

סגור חלון



## עזבו את רועי ורמוס

מה רוצים ממנו ומאנשי פסגות, וכי פעילי שוק אחרים אינם עובדים בניגוד עניינים?  
אמיר איל 22/3/2010

### אמיר איל הוא יו"ר קבוצת ההשקעות אינפיניטי

ההתפתחות בפרשת [פסגות](#) וחקירתם תחת אזהרה של מנהלים בכירים, היא תמרור אזהרה נוסף ותזכורת לאנשי הרגולציה שהגיע הזמן להשלים את מלאכת ועדת בכר ולעקור מן השורש את ניגודי העניינים בשוק ההון.

בין אם החקירה תעלה שמנהלים בכירים בפסגות ידעו על הרצת האג"ח ובין אם לאו, כפי שאני אישית מקווה ומאמין, הסיפור האמיתי אינו חקירתם, אלא השיטה: מבנה שוק ההון הקלוקל והאופן שבו הוא מטפח ומאפשר לגופי ההשקעות להתנהל [בניגוד עניינים](#) מול לקוחותיהם.

נכון להיום, כפי שמערכת האיזונים והבלמים בשוק ההון בנויה, אני מעריך שהכשל או הגילוי המרעיש הבא בשוק ההון הוא עניין של זמן. גם מפחיד וגם חבל.

### פורשה על כביש מהיר

מכוניות מודרניות מאיצות בקלות למהירויות גבוהות. שוו בנפשכם פורשה נהוגה בידי נהג מיומן הרוצה להגיע מהר ורחוק. שוו בנפשכם נהג זה מתנהל לו בכבישים שאין בהם תמרורים ואיש לא הציב בהם מעולם מגבלת מהירות.

האם אפשר יהיה לבוא בטענות לאותו נהג שלחץ על דוושת הגז בכל הכוח? האם אפשר יהיה לשמור בדרך זו על ביטחונם הפיזי של הולכי הרגל והנהגים האחרים?

כך גם הדבר בשוק ההון: אם הרגולטור מאפשר לפעול במצב בלתי מוגבל של ניגוד עניינים, מכונות הניהול עוברות את המגבלות הדרושות לשמירת ביטחונם הפיננסי של הציבור בכל פעם מחדש. המכונות שמגלגלות מיליארדי שקלים למטרות רווח, בוודאי שלא תפסקנה מיזמתן לאתר ולהשתמש במוקדי רווח הלגיטימיים עבורן.

### אם מותר, אז למה לא?

מדוע שלא לעסוק בחיתום ולרכוש הנפקות "מצוינות" (במרכאות או לא) לתיקים ולקופות הגמל בשליטת הקבוצה?, למה שלא לרכוש קרנות נאמנות של אותו בית השקעות לתיקי לקוחותיו?, למה לא לשלב תעודות סל של ה"בית" בתוך קרנות הנאמנות, תיקי ההשקעות וקופות הגמל של אותו "בית" השקעות! ואם אפשר למה שלא לנהל חשבון "בית" (נוסטרו) במקביל לניהול כספם של הלקוחות, (אגב קניה ומכירה מקדימות בfront running).

### לוח האם של שוק ההון

הבה נדמה לרגע את האופן שבו מנהלי השקעות בונים פתרון ניהול פיננסי יעבורם-הלקוחות, באמצעות מטפורה של מבנה מחשב:

מנהל התיק/קופת הגמל (להלן מקצה הנכסים-Asset Allocator) הוא המהנדס המקבל את האחריות והסמכות לבנות מארז וקונפיגורציה המתאימה לצרכי הלקוח. באופן זה הוא קיבל מנדט לשלוט בלוח האם (Mother-board) ולהחליט אילו רכיבים יורכבו עליו.

על מינוי מקצועי זה, מקבל מנהל ההשקעות דמי ניהול ברורים הניתנים למיקוח ונחשבים בתעשייה כלא גבוהים במיוחד. בעולם של ניגודי עניינים, למנהל ההשקעות/המהנדס הזה, יש דרכים לשפר משמעותית את ההכנסה שלו. הוא מתחיל בהרכבת "ערכים מוספים" על לוח האם (תיק ההשקעות/קופת הגמל), וכך הוא מצרף במלאכת מחשבת שפע כרטיסים "חכמים":

- **"כרטיסי קרנות נאמנות"** של חברת הקרנות שלו (למרות שיש יותר מ-1,300 סוגי כרטיסים (קרנות) מתוצרת היצרנים האחרים), שבתוכם קיימת גביית דמי ניהול סמויה הגבוהים פי שניים עד פי ארבע מהכנסתו כ"מנהל לוח אם".
- **"כרטיס חיתום"** של חברת החיתום שלו, בו גלומות הכנסות נאות בגין התחייבויות חיתומיות להן עלול להיות כיסוי מראש בתיקים/בקופות.
- **"כרטיס הבית החכם (נוסטרו)"** המאפשר פעולות ברוקראז' לרווחים עצמיים העלולים לבוא על חשבון רווחי התיקים/קופות.
- **"צ'יפים מיוחדים"** - מהנדס מוכשר במיוחד, שותל על "כרטיסי קרנות הנאמנות" שלו (אותם התקין על לוח האם), "צ'יפים מיוחדים" הלא הן תעודות סל של עצמו, ואף יגדיל ויעשה את הקניה והמכירה (**ברוקראז'**) עבור הצ'יפים הללו (תעודות

הסל), אצלו בבית בחברת הברוקראז' שלו.

אכן, מלאכת מחשבת, הנדסה לתפארת.

### הפרדת רשויות

רבותיי, בואו לא נטעה, תרבות עסקית אגרסיבית היא לגיטימית ובתי השקעות הם עסק וכמו כל עסק לעולם ינסה למקסם רווחים ולבחון את קצה גבול היכולת. אך כשמדובר בניהול כספי ציבור (Other Peoples Money), הרגולאטור אינו יכול שלא להתערב. עליו להנהיג כללים אחרים שיכתיבו כללי משחק הוגנים ויאפשרו תחרות אמיתית ושקופה על ניהול כספו של הציבור.

חמש שנים אני קורא בכל הזדמנות, להתקין תקנות שתסדרנה את סוגיית ניגודי העניינים בשוק ההון. אחד הפתרונות עליהם המלצתי הוא הפרדת שוק ההון למספר קבוצות שייצגו "רשויות" נפרדות:

- בנקים וחברי בורסה - בהם נשמרים ומפוקחים כספי הציבור.
- יצרני מוצרים פיננסיים - המפתחים מוצרים וכלי השקעה פיננסיים (קרנות נאמנות, תעודות סל, מוצרים מובנים, קרנות גידור ועוד).
- חתמים - האמונים על השוק הראשוני
- מקצי נכסים (asset allocators) - מנהלי תיקי השקעות נטולי אינטרסים, שינווטו את כספי הלקוחות על פי צרכיהם ויבחרו לשם כך ממגוון כל המוצרים של כל היצרנים בשוק.

רק כך, במבנה כזה, יישמר אינטרס המשקיעים והחוסכים, התחרות בין המנהלים תהיה גלויה והוגנת, שוק ההון יקבל רוח צמיחה גבית ואמון ציבורי לאורך שנים, והתשואה שתושג עבור המשקיעים תהיה, סוף סוף, **תשואה נטולת ניגוד עניינים**.