

## האם הרגולציה מסייעת להקטנת החשיפה לסיכונים, בתקופת משבר?

רו"ח, יגאל טולדנו; רו"ח, מיטל אדלר, BDO Consulting Group

שנת 2008 תיכנס לספרי ההיסטוריה כ"שנת הקריסה הגדולה", שנה בה התחולל משבר אשראי עולמי חסר תקדים, השווקים אופיינו בתנודתיות וקצב אירועים מסחרר, קריסת בנקים ומוסדות ותיקים ומוערכים ובעיקר, אי וודאות. האירועים שאפיינו את שנת 2008 עדיין נותנים אותותיהם בשנת 2009 ואין איש אשר יודע בוודאות מתי וכיצד יצא המשק העולמי ממשבר זה.

לנוכח העובדה כי מקור המשבר דווקא בארה"ב, המאופיינת בתשתית רגולציה רחבה ובמעגלי בקרה רבים, פנימיים וחיצוניים, לא ניתן להמנע מהשאלה **האם הרגולציה מסייעת בתקופת משבר להקטנת החשיפה לסיכונים? וכן, האם המשבר הינו משבר פיננסי טהור או שיש בו אלמנטים המעידים על כשלי רגולציה וכשלים מעולם הממשל התאגידי?**

סקירת השתלשלות האירועים אשר הביאה למשבר הכלכלי העולמי מעלה כי המשבר הינו נגזרת של המשבר הכלכלי בארה"ב, וששורשיו נעוצים במשבר הסאב-פריים אשר פרץ בשל ליקויים בשוק משכנתאות הסאב-פריים בארה"ב ומשך אחריו קריסת בתי השקעות, בנקים וחברות ביטוח, צניחת שוק המניות, מחנק אשראי ונזילות וכניסה למיתון כבד.

משכנתאות הסאב פריים שווקו באופן אגרסיבי על ידי הבנקים ללא בחינה מספקת של יכולת החזר ההלוואות על ידי הלווים. הבנקים מכרו את משכנתאות הסאב פריים לתאגידי ענק בבעלות פרטית אשר היו פטורים מפיקוח רגולטורי. תאגידי אלה מכרו את משכנתאות הסאב פריים לבתי השקעות כדוגמת מריל לינץ, תוך הסוואתן באמצעות מכשירים פיננסיים מורכבים ובשילוב עם נכסים סולידיים אשר הקטינו את הסיכון הכולל של המכשיר הפיננסי וגובו בדרוג אשראי גבוה על אף הסיכון הטמון בהם. בתי ההשקעות מכרו את מכשירי ההשקעה האלה למשקיעים פרטיים, לקרנות פנסיה, לחברות ביטוח וללקוחות אחרים תוך המנעות מהצגתם כמכשירים מסוכנים ומורכבים. המערכת הפיננסית החלה להתבסס יותר ויותר על ספקולציות מסחריות במשכנתאות הסאב פריים, נוצרו מכשירים חדשים, מכשירי אשראי ואיגוח אשר התבססו על משכנתאות אלה ועל שילובים שונים של מכשירים הנגזרים מהן כאשר עוד ועוד גופים לוו כספים בכדי לרכוש את המכשירים הפיננסיים הללו. תוצר נלווה נוסף של מהלכים אלה הן פוליסות ביטוח אשר הונפקו כאשר חברות ביטוח כדוגמת AIG, לקחו על עצמן חלק מן הסיכון לחדלות פירעון.

אידייליה זו התנפצה כאשר לווים משכנתאות הסאב פריים התקשו בהחזר התשלומים עקב עליית ריבית וכן חוסר יכולת פירעון שהיתה להם מלכתחילה, דבר אשר גרר עיקול הנכסים על ידי הבנקים, הצפת שוק הנדל"ן בנכסים למכירה, ירידת מחירי הנדל"ן, קושי נוסף בהחזרי התשלומים וחוזר חלילה, כך שבסופו של דבר נשמטה הקרקע מתחת למכשירים הפיננסיים המורכבים אשר נחשבו כבטוחים. העדר הביקוש למכשירים אלה

יצר הפסדי ענק למוסדות שהנפיקו ורכשו אותם, הפסדים אלה בשילוב עם תחושת אובדן השליטה הביאו את הציבור למשיכת כספים המונית אשר גרמה להתמוטטותם של מוסדות פיננסיים חשובים ומעורכים או הביאה לכדי הלאמתם.

לכאורה, המדיניות הרגולטורית הנהוגה בארה"ב המבוססת על עקרונות הממשל התאגידי ואשר הביאה לכריכתן של הבקורות הפנימיות בניהול והערכת סיכונים, אמורה היתה למנוע את חשיפתם של גופים אלה למכשירים מסוכנים כל כך או לפחות לחשוף את מידת הסיכון הטמון בהם בהנהלות החברות ובפני הציבור. נפילתם של ליהמן ברדרס ומריל לינץ', קריסתו של בר סטרנס, תרמית הענק בסוסיטה ז'נרל וחשיפתם המשמעותית של הבנקים הגדולים לשוק ניירות הערך מגובי המשכנתאות מעמידה בסימן שאלה גדול את איכות ניהול הסיכונים בחברות ומוביל לשאלה **מהו הגורם שאיננו מטופל דיו במסגרת הרגולטורית כיום המשאיר את החברה חשופה לסיכונים אלה? וכן, מהו חשבון הנפש אותו צריכים לערוך בקרים, גופי בקרה פנים אירגוניים ורגולטורים אשר על אף ריבויים, לא הצליחו למנוע או להפחית את הסיכונים והנפילות?**

ידוע כי, פעילות כל תאגיד מושפעת מגורמי סיכון פנימיים וחיצוניים, סיכונים כלליים וסיכונים פיננסיים.

סיכונים כלליים ביניהם:

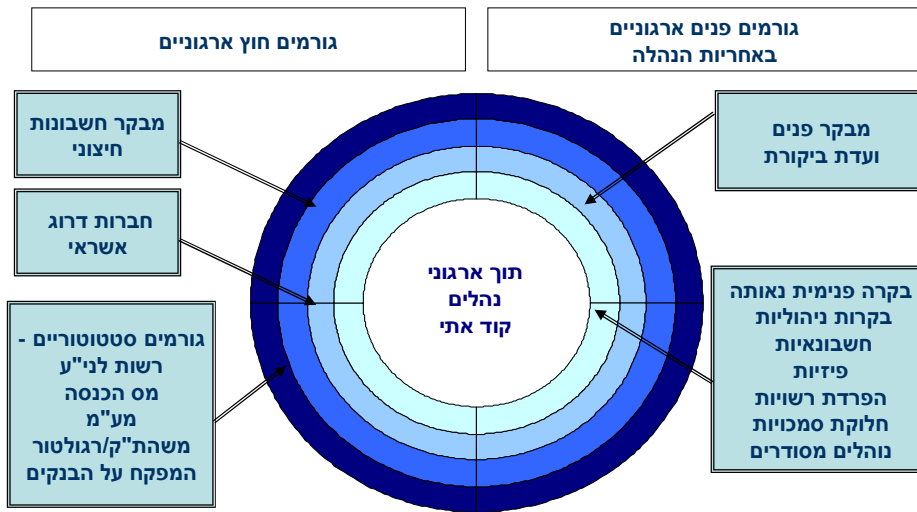
סיכון תפעולי, סיכון ניהולי, סיכון משפטי, סיכון פוליטי, סיכון סביבתי, סיכון חברתי ועוד.

סיכונים פיננסיים ביניהם:

סיכוני שוק, סיכוני אשראי, סיכוני נזילות, סיכוני הלימות הון וסיכוני ביטוח ועוד.

לשם ניהול סיכונים אלו, ההולכים ומתרבים עם השנים, קיימים לתאגיד מעגלי בקרה שונים המיועדים לסייע לו לזהות ולטפל בסיכונים השונים באמצעות גורמי בקרה פנימיים וחיצוניים.

## מעגלי הבקרה בארגון



גרעין מעגלי הבקרה בתאגיד הינה הסביבה הארגונית בה הוא פועל (ELC), נהלי העבודה והקודד האתי המהווים תשתית להלך הרוח ולאופי הפעילות המבוצעת בתאגיד. על פי עקרונות הממשל התאגידי, ככל שגרעין זה כולל עקרונות חזקים ומבוססים על ערכי יסוד של יושר הגינות וכולי, כך גם מצטרפים עובדי האירגון לרשימת הבקרים אשר ימנעו אי סדרים ויהוו חלק ממערך ניהול הסיכונים באירגון.

מעגל ראשון של גורמי בקרה פנימיים, באחריות ההנהלה והדירקטוריון, מורכב מבקרה פנימית נאותה, קיום בקרות ניהוליות, בקרות חשבונאיות ותקציביות, בקרות פיזיות, בקרות אפליקטיביות, ישום מתמיד של הפרדת רשויות וחלוקת סמכויות. כמו גם אורגנים כגון: המבקר הפנימי, ועדת הביקורת והדירקטוריון.

מעגלי בקרה חוץ ארגוניים הם רואה החשבון המבקר, חברות דרוג האשראי, גורמים סטטוטוריים ורגולטורים כדוגמת הרשות לניירות ערך, מס הכנסה, מע"מ, המפקח על הבנקים, המפקח על שוק ההון והביטוח ועוד.

מנינו איפה, את הסיכונים העומדים לפיתחו של אירגון עיסקי וכן מנינו את רשימת הבקרים ומעגלי הבקרה הקיימים כדי לתת מענה לסיכונים. חלק שלישי במערכת זו הינו ההוראות, התקנים והפרקטיקות אשר על גופי הבקרה ליישם בכדי לתת מענה לסיכונים אלו וגם כאן קיימת משנה סדורה של הוראות שגופי הבקרה צריכים ליישם והם: דיווח על ניהול סיכונים שוק (גלאי), דוח ברנע, IFRS 7, חישוב VAR והצגתו בגופים פיננסיים, ובקרות רגולטוריות כדוגמת חוק סרביינס אוקסלי SOX, הוראות המפקח על הביטוח ושוק ההון, הוראות המפקח על הבנקים, הוראות הרשות לניירות ערך ובאזל 2.

יחד עם זאת, נשאלת השאלה כיצד סייעו, אם בכלל, הרגולטורים, גופי הבקרה השונים ואין ספור ההוראות התקנים וההנחיות בהתמודדות בתקופת המשבר?

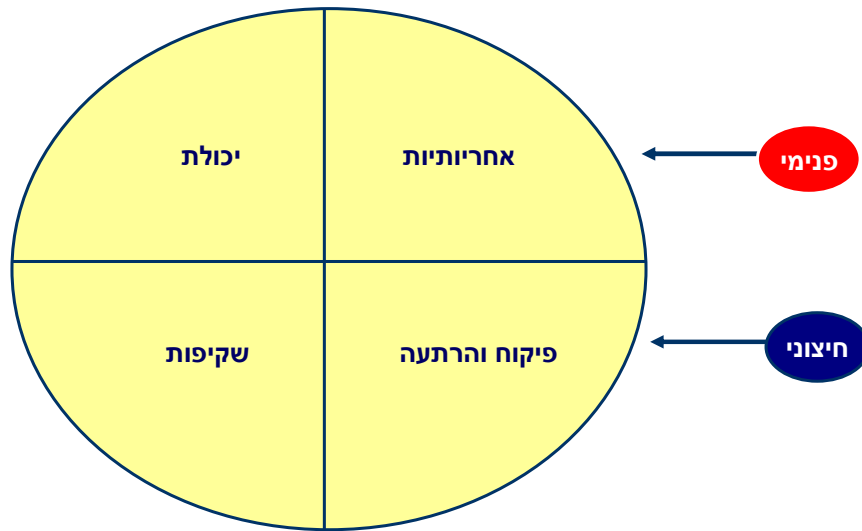
הבקרות הרגולטוריות האמריקאיות אשר נקבעו עת התמודדה הרגולציה האמריקאית עם אובדן אמון הציבור במערך הדיווח הכספי בעקבות פרשיות שחיתות והונאה חשבונאית

(בחברות Enron, World com ואחרות), נקבעו באמצעות חקיקת חוק (2002) Sarbanes Oxley ותקנות ה-SEC, במטרה להשריש עקרונות ממשל תאגידי בחברות, להסדיר את הבקרה על התהליכים העסקיים, להבטיח דיווח חשבונאי תקין ומדויק, למנוע אי סדרים פיננסיים בעתיד וקביעת רפורמות ושינויים מרחיקי לכת בדרך ניהול החברות והפיקוח עליהן תוך הטלת אחריות אישית כבדה על דרגי ההנהלה הבכירים באמצעות ביצוע תהליך זיהוי כשלים אפשריים ושליטה בסבירות התרחשותם באמצעות פעולות בקרה, מניעה ואיתור במטרה להפחית את החשיפה של התאגיד לסיכונים.

יחד עם זאת, גם בארה"ב ואולי בעיקר בארה"ב ניתן היה לראות כי במשבר הפיננסי האחרון למרות הפיקוח הרגולטורי, ריבוי הבקרים והבקורות, מכלול מעגלי הבקרה בארגון וקיום תהליך ניהול הסיכונים לא נמנעו האירועים אשר הובילו למשבר העולמי ואף לא הופחתה עוצמתם.

לא ניתן לומר כי אין די רגולציה בארה"ב, ניתן לומר שהיא לא טיפלה בסקטורים מסוימים במודע (כגון: קרנות גידור) והיא הניחה כהנחת יסוד כי כל הגופים העסקיים והאנשים המנהלים אותם פועלים בשיקול דעת תוך ניהול סיכונים מתמיד. סקירת האירועים אשר הובילו למשבר מעלה כי קיים מימד אשר אינו מכוסה באופן מספק ואפקטיבי בכל הבקורות הפיננסיות והרגולטוריות המיושמות כיום, והוא המימד האנושי. יש לחזור ולהעמיד במרכז העניין בכל רגולציה/הנחיה שתצא את המימד האנושי בגופי הבקרה והפיקוח, כיוון שללא קיום האלמנטים הנדרשים מבחינת המימד האנושי כל רגולציה וגורמי פיקוח ובקרה אפילו הרגולציה המחמירה ביותר כמו במודל SOX 404 לא תשיג את האפקטיביות הדרושה.

## המימד האנושי בממשל התאגידי



לשם קיום בקרות אפקטיביות המבוססות על ניהול סיכונים בממשל תאגידי נדרשים להתקיים ארבעה אלמנטים מבחינת המימד האנושי: אחריותיות (Accountability), יכולת (Competence), פיקוח והרתעה וכן שקיפות.

**1. אחריותיות** - ביצוע פעולות ובקרות תוך נשיאה באחריות והבנה כי קיימת חובה במתן דין וחשבון. ההנהלה הבכירה נושאת באחריות עבור התוצאות העסקיות והדיווח הכספי.

בעלי המניות של בנק אופ אמריקה אישרו את רכישת מריל לינץ' ב-5 לדצמבר 2008 בהתבסס על הצהרת הנהלה מ-31 לאוקטובר, הצהרה זו לא כללה הפסדים בסך של 15 מיליארד דולרים אשר נרשמו על ידי מריל לינץ' ברבעון הרביעי של 2008. יו"ר בנק אופ אמריקה, קן לואיס, ידע על הפסדי הענק של מריל לינץ', אולם לא העביר את המידע למשקיעי הבנק במטרה לאפשר את סגירת העסקה. בוול-סטריט חולקו בונסים של 18 מיליארד דולרים בגין שנת 2008, בעוד המיתון ממשיך להעמיק. סוכנויות דרוג האשראי נתנו דרוג אשראי גבוה למכשירים פיננסיים מסוכנים למרות הסיכון הטמון בהם, תוך ידיעה שהדירוג הגבוה מופרך. כל הפעולות האלו מעידות על חוסר הבנה של מנהלים באירגון כי הם עתידים לתת דין וחשבון ביום מן הימים וכי הם נושאים באחריות לפעולותיהם.

**2. יכולת** - קיום יכולת וידע רלוונטי לשם קבלת החלטות וביצוע פיקוח ובקרה נאותים ואפקטיביים. הערכת הסיכון של מוצרים חדשים, או מוצרים העוברים שינוי

משמעותי, מהווה אתגר משמעותי עבור בעלי ידע ויכולת רלוונטי כל שכן לחסרי יכולת זו.

בחינת הרכב דירקטוריון ליהמן ברדרס מעלה כי מדובר בקבוצה בת עשרה דירקטורים אשר תשעה מהם כבר פרשו מעבודה סדירה, ארבעה מהם עברו את גיל ה-75, האחד מפיק תיאטרון והאחר אדמירל בצי. עד לשנת 2008, חסרה קבוצת הדירקטורים כל התמצאות משמעותית בידע מקצועי בעולם הפיננסי החדש. לחלק מהדירקטורים היה ניסיון ומומחיות בתחום שוקי ההון, אלא שרוב חייהם המקצועיים התקיימו במציאות פיננסית אחרת, אשר חלפה מן העולם. היתה זו המציאות הפיננסית שקדמה לתקופה של איגוחים רחבי היקף, מסחר בנגזרים, וכל הסיכונים שהם יוצרים. עד כמה יכול היה הדירקטוריון של ליהמן ברדרס לנהל את הסיכונים של החברה כאשר זו החלה לאסוף תיקי השקעות הכוללים אג"ח מגובות נכסי מקרקעין? עוד עולה על פי דיווחיה של ליהמן ברדרס ל-SEC כי הן בשנת 2006 והן בשנת 2007, נפגשה וועדת הסיכונים של דירקטוריון החברה רק פעמיים בכל שנה.

**3. שקיפות -** בחינת הפעולות המבוצעות ובקרתן לאור קיום מידע שלם ומדויק ובשקיפות מלאה, פעולות המבוצעות בחוסר שקיפות הופכות מידע לכוח וכסף ומכאן הדרך לבעיות אתיות קצרה.

מקור משבר הסאב פריים אשר הביא למשבר בבנקאות בארה"ב הינו במכשירים הפיננסיים המורכבים שדרכם התגלגלו הלוואות הדיור לשוק ההון. מכשירים אלה היו מורכבים במידה כזו שלעיתים מנהלי הבנקים עצמם לא הבינו אותם ואת פוטנציאל הסיכון שלהם. כתוצאה מכך הנהלות הבנקים לא דיווחו לבעלי המניות ולרשויות על הסיכון הגלום במכשירים אלו. חוסר השקיפות נמשך מכיוון שעד היום לא ברור מהו היקף הנכסים החשופים להלוואות אלו. כבר בשנת 2007 היה ידוע על הפסדי הענק, המוסדות הפיננסיים החלו לחשוף בהדרגה וללא שקיפות ראויה את ההפסדים שנבעו כתוצאה מרכישה ושיווק של אג"ח ומכשירים פיננסיים המבוססים על משכנתאות סאב פריים. חברות דרוג האשראי פעלו מתוך ניגוד עניינים כאשר סייעו ביצירת מכשירים פיננסיים אשר אחר כך דרגו אותם.

**4. פיקוח והרתעה -** קיומו של מנגנון פיקוח והרתעה חיצוני ואפקטיבי, כללי פיקוח שאינם חזקים דיים וללא שיניים אינם מהווים מנגנון הרתעה אמיתי.

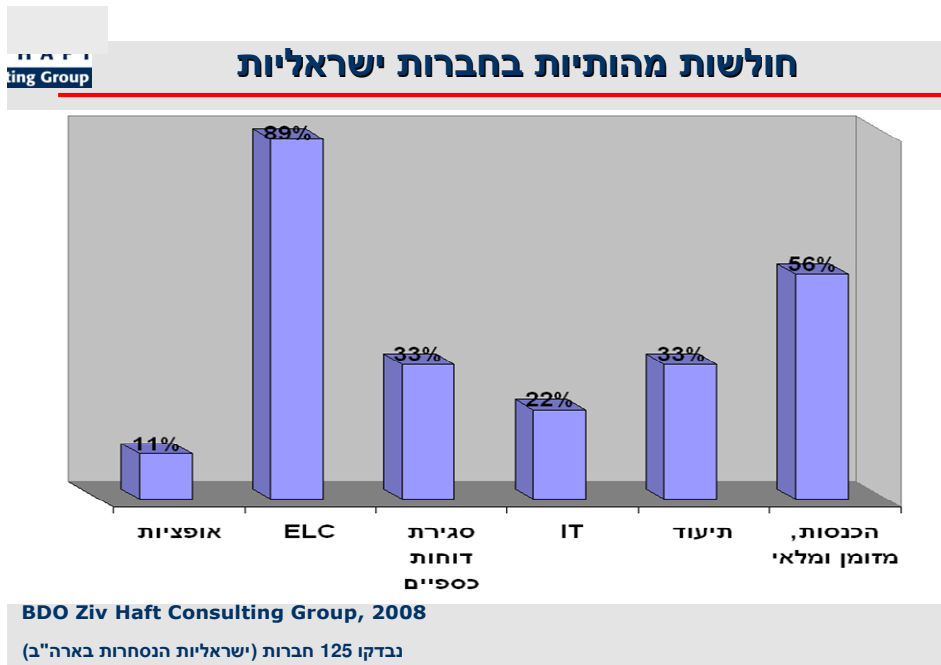
ברנד מאדוף אשר כיהן כיו"ר הנאסד"ק חשוד כי ביצע הונאת פונזי בהיקף של כ-50 מיליארד דולרים. מאדוף עמד בראש קרן השקעות גדולה והציג ללקוחותיו תשואות גבוהות ופקטיביות לאורך שנים. ראש הרשות לניירות ערך בארצות הברית (SEC) כריסטופר קוקס אמר כי הרשות נכשלה במשך יותר מעשור בניסיונותיה לחקור מעשים לא חוקיים של יו"ר נאסד"ק לשעבר ברנד מאדוף.

בימים אלה פועלת הרשות לניירות ערך בישראל להכללת קוד ממשל תאגידי בחקיקה מחייבת במטרה ליצור מנגנון בקרה פנימי אפקטיבי על הדיווח הכספי בעלות נמוכה ובהיקף תשומות משאבים נמוכים בהשוואה ל-SOX האמריקאי. התקנות במתכונתן הנוכחית מסתמכות, בין היתר, על חוק סרביינס אוקסלי בארה"ב (ICFR) והמלצות ועדת גושן מדצמבר 2007 אשר קבעה כללים לממשל התאגידי ודרכים לאימוצו על ידי החברות הציבוריות בישראל.

### מהו אם כן, המודל הנדרש ליישום בישראל?

בישראל, אומצו הוראות חוק סרביינס אוקסלי על כלל המגזרים העסקיים הגדולים מלבד מגזר החברות הציבוריות. נשאלת השאלה, האם על רשות לניירות ערך לאמץ, בעיניים עצומות, את הרגולציה האמריקאית במלואה, מבלי להתחשב באירועי השנה האחרונה ומבלי להתחשב בעודף הדרישות, התקנים וההנחיות המושגים כיום על חברות ציבוריות בישראל?

הפרקטיקה ב-SOX היא שיש לתעד, לנתח פערים ולבדוק לשם השגת אפקטיביות כל תהליך עסקי הכולל חשבון שהוא מהותי. הגדרה זו מביאה לתיחום עבודה גדול ולעיתים גורם לחוסר מיקוד בנושאים המהווים את לב ליבו של העסק ופיזור משאבים לנושאים שאינם בראש תעודף ניהול הסיכונים באירגון. בסקר שערכנו, בחברת היעוץ, עולה כי חולשות מהותיות שדווחו בשנת 2007 על ידי חברות ישראליות הנסחרות בארה"ב מרוכזות במספר נושאים.



נראה כי לרשות ניירות הערך נדרש מודל מקומי אשר יחבר בין היתרונות המושגים בשימוש במודל 404 הידוע והמוכר לבין תחולה מצומצמת אשר מתמקדת רק בתהליכים

המרכזיים שיפורטו להלן ומביאה בכך לצמצום העלויות הנדרשות ליישום. צמצום העלויות לחברות הוא אינטרס רגולטורי, הואיל והוא יביא החברות ליישם את ההנחיות בצורה טובה יותר, תוך הבנת צרכי הרגולציה וכן לאור ריבוי העלויות הקיימות הנובעות מתקנות וחובות הגילוי הרבות הקיימות כבר כעת לחברות ציבוריות וכן בשל המצב הפיננסי הלא קל מבחינת חברות ציבוריות בישראל לאור המשבר הכלכלי.

מוצע כאן כי המודל החדש יושתת על יישום עקרונות ממשל תאגידי, צמצום תחולת מודל 404 לנושאים הקריטיים בהתאם לנסיון ולפרקטיקה (ELC) Entity Level Control, תהליך הדוחות הכספיים, ITGC ותהליכים עסקיים קריטיים בלבד (אחד או יותר) בהתאם למגזר הפעילות של התאגיד תוך שימת דגש על מוקדי הסיכון הנובעים מההיבט האנושי: אחריותיות, יכולת, פיקוח והרתעה ושקיפות. התמקדות בנושאים אלו תחזק את הטיפול במימד האנושי (ELC) ותתמקד בנושאים הקריטיים ביותר לדיווח ולעסקי האירגון.

על המודל החדש להתמקד באותם נושאים שבהם היו הכשלים וכן במימד האנושי שברגולציה. המודל אינו יכול לחול על החברות בלבד אלא גם צריך לכלול מהלך כולל של אכיפה ופיקוח על יישומו תוך שימור הרתעה כללית ואישית לתאגידיים ולמנהליהם.

על ידי אימוץ ממוקד של ההוראות בחוק סרביינס אוקסלי (רק בנושאים מסוימים ובתחולה חלקית) תושג האפקטיביות הנדרשת של מנגנוני הפיקוח והבקרה ויחוזקו האלמנטים של ממשל תאגידי אשר חסרונם הביא לכשלים על אף קיומם של בקורות ובקרים רבים במודל האמריקאי תוך צמצום העלויות הנדרשות לשם יישום.