדר שונה. סיבה אחרת ונוספת היא שבתקנות כל גמול הדירקטורים מתבסס או נגזר משווי הנכסים המנוהל ומההון העצמי. זה פחות משמעותי בחברות לניהול קרנות נאמנות, מאחר והחובות המוטלים על הדירקטורים הם זהים גם כשמדובר בחברה שהיא בעלת היקף נכסים נמוך וגם כשהיא מנהלת היקף נכסים גבוה. החוק מאוד ספציפי לגבי מהות הישיבות ומה צריך לדון בהן, ולכן פה זה פחות משמעותי. ההסדר שאנחנו מציעים זה בעצם הסדר של שכר מינימאלי, הסדר שבעצם קובע את הדרגה הראשונה בתקנות בתור השכר המינימאלי שאותו דירקטור חיצוני יקבל. שינוי נוסף הוא שתקנות גמול הדירקטורים מאפשרות לחברה ציבורית לשלם פחות במידה וישיבת דירקטוריון התבצעה באמצעות תקשורת וללא התכנסות בפועל. בגלל שאנחנו רואים חשיבות רבה בישיבות שהתדירות שלהן נקבעת על פי חוק - בדרך כלל אלה ישיבות שקובעות את מדיניות ההשקעות של הקרן לזמן הקרוב ומסדירות את ההתנהלות שלו - אז הישיבות האלה יהיו מחויבות לשכר מלא ואי אפשר יהיה להפחית מהסכום הזה. ישיבות אחרות, שהתדירות שלהן לא מוסדרת בחוק, יוכלו לזכות בהקלה הזאת של 50 או 60 אחוז - תלוי איך הישיבה התבצעה.

- י. כהנוב: לי יש שאלה. אתה יכול לתת לנו מושג על גובה הסכומים?
- א. לאור: כן, בהחלט.
- י. כהנוב: ראיתי מה שיש פה.
- א. לאור: אם מקיימים רק את הישיבות שקבועות...
- י. כהנוב: השכר השנתי על כמה הוא עומד?
- א. לאור: השנתי לדירקטור חיצוני בדרגה הראשונה 18,300.
- ד. חן: בעקבות מה שיהלי אומר, השאלה היא אם מחפשים את טובתה של החברה - כלומר, חיסכון לחברה - או את נקודת הראות של הדירקטור. בהתחשב בזה שאנחנו רוצים, שיבואו דירקטורים ברמה בכירה ושיש ריבוי ישיבות, הפועל היוצא של זה הוא רק שאותו דירקטור "גזלן", במרכאות, יקבל המון כסף. אבל אם יש המון ישיבות אז זה גם דורש המון התעסקות. לכל ישיבה כזאת צריך גם להתכונן, צריך לקרוא חומר, צריך לשים לב למה שהוא אומר. אם יתנו לדירקטור איזה שהוא סכום שהוא אפילו איננו דמי כיס, והוא צריך

לנסוע לאיזה מקום ולבזבז זמן, ולפעמים על ישיבה של שעה שורפים חצי יום כי צריכים לנסוע לאיזה מקום ולמצוא חנייה וכל הדברים האלה - השורה התחתונה של כל הדברים האלה, שמי שיבוא להיות דירקטור זה אחד שאין לו מה לעשות - ולא אחד שאנחנו היינו רוצים לראות אותו יושב בדירקטוריון כזה. כי אז השאלה היא מה האלטרנטיבה שיש לאותו בן אדם.

י. כהנוב: מאה אחוז. 18 אלף שקלים זה דבר מגוחך.

ד. חן: כן, אפשר לחשוב ש-18 אלף שקל זה סכום.

א. לאור: כשאנחנו מדברים על בערך 40 ישיבות בשנה זה סכום לא מבוטל וזה הסכום המינימאלי. זה רק על הישיבות שמחויבות על פי חוק.

ד. חן: אבל אתה רוצה לתת לו חצי. חצי מאלף שקל זה 500 שקל לישיבה. תאמין לי שגם אם לוקחים לתפקיד הזה מישהי שמנקה את הבית ומוסיפים לה דמי נסיעות וכיוצא באלה, אנחנו כבר מגיעים לסכום שהוא לא רחוק.

ד. לביא: רק כדי לחדד: אנחנו לא מציעים לתת לו חצי מהסכום, אלא מאמצים בדיוק את אותם עקרונות שעמדו לנגד עיניו של המחוקק כאשר קבע את הכללים האלה ביחס לתגמול של דח"צים בחברות ציבוריות.

י. כהנוב: ואתם הולכים ומגדילים את האחריות של הדירקטורים. עוד אחריות ועוד אחריות ועוד אחריות. וזה בסדר גמור. אני בעד. פעם דירקטור היה מגיע לישיבה, כן מגיע, לא מגיע, מכיר את החומר, לא מכיר את החומר, מתעניין, לא מתעניין, לא קורה כלום. היום להיות דירקטור זאת אחריות גדולה והרבה עבודה. לפני כל ישיבה צריך להתכונן, להכין, להביא, להתייעץ עם אנשים וכן הלאה. כשאתה מדבר איתו על 18 אלף שקלים לשנה זה סכום - סליחה - מגוחך. לגבי הישיבות, טוב, בישיבות הוא מופיע. זה לא שמביאים לו מתנה. הוא מופיע לכל ישיבה ומתכונן לישיבה. הוא בא לישיבה, וכן הלאה.

ד. חן: אם תיקח את השעות של הנסיעות, תשעות שהוא פיזית בישיבה והשעות שהוא צריך להתכונן לישיבה, ההערה שאמרתי קודם לגבי האישה שעוסקת בניקוי משק בית יוצאת אחד לאחד.

א. לאור: ה-500 שקלים זה לא הסכום שישלם לו אם הוא יהיה נוכח בישיבה. אם יהיה נוכח בישיבה, ישולם לו הסכום המלא. המנגנון שיש ממילא בתקנות האלה זה מנגנון של הפחתה: במידה ולא הייתה התכנסות בפועל, מנהל הקרן או החברה הציבורית רשאי להפחית מהסכום הזה. מובן שאם הוא השתתף, הוא זכאי לסכום המלא.

- ד. חן: אתה מראש גם מגביל אותו לסכום הכי נמוך. למה? ואם מדובר בחברה...
- ז. גושן: לא, זה המינימום.
- ד. חן: מה מינימום?
- ז. גושן: במינימום.
- י. כהנוב: בחברות יותר גדולות נותנים יותר.
- ז. גושן: אנחנו קובעים רק מינימום. אם הם רוצים לתת יותר, שיתנו יותר.
- י. כהנוב: כן, כן. בחברות הגדולות מקבלים יותר.
- א. איינהורן: אי אפשר לנתק את הקשר בין גודל הגוף לבין הגמול. כי אולי כמות הישיבות היא אותה כמות ישיבות אבל הגמול צריך להיות גם פונקציה של האחריות.
- ד. לביא: לא בהכרח. זאת אומרת, אם אנחנו מסתכלים על הפעילויות של מנהלי הקרנות, אנחנו רואים שיש מנהל קרנות שמנהלים קרנות שמבחינת המורכבות התפעולית והמתודולוגית שבניהול תיק ההשקעות שלהם - גם מקום שבו הם מנהלות נכסים בהיקפים נמוכים - נדרשת מיומנות מוגברת. נדגים את זה אפילו באיזו שהיא דוגמה רק כדי לשבר את האוזן: נניח שיש מנהל קרן שמנהל נכסים בהיקף של מיליארדי שקלים, אבל מרבית הכסף מנוהל בקרנות כספיות. אנחנו יודעים שהיקפי הכספים שמנוהלים שם הם מאוד מאוד גדולים. מצד שני, יש מנהל קרן שמנהל מספר נכסים בהיקף יותר קטן אבל הקרנות שהוא מנהל הן קרנות ממונפות, קרנות עם פעילות בחו"ל, קרנות שחלק מתיק הנכסים שלהן מנוהל במיקור חוץ ומחייב עין בוחנת או פיקוח מוגבר. אנחנו בעצם מעבירים את הנטל של ההערכה של האיזון שבין תשומות שמושקעות על ידי האורגנים שלו, לבין התגמול הראוי באופן כזה שהוא בסופו של דבר... הרי בסך הכל, צריך לזכור, מדובר פה על התקשרות מרצון בין החברה לבין הדירקטוריון שלה. המטרה כאן היא בעצם לקבוע איזה שהוא רף מינימאלי שמנסה לאזן בין שני דברים. ה אחד הוא אימוץ אותם מנגנונים שנקבעו על ידי המחוקק לעניין ההבחנה בין שכר קבוע ושכר עבור ישיבה, תוך הבחנה בין ישיבה שמתבצעת באופן פרונטאלי וישיבה שמתבצעת מרחוק באמצעי תקשורת. כאן אנחנו דווקא מחמירים, ולא כפי שנאמר כאן קודם, כי אנחנו באים ובעצם קובעים חזקה גם לעניין ישיבות שמתקיימות באמצעי תקשורת. וזה בשונה, למשל, ממה שנקבע במסגרת התקנות מכוח חוק החברות: מקום שבו ישיבה נעשית באמצעי תקשורת אבל

היא במסגרת אותו מינימום שמתחייב בהתאם להוראות החוק, הגמול לא יהיה מחצית הגמול ולא 60 אחוז מהגמול, הגמול יהיה מאה אחוז מהגמול. במובן הזה, בעצם, אנתנו באים ואומרים: שכר המינימום הוא ברמה של תאגיד שההון העצמי שלו הוא עד 37 מיליון שקל. זאת האנלוגיה בין עולם התאגידים הציבוריים למנהלי הקרנות, כאשר מעבר לזה לא מן הנמנע שבגופים שהיקף הפעילות שלהם גדול יותר, המורכבות שלהם גדולה יותר וגם תדירות הישיבות... צריך לזכור שיש ישיבות שלא הוזכרו כאן כשיבות סטטוטוריות, אבל בהתאם להוראות החוק, דירקטוריון למשל, נדרש לאשר עסקאות שהן ביגוד עניינים או עסקאות מהותיות. הדברים האלה קורים בתכיפות יחסית גבוהה. אם אנחנו נקבע כאן חזקות או קביעות לעניין סכומים שהם מעבר לכך, אנחנו יכולים ליצור חסמים משמעותיים או ליצור אנטי תמריץ.

הבנתי מדבורה שאנחנו מדברים כך גם על התשלום השנתי. אנחנו רוצים שהדירקטורים היו ברמה יותר ויותר גבוהה. והדרישות שאנחנו מציגים, הרף שאנחנו מציגים, הוא יותר ויותר גבוה כל הזמן. והוועדות שמסננות, וכן הלאה, הן שוב עם דרישות יותר ויותר גדולות, והאחריות יותר גדולה. כנגד זה, הסכום הוא סכום מגוחך - אז אתה אומר ישיבות... כן, ישיבות, אבל האיש עובד. הוא בא לישיבות, הוא מתכוון, מתייעץ והוא בא. אבל הסכום הבסיסי, ללמוד את העניין, ללמוד את החברה, להיכנס לעניין וכו' - הוא סכום מגוחך. זה מה שאמרה דבורה. לגבי הישיבות, אם הן מתקיימות בטלפון או לא בטלפון, זה כבר פחות חשוב. אבל הסכום הבסיסי, צריך למשוך אנשים טובים לבוא ולהיות דירקטורים הוא לא משמעותי, ממש לא משמעותי.

י. כהנוב:

דודו, יש לי שאלה נוספת שהיא עוד לפני הכניסה לתוכן של ההסדרה ונוגעת למסגרת. היא לכאורה משפטית, אבל אני חושבת שהיא שאלה חשובה בעניין הזהירות שבה הרשות משתמשת בכוח שניתן לה. והשאלה היא שאלת הסמכות. אני חותרת לזה הפעם מכיוון אחר. הנושא הזה מוסדר בחוק החברות. יש סמכות לשר המשפטים לקבוע תקנות בהיוועצות עם רשות לניירות ערך. הנושא הזה מוסדר. יש איזו לקונה לא מטופלת. חברות פרטיות....

מ. עקביה:

אבל אנחנו חושבים שזה לא חל.

ד. גילת:

זה לא חל, אבל הסמכות להסדיר את זה, זה תקנות של שר המשפטים. מאיפה אנחנו שואבים את הכוח לקבוע הסדרה של נושא שזאת לא האכסניה המתאימה לו? אני אשמח להסבר.

מ. עקביה:

ד. גילת: ההסדרה מבחינה לשונית יכולה להתפרש לשני פנים. היא יכולה להתפרש באופן שהיא חלה על מנהלי קרנות ויכולה להתפרש באופן שהיא לא חלה על מנהלי קרנות. באופן עובדתי אני בטוחה - האמת, אני ביררתי את העניין הזה - זאת אומרת, אנחנו לא היינו שם כשהתקינו את התקנות האלה וביררתי כדי לדעת שאומנם ועדת הכספים לא ראתה - או משרד המשפטים, לפחות, לא ראה לנגד עיניו - מנהלי קרנות...

מ. עקביה: את זה ראיתי גם בנייר. מאה אחוז. התקנות לא מתייחסות לזה בסדר. הסמכות היא לשר המשפטים לקבוע את זה בתקנות בצורה מסוימת.

ד. לביא: הממונה על שוק ההון קבע את ההוראה במסגרת חוזר.

מ. עקביה: בסדר.

א. חמדני: אני חושב שההקבלה היא לא כל כך מדויקת. אין סמכות - עדיין לא - לרשות ניירות ערך לתת הוראות לחברות איך להתנהל. יש סמכות לרשות ניירות ערך לתת לקרנות נאמנות, שהן גופים תחת פיקוחה, הנחיות איך להתנהל.

מ. עקביה: בעניין הספציפי של גמול דירקטורים שבו יש הסמכה ספציפית...

א. חמדני: חוק החברות לא יכול לחול על קרנות נאמנות כקרנות נאמנות כי זו רגולציה נפרדת.

ש. אלבק: כל ה-CORPORATE GOVERNANCE של חברות מוסדר בחוק החברות. עם זאת, כאשר יש רגולציה על, נניח, מתוך פיננסי מיוחד כמו בנק, אז המפקח על הבנקים מוציא הנחיות. ואם מדובר בחברת ביטוח - אותו דבר, אם מדובר בקרנות פנסיה - אותו דבר, אם מדובר בקרנות נאמנות - אותו דבר. אם התקנות היו חלות והיה רשום שזה חל, בוודאי לא היינו נוגעים בזה גם אם היינו מעורבים. אבל זה לא חל, אז נשאר את זה בלי?

מ. עקביה: לשיטתך, התקנות הרי יכלו לחול?

ש. אלבק: התקנות האלה, לצערי הרב, אם היו תלות אז לא היינו נכנסים להסדרה הזאת. אבל הן לא חלות, או שיש שאלה לגבי זה, למה אנחנו צריכים להשאיר את זה כשאלה?

- מ. עקביה: השאלה היא לא אם הן חלות או לא חלות. השאלה היא אם המקום להסדיר אותן זה תקנות כאלה?
- ש. אלבק: אני לא רואה עם זה שום בעיה כל עוד הן לא סותרות את התקנות של משרד המשפטים. והן לא. להיפך, אנחנו מתאימים.
- מ. עקביה: בסדר.
- ד. גילת: השר לא ירד לרזולוציה של חברות מסוג מסוים. הוא הבחין בין ציבוריות ללא ציבוריות. מעבר לזה הוא לא התעסק.
- מ. עקביה: עכשיו הרשות יכולה להציע לו לרדת לרזולוציה הזאתי ולתת הסדר.
- ש. פלפל: כמה מנהלי קרנות נופלים לקטגוריה של פחות מעשרה מיליון שקל הון עצמי?
- ש. אופיר: בערך חמישה.
- ד. לביא: המבחן לא מתייחס להון עצמי כי ההון העצמי של חברות לניהול קרנות הוא בסדר גודל של כ-800 אלף שקל היום. המקבילה להון העצמי זה שווי הנכסים המנוהל ומספר מנהלי הקרנות שמנהלים סכומים של פחות מעשרה מיליון שקל הוא קטן מאוד, חמישה.
- ד. גילת: חמישה.
- ש. פלפל: אז מה, אנחנו יושבים על חמישה? אז או שהם לא יהיו בשוק או שהם ישלמו לדירקטורים.
- ד. גילת: בדיוק.
- ז. גושן: נראה לי, עם כל הכבוד, שאנחנו מקדישים לעניין הזה הרבה יותר זמן ממה שחשבתי שהנושא הזה ייקח.
- א. איינהורן: רק עוד הערה קטנה, בקשר לרצון לא להכביד על הגופים הקטנים. נראה לי דווקא שכן הכבדתם עליהם, כי במנגנון הזה שקובע גמול מלא גם לשיבות שלא כרוכות בהתכנסות בפועל, וממלא הרי אותם גופים קטנים שילמו ממילא את השכר בדרגה הכי נמוכה, אז עכשיו הם נשארים באותה דרגה



ומשלמים יותר, כי גם על ישיבות בלי התכנסות הם צריכים לשלם באופן מלא.

ד. לביא: היום יש, בעצם, ואקום. זאת אומרת, השוק לא פועל באיזו שהיא דרך אחידה כי יש אי בהירות לגבי המסגרת שחלה עליו לעניין הגמול. כמו שיהלי ציין קודם, דירקטור שמגיע לישיבה צריך להתכונן ולהיערך לקראתה. ואנחנו סברנו שהסכומים שקבועים כאן הם סכומים הולמים שאמורים להבטיח באמת גמול.

א. איינהורן: אבל למה ביטלתם את הקטנת הגמול לגבי ישיבות בלי התכנסות?

ד. לביא: כי לגבי הישיבות הסטטוטוריות לא רצינו ליצור תמריץ לקיים את הישיבות באמצעי תקשורת.

א. איינהורן: והעבדתם את התמריץ ממנהלי הקרנות לדח"צים. הם אלה שיבקשו עכשיו לעשות ישיבות.

ד. לביא: לא הבנתי. למה?

א. איינהורן: לא יודעת, אבל זה בהחלט יכול ליצור הכבדה על גופים קטנים.

מ. ימין: אם אפשר, אולי רק תערה קטנה בתגובה למה שיהלי אמר והציע קודם לכן לגבי הגמול השנתי שמקבלים הדירקטורים החיצוניים בחברות. לגבי מנהלי קרנות או בחברות הציבוריות, אני יכול למר שרק לפני שנה תוקנו התקנות הללו, הועלה הגמול שניתן לשלם לדירקטורים חיצוניים ובין היתר אפשרו לתרות הציבוריות לשלם גמול גבוה יותר לדירקטורים חיצוניים בעלי מומחיות מיוחדת. זאת, כדי למשוך ולעודד את אותם אנשים שהיינו רוצים שיכהנו בדירקטוריונים של החברות הציבוריות. ועדיין, הגמול הוא לא בסדרי גודל של מאות אלפי שקלים והוא, כמובן, תלוי בהון העצמי של החברה והוא נע בסדרי גודל של מספר עשרות אלפי שקלים. הסכום תלוי, קודם כל, בהון העצמי של אותה חברה. ל שהיא גדולה יותר, כך היא גם תוכל לשלם גמול שנתי גבוה יותר לאותו דירקטור חיצוני. תלות נוספת היא במידת המומחיות והכשירות של אותו דירקטור חיצוני. ובהקשר הזה, מאחר והתקנות הללו, שמתייחסות לחברה ציבורית, לא הוסדרו על ידי הרשות אלא נקבעו על ידי שר המשפטים מכוח סמכות שהוקנתה לו בחוק החברות, אנחנו בסך הכל מתחברים, בגדול, למנגנונים שכבר נקבעו על ידי מחוקק המשנה בהקשר הזה.

ז. גושן: טוב, הידיעה הזו ממש מרתקת. אבל בואו נזכור שתי נקודות מרכזיות. נקודה אחת: אנחנו לא בנינו פה הסדר מאפס עם ניתוחי רגישות, עם ניתוחי עלות

תועלת, עם ניתוחי פונקציות. כל מה שעשינו הוא שלקחנו הסדר שהיה ספק אם הוא חל על הקרנות והחלנו אותו על הקרנות במתכונת שנראית לנו סבירה. השני נקודה שנייה: אנחנו קובעים רצפה. אנחנו לא קובעים תקרה. החברות שיירצו לתת יותר, יתנו יותר. וזו הנקודה המרכזית. אנחנו, בעצם, שומרים את התחתית ולא מגבילים. אנחנו לא יוצרים תקרה. אגב, בעבר הרגולציה קבעה גם תקרה לשכר שאפשר לשלם לדירקטורים חיצוניים. כל מתכונת שלא נקבע בהקשר הזה תמיד וכל להגיע לעוד לפחות עשר דעות אחרות על מתכונת חלופית. אני מציע שבהקשר הזה נאמץ את המתווה שהצוות המקצועי מציע. השינויים בין המתכונת המוצעת לבין המתווה המלא שקיים בחוק החברות, הם, לדעתי שינויים ראויים, כולל הביטול של ההפחתה לחצי על ישיבה במתכונת של התכנסות טלפונית. אני מקבל את ההערות שלך, אבל איך שלא ניגע בזה, זה יוצר לנו בעיה אחרת. זה לא שעולם אחד בלי בעיות והשני עם בעיות. אנחנו רק מחליפים בעיה אחת בבעיה אחרת שנראית לנו יותר.

א. איינהורן: לפחות העולם האחד הוא המקובל לגבי כל הגופים האחרים.

ז. גושן: זה נכון. אבל אנחנו מעדיפים את הבעיה השנייה. והחלק השני זה ההיפרדות מהנושא של גודל. שני השינויים האלה הם שני השינויים העיקריים. הם נראים לי שינויים ראויים והייתי מציע שנאשר את זה, אלא אם כן יש לכם התנגדות דרמטית לעניין הזה. טוב, תודה. אני מבקש לדלג על נושא ארבע ולהעביר אותו לסוף פ הוא ייקח מאיתנו קצת יותר זמן. הייתי קודם כל רוצה לגמר את הנושאים כי אני חושב שהם יותר קטנים. נושא חמש, בבקשה.

## 5. הוראה לתאידיים המורשים בדבר חובת קביעת נהלי עבודה בנוגע לדרכי פעולתם והתנהלותם.

א. הרמור: אנחנו שוב מגיעים למליאה לבקש לעשות שימוש בסמכות שניתנה לנו לא מזמן בסעיף 28 לחוק, כלומר שהרשות רשאית לקבוע הוראות הנוגעות לדרכי פעילותו וניהולו של בעל רישיון, מה שעשינו כאן. מביקורות שאנחנו עושים, ואנחנו מסתובבים די הרבה בשטח, אנחנו רואים שהרבה פעמים הפרות החוק אינן נובעות מאיזו שהיא כוונה להפר את החוק אלא מאיזה שהוא מצב שבחברות אין סדר שגורם לכך שהן יעמדו בדרישות החוק. אנחנו חושבים שקביעת נהלים, או חיוב החברה בקביעת נהלים, בהחלט יכולה לשפר את עמידתם בחובות שנדרשות מהם. מעבר לכך, זה נותן לנו כלי פיקוחי נוסף, כי אנחנו אז יכולים לבוא ולראות אם החברה אכן קבעה נהלים ואם היא גם מיישמת אותם. ההוראה קובעת, חוץ מהקביעה שצריך לקבוע נהלים, שצריך לפעול על פיהם. אני חושב שזו קביעה חשובה וזה ייתן לנו כלי

מאוד חשוב בפיקוח. העברנו את החררה הזאת בטיטה להערות הציבור. קיבלנו הערות, שחלקן נכללו בתוך מה שאנחנו מביאים בפניכם. העברנו את זה גם לבנק ישראל. לא קיבלנו תגובה, ויזמנו פגישה עם מנהלי תיקים יחסית קטנים כי תמיד בגלל שיש כ-200 חברות ניהול תיקים ועוד 50 חברות פחות או יותר שמתעסקות בשיווק או בייעוץ השקעות, אנחנו לא מקבלים תגובות מהחברות הקטנות כי הן לא מיוצגות על ידי אף ארגון. אז יזמנו פניה למספר חברות קטנות ודווקא קיבלנו תגובות. אני יכול להגיד שאותי זה הפתיע כי, למעשה, הן הבינו את הצורך בכתיבת נהלים בזה שיהיה להם יותר קל להתנהל מול הרשות ומול החוק. אם אתם רוצים, אני לא חושב שיש צורך, לעבור על נושא נושא אבל בעיקרון, הנושאים האלה שהכנסנו כאן אינם באים במקום נושאים אחרים. כמובן, ומבלי לפגוע בכלליות הכתוב כאן, הכוונה היא שיהיה נוהל לכל דבר שנוגע לקיום הוראות החוק, אבל כללנו פה רשימה של דברים שלדעתנו הם היותר אקוטיים ודברים שנקלענו בהם לבעיות בעבר. ולכן, הכנסנו אותם כאן כנהלים ספציפיים שאנחנו דורשים. אם יש שאלות אני אשמח לענות.

מ. עקביה: אתם מציינים שיש הוראות דומות לאגף שוק ההון, למפקח על הבנקים ובכל מיני מקומות בעולם. יש איזה שהוא מחקר שראה אם זה מועיל באיזה שהוא אופן לפני ואחרי?

ד. חן: זו שאלה טובה מאוד.

אלחנן: זאת שאלה טובה באמת. לא, אין לנו מחקר כזה, כלומר אם זה מועיל או לא. אני חושב שיש מעט מאוד מחקר בכלל אם רגולציה זה דבר מועיל, אבל אני חושב שמהתגובות שקיבלנו מהשטח וגם מניסיונו, במקומות שיש נהלים ושאיני אומר נהלים אני מתכוון לנהלים אמיתיים ולא נהלים שנועדו "לכסתח" נקרא לזה, החברות עובדות יותר טוב. כי אז המנהלים יודעים מה הם צריכים לעשות, העובדים יודעים מה הם צריכים לעשות, ואני חושב שאם אנחנו נשים דגש על הדברים האלה יהיה שיפור. להגיד לך שיש מחקר על זה אני לא יודע.

צ. אקשטיין:: ב-OECD יש עבודות גם בבנק העולמי.

ש. אלבק: יש ספק אמיתי שכאשר התהליך הוא תהליך ראוי יש סיכוי יותר טוב שהתוצאה תהיה יותר טובה?

ז. גושן: זאת לא תשובה לגיטימית לשאלה שלה.

- ש. אלבק: מה?
- ז. גושן: זאת לא תשובה לגיטימית לשאלה שלה.
- ש. אלבק: זו אותה שאלה.
- ד. חן: מיטב הרמאויות והנוכלויות וכיוצא באלה, או חלק לא מבוטל מהם, היו בחברות שהנהלים בספריהן היו סופר מתוקתקים. אז, לכן, בסופו של יום הנהלים האלה נראים לי דבר יפה אבל שאף אחד לא ישלה את עצמו שזה בא במקום בדיקה עם זכוכית מגדלת ומעלה עם הדברים האלה.
- ש. אלבק: אני לא חושב שמישהו משלה את עצמו.
- צ. אקשטיין: יש עבודות על זה גם ב-OECD, הרבה מאוד, גם בבנק העולמי וגם עבודות מחקר שהתפרסמו בז'ורנלים מקצועיים ואקדמיים הכלכליים.
- י. כהנוב: ומה הן אומרות?
- צ. אקשטיין: מה הן אומרות? מה ששוני האינטואיציה שלו אומרת. ה-OECD כולו בנוי על מערכות כאלה של חקיקה ונהלים, אולי גם לא צריך חקיקה?
- ז. גושן: צביקה, ההבדל בין הגרסה שלך לגרסה של שוני זה שהגרסה שלך אומרת יש מחקרים ב-OECD וכל מיני מקומות והגרסה ואצל שוני זה חוזר לגרסה הידועה של 'לא יעלה על הדעת'. אני חשבתי שהטיעון הזה ירד מהפרק.
- צ. אקשטיין: איפה?
- ד. חן: לא. בבית משפט בכל פעם שאתה טוען 'לא יעלה על הדעת' ואתה מקבל את פסק הדין אתה רואה שזה עולה גם עולה על הדעת. את זה כל פרקליט מתחיל יודע.
- ז. גושן: אני רק רוצה להוסיף שמעבר למה שהזכיר צביקה, זה גם מקל עלינו את האכיפה, ברגע שיש נהלים, האכיפה משתכללת. אז לפחות בהיבט הזה, על זה אנחנו יכולים להעיד מתוך עצמנו: שיותר קל לנו לאכוף כשיש נהלים מאשר כשאין נהלים.

ש. פלפל: אגב, תמיד, לפחות במקומות שאני הייתי, כשהתחילו למנות מבקר פנים הדבר הראשון שהיו מטילים עליו זה לכתוב נהלים, ואז הוא יכול בעצמו לדעת מה בסדר ומה לא. ובקשר לזה, מה שחסר לי זה חתימות על צ'קים או פעילויות פיננסיות. כל הנושא הזה - או שלא שמתי לב - אבל לא כתוב, בכל זאת. שיהיה ברור מי מוסמך לחתום על מה.

א. הרמור: דגש פה בנהלים האלה זה על יחסים בין לקוח לחברה מבחינת השירות שנותנים לו. וחוק הייעוץ לא מתייחס באמת לעניינים האלה.

ז. גושן: הערות נוספות? טוב. אושר.

**6. הצעה לתקן חשבונאות מספר 18 (מעודכן 2009) דיווח כספי על ידי בתי חולים ציבוריים וקופות חולים.**

ז. גושן: מי מציג, משה?

מ. ברקת: אני אציג, כי עדי לא כאן. מובאת לכאן לאישור ההצעה לתקן חשבונאי במסגרת ההחזקה המשותפת במוסד לתקינה של רשות ניירות ערך ולשכת רואה חשבון. המוסד לתקינה עוסק גם בהתקנת כללים לחברות פרטיות, למלכ"רים, במקרה הזה לבתי חולים ציבוריים וקופות חולים. זה פרי עבודה של כמה שנים. בעיקר, אייל סולגניק ומיכל עבאדי, שהייתה חברת מליאה, קידמו את הדבר הזה. התקן משפר את הדיווח של בתי חולים וקופות חולים בצורה משמעותית ונקווה שגם בהשכלה גבוהה יעשו דברים דומים.

ז. גושן: אני חושב שהשורה הכי דרמטית בשביל המליאה: "יצוין כי כיום לא קיים גוף המהווה בית חולים ציבורי או קופת חולים אשר הינו תאגיד מדווח הכפוף להוראות חוק ניירות ערך". אני חושב שזה החלק.

א. איינהורן: אבל בכל זאת יש לי הערה.

ז. גושן: בבקשה.

א. איינהורן: אני אשאל את משה: התקינה החשבונאית בישראל מאפשרת לכל ישות באשר היא, בין אם היא מלכ"ר או לא, לדווח על בסיס התקינה החשבונאית הבינלאומית גם אם התקינה הזאת לא חלה עליה - ועל הגופים האלה היא לא חלה. ופה המוסד לתקינה חשבונאית בחר שלא לאפשר לבתי חולים וקופות חולים ליישם את התקינה הבינלאומית, וזאת כדי לפגוע בהשוואתיות. נושא ההשוואתיות הוא כמובן חשוב הוא חשוב לא רק לקופות חולים. הוא חשוב בכל מגזר. גם צריך השוואתיות בדיווח הכספי של אוניברסיטאות ובדיווח

הכספי של עיריות ועוד ועוד, ולמרות זאת התקינה מאפשרת לאמץ את התקנים הבינלאומיים במחיר של שיבוש ההשוואתיות. למה המחיר הזה מתקבל על הדעת בכל מגזר אחר ופה לא? כי זה נראה לי כמו טלאי על התקינה שלא נראה לי מוצדק.

מ. ברקת: כאן ההבחנה היא בין מלכ"ר ובין מי שאינו מלכ"ר. לדעתי, כאשר המוסד ירחיב ויתקן גם לגבי גופים אחרים שהם מלכ"רים, הוא ימשיך עם אותה מגמה שהחשבונאות המקומית תהיה החשבונאות האפשרית היחידה. לגבי חברות, מכיוון שיש פה ניסיון לעודד חברות ללכת לתקינה בינלאומית, אז שם נותנים את האלטרנטיבה.

א. ירקוני: רק לידיעה: הרשות הגיבה על הדבר הזה? כי היו 30 יום להגיב והם חלפו.

מ. ברקת: כן, הסגל המקצועי היה שותף.

א. ירקוני: אוקיי. זאת אומרת, שהוא אישר את זה?

מ. ברקת: כן.

א. ירקוני: או לא היו לו הערות?

מ. ברקת: נכון, לנוסח הסופי.

ה. חג' יחיא: איך הגופים האלה מוגדרים היום, כלומר קופות חולים ובתי חולים, באיזה מסגרת תאגידית - עמותה או מוסד ללא כוונת רווח?

מ. ברקת: לדעתי, רובם מלכ"רים. אני לא מכיר בדיוק, אבל רובם מלכ"ר.

ה. חג' יחיא: אז מלבד הנושא של החלת תקן חשבונאי מס' 5 וגילוי דעת 69, יש עוד דברים נוספים לגבי תקן 18?

מ. ברקת: התקן הזה, למעשה, כולל בתוכו את מסגרת הכללים הרלוונטיים.

ה. חג' יחיא: מה בנוסף לתקן 5 וגילוי דעת 69? באופן כללי, מה בנוסף לזה?

מ. ברקת: לא, זה העיקר.

ה. חג' יחיא: זה העיקר?

ז. גושן: טוב, אושר.

**8. עריכת ביקורת לפי סעיף 156 – עדכון הסמכת מבקרים שאינם עובדי רשות.**

מ. ברקת: מדובר בהסמכה של מבקרים חיצוניים, גורמים שמבצעים עבורנו ביקורת לפי סעיף 156. אנחנו רוצים שהמליאה תאשר את הסמכתם של רואי חשבון מורד שמואלי, שוב, הם נבחרו לפי הפרמטרים שאישרנו בעבר מבקרים מהסוג הזה, ומתבקש האישור לגביהם ולגבי העובדים שלהם.

ז. גושן: לא, אבל יש לך כמה.

א. איינהורן: ואחת לכמה זמן מחדשים את ההסמכה? איך זה הולך?

מ. ברקת: ההסמכה הזאת היא לא מוגבלת.

ז. גושן: אני חושב שההערה נכונה ושנחנו צריכים לשקול לקצוב אותה בזמן.

י. אלמוג: אבי, החוזים לא מוגבלים בזמן?

א. דנון: מוגבלים. אבל צריך גם את ההסמכה.

ז. גושן: צריך להצמיד את ההסמכה לאורך של החוזה. בסדר.

ד. חן: יש לי עוד שאלה בעניין הזה של ההסמכה. איך אתם שומרים על קטע של ניגוד עניינים? הלא ברגע שאתה נותן הסמכה למשרד עורכי דין פרטי ועורך דין איקס הוא מבקר מטעמך הוא כאילו עובד רשות. אז מה אם מחר, כשהאיש שיושב שני חדרים ממנו מייצג איזה... ואני יודעת שאתם מאוד מקפידים בענייני ניגוד עניינים.

ש. אלבק: אנחנו באמת מאוד מקפידים בענייני ניגוד עניינים.

ד. חן: נו, אז מה אתם עושים בעניין הזה?

ש. אלבק: אז אני אסביר מה אנחנו עושים. כל בן אדם שאנחנו מתקשרים איתו, כולל כל עובד שנמצא ברשימה הזאת, מגיש נייר שמתייחס לניגוד עניינים אישי שלו ולניגוד עניינים של המשרד. בנייר זה הוא מפרט את כל הלקוחות שיש

פוטנציאל לניגוד עניינים לגביהם, ככל שקיימים כאלה, ואז אנחנו בודקים שניגוד העניינים הוא כזה שאו שאפשר להתגבר עליו ואם אי אפשר להתגבר עליו אז האדם לא מגיע לשולחן הזה כי הוא מוצא מהתהליך לפני כן.

ד. חן: אבל אני שואלת ברמה העקרונית. אולי לא הסברתי את עצמי. יש משרד איקס שהוא משרד גדול. יש שם 30 עורכי דין, שלושה עובדים אצלכם כמבקרים פנימיים ושלושה אחרים מייצגים אנשים מול הרשות. איך מתמודדים עם זה? זאת השאלה באופן כללי לא לגבי לקוח ספציפי.

ש. אלבק: אז אני מסביר, באופן לא כללי אלא באופן מאוד ממוקד. כל לקוחות המשרד הזה שיש להם איזה שהוא פוטנציאל לניגוד עניינים, לא רק שהם בשוק ההון אלא שהם קשורים לשוק ההון, אנחנו מקבלים את שמותיהם ומקבלים את אופי השירות שניתן להם, ועל פי זה אנחנו מחליטים אם יש ניגוד עניינים ואחר כך אם אפשר לנטרל את ניגוד העניינים או שאי אפשר לנטרל את ניגוד העניינים. ולפי ההחלטה הזאת נקבע אם הבן אדם עובר בכלל להיות מועמד שמקבל את האישור של המליאה.

ז. גושן: גיתית בבקשה.

## 9. מצגת בנושא "שוק אג"ח חברות – תמונת מצב".

ג. גור-גרשגורן: אני אתן לכם היום סקירה קצרה על שוק האג"ח ועל מה שאנחנו עושים במעקב אחריו. בתקופה האחרונה אנחנו רואים תופעות שמראות על התעודדות בשווקים. זה נכון לסוף יוני, וזה עוד המשיך לעלות ביולי. מדובר פה במדדי התל בונד - גם התל בונד 20 וגם התל בונד 40. בתל בונד 40 יש את הריכוז של חברות הנדל"ן. אנחנו רואים שלמעשה, מבחינת המדדים, חזרנו לתקופה של טרום המשבר של ינואר 2008. אני קוראת לזה טרום המשבר שהגיע לישראל. גם מבחינת תשואות לפדיון, כשאנחנו מסתכלים על התפלגות החברות לפי התשואה לפדיון, אז אם אוגוסט זה החלק אפרפר, אוגוסט 2008, היום אנחנו אחרי שהיה לנו זינוק במספר החברות שהתשואה שלהם לפדיון היא מאוד מאוד גבוהה בעייתית, אנחנו רואים שמספר החברות עם תשואה לפדיון גבוה ירד בהדרגתיות והיום חזרנו פחות או יותר לרמות של אוגוסט. למרות שצריך לזכור שיש פה גם עוד איזה שהיא הטייה שבדרך נפרדנו מכמה חברות, מהחברות הפחות טובות, ולכן הירידה הזאת מוסברת בחלקה לפחות, גם מזה. כשאנחנו מסתכלים על מרווח התשואה לפדיון מהעקום אז ב-1.1.07 אתם רואים שקשה היה להבחין בשכבות השונות בין הדירוגים. פה לקחנו כמדד לסיכון את הדירוג של חברות הדירוג יש כאלה שיגידו שפה (1.1.07) זה תת תמחור או תמחור חסר, אחר כך במהלך המשבר ובעיצומו באמת התפזרו



וראינו שקשה מאוד לשוק לתמחר נכון את הסיכון, שיש פה רמה מסוימת של כשל בתמחור. היום כבר התכנסנו ורואים שיפור ביכולת לתמחר. האם שם זה צריך להיגמר או לא? האם זה הנורמל וב-2007 באמת היינו בתת תמחור? קשה להגיד. יש שאומרים שכן, אבל בפירוש יש שיפור.

ז. גושן:

תשאירי רגע את השקף הזה. השקף הזה, ברשותך, הוא בעיני תמונה אחת השווה אלף מילים. זהוהשקף שמספר את הסיפור של המשבר הזה. אם יש וויכוח על הצורה של איך זה נראה בינואר 2007, אם זה נמוך מידי, אם זה צריך להיות טיפה יותר גבוה - זה בסדר, אבל עדיין בתחומים האלה יש איזה שהוא מתאם בין תשואה לסיכון. אנחנו עדיין באזור של ניסיונות תמחור של השוק: תמחור חסר או תמחור יתר, זה לא כל כך חשוב. אבל מה שאנחנו רואים בינואר 2009, אנחנו רואים את הענן הזה שהוא בעצם מעבר מסיכון לאי ודאות. הוא, אם תרצו במילה אחת, פאניקה. והוא בעצם זה שיוצר את הענן הזה שמכניס פרמטרים של סיכון ושל אי ודאות ושל פאניקה. וככול שחולף הזמן, אנחנו רואים איך השוק מתחיל לחזור לעצמו והענן הזה הולך ומתכווץ. בעצם, זה הסיפור של המשבר הזה.

ג. גור-גרשגורן:

ובאמת, אותו ענן שיתק לחלוטין את השוק הראשוני. רק עכשיו אנחנו מתחילים לראות התחלה של חלחול של אותו שיפור בשוק המשני אל תוך השוק הראשוני. אז אם מסתכלים על התקופה שמינואר 2009 עד היום, אנחנו רואים שבסך הכל היו 16 מיליארד של הנפקות, מתוכם יותר מחצי על ידי חברות ממשלתיות ובנקים. מדובר ב-28 חברות שביצעו 39 הנפקות, ונמצא כאן משה כדי להעיד שיש לנו עוד עכשיו הרבה מאוד תשקיפי מדף עם חברות שמחכות לטיימינג הנכון כדי להנפיק. כשאנחנו מסתכלים על מי החברות האלה אנחנו רואים קודם כל שבאמת היה גידול - למרות שהגידול המשמעותי, שוב, זה אותן חברות בנקים וביטוח. חברות ממשלתיות אנחנו כבר לא רואים בחודשים האחרונים. אבל החלחול של אותו שיפור בא בזה שאנחנו חאים טווח יותר גדול של דירוגים. אם עד מרץ, עד אפריל אפילו, ראינו רק את דירוגי ה-AA מינוס, אז במאי וביוני אנחנו כבר מתחילים לראות A פלוס וביוני הגענו לדירוג של A מינוס. עדיין אנחנו לא רואים את כל הספקטרום של הדירוגים, אבל אנחנו רואים שיפור בזה שאנחנו נכנסים לדירוגים נמוכים יותר. לגבי איזה תנאים דורשים המנפיקים, עדיין אנחנו רואים שגם במונחים של מספר החברות וגם במונחים כספיים, רוב ההנפקות האלה הן ללא שעבוד בכלל. גם משמסתכלים על אמות מידה פיננסיות, על אותם "קובנטים", אנחנו לא רואים ם לא במספר חברות וגם לא בשווי שמתקבל מספרים מרשימים.

ז. גושן: גם כאן, אחד מהנושאים שעלו במשבר זה השאלה של האופן שבו התנהלו המשקיעים המוסדיים באופן שבו הם נתנו אשראי בשוק האשראי החוץ בנקאי.

א. ירקוני: חוזרים לסורם.

ז. גושן: זה עולם כמנהגו נוהג. אין שום הפקת לקחים. אין שום הפנמה של הלקחים של המשבר, ובעצם האשרא מוענק גם ללא בטוחות וגם ללא "קובנטס", ללא הגנות פיננסיות. היינו חושבים שאולי נראה ביטוי לזה במחירים, שהמחירים יבטאו את העלייה בסיכון, אבל גם שם, ההערכה שלנו היא שמדובר בתחרות מאוד קשה בין המשקיעים המוסדיים שמובילים לתת-תמחור, נקרא לזה כך, של הסיכונים שהם לוקחים על עצמם. וזה חבל, כי את האופן שבו זה התבטא במשבר הזה כבר ראינו. וזה חוזר על עצמו, מבלי שהלקחים האלה הופקו.

ד. חן: אז רק שאלה, אני תוהה תמיד, בעיני רוחי, מתי יהיה פיצוץ הבועה הבא?

ז. גושן: מי שיודע יעשה הרבה כסף.

י. כהנוב: או יחסוך הרבה כסף.

א. חמדני: אחרי שזה יקרה, כולם יגידו שהם ידעו.

ג. גור-גרשגורן: לגבי הסדרים, אז במעקב על כל ההסדרים בין אוקטובר ליוני היו 36 חברות. מתוכן, ארבע חברות הן חברות מדווחות בלבד. אומדן סך ערך נקוב שנמצא באותם הסדרים זה כ-5.4 מיליארד סך. שווי השוק הוא 1.6 מיליארד. כמו שאתם יודעים, אפשר להבין מהפערים על טיב האג"ח שנמצא בהסדר. מבחינת התפלגות, אז באמת אנחנו רואים שיש 13 חברות שעדיין בתהליך של הסדר חוב, 14 חברות שבהן כבר אושר הסדר חוב ויש לנו 6 חברות בפירוק. מתי מתחיל ההסדר של התהליך? אנחנו התחלנו כשיש ממש הצעה אז בדרך יש עוד 3 חברות לפחות שיש מינוי נציגות לקראת הליכה להסדר.

ז. גושן: כאן חשוב להבהיר, שהעמודות האלה בעצם מספרות סיפור של עבודה מאוד מאוד מאומצת ומאוד קשה במחלקת תאגידים, שמלווים את כל אחד מההסדרים האלה. כל הסדר כזה מעורר שורה ארוכה של בעיות ומחייב התערבות בלא מעט נושאים, מה שמעסיק אותנו לא מעט כדי לוודא שההסדרים הם הסדרים שאנחנו יכולים להשלים איתם. כי יש המון מצבים שבהם, מסיבות שונות, לכל הצדדים יש אינטרס לעשות הסדר שהוא לא טוב מבחינה כללית אבל משתיק בעיות ספציפיות של כל אחד מהשחקנים. ובעצם,

אנחנו מוצאים את עצמנו גם במצבים שכולם מסכימים ואנחנו היחידים שמקלקלים את המסיבה.

א. חמדני: יש לי שאלה, אלא אם כן זה יהיה אחר כך, כמה מהנציגויות האלה אם אנחנו יודעים או כמה השתמשו בנציגות החשאית? שזה דבר שהיה אחד מהדברים שעשינו בזמנו ומעניין אותי לדעת עד כמה זה תפס או לא?

ז. גושן: הנציגות החשאית?

א. חמדני: כי הרושם שלי זה שהם מפחדים משום מה מפחדים מזה ולא משתמשים בזה. או שבגלל שזה חשאי אנחנו לא יודעים?

מ. ברקת: מתוך השלושה כמה נציגויות?

א. חמדני: לא, בכלל בהסדרים, כמה באמת משתמשים בדבר שהרשות נתנה להם בכלי הזה?

ג. גור-גרשגורן: הוא מדבר על קציני אשראי?

ז. גושן: לא, הוא מדבר על השעיית הגילוי.

ג. גור-גרשגורן: אנחנו פה מציגים הסדרים בהם זה עבר את השלב החשאי, ויש כבר גילוי פומבי.

א. ירקוני: ומתי זה באמת מתי זה שוחרר על ידי הרשות להגבלים עסקיים?

ג. גור-גרשגורן: שוחרר?

ז. גושן: מזמן בחוק ההסדרים.

א. ירקוני: היה להם זמן להשתמש בזה כבר?

ז. גושן: כן, זה חודש וחצי.

א. ירקוני: שחודש וחצי זה מעט מאוד בשביל הסדר זה לא הרבה זה תהליך.

ז. גושן: חודש וחצי יש את ההקלה.

צ. אקשטייו: האם יש קשיים טכניים בכל המהלכים או שזה נראה כמו שזה נראה למישהו שקורא את העיתון שהכל עובד?

ז. גושן: יש קשיים וחלקם העיקרי נמצא במגרש שלנו ואנחנו עובדים צמוד עם החברות כדי להסיר את המכשלות במקרים שאנחנו חושבים שהקשיים הם מכשלות, לפעמים אנחנו לא חושבים שזה מכשלה אנחנו חושבים שהדברים שהם רוצים הם לא לגיטימיים, אבל בגלל זה ביקשתי לעצור את השקף בדיוק בגלל שאנחנו מלווים את ההסדרים האלה כדי להסיר את הבעיות שעולות.

י. כהנוב: אתה ציינת שיש מקומות שכל הגופים מסכימים והרשות לא מסכימה.

ז. גושן: נכון.

י. כהנוב: אתה יכול לתת דוגמה?

ז. גושן: אז יש מצבים שבהם למשקיעים המוסדיים זה כדאי להסכים למרות שההסדר הוא לא טוב כי זה מאפשר להם מבחינה חשבונאית לדחות את ההפסד ולזרוק אותו לעוד עשר שנים קדימה, לחברה זה נוח כי היא מקבלת גרוש וחצי, ליזמים זה טוב כי הם שומרים על מעמדם, כולם נמצאים במין חבירה שכל אחד תפרו לו הסדר שהוא לא טוב אבל הוא עונה לו על איזה שהוא צורך אחר, אבל התוצאה שהם מגיעים אליה היא לא סבירה מבחינת המהות הכלכלית של ההסדר ואז אנחנו מוצאים את עצמנו.

י. כהנוב: ואז אתם מכשילים את ההסדר.

ז. גושן: כן.

י. כהנוב: נאלצים להכשיל.

ז. גושן: כן.

ד. חן: אני תוהה מה קרה לכל אותם חברות, הלא ישבנו פה לפני כמה חודשים ודובר על זה שיש המון אג"חים שצריכים להיות משולמים ולהיפרע.

ז. גושן: זה בהמשך המצגת.

ד. חן: לא, ממש בימים אלה ואמרו נדל"ן ברומניה נדל"ן פה.

ז. גושן: בהמשך המצגת תיכף תראי.

ג. גור-גרשגורן: מבחינת הערך נקוב שנמצא אז לפחות מה שאושר אתם רואים שזה כ-1.5 מיליארד, השווי שוק של זה אגב זה כמעט 500 מיליון כשליש רק כדי לקבל הערכה שעדיין גם לחברות שנמצאות בהסדרים עדיין יש חשש גדול של המשקיעים לפחות לגבי ההסתברות שלהם לעמוד בתשלומים. אם אנחנו מסתכלים על לוח סילוקים או על התשלומים הצפויים של החברות, אז אנחנו רואים, זה נכון אגב ליוני, אנחנו רואים שיש עדיין לפחות 12.5 מיליארד ב-2009 הסכומים האלה עולים אנחנו מגיעים לפיק של 34.8 ב-2012, יש עוד סכומים אחרים שצריכים להגיע לתשלום. השיפור בא מהכיוון מה שאתם רואים באדום זה אותו אחוז מתוך תשלומים שזה שייך לחברות שנסחרות בתשואה לפדיון מעל 25 אחוז מה שאנחנו קוראים במונח פרום מקצועי אג"ח זבל, ופה בהשוואה לתקופה אחרת לפני כמה חודשים הגל האדום הזה הרבה יותר נמוך ומצומצם וזה בחלקו נובע משיפור ובחלקו נובע מחברות בחדלות פירעון ולא רואים את המשך תשלומים שלהם הגל האדום ממשיך לכיוון 2016, 2017.

ד. חן: לא הבנתי, החברה קרסה?

ג. גור-גרשגורן: שחברה קרסה או שלא יכלה לפדות או שהגיעה להסדר כזה שפדתה את האג"ח במחיר לא מחיר. זאת אומרת היא אמרה להם בואו נגיע להסדר מלא אתם מקבלים סכום מסוים על כל שקל אבל לא יהיו תשלומים עתידיים שנוכל לעמוד בהם.

ז. אקשטיין: מה ה-RECOVERY RATE בהסדרים במוצע?

ג. גור-גרשגורן: אז RECOVERY RATE אין לנו מאוד קשה להגיע אליו, אם יהיה לנו זמן אז אני אראה לך.

ז. אקשטיין: אי לא מבין אבל בכל הסדר שאתם מלווים אני מבין שאתם יודעים את ההסדר?

ג. גור-גרשגורן: אנחנו מכירים את ההסדר אבל ההסדרים הם מאוד מורכבים, כדי לעשות RECOVERY RATE מלא ההסדרים הם מאוד מאוד מגוונים חלקם פשוטים יחסית וזה עניין של פריסת תשלומים, אחרים מורכבים יש עניין של של מנזת יש עניין של שינוי של הריבית, זאת אומרת יש הרבה מאוד מגוון, זה משהו שאנחנו עובדים עליו אבל הוא דורש הרבה מאוד גם הרבה מאוד הנחות אני חושבת שבעלות תועלת למעקב יום יומי זה לא בדיוק שווה את

זה, אנחנו כן מסתכלים אבל על השווי שוק ביחס לערך הנקוב בעקבות לפני ואחרי המשבר.

ז. גושן: אם אתה משתמש בשווי שוק בתור אינדיקציה ל-RECOVERY RATE אנחנו מדברים על האזור של 30-40 אחוז.

ג. גור-גרשגורן: לעשות ממש את ה-RECOVERY RATE האחוזי זה, מורכב בהרבה.

ז. גושן: זה המספרים זה ככה הם מתגלמים בשוק.

ג. גור-גרשגורן: הנה נתתי לך כאן על 1.49 זה בדיוק 480 מיליון, 1.49 מיליארד זה מה שכבר אושר. בגלל המספרים האלה בגלל גודל הרישומים שעוד צפוי אנחנו ברשות באמצעות צוות שהוא שותף למספר מחלקות ברשות עושים מעקב מאוד מאוד צמוד אחר מדגם של החברות, כדי באמת להגיע לאיזו שהיא הערכה לגבי איזה חברות עומדות בפני בעיות, באיזה סדרי גודל זה עומד גם לצורך ניהול סיכונים פנימי שלנו וגם כדי לטפל אחר כך בכל הנושא של ההסדרה, נעשות פה הרבה מאוד פעולות של לימוד על מי הן החברות ואיפה היו אותם כשלים עוזרים לנו בהבנת הצורך לשינוי. מספר החברות שנדרשות לשלם לתקופת המדגם (התחלנו ב־סוף הרבעון הראשון ועד סוף שנת 2009) זה למעשה 327 חברות, אנחנו חתכנו במיון ראשוני של רף של חמישה מיליון תשלומים לתקופה הזאת, כל מי שמתחת הוצאנו מהמדגם זה השאיר אותנו עם 240 חברות ועם סך של 10.5 מיליארד שקל מתוך 12.1 שזה סך התשלומים לתקופה.

ז. גושן: אם תרצו זה בעצם חברת דירוג פנימית של רשות ניירות ערך שהיא האמינות שלה נבחנה לפי מדגם שעשינו עד סוף יוני ואמינות מאוד מאוד גבוה, ועכשיו אנחנו מקבלים את התוצאות עד סוף דצמבר. אנחנו לא בודקים RECOVERY RATE אנחנו רק בודקים כשל, אתה היית צריך לשלם 5 מיליון שקל האם אתה תשלם אותם כן או לא, לא בודקים את השאלה האם בהנחה שלא שילמת בסוף אתה תשלם ארבעה וחצי מיליון שקלים או מיליון שקל מתוך החמישה, רק האם אתה תהיה בהפרה של ההתחייבות החוזית שלך זה מה שעושה המדגם הזה, זה בעצם דירוג פנימי שלנו לגבי ההסתברות שחברות שצריכות לשלם כסף עד סוף השנה.

ד. חן: ישלמו או לא ישלמו? זאת אומרת זה אחד או אפס?

ז. גושן: אחד או אפס בדיוק, זה אחד או אפס.

- צ. אקשטיין: ישלמו את הכל או רק חלק.
- ז. גושן: זה לא נכנס לשאלה האם אחר כך יעשו איתם הסדר והם ישלמו את חלקו או שיתפשרו איתם או איזה שהוא הסדר אחר, זה רק בודק האם יהיה תשלום כן או לא.
- י. כהנוב: וזה לא בגדר נבואה חלקית?
- ז. גושן: זה לא נבואה חלקית כי אנחנו לא אומרים מי החברות האלה המידע נמצא אצלנו אנחנו לא מפרסמים.
- ד. חן: גם החברות נדרשו לתת לכם אינפורמציה.
- ז. גושן: נכון, אבל אנחנו מפרסמים רק את האגריגיט, את הסך הכל של הדבר הזה אבל אין שמות של חברה פלונית אלמונית כי בעצם הדירוג הזה במובנים מסוימים זה סוג, אם היינו צריכים לתת הערת עסק חי, היינו צריכים להוציא הערת עסק חי של הרשות לאותם חברות שפילו פה בדירוג הכי נמוך אם אין להם את הערת עסק חי, ואנחנו לא מוציאים את ההערה הזאת בדיוק מהסיבה שאתה מזכיר. אבל מה שחשוב להבין מה המתודה שאנחנו עושים, אנחנו מדרגים את הסיכון שחברה מסוימת שצריכה לשלם מעל 5 מיליון שקלים לא תשלם, אנחנו לא נגענו ב-RECOVERY RATE.
- י. כהנוב: אתה לא חושב שזה עבודה שלכם או עניין שלכם לתת גם אינפורמציה יותר מדוקדקת?
- ז. גושן: אני חושב שזאת העבודה של הרואה חשבון.
- י. כהנוב: אבל אם אתם עושים כמו חברת דירוג והגעתם למסקנות שחברה מסוימת אין ספק או כמעט שאין ספק שהיא לא תעמוד בהתחייבויותיה, למה הציבור לא יכול ליהנות מזה?
- ז. גושן: הרשות לא מגלה מידע. הרשות היא לא מקור מידע עצמאי, אנחנו משתמשים בנתונים שאנחנו אוספים כאן לצורך ניהול הסיכונים שלנו במחלקת תאגידים בעבודה של הרפרנטים מול רואי החשבון שמבקרים את החברות ומול החברות עצמן כדי לוודא שמידע שהן צריכות לגלות אכן מגולה, אבל אנחנו באופן עצמאי לא עושים את העבודה עבור השוק ונותנים את ההערכות, אנחנו לא מחליפים את הרואי חשבון זה עבודה פנימית עבורנו לצורך תכנון העבודה

ולצורך ניהול הסיכונים בתוך מחלקת תאגידים כמו ביתר המחלקות שמקבלות את החומר גלם של השמות של החברות ויודעות אחרי מי צריך לעקוב ואיזה מידע צריך לבקש שיצא החוצה.

י. כהנוב: אנחנו למדנו פה שאחת המטרות העיקריות שלה זה גם עניין של שקיפות.

ז. גושן: נכון.

י. כהנוב: זאת אומרת שהמשקיע הקטן או הגדל ידע להשקיע את כספו ולקבל את מירב הנתונים. אז יש לך נתונים מובהקים או כמעט מובהקים, למה אתה חושב שאנחנו לא צריכים לשתף אף אחד?

ז. גושן: אז אני אומר, תזכור שזאת הערכה של רשות ניירות ערך.

י. כהנוב: בסדר ברור.

צ. אקשטיין: אבל אתה מבוסס על מידע שלא חשוף לציבור.

ז. גושן: לא, המידע חשוף לציבור.

צ. אקשטיין: לא, המידע הפרטני על חלק מהחברות.

ז. גושן: חשוף לציבור.

צ. אקשטיין: כל המידע שאתם משתמשים בו?

ג. גור-גרשגורן: כל המידע שהוא בסיס לעבודה הזאת הוא חשוף לציבור.

צ. אקשטיין: אה הוא לא מבוסס על מידע שאתם...

ג. גור-גרשגורן: לא, הערכות שלנו מתבססות על העובדה שאנחנו פותחים את אותם דוחות כספיים לומדים את החברה מסתמכים פה על המקצועיות של הרפרנט שמלווה את החברה הזאת כבר כל כך הרבה שנים, אוספים כל אינפורמציה אפשרית שהיא מפורסמת לציבור ומוסיפים את הידע המקצועי שלנו זה נכון.

צ. אקשטיין: אין פה מידע פרטני.

ד. חן: יש לי שאלה. הדוחות שבזמנו חייבתם שאישרנו את זה לפני איזה שלושת רבעי שנה שכל חברה צריכה לתת לכם דוח איך היא תפרע, את זה יש לכולם?



- ז. גושן: לא.
- ד. חן: את זה אתם מפרסמים?
- ז. גושן: זה מפורסם בציבור, אין שום מידע שהחברות מגלות רק לנו הכל שקוף לציבור. זו אגב החלטה נהדרת קיבלנו עליה המון המון תגובות מהשוק והיא הוסיפה המון מידע לשוק היא שיפרה מאוד את המסחר באגרות החוב זה היה מהלך מאוד מאוד חשוב. אבל אני חוזר, שוב אנחנו לא מחליפים לא את רואי החשבון לא את חברות הדירוג כל מה שאנחנו עושים כאן זה לצורך ניהול העבודה שלנו, אוקי? כשאתה רואה חברה שנופלת בחלק האדום אז אתה יכול לדעת שאצל משה ברקת מחלקת תאגידים יש רפרנט שיודע שהחברה הזאת היא באדום והוא יודע שהוא צריך לעקוב אחריה ולראות שכל נתון שצריכה לגלות לציבור מגולה. אז מהניהול סיכונים שלנו זה עוזר מאוד, אבל אנחנו לא נגלה את הדירוג שנתנו לחברות ואנחנו נהיה שחקן שבעצם משפיע על השוק.
- צ. אקשטיין: מי יפקח עליכם? מי ישמור על השומרים?
- ז. גושן: מי יפקח עלינו ומי ימכור לנו ביטוח באחריות מקצועית.
- אורלי ירקוני: אפרופו הנושא החם של היום גם עם חברות הדירוג אתם מנהלים דיאלוג עם אחת החברות נגיד בצבע האדום או רק עם רואה החשבון של החברה?
- ז. גושן: רק עם רואה החשבון.
- י. כהנוב: תודה לאל, חברות הדירוג לא גילו דייקנות מופלגת.
- ז. גושן: רגע, אם רוצה למחות רגע על ההערה הזאת, קודם כל ממה שאנחנו דווקא בדקנו בכל מה שקשור לדירוג קלאסי של אגרות חוב הם עשו עבודה לא רעה בכלל.
- י. כהנוב: גם לפני המשבר?
- ז. גושן: גם לפני המשבר. המשל שלהם במכשירים המובנים במכשירים הפיננסיים שמה הכשל שלהם, אבל לפחות לפי הנתונים שאנחנו בדקנו מתאם בינינו לביןם ביחס לדירוגים של אשראי רגיל הם עשו עבודה לא רעה, אז זה רק בשביל לשים דברים על מקומם.

ג. גור-גרשגורן: אז כאמור לנו יש סולם פשוט יחסית אחד עד חמש, שאחד זה אומר סבירות מאוד מאוד גבוהה שהחברה תעמוד בהתחייבויות שלה עד סוף 2009. אגב זה אומר רק עד סוף 2009 כמו שפרופ' גושן אמר כי היו חברות שקיבלו אצלנו דירוג אחד כשהסתכלנו קדימה ואמרנו ב-2009.

ג. גור-גרשגורן: כאמור שנתנו להם דירוג אחד אמרנו יש הסתברות גבוה שהם יעמדו בתשלומים ל-2009, לגבי 2010 כמעט ברור לנו באופן מובהק שהם לא יעמדו ציינו את זה כי אנחנו מנהלים מעקב שוטף לעצמנו, אבל כאן מבחינתכם הם יהיו בדירוג כחול בטוח "מדיפולט", ולגבי הדירוגים ארבע וחמש דירוגים יותר מסוכנים, דירוג חמש כאמור, אומר בהסתברות מאוד מאוד גבוה שהחברה לא תעמוד בהתחייבויות שלה. ומה שראינו זה שהיום אנחנו עומדים על 38 חברות שהם 20 אחוז מהחברות שבמדגם.

ז. גושן: 48.

ג. גור-גרשגורן: סליחה, 48 חברות שהם 20 אחוז מהחברות במדגם שעומדות בסיכון גבוה, זה בהשוואה ל-24 חברות שהיו לנו בפעם הקודמות במחצית הראשונה וזה היה 17 אחוזים וזה עלייה שלעצמה מ-17 ל-20 אחוזים אבל העלייה הזאתי היא עד יותר מרשימה כי כמו שאמרתי בדרך עוד איבדנו חברות שלא עמדו בתשלום ולא נכנסות לכאן. מבחינת היקפים של חוב, אנחנו מדברים עכשיו על 1.5 מיליארד 14 אחוזים זה בהשוואה ל-11 אחוזים במחצית הקודמת. אותם 1.5 מיליארד מדובר ב-1.5 מיליארד תשלומים קרן וריבית כמובן עד לסוף 2009.

א. ירקוני: שזה עד סוף כל הדורות.

ג. גור-גרשגורן: בדיוק, כשאנחנו הולכים ופותחים את זה, לא עד סוף כל הדורות כי זה רחוק לנו מידי אבל עד 2020, שעד 2020 שאנחנו פותחים את זה אנחנו מגיעים כבר לכמעט 11 מיליארד, המחשבה פה זה שבאמת חברה שלא עמדה בתשלומים ב-2009 תתקשה לשלם או תהיה "בדיפולט" לפחות לגבי כבר כל שאר המשך התשלומים.

א. ירקוני: וזה עוד הערכת מיעוט בגלל שאתם אומרים שגם החברות שנמצאות במספרים הטובים יש סיכוי שבשנים הבאות הם לא יעמדו?

ג. גור-גרשגורן: נכון.

א. ירקוני: או שזה כולל את זה?

- ג. גור-גרשגורן: לא, לא זה כולל.
- א. ירקוני: זה כולל רק את הארבע וחמש.
- י. אלמוג: של החצי שנה הקרובה?
- ג. גור-גרשגורן: רק את הארבע וחמש.
- א. ירקוני: אתם הרי אומרים שגם בין החברות שאתם נותנים להן סיכוי טוב לעמוד בתשלומים של 2009 יש כאלה שאתם מודאגים על היכולת לשלם ב-2010 או 2011?
- ז. גושן: נכון.
- או. ירקוני: המספרים האלה לא כלולים אצלכם.
- ש. פלפל: רוח הנבואה הקצרה.
- ג. גור-גרשגורן: זהו זה בדיוק העניין, אנחנו מודעים לעובדה שזה הערכות, הערכות שמבוססות על ידע מקצועי אבל הערכות, ואנחנו יודעים שהטעות שלנו גדלה ככול שאנחנו מנסים לנבא רחוק יותר ולכן אנחנו מתמקדים באמת כל פעם בטווח קצר, זה אותו חוב שממשיך עד 2010.
- ז. גושן: גתית, יש לאורלי שאלה.
- א. ירקוני: כמה זה מתוך הנכסים שמוחזקים על ידי הציבור?
- ג. גור-גרשגורן: סך שוק האג"ח היום עומד על סביבות 160 מיליארד ₪.
- א. ירקוני: כאן יש לך עשרה מיליארד.
- ג. גור-גרשגורן: אבל אני מדברת על השווי שוק.
- א. ירקוני: כן, כן.
- ג. גור-גרשגורן: שזה ההיוון של כל התזרים הצפוי.
- א. ירקוני: כן.

ג. גור-גרשגורן: כאן אתם רואים את סך הכל ההתפלגות של החובות של אותן חברות שנמצאות בארבע וחמש, אני חייבת רק להסתייג לגבי סך חובות בנקאים בארץ, בחלק מהחברות ולפחות בנדל"ן שהן הרוב הוא קצת מוטה כלפי מטה, הסיבה לכך שכל ה-NON RECOURSE ההלוואות שהבנקים נותנים כנגד פרויקטים ספציפיים לא מדווחים במסגרת הזאת כהלוואות ולכן זה מוטה כלפי מטה החוב הבנקאי לאותן חברות בעייתיות. מבחינת מספר העובדים באותן חברות, אז בדירוג חמש אנחנו רואים שיש לנו כ-4400 עובדים ועוד 3000 בדירוג ארבע, לא שאנחנו אומרים שאת כולם עומדים לפטר.

צ. אקשטיין: כמה עד היום נסגרו חברות מאלה שפורקו?

ג. גור-גרשגורן: כמה?

צ. אקשטיין: כמה חברות נסגרו שבאמת פוטרו האנשים?

ג. גור-גרשגורן: זהו זה מה שאמרתי שאנחנו לא חושבים שכולם יפוטרו בהכרח.

צ. אקשטיין: לא, אני אומר בעבר עד עכשיו?

ג. גור-גרשגורן: מהסטטיסטיקה הקודמת יש שלוש חברות אני מקווה שאני מדייקת או שתיים או שלוש לדעתי שלוש חברות שהם ממש בפירוק בתהליך של פירוק. זה תהליכי פירוק לוקחים הרבה זמן לכן אנחנו התחלנו את זה רק לפני כפחות משנה, ויש הרבה מאוד חברות אבל שהגיעו להסדרים. כמעט כל מי שדירגנו, למעשה כל מי שדירגנו בחמש הגיע או למצב של פירוק ברבעון הראשון הגיע למצב של או פירוק או של הסדר החברה הצליחה להגיע להסדר.

צ. אקשטיין: אז כמה עובדים נפלטו את אומרת?

ג. גור-גרשגורן: אני לא יודעת להגיד לך אני גם לא אומרת שזה ה-7000 אבל זה כדי לתת הערכה של כמה אנשים פוטנציאלית יאבדו את מקומות העבודה. כשמסתכלים על ההתפלגות הענפית של אותם דירוגים אז זה מחדד אולי או מחזק את הדיעה שהיתה לנו תמיד שענף הנדל"ן הוא הענף הבעייתי, 22 מהחברות בדירוג 5 ו-7 מדירוג ארבע ממוקדות בענף הנדל"ן, ו-9 בענף השקעות ואחזקות שגם שם אנחנו יודעים שיש לנו למעשה חברות נדל"ן. פה ניסינו לבדוק את המקובל שבאמת אותן חברות בעייתיות, רוב הפעילות שלהם היא בחו"ל, לקחנו פה שני מדדים מדד אחד זה הכנסות מכירות מדד

שני זה נכסים ולמעשה מה שרואים זה שההתפלגות היא די אחידה על פני כל הסיכונים, על פני כל רמות הסיכון. האם יש שאלות?

ז. גושן: בערך חצי מהחברות פועלות בחו"ל חצי פועלות בארץ זאת אומרת זה בניגוד למוסכמה שהרוב פועלות ברומניה ומזרח אירופה, כמו שאתם רואים בשקף האחרון שזה פחות או יותר ארבע ותשש זה פחות או יותר מחצית בארץ ומחצית בחו"ל.

א. חמדני: יש לי שתי הערות שלא כל כך קשורות, א' אם באמת כמו שאתם אומרים שהתגל כל מיני בעיות בהסדרים השאלה האם הרשות הולכת להוציא או האם יש איזה מקום להוציא איזה שהיא הנחיה לאנשים שיעשו הסדרים?

ז. גושן: אנחנו מגבשים במחלקת תאגידיים עכשיו מתכונת שאוספת את כל הלקחים מההסדרים השונים ונוציא נייר מסודר.

א. חמדני: נקודה שנייה זה סתם פונים אלי כי אני באקדמיה פונים אלי אנשים ואומרים למה הרשות הפסיקה לשים מצגות באתר שקוראים בעיתונים שיש מצגות ונכנסים ולא מקבלים את זה?

ז. גושן: כי גתית לא אוהבת לשים אותן באתר.

א. חמדני: לא יודע, אבל אני חושב שזה חשוב.

ג. גור-גרשגורן: כבר מיום חמישי הם עלו לאתר, אבל ביום חמישי עלו לאתר כבר המצגות שיש לנו אנחנו מאוד אוהבים שמה שעולה לאתר זה כבר בדוק עד הסוף וסגור ומאובטח.

א. חמדני: אני רק מעביר את הפניות של כל מיני אנשים שפנו אלי.

ז. גושן: אני יכול להגיד לך שהטענה גם נמצאת בבית פנימה אבל היא נובעת, חוץ מהעובדה שגיתית עושה עבודה נפלאה ובאמת הפרויקטים שאתם ראיתם פה זה יש מאחורי זה עבודה סיזיפית וקשה, וכמו שראיתם כאן זה התוצרים באמת יפיפים שמלווים אותנו לאורך כל המשבר, אבל יש לגיתית חיסרון אחד מאוד ידוע ומוכר האויב של הטוב יותר זה המצוין ומכיוון שהיא שואפת להיות במצוין לפעמים זה בא על חשבון לסיים את זה בזמן ולשים את זה באתר או אפילו להפיץ את זה בבית פנימה, אבל את ההערה הזאת היא כבר יודעת.

טוב תודה רבה. זהו בואו נעבור נושא של חברות הדירוג.

ש. פלפל: יש לי בקשה או שתי שאלות גם אני מקבל מידי פעם טלפונים וזה שתי שאלות מהעיתונות, אחד היה הנושא של כישלונות בבחינות שעלה שאיזה כמו גדולה מאוד נכשלה בבחינות ההסמכה, זה עוד לא אומר שהבחינות לא בסדר, זה שאלה אחת, ושאלה שנייה שבטח הרבה אנשים ישאלו אם לא רצו אז אני אהיה הלא מנומס כל נושא הבונוסים של בנק הפועלים, אני חושב היה אחד זוהר גושן ששלח מכתבים.

ז. גושן: האמת הוא לא שלח שום מכתב מי שחתום על המכתב זה רוני עמיחי שהוא הרפרנט של בנק הפועלים.

י. כהנוב: אבל האמת אם כל המהומה בשביל 1.6 אז לא היה שווה.

ז. גושן: אתה חושב?

א. חמדני: אני הייתי לוקח את ה-1.6 הזה.

ז. גושן: אז בוא נתחיל עם השאלה הראשונה דודו.

י. כהנוב: לא, במובן של לקח, במובן של לשים גבולות לא במובן של הכסף.

ז. גושן: תיכף נדבר על זה.

ד. לביא: א' לעניין השאלה הראשונה אני מנח שאתה מכוון לבחינות מקצועית א' שבאמת במחזור האחרון שיעור המעבר היה יחסית נמוך ומחצית מהנבחנים לא עברו אם זיכרוני אינו מטעה אותי. זה לא שיעור תקדימי היו בעבר מקרים שבחינה הזאת או בבחינות אחרות היו שיעורי מעבר או אי מעבר דומים. במקרה כזה אנחנו פועלים במסגרת הליך של ערעורים ההליך הזה נמצא בעיצומו ואנחנו פעמיים בשבע מקבלים לערעורים עשרות פונים, תהליך הבחינה מערב גם בחינה של הטיעונים אצלנו בבית גם בקרב אנשי המקצוע שכתבו את הבחינות, אני יכול להגיד שעד עתה שתי שאלות מתוך השאלות שעליהם ערערו נמצא שש ממש בטענות והשאלות הוכרו וכתוצאה מכך מספר עשרות נבחנים שנכשלו, עברו.

י. כהנוב: שתי שאלות מתוך כמה?

ד. לביא: שתי שאלות מתוך 8 אם אני לא טועה.

י. כהנוב: זה הרבה.

- ש. קנדלר: מה פתאום לא מתוך 8 מתוך 20 או 25.
- ד. לביא: אני מדבר על השאלות שהיו בערעור מתוך השאלות הבעייתיות.
- ז. גושן: כמה שאלות יש בבחינה?
- ד. לביא: 20. ההליך נמצא עדיין בעיצומו במהלך השבועות הקרובים אנשי המקצוע צפויים להיפגש עם המערערים ובהתאם לתוצאות יקבלו החלטה. מעבר לזה אנחנו גם בחנו מבחינה סטטיסטית את המובהקות ואת כושר הניבוי, יש גוף שעורך עבורנו את המבחנים זו חברת "מוח" שיש לה מומחיות מיוחדת בנושא הזה, וכחלק אינהרנטי לכל בתצה נעשות בדיקות ביחס למובהקות הסטטיסטית של ההתפלגות...
- ז. גושן: דודו אם אני אנסח את השאלה של שי קצת יותר בבוטות, האם הגענו למסקנה שבבחינה הזו היה משהו שונה מהבחינות האחרות מבחינת השכיחות של שאלות בעייתיות?
- ד. לביא: לא. מעבר לכך שהדברים באו לידי ביטוי ביחסית בשיעורי מעבר נמוכים יותר אז לא. כל השאלות נבחנו מחדש כל פנייה אנחנו התייחסנו אליה בכובד ראש, ההליך כמו שאמרתי עדיין נמצא בעיצומו אבל אין שום דבר שממנו אפשר להסיק שהיתה איזה שהיא בעיה מיוחדת בבחינה עצמה.
- ז. גושן: תודה. שי ברשותך אני אעביר את השאלה השנייה שלך לסעיף שונות כדי שנמשיך בסדר יום, היא לא סולקה היא רק עברה לסעיף שונות בסדר?
- ש. פלפל: אם יהיה סעיף שונות דיינו.
- ז. גושן: יש, כתוב יש סעיף שונות.

#### 4. הצעת חוק להסדרת פעילות חברות הדירוג, התשס"ט – 2009.

- ז. גושן: כפי שאתם בוודאי זוכרים, הבאנו לכאן מתכונת מוצעת לחוק שייפקח על חברות הדירוג. את הדיון שקיימנו כאן אתם זוכרים. שמנו את ההצעה שלנו על האתר, וקיבלנו שורה ארוכה של הערות. צירפנו לכם את כל ההערות כדי שתוכלו לראות אותן. עשינו אצלנו דיונים פנימיים כדי לדון בכל ההערות האלה ולראות האם מתחייבים אצלנו, בעקבות ההערות, שינויים במתכונת שהצענו. כמה שינויים התבצעו, אבל אם אני צריך להסתכל בתמונת מקרו, אז אני חושב שבמקרו אין שינויים גדולים במתכונת שהצענו בסיבוב הקודם. אם יש משהו שאפשר, מבחינתי, להסיק מהמכלול של השאלות שעלו, זה שאנחנו

הולכים פה בדרך לא סלולה. אין לנו תפיסה ברורה שהתועלת של הרגולציה תעלה על החסרונות שהיא תניב. להערכתנו, תהיה פה מתכונת של ניסוי וטעייה על פני זמן. נכון להיום, אנחנו אפילו לא יכולים לנסות וגם לא יכולים לטעות כי אין לנו בכלל שום כלים להתערב בשוק או לנסות להביע דעה. בעצם, המתווה המרכזי היה ללכת אחרי מה שהעולם עושה כדי לשמור על איזו שהיא אחידות עם הרגולציה שקיימת בעולם. כי רוב החברות שפועלות אצלנו אלה חברות שבעצם הן חברות בינלאומיות. עשינו כמה שינויים שחשבנו שהם הכרחיים מעבר לרגולציה שקיימת בעולם, בעיקר בנושא של אחריות מצד אחד, ודבר שני מבחינת התחולה של החוק. אלה שני השינויים העיקריים. אני צריך להצביע עליהם מול הרגולציה שקיימת בעולם. אם תשאלו אותי האם העובדה שאנחנו הולכים אחרי העולם מבטיחה שהעולם עושה רגולציה טובה - התשובה שלי לא משתנה: אני עדיין חושב שגם בעולם לא ברור איך הרגולציה הזו תשפיע ועד כמה היא תשנה את התוצרים של חברות הדירוג. תגידו "בשביל מה צריך את זה", כי מצד אחד אתה משדר שאתה עושה רגולציה אז אתה מגביר את ההסתמכות של הציבור על חברות הדירוג, ואם אתה חושב שזה לא מועיל אז לפחות שידעו שאין רגולציה. אני חושב שלהיכנס לתהליך של ניסוי וטעייה בתחום של הרגולציה זה דבר מקובל. זה קרה בלא מעט תחומים בסופו של דבר כן התגבשה מתכונת שהייתה אפקטיבית. צריך להתחיל לפחות בלקבל את הסמכות. מול הצעת החוק יש עבודה שמתקיימת עכשיו במקביל בכל מה שקשור לתקנות עצמן, התקנות שצריכות ללוות את החוק. וגם שם יש המון המון לימוד והמון ניסיון לגבש את ההסדרים הפרטניים בקשר לחברות הדירוג, וגם שם אני יכול להגיד לכם שלא ברור שיש לנו ביד את הקלף המנצח, אבל ברור שאנחנו נמצאים בתהליך. לא יודע כמה זמן הוא ייקח, אבל בסופו אני מקווה שתהיה לנו רגולציה שתצליח לעשות איזה שהוא אופטימום בין העלות שאנחנו מקרינים לשוק לבין התועלות שנקבל. ההערות לפניכם, אז אני פותח את זה לדיון בבקשה.

י. כהנוב: בדיון הקודם דיברנו על העניין של אחריות, ואז הייתה השאלה איזה מידת אחריות להטיל פה, האם רשלנות או פזיזות. ראיתי שבחרתם בפזיזות.

ז. גושן: נשארנו באותה מתכונת.

י. כהנוב: כן, כן בסדר. הפזיזות באמת זה בכלל מונח פלילי מהתחום הפלילי, אז צריך לראות איך אנחנו מסדירים אותו לתחום האזרחי.

ז. גושן: ראית בהערות שאנחנו קיבלנו את זה.



י. כהנוב:

ראיתי. אם אתה זוכר, גם אז גם בפעם הקודמת כשדנו בזה לפני מספר חודשים, בניגוד לחברי מבנק ישראל אני הייתי בדעה שצריך ללכת עם האחריות הלאה, זאת אומרת להחמיר את האחריות ולא להסתפק בפזיזות שזה בתחום הפלילי. למשל, באמת, אחריות פושעת. ואני חושב שחברות הדירוג, למרות שהיו דעות אחרות שאמרו שאם אנחנו נחמיר אז הן לא ירצו לעבוד, לא יהיה כדאי יהיה להן קשה יהיה, יחששו מתביעות ענקיות וכן הלאה וכן הלאה. מה אפשר להגיד כמעט על כל דבר. אז אולי בכלל היה כדאי להוריד את העניין ולהשאיר את האחריות לפי החוק? לפי החוק הרגיל. יש חוק הנזיקין, למשל, אז האחריות היא גם ברשלנות. אז למה לך להכניס פזיזות? אז אל תדון בזה בכלל. אז יש לך את חוק הנזיקין. אם חברת דירוג תעשה מעשה שיהיה בגדר רשלנות, רשלנות רבתי או רשלנות סתם, אז יש תרופה: אפשר לתבוע אותה לפי חוק הנזיקין. לא צריך שאתה תכניס פה את העניין של הפזיזות, משהו בתחום הפלילי, ותעשה סלט כשבעצם התרופה כבר מצויה בידך.

ז. גושן:

בוא ניקח את הקטע של הפלילי ונשים אותו רגע בצד. הרעיון הוא שיהיה מדובר על סף אחריות גבוה יותר. לא רשלנות, אלא רשלנות רבתי. אני לא נכנס לחלק של איך בדיוק ינסחו ובאיזה מילה ישתמשו. הם יעבדו מול משרד המשפטים וההנחה שלי שהם יפתרו את זה וישתמשו במונח המתאים. בוא נשים את זה רגע בצד ונדבר על השאלה העקרונית.

בסדר.

י. כהנוב:

ז. גושן:

הדילמה של היקף האחריות שאתה רוצה להטיל על חברות דירוג היא לא פשוטה. כל העולם מתמודד איתה, במובן מסוים. חברת דירוג אומרת לך: אני ממליצה לך על הסרט. אתה רוצה ללכת לראות – תראה; אתה לא רוצה ללכת לראות – אל תראה. לא נהנית מהסרט – בעיה שלך. אנחנו רק נתנו דעה, חיונינו דעה, ולכן אנחנו לא אחראים כלפיך לכולם. אתה לא הקליינט שלנו. אתה לא שילמת לנו. החברה ביקשה מאיתנו דירוג ואנחנו נתנו המלצה – זה *opinion*. במובן הזה, החסינות של חברות הדירוג, כפי שאתה רואה אותה בעולם, היא מאוד גדולה. אתה יכול לבוא ולומר שמצד אחד המשטר הזה יכול לייצר תוצר של אפס אחריות כי זה סך הכל דעה. אם תגיד לו שיש לו אחריות, הוא לא יסכים להכליל את הדירוג בתשקיף. הוא יגיד לך: אני לא רוצה לקחת אחריות, אני לא אמרתי לך להסתמך; אם אתה רוצה, אני גם אכתוב לך למטה "אל תסתמך". זה הדירוג שאני חושב מה אתה רוצה ממני.

לא, אני רוצה שיעשה את הבדיקות המתאימות.

י. כהנוב:

- ז. גושן: אבל אני לא רוצה לעשות.
- י. כהנוב: ואז, אם הוא טעה, אין בעיה - ובלבד שהוא שלח את המומחים ובדק את הפרמטרים הבסיסיים.
- ז. גושן: הוא יענה לך: "אני לא רוצה לעשות".
- ד. חן: אל תעשה מראית עין.
- י. כהנוב: נכון. בדיוק. יפה.
- ז. גושן: הוא יענה לך: "אני לא רוצה לעשות שום בדיקות. אני רוצה להסתכל על הירח ולפי הפוזיציה של הירח להחליט על הדירוג זו דעתי". אתה רוצה להסתמך - תסתמך; אתה לא רוצה - אל תסתמך.
- י. כהנוב: או אני רוצה לעשות בדיקת עומק. אם תיתן לי 50 אלף דולר, אני אעשה בדיקת עומק, ואז גם אתן לך דירוג גבוה. ואם לא - לא.
- ז. גושן: אני רוצה להסביר מה עומד על הפרק. אם תיתן לי, אני אסביר.
- י. כהנוב: סליחה.
- ז. גושן: תפיסה אחת של חברות הדירוג זה שחברות נתנו דעה - וזהו. לכן הן לא אחראיות לכלום. תפיסה אחרת יכולה לבוא ולומר: לא; מסתמכים על מה שאתה אומר. אתה לא יכול להוציא את עצמך מההסתמכות כי ההסתמכות מתרחשת בניגוד לרצונך. אנחנו נטיל עליך אחריות ברשלנות. מה זה אומר שאתה הולך להטיל אחריות ברשלנות על חברת דירוג? איך עובדת חברת דירוג? היא קובעת מודל של דירוג. המודל הזה מחייב להכניס כמות מסוימת של אינפורמציה. אז היא מחליטה מה הכמות של האינפורמציה שהיא תכניס, וכל פיסת אינפורמציה כזו משולבת במודל ואז יש תוצאה - A,B לא חשוב - אוקיי? עכשיו ברגע שאתה אומר לו רשלנות, נניח שהוא בחר פיסת מידע מסוימת, האם זה אומר שהוא צריך עכשיו להיות כמו רואה החשבון ולחקות את העבודה של רואה החשבון? האם מותר לו להסתמך על רואה החשבון? אסור לו להסתמך על רואה החשבון? אם המנכ"ל אמר לו משהו, האם הוא צריך לעשות עבודה על מה שהמנכ"ל אמר לו? מותר לו להסתמך? אז יש לך שתי שאלות: היקף המידע עומק הבדיקה ביחס לכל פיסת מידע. ככול שתעמיק את הדרישה לגבי בדיקת נאותות של כל פיסת מידע, אתה מייקר בצורה דרמטית את התהליך. זה ברור. מעבר לזה, חברת דירוג נותנת דירוג

לחברה או לסדרה והנזק שיכול להתרחש כתוצאה מדירוג לקוי אין לו שום קשר לעמלה שהם גבו. וזה יכול להיות בלי שום קשר להיקף הגיוס. יכול להיות שהיקף הגיוס - על אותו דירוג - יהיה מאה מיליון, 700 מיליון, 800 מיליון.

ז. גושן:

ולכן בעניין הזה של החשיפה לנזקים, שהם בעצם בלתי מוגבלים מצד חברות הדירוג מצד אחד, מצד שני אני רוצה בכל זאת שיהיה להם איזה שהוא משטר. אני רוצה שהן יגלו את המודל שלהם. אני רוצה שאנחנו נדע מה המידע שהם מכניסים. ואני רוצה לייצר להם איזושהי אחריות לגבי המידע של בדיקת הנאותות שהם צריכים להפעיל. באיזון הזה הגענו למסקנה, אחרי הניתוחים שעשינו, שהמשטר הנכון זה רשלנות רבתי ולא רשלנות. אם תרצה אני אמשיך על זה. צביקה רוצה להעיר את הערותיו.

צ. אקשטיין:

בעצם מה שיש פה זה עמדות זה לא כל כך הסברים אני רוצה להגיד את ההסברים. תראו הסכנה שקיימת אם אנחנו מסתכלים על הענף מה שהוצג - אנחנו מדברים על ישראל?

ז. גושן: כן.

צ. אקשטיין:

בעולם בהחלט היה כשל של חברות הדירוג, בעיקר באגרות חוב מאוגחות - תחום שלא קיים בישראל. אני לא ראיתי עבודה שהראתה לנו מבחינה כלכלית שהיה כשל של חברות הדירוג בישראל, אז נראה לי שאם אנחנו עושים רגולציה מאוד משמעותית ויותר שונה מהעולם, מן הסתם היה כדאי להראות שאצלנו המצב יותר גרוע מאשר בעולם. זה ההיגיון שלי. יכול להיות שאני טועה, אבל לפי הבנתי לא. אני אגיד גם שאם אנחנו מסתכלים על הנתונים, על פניהם לא נראה שהיה כשל של חברות הדירוג בארץ. האחוזה של אגרות החוב הלא מאוגחות הוא גדול והתשואות על הלא מאוגחות הן הרבה יותר גבוהות, גם היום ולאורך כל המשבר.

ז. גושן: המדורגות.

צ. אקשטיין:

הלא מדורגות. כלומר שבדירוג יש אינפורמציה משמעותית לשוק, ואז השאלה היא האם ברגולציה שאנחנו עושים אנחנו עוזרים לשוק או פוגעים בו? אני לא ראיתי ניתוח של זה ואני חושש מאוד שאנחנו פוגעים בשוק. אני אגיד עוד מילה אחת: חברות הדירוג הפורמאליות, ובכלל דירוג בישראל זה דבר חדש, גם השוק הזה הוא חדש, אבל שוק הנפקות אגרות החוב הסחיר והלא סחיר צמח אצלנו במהירות כמו המדינות הקשות ביותר, כמו ספרד ומקומות אחרים, והגענו לגודל של שוק שהוא יחסית יותר גדול ממקומות אחרים -

שוק של האגרות חוב של "הקורפורייט" יחסית לתל"ג או יחסית לסך כל החוב. לכן, אני לא משוכנע למה אני צריך להיות יותר קיצוני מהעולם כאשר אצלי יש יותר נכסים כאלה נסחרים ומלכתחילה לא ברור לי שחברות הדירוג בארץ כשלו. לכן יש לי סימן שאלה על הסטייה מהעולם, ולמעשה מרבית ההערות של בנק ישראל זה להיצמד לרגולציה בעולם כמה שיותר. נקודה שנייה היא שאני חושב שבכלל בתחום הזה השוק מאוד מתואם עם העולם. אני לא יודע, זה בדיוק ניסיון וטעייה. אנחנו עשויים לגרום לכך שאנחנו נהיה שונים מהעולם. אני לא בטוח שזה טוב לשוק ההון, אני אגיד בגדול שהעמדה של הרשות, ואחד הדברים שמאוד אני אוהב ברשות, זה היצמדות עם MOU ועם התאמות למה שקורה בעולם. אני לא רואה סיבה שנהיה יותר קיצוניים.

י. כהנוב: מה זה MOU?

צ. אקשטיין: Memorandum of understanding.

ז. גושן: הסכמי שיתוף פעולה שאנחנו עושים עם העולם.

צ. אקשטיין: הסכמי שיתוף פעולה יש עם הרשות הצרפתית, ועכשיו עובדים עם הרשות האנגלית והיוסק"ו שהיה פה כנס בינלאומי שלהם וכן הלאה. אני אגיד את האמת, אני רואה ברשות אחד הגופים הרגולטיביים בעיני מהטובים, או אולי הטוב ביותר בארץ שאני מכיר. אני אומר את זה חד משמעית.

ז. גושן: זה בפרוטוקול.

צ. אקשטיין: מאחר ואני אומר את זה להרבה אנשים בחדרים, אני יכול להגיד את זה גם בפרוטוקול. העמדה העקרונית היא שאני חושב שכדאי להיצמד כמה שיותר לעולם. אני חושב שהשוק הזה ירוויח וכמה שנסטה לעודף רגולציה... יש נושא בעייתי של האם מדינת ישראל היא מדינה עם עודף רגולציה ועודף בירוקרטיה בכלל, לאו דווקא ברשות. הרשות, יחסית, גוף יותר טוב בתחום הזה גם מבחינת המהירות. אבל הנושא הזה, להרחיב את הדירוג מעבר לדירוג של אשראי... למה? אני לא מוצא סיבה. אני אומר את האמת, אני לא מוצא סיבה. הבעתי את דעתי למה אני לא רוצה להיות יותר קשוח באשראי אבל גם להרחיב את זה מעבר לאשראי אני לא מוצא שום סיבה. לכן, העמדה שלי היא מאוד חזקה וזה גם הובע בניירות של בנק ישראל - שכדאי להיצמד כמה שיותר לעולם. תראו, הרי בסופו של דבר ההישג יהיה באכיפה של הפיקוח והרבה יותר קל יהיה להיצמד לאותה רגולציה בעולם ולנסות ליישם אותה חזק.

ז. גושן:

צביקה, רק למען הסדר: כיוון שאתה הולך, אני עוצר באמצע התשובה ליהלי ולהמשך של דבורה רק לענות על שתי הנקודות שהעלית. לגבי האחריות - במובנים מסוימים אנחנו נצמדים למשטר האחריות שקיים בארה"ב. רשלנות רבתי, זה משטר האחריות שיש בארה"ב. אנחנו נצמדנו אליהם, אז אני לא חושב שאם חברות הדירוג יכולות לחיות במשטר כזה בארה"ב הן לא יכולות לחיות במשטר כזה אצלנו. זה אחד. יכול להיות שיהיה לך קשה אם נאמץ את הדעה של יהלי שצריך לתת לו רשלנות. אני מסכים איתך שאז תהיה לנו בעיה, כי יהיה את הפער הזה, אבל נכון לעכשיו, אני לא חושב שהפער הוא דרמטי בין אפס לבין המצב באמריקה שהוא רשלנות רבתי, שאנחנו ניצמד לדבר הזה. ביחס לחלק השני של הרחבת התחולה, אז כאן ההשקפה שלנו היא לראות בעצם את כל המתווכים הפיננסיים יחד כקבוצה. בעצם, מה שעשינו כאן... יש פרויקט נפרד, לא קשור לחברות הדירוג דווקא, שמתבצע במחלקת השקעות, שעכשיו מכינה חוק שיעשה רגולציה של כל המתווכים הפיננסיים, שזה כולל את יועצי ההשקעות, מנהלי תיקים, אנליסטים, ברוקרים, דילרים, ובתוכם אחד הפרקים זה חברות דירוג. בגלל המשבר שאבנו את הפרק של חברות הדירוג וקידמנו אותו בחקיקה, אבל בלי קשר למשבר הן היו נמצאות שם מכוח זה שאנחנו עושים הסתכלות שלמה על כל התחום הזה שנקרא מתווכים - כל המתווכים של המידע. ומבחינה מסוימת, זה מאוד דומה לאנליסט. הרגולציה שאתה רוצה לעשות לאנליסטים לא שונה בהרבה מהרגולציה שתוציא לעשות לאלה שיקראו לעצמם חברות דירוג וידרגו לאו דווקא אשראי, אבל הם ידרגו משהו אחר. אז זה לא אומר שהעובדה שאנחנו פורשים את הסמכות שלנו על כל התחום הזה, שאנחנו נחיל על החברות האחרות רגולציה שתהיה שונה מהותית מרגולציה שהיית רוצה, אפילו אתה, להסכים שצריך לעשות רגולציה על רגולציה. מה שאנחנו לוקחים כאן הוא את הסמכות. הווה אומר, שהתוכן שאנחנו נחיל בסופו של דבר יהיה זהה לחברות שעושות דירוג של אשראי לבין חברות שעושות דירוגים של נכסים פיננסיים אחרים. אבל ההסתכלות שלנו היא הסתכלות שלמה על כל התחום ולא דווקא על חברות דירוג כסוגיה בפני עצמה, אלא תמונה יותר כוללת.

צ. אקשטיין:

כל אחד יצטרך לקבל ממך רישיון?

ז. גושן:

בהחלט אפשרי שכל אחד יצטרך לקבל ממני רישיון.

צ. אקשטיין:

כל אחד שוציא דירוג של קרנות נאמנות בדה-מרקר יצטרך לקבל ממך רישיון?

ז. גושן:

נכון. למה לא?

- צ. אקשטיין: למה לא? אני אסביר למה לא.
- י. כהנוב: כל אחד יוציא דירוגים. אנשים יקנו על סמך זה, יפעלו בשוק ההון ואחר כך יגידו: "מצטער, לא חייב לך כלום".
- צ. אקשטיין: מה זאת אומרת? הרי מותר לאנשים לכתוב בעיתון המון דברים.
- י. כהנוב: נכון. העיתון סובל הכל.
- צ. אקשטיין: עיתונאים כותבים דברים לא נכונים. אז מה, יש לנו מישהו שאומר להם?
- י. כהנוב: א', תובעים אותם לעיתים קרובות מאוד. ב', זה לא דומה. פה יש חברה שמתיימרת לדרג ומתיימרת לפרסם את הדירוג שלה ואנשים מסתמכים על זה. אז שיהיה להם לפחות רישיון. שנדע מי האנשים, מה הם, מה עומד מאחוריהם, אם יש רצינות או אין רצינות.
- צ. אקשטיין: יש הבדל בין חברת דירוג, שיש לה תהליך ממש בנוי בתוך שוק ההון עם תהליך מובנה, לבין מישהו שכותב בעיתון מאמר.
- ד. חן: מאמר זה משהו אחר. אם מותר לי להמשיך פה את הדיון הזה, אם חברת דירוג היתה מפרסמת כל יום בעיתון תחזית אסטרולוגית וכותבת "זה א', זה ב', זה יעלה, זה ירד, זה "טריפל A" וזה "טריפל C", אז בסדר. אז כל אחד קורא את זה, ומחייך או לא מחייך. אבל מה שקורה הוא שהכנסנו את זה לאיזה שהוא מסלול של רגולציה. אנחנו, במו ידינו, נתנו לזה מראית עין של דבר רציני. עכשיו הדבר הרציני הזה צריך שיהיה לו אחריו איזה שהוא כיסוי.
- צ. אקשטיין: השאלה היא שאלה נורא פשוטה: אדון אחד כותב מאמר. הוא לקח איזה סטטיסטיקה, הריץ שלוש רגרסיות.....
- ד. חן: וכתב שהחברה הזאת והזאת לא שווה כלום.
- צ. אקשטיין: נכון. אז מה, הוא צריך לקבל אישור כאן?
- ד. חן: לא, לדעתי לא.
- י. כהנוב: אתה לוקח את זה לקיצוניות. לא מדובר על זה.

ז. גושן: צביקה, אל תביא את זה לקיצוניות. כי אני אומר לך שאנחנו לוקחים את הסמכות. אבל זה עדיין לא אומר שמבחינת התוכן של הרגולציה זה יתפוס את המקרים שאתה רוצה להביא אותם עד אבסורד.

צ. אקשטיין: אני חושב שאני רוצה לתחם את זה בשלב ראשון על דירוג אשראי. נקודה. אני התחלתי מזה שאמרתי קודם שלא ברור לי בכלל שבנושא האשראי חברות הדירוג אצלנו בכלל עשו יותר גרוע. ואנחנו הולכים ועושים עליהם אכיפה הרבה יותר קיצונית מהעולם, במקום שהם לא נכשלו.

ז. גושן: אז צביקה, עניתי לך בלי קשר לכישלון.

צ. אקשטיין: לכן אמרתי את דעתי.

ז. גושן: אז אני עונה, בלי קשר לכישלון. כי אני אומר לך שדווקא הנתונים שלנו מראים שהם לא נכשלו בדירוג.

צ. אקשטיין: נכון.

ז. גושן: אני התחלתי עם זה עוד לפני שאמרת, אבל בלי קשר.

י. כהנוב: אבל הם לא נכשלו מפני שפה בארץ המצב היה אחר. לכן הם לא נכשלו.

ז. גושן: אבל למרות שהם לא נכשלו, מה שהתחלתי ואמרתי הוא שהמניע שלנו לרגולציה היה לא להמתין לכישלון. אנחנו עשינו פרויקט שמכסה את כל המתווכים הפיננסיים בלי לחכות ולראות מי נכשל ומי לא נכשל. אנחנו לא רוצים להיות רגולציה שמגיבה לכישלונות. אנחנו מסתכלים - מראש הסתכלנו - על התחום ועשינו פרויקט שלם וגדול שעובדים עליו מאוד מאוד קשה במחלקת השקעות, ביחד עם המחלקה המשפטית ומחלקות אחרות ברשות. אבל זה פרויקט שהתחיל בלי קשר לשאלה אם היה או לא היה כישלון.

צ. אקשטיין: אני מבין. טוב, זוהר, תראה אותם הבהרתי את חילוקי הדעות. אני אמרתי חד משמעית שאני לא רואה שאנחנו יותר גרועים מהעולם. אני לא מבין למה אנחנו צריכים להיות יותר קשוחים. נקודה. אני חושב שאנחנו צריכים לעשות דירוג על אשראי. נקודה. אני חושב שאנחנו צריכים להיצמד לעולם. אתם סוטים בצורה מאוד משמעותית מהעולם. אני לא רואה בזה יתרון.

ז. גושן: אני לא חושב שאנחנו סוטים בצורה מאוד משמעותית.

- ש. קנדלר: אבל זה עניין סמנטי, גם כי בארה"ב יש חוקים אחרים.
- ז. גושן: בנושא של אחריות אנחנו לא סוטים משמעותית. נצמדנו לאמריקאים, אז זה לא סטייה משמעותית.
- צ. אקשטיין: יש רשימה של דברים, תעברו על הרשימה ואני בכל אופן את הדעה שלי אמרתי.
- ז. גושן: עברו על הרשימה.
- צ. אקשטיין: אוקיי.
- ד. חן: אני מבקשת רגע להמשיך. בקשר למה שאמרתי קודם, אני קצת מוטרדת. מהרגע שאנחנו יוצאים לדרך עם רגולציה, אנחנו בעצם יצרנו איזה שהוא מעמד לחברות הדירוג. עד היום, באמת, הן לא היו באיזו שהיא אמת מידה וכל אחד יכול היה להתייחס לזה איך שהוא רוצה, ככה או ככה. ברגע שאנחנו דרשנו וקראנו לזה בשם והגדרנו כל מיני הגדרות, באופן אמיתי יצרנו להן איזה שהוא מעמד. עכשיו, במעמד הזה, השאלה אם קוראים לזה רשלנות רבתי או שמישהו ייתן לזה שם אחר, הבעיה היא לא השם, הבעיה היא אם מחר, אחרי שתכתוב שם כזה או שם אחר, צריכים ללכת עם התיק הזה לבית משפט ובין לכתוב את הדברים פה ופן ללכת ולהוכיח תיק בבית משפט ההבדל הוא מאוד גדול, ואם יש אילו שהן הגדרות עמומות לגבי אחריות, אז בשביל מה עשינו את כל זה? נתנו לגוף שהולך כאילו עם ומרגיש בלי - כי הוא יודה, הוא יגיד שכן קיבל מידע. ופה באיזה שהוא מקום, אני ראיתי בכמה מקומות, היו הערות מכל מיני גורמים מה המידע שהם צריכים לבדוק ומה המידע שהם לא צריכים לבדוק. נוצרה פה איזו שהיא עמימות. אני בהחלט מקבלת את זה שאתם לא צריכים לבדוק להם את המתודולוגיה אבל אני חושבת שבאיזה שהוא עניין הדבר הזה קצת פוספס וצריכים לחשוב לא רק איך יקראו לזה בספר, לעניין של האחריות, אלא איך בעצם אפשר יהיה להוכיח את זה בבית משפט שהם יבואו ויגידו אני קיבלתי את זה, וכמו שאתה אומר לא הייתי חייב לבדוק אותו. מה אני, הרואה חשבון של החברה? אז הנושא הזה הוא קצת בעייתי. לכן אנחנו צריכים לחשוב 20 פעם על זה שבאנו לתקן ולא להכשיל. הנושא הנוסף שאותי מטריד ועם זה התחלנו בעצם למיטב זיכרוני, היו פה הרבה דיונים סביב השאלה הזאת ולא כל כך גיבשנו, מי המשלם של העניין הזה? אתם מלכתחילה הלכתם פה וכתבתם שחברת הדירוג לא תעסוק בעיסוקים נוספים. היום אם אני ארצה שחברת הדירוג תהיה "מה יפית" אז אני אעסיק אותם בג'וב אחר שהוא יותר רווחי להם. ופה אני לא יודעת, אני מבינה...



- י. כהנוב: קוראים לזה מחקר עומק.
- ד. חן: וגם הם יצטרכו לעשות לי את הדירוג, באיזה שהוא מקום הם יבינו שהם צריכים לנסות לרצות אותי בעניין של הדירוג כי הם מתפרנסים ממני בעניין האחר. זה מה שאמרת פה קודם, שממילא האחריות שלהם היא בלתי מוגבלת. בסך הכול הם קיבלו סכום קטן לעשות דירוג ועכשיו האחריות שלהם היא בלתי מוגבלת. אז אם הביזנס הזה לא כדאי להם, אז שלא יעשו אותו.
- ז. גושן: אבל אנחנו רוצים אותו.
- ד. חן: אנחנו רוצים אותו אם הוא אמין ואם הוא מדויק. אם הוא תחזית אסטרולוגית אז בוא נקרא לזה ככה.
- ז. גושן: כפי שאמר צביקה, וגם אני אמרתי ולנו יש גם מספרים, הם לא כאלה גרועים בדירוג של "חוב סטרייט". המתאם בין מה שהם דירגו לבין מה שיצא לנו הוא מתאם לא רע בכלל.
- י. כהנוב: כשאתה אומר "חוב סטרייט" מה אתה מתכוון?
- ז. גושן: לא נגזרות אשראי, לא ה-CDO. ה-SIV וכל ה-MBS.
- י. כהנוב: היה להם מזל.
- ז. גושן: מה זאת אומרת?
- י. כהנוב: בארץ זה לא כל כך מפותח. זה עוד לא כל כך הלך, אז הייתה להם עבודה יותר קלה.
- ז. גושן: נכון, אבל עדיין הם דירגו חוב בשוק שבו אנחנו מדברים על 350 מיליארד שקל חוב חוץ בנקאי. הם דירגו נתח משמעותי מהחוב הזה, והדירוגים שלהם לא היו כאלה גרועים. אז יכול להיות שאתה יכול לחלוק עליו.
- ד. חן: אם אנחנו כבר עושים, בוא נעשה את זה כמו שצריך.
- י. כהנוב: נארגן את זה, נסדר את זה לפני שיהיה כשל.

ז. גושן: בסדר. אני לא אומר שלא צריך לארגן את זה ולסדר את זה לפני שיהיה כשל. אני אומר שאנחנו חייבים לעשות את האסונים בין הרצון לשמור על השוק הזה שלא ימות, מצד שני הרצון שלנו להיות במתאם עם העולם, ומצד שלישי, לאור העובדה שאנחנו מייצרים לשוק חזות של רגולציה, שיהיה מאחוריה תוכן.

י. כהנוב: בשום מדינה אין את העניין של רשלנות?

ז. גושן: לא.

י. כהנוב: רק gross negligence?

ש. קנדלר: או כלום.

י. כהנוב: כלום זה טוב. כי כלום זה הרבה יותר חמור. כי כלום זה כל רשלנות.

ז. גושן: לא, כלום. אין אחריות.

י. כהנוב: מה עם חסינות?

ז. גושן: כן, חופש הביטוי, כלום שום דבר או כלום, בין כלום, רשלנות, רשלנות רבתי אז יש לך או כלום או רשלנות רבתי. כן, דניאל.

ד. רימון: המטרה שלנו הייתה לתת בהירות על תחום האחריות כי נכון להיום יש חוסר בהירות. גם חברות הדירוג עצמן וגם המשתמשים בדוחות של חברות הדירוג לא יודעים אם יש אחריות על חברת הדירוג ומה יהיה אופי האחריות הזאת. מיוון שלא היה די ברור בבית משפט, פרט לפרשייה בודדת, ויש עכשיו שתי פרשיות תלויות ועומדות בסכומים מאוד גדולים נגד חברות דירוג ישראליות, חשבנו שנכון שהרשות תיתן חיווי דעת מטעמה ולא תמתין לחיווי דעת מבית המשפט האם הוא יקנה או לא יקנה את תוצרי הפסיקה האמריקאית. וכמו שאמר זהר, פזיזות זה המבחן שנקבע גם בארה"ב והוא יציר פסיקה. הוא לא כתוב בדין עדיין. אז אנחנו בעצם כתבו אותו בתוך הדין וזה לא שבית המשפט מכריע באופן פתוח. הוא יכול להסתכל ולהידרש לפסיקה הזרה, גם ברשלנות הוא יכל לצקת מינייה וביה, ואנחנו מעדיפים שהוא ייצוק את המינייה וביה הזה לתוך פזיזות שמוכרת בעולם בהקשר הזה.

י. כהנוב: מתוך תהליך משפטי אתם תבואו עם ההמלצות שלכם תוך כדי ההליך?

- ד. רימון: זה באתר הרשות.
- ז. גושן: לא התערבנו בתוך ההליך.
- י. כהנוב: בטח שכן. אם אני שופט ואני באמצע דיון ופתאום אני רואה שהרשות בעצמה....
- ד. חן: תמיד חקיקה תוך כדי תיק תלוי ועומד יוצרת בעייתיות ימינה ושמאלה.
- י. כהנוב: אם אתה שופט ואתה ראה שהרשות בעצמה ממליצה רק על gross negligence?
- ז. גושן: אז מה נעשה? נעצור את העבודה עד שנגיע לבית המשפט?
- י. כהנוב: לא. זה טעון חשיבה. אין לי מסקנה. זה בשבילי הפתעה.
- ד. רימון: אנחנו לא נמצאים בוואקום של היעדר הוראות חקיקה, פרט לפקודת הנזיקין. באופן כללי, יש הוראות קונקרטיות בחוק ניירות ערך שמדברות על אחריותם של נותני חוות דעת המצורפת לדיווח שוטף או לתשקיף. יש סימני שאלה וחוות דעת שונות שרצות בשוק לגבי השאלה האם ההוראה הזאת חלה על חברות הדירוג או שהיא אינה חלה. חוסר הוודאות הזה גורם נזקים ועלויות לשוק והוא מביא להתנהגויות שאנחנו חוזים בהם בעת האחרונה. למשל, שחברות דירוג מבקשות להימנע מלתת הסכמה לצירוף חוות דעתן לתשקיף של חברה וכל מיני מוצרים כאלה שהם מוצרים שהם מייצרים רעשים.
- ז. גושן: אתי?
- א. איינהורן: כן. אני רוצה לחזור לעניין התחולה ולהגדרה של דירוג. ואני לא מתייחסת אם ההגדרה היא רחבה מידי או צרה מידי, אני חושבת שהיא פשוט אולי חותכת לא נכון את תת הקבוצה שאנחנו רוצים שהחוק יחול עליה, כי היא מבוססת על מאפיין שהוא צורני ולא מהותי. בעצם, ההגדרה מבחינה בין גופים שמדרגים, שנותנים את ההערכה שלהם בצורה חיצונית של דירוג, לגופים שנותנים חוות דעת מעריכה באיזה שהיא צורה אחרת. אני לא בטוחה שזאת ההבחנה שאנחנו רוצים בה. אני חושבת שההבחנה היותר מהותית היא מה השימושים שעושים בחוות הדעת המעריכה - ועל פי זה צריך לחתוך. כי אחרת, כל דבר אפשר לסדר בצורה של דירוג גם מחקר אקדמי. אז גם זה נכנס

לתחולה של החוק? ומצד שני, אולי יש דברים שכן היינו רוצים שיכנסו לא נכנסים.

ז. גושן: אז כאן אני חוזר לשאלה מאיפה בא הפרק הזה. הרי לא ישנה אם אנחנו נעשה שני פרקים, אחד צורני ואחד מהותי, אם הרגולציה מאחורי שניהם במקרים שאנחנו נסכים להם תהיה זהה. הרי זה לא אכפת לך איך חתכנו. את מבינה מה אני אומר?

א. איינהורן: אם בסוף? אז יהיה חוק אחד אז למה בכלל?

ז. גושן: אז יהיה בסוף חוק אחד. יהיה חוק של מתווכים פיננסיים שזה רק פרק מתוכו. עכשיו, אם נניח אתה רוצה לעשות רגולציה על אנליסטים, אז ברור שאתה לא יפל ללכת למתווה החיצוני כי הם לא כולם עושים את זה באיזה שהיא סקאלה ברורה. כי האנליזה יכולה לבוא בהמון צורות. אם חברת דירוג דומה במהות של הפעילות שלה לאנליסט, חית רוצה שהרגולציה שתחול עליה תהיה דומה לרגולציה שאנחנו מחילים על האנליסטים? וזו בעצם הכוונה. היינו חייבים לעשות איזה שהוא חיתוך.

א. איינהורן: אבל חייבים בחיתוך הזה להכניס גם את הצד השימושי לחוות דעת. כי חוות דעת כמו שצביקה אמר יש בעיתון ויש באקדמיה ויש את מנגנון הפטורים.

ז. גושן: אנחנו כן הולכים על מנגנון הפטור. אנחנו כן רוצים לקחת את התחולה הרחבה. והסיבה שאנחנו לוקחים את התחולה הרחבה היא שאנחנו רואים את החוק הרחב. אבל אחרי שניקח את הסמכות, אנחנו נחריג מתוך כל מה שאנחנו תופסים את כל אלה שהם לא פרסומים ציבוריים שיש הסתמכות מאסיבית של הציבור עליהם או שימושים רגולאטוריים אחרים.

א. איינהורן: למה לא בתוך החוק?

ז. גושן: אז אני חוזר שוב: כי אנחנו רוצים קודם לעשות את החוק השלם. אחרי שיהיה לנו את החוק השלם נוכל לעשות את האיזונים בצורה יותר בהירה, אבל הכונה הסופית היא להגיע לתוצאה הזו. האילוץ שנוצר זה משום שבמקום ללכת עם החוק הגדול אנחנו מושכים מתוכו פרק שרץ קדימה לפני תר הפרקים ולכן הוא יוצר את הצורך גם מצד אחד להרחיב ולתת פטור, ומצד שני לחכות אחר כך ליתר החוק שיבוא ובעצם ייצמד וייתן את ההסדרה הרציפה.

א. איינהורן: אז אם אני מבינה נכון, מה שיהיה בסופו של דבר זה חוק אחד כולל שזה פרק בתוכו?

- ז. גושן: כן.
- מ. עקביה: אבל אם אני יכולה רגע להמשיך את ההערה הזאת, גם על הפרק רק של הדירוג ההגדרה של דירוג היא נורא רחבה.
- ז. גושן: נכון.
- מ. עקביה: באמת, מי שמפרסם איזה דירוג מעיתון קודם כל חל עליו החוק הזה, קודם כל, הוא חייב להיות חברה רשומה וכו'. זו נראית לי ברירת מחדל בעייתית. שוב אתה...אחר כך תפטר, אחר כך תתחיל...
- ד. רימון: מיכל, אם את רוצה אקוויוולנט, גם מי שמציע ניירות ערך באמצעות העיתון אם הוא לא נכנס לפטור שמדבר על אמצעי תקשורת ועל התנאים הקבועים שם - שהוא כונס נכסים שמשמש בזה, למשל - אז כן, חלה עליו חובה לפרסם תשקיף על כל פרסום בעיתון לכאורה. וכך גם ייעוץ השקעות.
- מ. עקביה: ברירת המחדל זה שלא יעסוק אדם בדירוג אלא אם כן הוא חברה רשומה וכו'. אחר כך תתחיל לפטור. הדירוג מנוסח פה נורא רחב.
- ד. רימון: למה? הוא לא כל כך רחב, הדירוג. תסתכלו מה מושאי הדירוג. מושאי הדירוג זה יכולת עמידה בהתחייבויות וכדאיות השקעה במדורג.
- ש. פלפל: כדאיות השקעה ויכולת עמידה בהתחייבויות זה שני דברים שונים,
- ד. רימון: נכון.
- ש. פלפל: כן, אבל את רוצה להפעיל את אותו כלל? אני אתן לך דוגמה. כשאת קונה אופציה, ולפעמים חברת דירוג תגיד שהאופציה הזאת היא "AAA", דהיינו בטוח שיעמדו בהתחייבות של האופציה - זה לא אומר שתקבלי אפילו גרוש אחד. אז זה שני דברים שונים. לעומת זאת, אם זה משתלם או לא זה דבר שאני לא רואה איך מודדים אותו. זאת אומרת, זה לא ניתן לכימות. ולכן יש אזהרה דברים ויש מבחנים ואני מסכים שנקבל. אבל לשים את שני הדברים האלו תחת אותה כותרת? אני ממש לא רואה איך אתה יכול לעשות את זה. זה כלאיים. זה כלום. הייתי צועק שזה שעטנז.

ז. גושן: אז בוא נדבר על השעטנו הזה, בוא ניח לצורך העניין שאנליסט נותן "STRONG BUY". זו כדאיות השקעה. אתה מסכים שצריכה להיות מידה מסוימת של רגולציה לאנליסטים, במינימום של סוגיית ניגודי העניינים?

ש. פלפל: כן. רגע, גם אנליסט צריך להיות מפוקח. אני לא אמרתי שלא.

ז. גושן: אז כל מה שאנחנו אומרים כאן זה שהתוכן של הרגולציה יותאם למהות של הפעילות שעושים השחקנים. אבל אנחנו מסתכלים על זה בהסתכלות שלמה ולא הסתכלות צרה על הנושא של חברות הדירוג.

ש. פלפל: אני מבין מה שאתה רוצה לעשות: אם יש חמישה חומשי תורה, אז בוא נדבר על ספר בראשית ולא נערב בזה את שמות ויקרא וכו'. זאת אומרת, שאתה רוצה לבוא ולהגיד בסוף תראה הנה חוק ההסדרים הפיננסיים, חוק העיסוק הפיננסי, אז בוא נכתוב את פרק א' עם הגדרה שמתאימה לפרק א', לפרק ב' תהיה הגדרה של פרק ב' וכו'. זה לא תומך, אלא להיפך - זה ייצור יותר בעיה.

ז. גושן: מה יפריע לך אם תהיה חברה שתדרג קרנות נאמנות לפי כוכבים? ואתה תגיד שעל החברה הזו, לדוגמה, יחול הפרק של האנליסטים?

ש. פלפל: בסדר אבל אני לא צריך כבר לדבר עליה אני אומר כשנגיע לפרק האנליסטים נדבר.

ז. גושן: אבל אני לא יודע עכשיו איך יגמר החוק, אוקיי? אני לא רוצה עכשיו לכבול את עצמנו למצב שהגדרנו סוגיה אחת ואחר כך מצאנו את עצמנו שיש דברים שנפלו לא כאן ולא כאן.

ש. פלפל: אבל הבעיה היא אחרת שמכאן ניתן לפרש - יבוא יום אחד תובע מאוד נלהב ויגיד, "תשמעו, כל עוד לא כתבת את החוק על האנליסטים, גם אם האנליסט הזה כתב מה שכתב, גם אם אין לו הון עצמי או שאין לו ביטוח - מה הוא פושע? GROSS NEGLIGENCE? אגב, יש לי שאלה: מה ההבדל בין פזיזות ורשלנות?

י. כהנוב: פזיזות זה מונח פלילי.

ד. חן: גם רשלנות זה מונח פלילי.

י. כהנוב: רשלנות זה מונח שהוא גם אזרחי.

- ש. פלפל: מה ההבדל?
- י. כהנוב: רשלנות זו סטייה מתחת לנורמה מסוימת. זאת אומרת, נניח שאתה הולך לרופא, אתה רשאי לצפות ממנו - הוא לא צריך להיות הרופא הכי טוב בעולם - אבל רמה שאפשר לצפות מרופא. מה שנקרא: רמה סבירה.
- ש. פלפל: ומה זה פיזיות?
- י. כהנוב: GROSS NEGLIGENCE זה הרבה הרבה יותר חמור.
- ש. פלפל: לא. אבל פיזיות?
- ז. גושן: זה GROSS NEGLIGENCE.
- ד. חן: זו רמה הרבה יותר גבוהה.
- י. כהנוב: נהג שנוסע שניים שלושה קילומטר לשעה יותר מהמותר זו רשלנות. נהג שנוסע עם עיניים עצומות זו פיזיות - או שהוא שתוי.
- ש. פלפל: אני לא מתווכח אני פשוט שאלתי. אני יודע מה זה IO ו-PO.
- י. כהנוב: קיבלת תשובה.
- ש. פלפל: כן, עכשיו אני יודע.
- ד. חן: בן אדם שיורד לכיכר העיר ויש שם מאה אנשים והוא יורה. יפגע במישהו - יפגע; לא יפגע - לא יפגע אז יש לו מזל. זו פיזיות. בן אדם שיורה מהבית באיזו ציפור שהוא ראה למעלה ופתאום הכל משתבש אז זו רשלנות. בן אדם שחוצה את הרמזור באור אדום בדרך כלל יאשימו אותו בפיזיות.
- ש. פלפל: זה בסדר. אז זה דבר אחד.
- י. כהנוב: בוא נגיד שנהג שלא עצר תוך שתי שניות או משהו כזה ולקח לו טיפה יותר זמן לעצור הוא רשלין. אבל אם אחד נוסע במהירות של מאה קילומטר לשעה בתוך מקום הומה אדם או ליד בית ספר - זו פיזיות.
- ש. פלפל: בסדר, הבנתי. קודם פשוט היתה לי בעיה עם מונחים. אני אומר שוב: אני מוטרד מדבר שברור לנו, וכאן אין על זה וויכוח: תעזוב רגע את נושא הטור

של האנליסט בעיתון. אפילו אנליסט שמרוש ממנו דרישות והמלצת קנייה היא סך הכל... אנחנו יודעים כי בסוף... הוא אומר 'עוד שנתיים זה יהיה טוב', הוא לא אומר יותר מידי והוא אומר רק שהוא חושב שהאחרים יחשבו ככה והמנייה תעלה, כן? כי גם אם הוא מנתח והחברה תרוויח יותר, המנייה יכולה לרדת. כאן חברת הדירוג אומרת 'חבר'ה אני חושבת שבעוד שנתיים יהיה להם לשלם', זה כל מה שאמרתי; השוק יעלה השוק ירד – את זה לא אמרתי. יותר מזה, אמרתי שהוא ישלם, לכן זה ניתן לכימות. אפשר לשבת על זה. להוסיף יותר מידי זה פשוט... אני חושב שאנחנו יוצרים כאן בעיית קונסיסטנטיות ברמה הראשונה, זאת אומרת עדיף לדבר על דבר קטן, על דירוג אשראי, וכשיגיע לדירוג אנליסטים או לדירוג המלצות כללי שהמבחן הוא בעצם מבחן השוק, כלומר גם אם אני אקלע במאה אחוז בתחזית כמה חברה תרוויח בשנה, הבאה אני יכול לטעות לגמרי מה יהיה מחיר המנייה. אז זה דבר אחד. זאת הבעיה הקשה ביותר.

ז. גושן: שי, אני חוזר שוב: זה נכון, אנחנו מודעים לזה. בעצם, המחלוקת היא רק על המיקום, האם זה בחוק או בתקנות ואיפה נוציא אותה, האם בסעיף הפטורים או לגמרי מתחולת החוק. אנחנו חשבנו שזה נכון שהם יהיו בחוק, כי אנחנו רואים את הפרויקט השלם שיבוא אחר כך. נביא לכאן את רשימת הפטורים שיוציאו בעצם את כל הנושאים של כדאיות מתחום התחולה של החוק, בשלב הזה, עד שנתקדם עם הפרויקט הגדול של המתווכים הפיננסים. מבחינת הטכניקה החקיקתית, זה מה שאנחנו עושים. אין לנו מחלוקת על המהות וזו הנקודה המרכזית.

ש. פלפל: אני מסכים אבל עדיין אני לא רואה למה צריך לתת פטורים. תסכים איתי שיהיה סט די שונה של חוקים. אז למה לשים את זה עכשיו עם פטור? בלאו הכי נצטרך באיזה שהוא מקום, משמכסים את כל המתווכים הפיננסים, לעשות רגולציה גם של זה ומהיום גם של זה. זאת דעתי.

א. איינהורן: בהמשך לדבריו של שי, עדיין בעניין התחולה, אני כן חושבת שהחשיבה צריכה להיות מלית גם אם מתעסקים רק בפרק אחד. מה שנראה לי זה שברוח הדברים של שי, התלוקה לפרקים אולי לא בנויה נכון. החלוקה אולי לא צריכה להיות לפי אם זה דירוג או הערכה של אנליסט או הצורה של הערכה, אלא מה האובייקט של ההערכה: האם זו הערכה של אשראי, שזה פרק אחד. או הערכה של כדאיות כלכלית, שזה פרק אחר. כי פה ההבדל המהותי בתוך החלוקה לפרקים.

ש. קנדלר: זה יהיה בתקנות. אבל, זאת אומרת, השארנו מספיק מרווח בסעיפי הסמכה שאנחנו יכולים לחלק בתוך התקנות.



א. איינהורן: לא, לא בתקנות, בחוק עצמו. אני חושבת שהחלוקה לפרקים לא צריכה להיות לפי צורת חוות הדעת המעריכה אם זה דירוג או הערכה שניתנת באיזה שהיא צורה אחרת. כי גם חלוקה לפרקים לא צריכה להיעשות לפי קריטריון צורני אלא מהותי. ובמהות, פה ופה אני מאמצת את מה ששי אמר. מה שחשוב זה האובייקט של הערכה האם זה אשראי. ולא חשוב אם הערכה מסודרת בצורת דירוג או אחרת יש בעיות אחרות מאשר להעריך כדאיות של השקעה.

ז. גושן: מה זה הערכת שווי?

א. איינהורן: אז אולי צריך להבדיל בין הערכת אשראי להערכת שווי של פירמה ולהערכת כדאיות כלכלית.

שי פלפל: הערכת שווי? אני לא יודע. זהר לא נעים לי להגיד לך אני לא יודע מה זה.

ז. גושן: בסדר.

שי פלפל: התשובה היא שבאמת הם לא יודעים מה זה.

ז. גושן: אז יש אשראי, יש כדאיות ויש משהו שאנחנו לא יודעים מה זה.

א. איינהורן: לא, למה לא יודעים מה זה? זה אקוטי. יש הערכה שהוא חוב.

ז. גושן: בסדר, מה זה משנה? כבר שלושה פרקים...

א. איינהורן: לא, למה לא יודעים? יש הערכה של "אקוויטי" ויש הערכה של חוב וזה שני דברים לגמרי שונים.

ז. גושן: יש הערכה של בניין.

א. איינהורן: נכון.

ז. גושן: יש הערכה של חברה שלמה.

א. איינהורן: אז אם כבר לחלק לפרקים והחוק הוא לא כללי...

ז. גושן: בסדר, אבל אנחנו עוד לא הבאנו לכם את המתכונת השלמה שממנה את יכולה להגיע למסקנה שלא הלכנו בדרך שאת חושבת.

א. איינהורן: לא, הבאתם פרק אחד.

- ז. גושן: נכון.
- שי פלפל: הבעיה שלנו היא לא עם הפרק, זהר, עם התכולה שלו. אתה יודע, בוא נגיד כך: לדעתי, אני.. לפרוט את זה שוב לטענות של אחד בשם זהר גושן לגבי דירקטורים, אני לא רואה באמת איך אנחנו, או אני לפחות, או צביקה... לבוא ולהגיד: תשמע, אנחנו אומרים לך כל הזמן 'אני, יש לי בעיה עם ההגדרה של דירוג וכו'. עם הסעיף השני לי אישית יש בעיה קשה מאוד. איתו אני לא רואה איך אני יכול לבוא ולהגיד שאני בעד. אני מאמין שצביקה לא אמר את זה אבל זו הכוונה. אז אתה רוצה שהדיון בסוף יצא שכל הזמן אנחנו אומרים לך שאנחנו נגד?
- ז. גושן: כל מה שאני אומר לך זה שאתה מבקש ממני למחוק את זה בחוק.
- שי פלפל: כן.
- ז. גושן: אני אומר לך: אני לא אמחק את זה בחוק. אנחנו ניתן פה סט של פטורים שיפתור את מה שרצית למחוק מהתחולה של החוק.
- א. איינהורן: אבל למה לא להגדיר מראש את התחולה הנכונה?
- ש. אלבק: אני אסביר למה לא מוחקים. הטכניקה הזאת היא באמת טכניקה שאנחנו עושים אותה לרוחב כל החלטות כל החקיקה שלנו. יוצרים סמכות רחבה מאד ואחרי זה מייצרים פטורים. למה? למשל, אתה מדבר על כדאיות ההשקעה. מחר תבוא חברה ותדרג את כדאיות ההשקעה בקרנות נאמנות. הציבור מסתמך על זה. מבחינתנו, יש כשל שוק אם הדירוג הוא דירוג שלא שווה הרבה ואנחנו נותנים לו איזו שהיא מעטפת חוקית והוא כאילו ראוי. אז יש לנו בעיה עם הדבר הזה ואנחנו צריכים להתמודד איתו. לכן, מה אנחנו עושים? אנחנו אומרים שאנחנו מחילים רגולציה על הכל ונחריג אנליסטים ונחריג מישהו שהוא רק נותן דירוג בילטראלי בין שני אנשים, שזה באחריות ביניהם ועל פי החוזה שביניהם ואנחנו לא צריכים להיות מעורבים בו. אבל ככול שמדובר על הציבור וכול שהציבור מסתמך על זה וככול שהציבור פשהוא מסתמך על זה עלול להיות מוטעה וכתוצאה מכך עלולים להיגרם נזקים ויש כשל שוק - כי אף אחד לא יכול לבדוק האם הדירוג הזה הוא סביר או לא סביר - אז אנחנו צריכים להיות שם. זה תפקידנו בחיים. ולכן, מכיוון שאנחנו לא יכולים תום להעריך מראש על מה אנחנו נרצה, למעט חברות הדירוג שכולם מכירים וכולם רוצים לעשות עליהם רגולציה - יש הרבה פעילות כזאת שיכולה להיות פעילות שצריך להטיל עליה רגולציה - אנחנו באים ואומרים: 'אנחנו עושים את אותה טכניקה כמו שאנחנו עושים תמיד'."

אם נצמצם את הפיקוח רק לחברות הדירוג שמדרגות אשראי המשמעות תהיה שכל הפעילויות מחוץ לגדר. תסתכלו היום מה קורה בזירות המסחר. זה בדיוק מה שקורה. זירות מסחר מעולם לא נכנסו לשום קטגוריה מפוקחת והן עולות ופורחות, ועכשיו אנחנו רצים אחריהן, אחרי שכבר הפעילות קיימת על מנת להסדיר אותם, בעוד שהיינו יכולים לעשות את זה מראש אם ההגדרה של פעילות מסוימת היתה טיפה יותר רחבה.

א. חמדני: טוב, אז אתחיל מהסוף ואז אגיע לאחריות. אני חושב שאם מדברים על טכניקות חקיקתיות, אז מבניקה נוספת שאפשר לחשוב עליה ועוד מעט אסביר את היתרון, זה לקבוע אולי פה סמכות להוסיף דברים. זאת אומרת, שתישאר הסמכות לרשות ניירות ערך אבל שיהיה אפשר להוסיף.

ז. גושן: אנחנו פה. צריכים לעשות משהו שאפשר להעביר.

א. חמדני: אני חושב שדבר אחד שאנחנו לא שמים לב אליו פה זה שיש בדברים האלה הרי איזו שהיא תנודתיות. זאת אומרת, נכון שברגע שיש כבר דירוגים של איזה שהוא מוצר אז אנחנו רוצים לעשות לזה רגולציה. אבל אם אני עכשיו מראש צריך להחליט אם להיכנס לאיזה משהו ואני עוד לא יודע אם יש לזה שוק או אין לזה שוק וכן הלאה, ואני כבר בעבירה רק אם חשבתי על זה, או שעשיתי על זה איזה שהוא פיילוט - זו בעיה.

ז. גושן: וזה ישנה לך אם יהיה פטור בתקנות או שזה לא יהיה כתוב בחוק?

א. חמדני: לא אם תהיה סמכות להוסיף, אם תהיה רשימה שתגיד מה נתון לרגולציה ותהיה סמכות להוסיף דברים נוספים.

ז. גושן: אני בחיים לא אצליח להגיע למצב שמשרד המשפטים ייתן לי להוסיף. אין, אני כבר הייתי שם. אני מבלה שמה כבר שנה וחצי זה לא מעשי.

א. חמדני: זה מה שחשבת.

ד. רימון: אסף, אני חושבת שיש לנו את הזוגמה הכי קלאסית למצב שאתה מתאר. למה? כי נגיד אנליסטים, היום, זה לא שהם בוואקום. הם מטופלים בחוק הייעוץ. רק מה? חוק הייעוץ לא מתאים להם. אבל אנחנו נמצאנו בהקשר לאנליסטים עם חוק הייעוץ במצב טוב, כי האנליסטים יודעים שהם כפופים לחוק הייעוץ. הם באים אלינו ואומרים 'תשמעו, ההסדר שלכם לא מתאים לנו כל כך ואז אנחנו בדרך של נו-אקשנים' ודברים שעברו במליאה, מצאנו איזו שהיא התאמה להסדר שמצוי בחקיקה. אנחנו במצב הרבה יותר טוב

כרגולאטור מסדד שלא צריך להמתין למלא את הואקום עם משרד המשפטים והליך חקיקה מלא. ובניתיים, השוק פרוץ לחלוטין. זה יכול להיות גם המצב כאן.

א. חמדני: אני ידעתי שזו תהיה התשובה מאחר ואני מכיר את משרד המשפטים. אני רק רציתי לוודא את זה עוד פעם. אבל נקודה נוספת היא שאני חושב שבסופו של דבר מה שבאמת מפריע כאן, זה לא הרישום וכן הלאה, אלא השאלה של האחריות. ולא ברור היום בחוק, ובתור פיתרון ביניים לפחות הייתי כותב את בצורה מפורשת, שראש רשות ניירות ערך יכול גם לפטור מסעיפי האחריות שיש בחוק ובהתאם לשיקולים שכתובים כאן.

ז. גושן: אוקיי, אין לנו. זה לא ברור?

א. חמדני: לא. זה לא כתוב בצורה מפורשת.

ש. קנדלר: כתוב שהרשות יכולה לפטור מרישום ומכל חלק אחר.

ש. קנדלר: בסעיף 9: הרשות רשאית לפטור חבית דירוג מהוראות החוק כולם או מקצתם לרבות מחובת רישום.

א. חמדני: לרבות מחובות רישום? אז כמו שיש פה חובות רישום צריך שיהיה גם אחריות.

ז. גושן: אני לא רואה שיש בעיה עם הדבר הזה.

א. דין: יש לי שאלה לגבי תקופת ההתיישנות. למה היא נקבעה לשנתיים מיום פרסום הדירוג? זאת אומרת, זה נראה כתקופה קצת קצרה יחסית, בפרט שדברים יכולים להתגלות בשלב הרבה יותר מאוחר, כמו שימוש במידע לא נכון.

ז. גושן: זו אותה התיישנות שקיימת בחוק ניירות ערך לגבי אחריות לתשקיף. גם שם זה שנתיים. בעניין הזה אני חושב שברגע שאין לנו מחלוקת לגבי המהות, יש פנינו הסכמה שהרגולציה תחול על חברות הדירוג של אשראי והחברות האחרות תוצאנה באמצעות הפטורים בתקנות. אני לא חושב שבעניין הזה אנחנו ציכים להתעקש שההחלטה תהיה בחוק. אני חושב שבחלק הזה העובדה שהפטורים וההחלטה נמצאים בתוך התקנות היא פחות חשובה. מה שחשוב זה שאתם תוכלו לעקוב כשנביא לכאן את השורה של התקנות, שתוכלו לראות שבאמת בפטורים כל הנושא של כדאיות ההשקעה מוחרג החוצה.

- ד. רימון: החוק גם לא נכנס לתוקף בלי התקנות.
- ז. גושן: בדיוק.
- ש. פלפל: בוא נדבר רגע על אנליסטים. באיזה שהוא יום אתה תצטרך לכתוב מ-א' עד ת' כי כל מה שכתוב כאן כמעט ולא מתאים לאנליסטים תצטרך לכתוב אותו מ-א' עד ת' וללכת לאותו משרד המשפטים.
- ז. גושן: אתה רואה, זה כאן ההבדל בין התיאוריה באקדמיה לפרקטיקה והחיים. אוקיי?
- ש. פלפל: אני מהפרקטיקה והחיים. אני לא מהאקדמיה.
- ז. גושן: התיאוריה שלך, אתה יכול לעשות לנו שמה אסטרטגיות מסחר ולעשות 'ארביטרוז' - זה אני לא מתווכח איתך. אבל עכשיו על הפוליטיקה של החקיקה אני כן מתווכח איתך. אין לי מחלוקת לגבי העובדה שלגבי אנליסט צריכה להיות רגולציה אחרת מהרגולציה שתחול על חברות דירוג ובחלק הזה אנחנו לא חלוקים. אנחנו רק חלוקים על הטכניקה החקיקתית שבה אנחנו נגשים את הפער הזה בין שני הסוגים של הפונקציות. והעובדה שהפרק של האנליסטים נמצא בתוך הפרויקט הגדול והעובדה שהפרויקט הגדול טרם עבר את משרד המשפטים, טרם עבר את כל הליכי החקיקה שהוא צריך לעבור - מבחינתנו, המשמעות שלה שעדיף לנו ללכת במתכונת שאנחנו ניקח את הסמכות בחוק ונעניק את הפטורים. הרי זה לא ייכנס לתוקף לפני שתראו את הפטורים, לפני שתראו את התקנות. התקנות גם יגיעו לכאן. תוכלו לראות אותן. אני לא חושב שעל החלק הזה אנחנו צריכים להתעקש. לגבי המהות, אין מחלוקת. זאת אומרת, אני לא חולק על זה שזה בהחלט צריך להיות מחוץ לגדר בתקופה שנחיל את החוק. בכל מה שקשור לאחריות אז אין לי מה להוסיף מעבר לעובדה שאנחנו הולכים אחרי ארה"ב. אנחנו מנסים להיצמד לעולם. אנחנו מנסים לתת איזה שהוא הסדר.
- א. חמדני: אני רוצה להגיד שבמידה מסוימת הולכים ישר לרשלנות אבל שוכחים שיש פה אחריות על כל הפרת הוראות החוק, ויש פה גם הכנסת אלמנט של אכיפה של הרשות. אני חושב שאלה דברים שלא היו עד היום. בסופו של דבר, מה עדיף - בית משפט שבדיעבד יבוא ויגיד אם הדירוג היה רשלי או לא רשלי או רשות ניירות ערך שעושה פיקוח בשוטף ויש לה את הסמכויות ואת הכלים? אני חושב שבעולם הזה, שבו יש סמכות פיקוח לרשות ניירות ערך, גם השאלה של אחריות היא מאוד חשובה.

- י. כהנוב: אין ספק שזאת התקדמות.
- א. חמדני: לא, גם התוספת שתהיה לך בזה שתהיה אחריות אזרחית תהיה תוספת שולית.
- ש. אלבק: תראה, ההיסטוריה של הפסיקה מוכיחה את זה. היו מספיק דירוגים ומספיק חברות שקרסו שאפשר היה לתקוף אותם. אין אפילו פסק דין אחד שמצא שחברת דירוג היא רשלנית. אני בטוח שהיו לא מעט פעילויות אכיפה של הרשות מול חברות הדירוג על בסיס מה שכתוב פה וזה ישפר את האכיפה.
- ד. רימון: לחיזוק דבריו של שוני, הסעיף אולי שהכי מטריד כרגע את חברות הדירוג זה שאנחנו כתבנו מפורשות שניתן יהיה לממן תובענות ייצוגיות. זאת אומרת, שהם כן רואים חשש גם מאכיפה אזרחית.
- ז. גושן: אני חוזר: אני לא יודע להגיד שיש לנו את המוצר המושלם. אבל אני יודע שזה מתחיל עבורנו תהליך של ניסוי וטעייה. שלאט לאט נוכל לגבש את המתכונת. אני מציע שנאפשר לזה לעבור לשלב הזה, ובמקביל נכין את התקנות. משנסיים להכין אותן, נעלה אותם לכאן ואז נוכל לראות בתקנות את הפטורים שאנחנו רוצים להעניק ואיך בדיוק אנחנו מאזנים בין התחומים השונים. אם זה מקובל עליכם, אנחנו נאשר את זה.
- א. איינהורן: יש לי רק עוד הערה קטנה בעניין אחר, בעניין של הסתמכות על מידע נכון. אם אני זוכרת נכון, בגרסה הקודמת היה סעיף שדרש שחברות הדירוג תסתמכנה על מידע נכון.
- ד. רימון: הוא עדיין נמצא בתוך סעיף האחריות.
- א. איינהורן: ראיתי את זה. הדרישה הייתה באמת חזקה. אני לא חושבת שהיה צריך למחוק אותה. היה צריך רק לרכז אותה. כן חשוב שתהיה דרישה. היא אומרת שחברות הדירוג צריכות לנקוט באמצעים סבירים על מנת לוודא את נכונות הנאמנות.
- ז. גושן: זו רשלנות.
- א. איינהורן: אז למה להכניס את זה לאחריות?
- ד. רימון: הבנו מתוך התגובות שקיבלנו שיצאנו חסרים מכל הכיוונים, כי דרשנו את הדרישה הזאת אבל זה לא היה ברור למגיבים שזה קשור לסעיף האחריות ולכן הם טענו שאין אחריות בגין הפרה של הסעיף הזה. היו כאלה שחשבו כך,

והיו אחרים שלא הבינו שהאחריות בגין אותו סעיף היא גם ברמה של פזיזות ולא רשלנות. לכן מצאנו לנכון לכתוב את זה בתוך סעיף האחריות. ועכשיו, לדעתי, זו התוצאה, וזה מוסבר גם בדברי ההסבר.

א. איינהורן: כי הדרישה הייתה באמת חזקה אם הדרישה הייתה סבירה.

ד. רימון: כן, אבל מה המשמעות של להסביר אותה כשלעצמה?

א. איינהורן: כמו כל הוראות החוק.

ד. רימון: כן אבל היא לכאורה יוצרת איזו שהיא תחושה שחברת הדירוג צריכה לבצע DUE DILIGENCE.

א. איינהורן: היא לא צריכה את זה, אבל לנקוט באמצעים סבירים - כן.

ז. גושן: זו רשלנות.

ד. רימון: אם היינו רוצים את זה, היינו כותבים סעיף רשלנות והיינו כותבים דרישה של ביצוע אמצעים סבירים, כפי שכתוב על חתמים. אבל זה כרוך בהחלטה המרכזית.

ז. גושן: ברגע שהחלטנו לא ללכת לרשלנות אז בוודאי שלקבוע שהסתמכות סבירה על מידע זה רשלנות זה בדיוק התוצאה שרצינו לחסן אותה מפניה.

ש. פלפל: הערה טכנית, אבל יחסית חשובה. בעמוד 20 כתוב אפילו מודגש: "ובנוסף יהפוך להפנמת אחד מאמצעי סאב פריים יכול שייקבע בכללים כי אסור יהיה לחברת הדירוג להיות שותפה בתכנון מבנה הנכס הפיננסי", זה לא עובד כך, כיוון שתמיד אתה צריך פידבק. אלי הדוגמה הכי פשוטה אם יש לך ... ו-subordination לקבל טריפל A איזה אחוז subordination. לפי הדבר הזה אסור לחברת הדירוג לדבר איתך בכלל. אני לא רוצה שתתחיל כשיש להם מבנה שבו יש שלושה אחוז subordination הם יגידו טוב, בסדר אוקי אבל עכשיו נשלח לכם עם שבעה אז זה A.... יש טעם בהחלט בכך שיתוף פעולה. יש בעיה בזה אם כל התשלום שלהם מובנה בזה שהם ייצרו אחוזים כאלה שישתלם לעשות - אני לא יודע איך לכתוב את זה, אבל שיתוף פעולה להיפך זה מחויב המציאות כי אחרת זה לא....

ז. גושן: בסדר, הערה נכונה. אנחנו נתייחס אליה בתקנות.

- ש. פלפל: אחר כך אני אסביר את הדבר הזה.
- ד. רימון: שי כיוון לזה שבדברי ההסבר כתבנו שזה יהיה סוג של פעילות שנאסור אותה.
- ז. גושן: השאלה היא מה נעשה בתקנות בסופו של דבר.
- ש. פלפל: כאן אני רוצה להגיד טכנית, ואני אחר כך אדבר שוב עם האנשים הספציפיים שכותבים את זה. הדבר השני שמודגש זה שאתם רוצים לשפוך את התינוק עם המים: בדיקת שיטות הערכה וכו'. 'במקרה זה שומה על חברת הדירוג להימנע מדירוג נכסים מסוג זה' - זה בעצם שאתם אומרים שנכסים חדשים או נכסים יותר מורכבים - יוק. לאו דווקא. היה כשל מסוים, אבל צריך ללמוד מזה. יש טעם לעשות נכסים חדשים ויש דברים כאלה. כאן אתם אומרים, בעצם, 'נכסים מורכבים - זה לא קיים'.
- ד. רימון: כל מה שאנחנו אומרים זה שאנחנו לא מתכוונים להתערב במתודולוגיה. אבל כאשר חברת הדירוג בודקת האם יש לה את המתודולוגיה המתאימה להעריך את הנכס הפיננסי שאותו היא מדרגת וכאשר היא באה לעדכן את הדירוג שלה, היא צריכה בין השאר לענות לעצמה על השאלה האם יש לה את הכלים המתאימים לבדוק את הנכס הזה, שהוא נכס פיננסי מורכב.
- ג. גור-גרשגורן: זה תואם לחקיקה בארה"ב. גם בארה"ב, אם אתה מדרג מוצרים שהם 'סטרייט' ואתה עכשיו רוצה לעבור ולהתחיל לדרג משהו חדש, אתה צריך לבא ולהירשם מחדש ולבדוק שיש לך את כל הכלים ואת היכולות ולקבל אישור לדרג מוצרים שהם מורכבים.
- ש. פלפל: אין כאן בעיה אבל שוב בארה"ב שאמריקאי יגיד I would not recommend, זה שקול ל- "don't do it".
- ז. גושן: שי, אני מציע שתיקחו את שתי ההערות לתשומת לב ותראו איך להתייחס אליהן בכל מה שקשור לעיסוח יותר מעודן של דברי ההסבר. אחר כך נראה איך ניתן לזה ביטוי בתקנות עצמן.

## 10. שונות.

- ז. גושן: נתחיל. קודם כל, לשאלתך, בעניין פועלים שוקי הון. פועלים שוקי הון החליטו להעניק למנכ"ל שלהם ולעוד כמה בכירים, נתייחס רגע למנכ"ל, בונוס ואופציות הבונוס היה בשיעור של 9 וחצי מיליון שקלים. הבונוס אושר גם בדירקטוריון של פועלים שוקי הון, שהיאחברה בת של בנק הפועלים - וגם



בדירקטוריון של בנק הפועלים. מבדיקה שעשינו לגבי התהליך שבמסגרתו אושר הבונוס מצאנו שורה של כשלים ביחס לבונוס. לא מצאנו כשלים ביחס לאישור האופציות. אישור האופציות נעשה על בסיס דוח של ארנסט אנד יאנג ועל בסיס ניבוי של איש מקצוע ולא היה לנו לגביו שום השגות כי הוא נעשה באופן תקין. אבל ביחס לבונוס, הרושם שקיבלנו זה שמצד אחד הוצג מצג בדירקטוריון חברת האם שנעשה דיון יסודי בחברת הבת, כשבפועל לא נעשה דיון יסודי בחברת הבת. מעבר לזה, מהפרוטוקולים שבחנו ראינו ששאלות רבות שהדירקטורים שאלו נשאלו ללא מענה. ובנוסף, נוצר רושם שיצרו מצג לדירקטוריון למטה ולמעלה שחיתה התחייבות לתת את הבונוס הזה שעה שלא ברור מי נתן אותה ואם היה מוסמך לתת אותה ולמה נתן אותה ומתי נתן אותה. לא היה שום פירוט, אבל הרושם שהדירקטוריון קיבל, גם למעלה וגם למטה, היה שזאת התחייבות שצריך לכבד אותה. כפי שאתם בוודאי יודעים, בתור רשות ניירות ערך אין לנו סמכות להתערב בסכומים של בונוסים. אין לנו סמכות להתערב במהות. אנחנו רק יכולים להתערב בכל מה שקשור לגילוי. גם אין לנו סמכות להתערב בתהליך, אלא בחשיפה של תהליכים. רוני עמיחי הרפרנט שלח מכתב שם בעצם אמרנו שלדעתנו הכשלים שנפלו בתהליך הם כאלה שמחייבים להתייחס לאישור הזה כאישור שספק אם הוא תקף - מכיוון שהמידע שעל בסיסו התקבלו החלטות לא היה שלם ולא התקבלו החלטות במסגרת פרוצדורה תקינה. בעצם, אמרנו לבנק שאנחנו חושבים שצריך לעשות תהליך יחסית דה-נובו, להתחיל מחדש את התהליך של האשרור בשני הדירקטוריונים, וקצבנו להם זמן להגיב למכתב שלנו עד יום חמישי שעבר. הבנק, במצבים רגילים, מיד שוכר עורכי דין מהשוק הפרטי שמיד שולחים לנו מסתבים שמסבירים לנו למה הכל היה בסדר והכל היה תקין ומתנצחים עם הטענות של רשות ניירות ערך. לשמחתנו זה לא היה המצב. הבנק החליט שבתקופה שקצבנו לו צריך לא רק לענות לנו אלא גם ממש לתקן את ההליך. הם כינסו את שני הדירקטוריונים, קיימו דיון שנמשך למעלה משלוש שעות בכל השאלות שהעלינו במכתב שלנו, הבהירו את הסטואציה ובסופו של דבר הגיעו למסקנה להפחית מהבונוס 1.6 מיליון שקלים, שזה בערך 17 אחוז מהבונוס. זה סכום לא מבוטל. כאן אני חושב שהיתה הכרה מצד הדירקטוריון בעבדה שהבונוס הזה לא היה הבונוס המתאים. אני חושב שהסיגנל שהשק מקבל מהעובדה שמצד אחד בתוך לחות הזמנים שקצבנו אין התנצחות, יש עריכה של דיון מחודש ותגובה שקופה שהשוק יכול להתייחס אליה - אני חושב שזה מהלך המשפר את יכולת האכיפה שלנו בעתיד זה בהחלט תקדים מאוד מאוד חשוב. כי בסופו של דבר, אנחנו צריכים לזכור שאנחנו ממנפים סמכות לדרוש גילוי כדי להשיג תוצאות שהן בעיקרון ברמה של התהליך.

אבל באתם לבנק הפועלים בעונה טובה.

ד. חן:

ז. גושן:

זה נכון, אז זה לשאלתך. הנושא האחרון ב'שונות' שאנחנו כבר די הרבה מאחריו - זאת ישיבת המליאה הראשונה לאחר כנס היוסק"ו. כפי שוודאי חלקכם יודעים כבר הכנס הסתיים בהצלחה אדירה בכל ההיבטים שלו, וכאן מגיעות מחמאות גדולות גם לאבי גם ליעל על ההפקה של האירוע הזה. קבענו לעצמנו שני יעדים. אחד הוא יעד ציוני: למכור את מדינת ישראל. ואני חושב שביעד הזה הצלחנו היטב. וקבענו יעד נוסף: למצב את רשות ניירות ערך כרשות מקצוענית ברמה עולמית. וגם ביעד הזה הצלחנו. אני חושב שאלה הישגים אדירים שילוו אותנו בהמשך העבודה השוטפת שלנו ברשות בכל הפרויקטים שאנחנו ממשיכים לעסוק בהם, אז פשוט לידכם רציתי להגיד להם עוד פעם תודה.

ד. חן:

מותר לומר גם איזה מילה טובה? אז מהמעט שאני לפחות ראיתי, וזה באמת על קצה המזלג, קטונתי מלהביע דעה על התכנים המקצועיים וכיוצא באלה כי באמת לא עקבתי אחרי הכל, אבל הארגון מבחינת הפלטפורמה, איך מדינת ישראל נראית בעיני הגויים, אני חושבת שבאמת ראוי לכל שבח זה היה ברמה בינלאומית.

תודה רבה לכם.

ז. גושן:

### הישיבה ננעלה

---

זוהר גושן, יו"ר

רשמה: אריאלה איסנר