

## פרשת פסגות ניגודי העניינים

## בנוסים ותמריצים

סוכני ביטוח שמקבלים טיסות לחו"ל וברטיסוס להופעות מתפתים למכור לציבור קופות גמל שלא מתאימות לו בדמי ניהול

גבוהים – כיוון שהעמלות שלהם נגזרות מדמי ניהול אלה. אפילו בפסגות צצה ועלתה בעיית התגמול של שני הברוקרים בחברה, דוד



דוד אדירי

אדירי מנהל הנוסטרו ושי בן דוד מנהל חדר המסדה, שעל פי ההשדה הריצו נזירות ערך וקיבלו אחוזים מהרווחיות של חשבון הנוסטרו. כך, ככל

שהחשבון הרוויח יותר,

הם נהנו יותר. עקב כך הם התפתו להרוויח יותר, גם בסחור של מעבר על החוק לפי החשדות.

**ההנחיות:** מדי פעם יוצאות הוראות שמטרתן שגופים מיננסיים לא יחלקו בנוסים על סמך ביצועים לטווח קצר, אך בתחום זה לא נעשה דבר.

## נוסטרו

הנוסטרו הוא תיק ההשקעות העצמי של החברה, שבמקביל מנהלת גם את כספי העמיתים. כאשר ישנן השקעות מוצלחות

במיוחד צריכה החברה לבחור מי ייתנה מחן – הנוסטרו או העמיתים. מהעמיתים יגבה בית ההשקעות דמי ניהול קבועים ללא קשר לתשואה שישנו על הכסף, ולעומת זאת כל התשואה שישנו על הנוסטרו במלואה תתורגם לרווח לבית ההשקעות. כאשר הנוסטרו של בית ההשקעות מצומצם, התחרות של בית ההשקעות עם עמיתיו קטנה, אבל בנוסטרו של 2 מיליארד שקל (לאחר מינוף) – כפי שהיה בפסגות – בית ההשקעות הוא כבר מתחרה רציני לעמיתים שלו.

**ההנחיות:** על פי החוק, יש לקיים חומות סיניות בין פעילות הנוסטרו לבין פעילות בית ההשקעות. לא אמור להיות שום קשר בין הנוסטרו לבין כספי הקרנות.

## חיתום

פעילות חיתום – פעילות של הנפקת חבירות לציבור – בבית ההשקעות שמנהל כספי עמיתים הוא פתח לצרות. כי הרי קל הרבה יותר למכור

ניירות ערך למי שאחת מוגש בפניו הקפה במשרד. חיתום מתחייבים להפוך ניירות ערך ואת מה שזמן לא מצליחים להפוך, הם צריכים לרכוש בעצמם. במסגרת זו יש מיתוי למכור לעמיתים שמנהלים את כספיהם באותו בית ההשקעות את ניירות הערך שהותגם של בית ההשקעות לא מצליח למכור. השאלה היא אם מה שמנחה את בית ההשקעות במקרה זה הוא מובט העמית, או שמא הרווחיות שנובעת מעמלת החיתום.

**ההנחיות:** באחרונה עברו תקנות המגבילות את היקף ניירות ערך שהתם של בית ההשקעות יכול למכור ללקוחות של אותו בית ההשקעות.

## 10 המכות

פרשת פסגות שהתפוצצה השבוע לא צריכה להפתיע. אחרי שנחלצנו מניגודי העניינים של הבנקים בוכות רפורמת בכר, נותרו בשוק ההון בעיות רבות אחרות • השנתיים האחרונות היו עמוסות בפרשיות קשות • הדלק של כולן: סכומי כסף גדולים ומהירים, מבנה בעייתי ורגולציה חלשה • מי משלם על כל זה? ציבור החוסכים כמובן

לרפף על הפרשות המטירות שמקורן ב-TheMarker בשנתיים האחרונות כדי להבין שמשוה בשוק מאוד לא בסדר. מדי כמה חודשים עולה גוף אחר לכותרות ושערורייה חודפת שערורייה. לעתים מדובר בפרשיות המצביעות על ניהול מקצועי לקוי כמו פרשת קופות הגמל של פריזמה, שנסגר בינתיים, או הפסדי ענק שנגרמו לעמיתים

בכל מקום. כל הנוסים מריצים ניירות ערך בסוף כל חודש, אמר אחר, ואחר דוסיף: "רפורמת בכר חיתה צעד בביון הנכון, אבל הנוסים הפיננסיים שקמו מה מסתמנים כבעיה לא קטנה". יש להנח שהורברים קצת הגיוני ורוב השחקנים בשוק ההון הישראלי לא עוברים על החוק מדי יום. אבל ברור שיש בעיה קשה בשוק ההון הישראלי. די

## נא אתי אפילו ואסא ששון

"מה אתם מופתעים? זה ידוע בשוק ההון כבר מזמן, אמרו השבוע גורמים בשוק ההון לאחר שנחשפו החשדות להריצת מניות בבית ההשקעות הגדול בישראל – פסגות. "מה הם כבר עשו? יש דברים כאלה



אלון גל / וואל / סטודיו

## בעלויות של קונצרנים

חלק מבתי ההשקעות שייכים לקונצרנים הגדולים במשק – כלל ביטוח וכלל מינסטרים נמצאים בשליטת אי.די.בי של נחני דנקנר, הפניקס ואקסלנס שייכות לקבוצת דלק של יצחק תשובה. המצב הזה יוצר שלל נגודי עניינים. ראשית, בקבוצות אלה עשירות חברות שמנסקות אגידה. מנהלים של כספי ציבור – כגון קרנות נאמנות וקופות גמל – המשתייכים לקונצרנים הגדולים, יתקשו ליהללם על זכויות ההחלטות שלהם, בשל החשש שיירדשו ליישם זאת גם כנגד אגידה של חברות אחרות. שנית, ישנן הלוואות בעייתיות מכספי עמיתים לכספי חברות בקבוצה – כגון הלוואה שניתנה מהפניקס לדלק נדל"ן. בנוסף, אחזקה של קונצרן בחברת חיתום שמפיצה את האג"ח של החברות שלו עלולה ליצור הסכמים שבשתיקה של "קנה את האג"ח שלי ואקנה את שלך".



נחני דנקנר

**ההנחיות:** רדישות לגילוי נאות והגבלת סכומי ההשקעה בחברות הקשורות זו לזו.

## ברוקראז'

הברוקראז' – פעילות המסחר – יכולה גם היא להיות סתם לנגודי עניינים רבים. ראשית, החברות מיוודות עמלות מהמסחר. בלומר יש להן תמריץ לבצע פעולות רבות בתיקי הלקוחות עבור עמלה – מת שנקרא "לחבר" (מלשון הברית המאוחד). בנוסף, אם הברוקראז' צריך למכור נייר ערך גם מתוך של לקוח ברוקראז' גדול או מתוך הנסמכו וגם מתוך העמיתים – ברור שהמכירה תוריד את ערך הנייה, ולכן השאלה את מי מוכרים ראשון – בלומר מי ימסיד יותר ומי מיתור.

**ההנחיות:** באחרונה בוטל האיסור על ביצוע ברוקראז' בבתי ההשקעות בתיקי עמיתים שמתנהלים באותו בית השקעות, לאחר לובי אינטנסיבי שהפעילו בתי ההשקעות. כמו כן יש חובת ריחוק על טובה העמלות שהלקוח משלם מה שנתון בקרה טובה יותר ללקוח. בחברות קרנות נאמנות וקופות גמל יש חובה לבצע מכרז על שירותי ברוקראז'.

## השקעות עצמיות

אם מנהל השקעות בנות מוסדי משקיע בעצמו בחלק מהחברות בהן משקיעים העמיתים שלו, נוצרים נגודי עניינים קשים.



למשל, אם הוא מחזיק במניות ובעלי אגרות החוב מעוניינים לפרק את החברה, או במקרה בו הוא מחזיק בנייר ערך וטובת העמיתים היא למכור כמות גדולה מהנייר – דבר שיכול להפיל את השער שלו. בהקשר זה נחשף לפני כשבועיים כי מנהל ההשקעות הראשי של בית ההשקעות אקסלנס, המנהל עשירות מיליארדי שקלים מכספי הציבור, בעל השקעה בחברת טן של איש העסקים אליעזר פישמן.

**ההנחיות:** אין כרגע הנחיות ברורות בנושא זה.

## השקעות במוצרים פיננסיים

חלק מבתי ההשקעות רוכשים רק את קרנות הנאמנות של בתי ההשקעות וכן רק את תעודות האם של בתי ההשקעות לתיקי הלקוחות – למרות קיומן של קרנות נאמנות ותעודות אלו של בתי ההשקעות אחרים. הם גם משקיעים בקרנות השקעה פרטיות או קרנות גרור של בתי ההשקעות. הטענה היא כי בתי ההשקעות מייצרי מוצרים פיננסיים טובים ורוצים שהלקוחות ייהנו מהם.

אולם מצד שני, הכסף של הלקוחות עוזר לפעמים לגדול ולצמוח ולתפוס נתח שוק. כפי שניתן לראות במלחמה בין שתי חברות קרנות נאמנות – של דראל ושל אקסלנס – על גודל השוק שלהן, מי תהיה שנייה ומי תהיה שלישית. חלק מהמלחמה, הן מוכרות קרנות לתיקים של לקוחות.

**ההנחיות:** על בית ההשקעות לידע את הלקוח כי הוא מושקע במוצרי בית ההשקעות והלקוח גורש לתת את הסכמות לכך.

לבתי ההשקעות וחברות הביטוח ובתי ההשקעות שונים החלו לצמוח ולהגיע לממדי ענק. קשה להאמין, למשל, שרק ב-2006 ניהל פסגות 26 מיליארד שקל – ובתוך שלוש שנים צמח ב-100 מיליארד שקל נוספים. הצמיחה המהירה מתוארת על ידי גורמים בשוק ההון כמצב שבו קודם בנו בבתי ההשקעות את "הפנטהאוז" ורק אחר כך גילו שאין קומות למטה. כמלים אחרות – היסודות, הבסיס, מערכות המיכון, שירות הלקוחות, מערכות ניהול הסיכון וניהול ההשקעות וגם מערכות הביקורת והבקרה עוד לא היו

ההשקעות דש; ופרשיות בחברות הביטוח מנורה מבטחים ובראשן הבקרייטינג ופרשת ההלוואות (עוד על כל הפרשיות, ראו מסגרת). ומה יצא מכל הפרשות האלה? ביתניים, כמעט כלום. קצת חקירות, מעצרים, כותרות בעיתונים, כמה חוזרים ודו"חות שמתגבשים לאטם. מה גרם להצטברות טקרים שכואת בשנתיים האחרונות? צמיחה מהירה מאוד של בתי ההשקעות וחברות הביטוח. לאחד רפורמת בכר, שנועדה להפחית את הריכוזיות של המערכת הבנקאית בישראל, נמכרו ב-2005 קופות הגמל וקרנות הנאמנות מהבנקים

# של שוק ההון

