



תל-אביב, כ"א בתמוז תשס"ח

24 ביולי 2008

r8802102

**הנדון : דוח הפורום ליציבות פיננסית (FSF) מאפריל 2008**

Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience

מצורף בזה תרגום של דוח הפורום ליציבות פיננסית שפורסם באפריל 2008. הדוח כולל ניתוח של הגורמים ונקודות התורפה שהובילו למשבר בשווקים הפיננסיים העולמיים, ופירוט ההמלצות להגברת עמידותם של השווקים והמוסדות הפיננסיים למשברים בעתיד. הממצאים וההמלצות בדוח הינם תוצר של שיתוף פעולה אינטנסיבי בין הגופים הבינלאומיים העיקריים ובין רשויות לאומיות במרכזים פיננסיים מובילים. הפיקוח על הבנקים נמצא בימים אלו בהליך למידה וניתוח של הדוח והמלצותיו. במסגרת זאת נבחנים הצעדים המתבקשים לאימוץ ההמלצות במערכת הבנקאית הישראלית.

בכבוד רב,

אור סופר

סגן המפקח על הבנקים

# דוח הפורום ליציבות פיננסית על שיפור עמידות השוק והמוסדות

7 באפריל 2008

## הקדמה

באוקטובר 2007, ביקשו השרים ונגידי הבנקים המרכזיים של מדינות G7 מהפורום ליציבות פיננסית (FSF) לבצע ניתוח של הגורמים ונקודות התורפה שחוללו את המשבר בכלכלה העולמית, ולנסח המלצות להגברת עמידותם של שווקים ומוסדות בעתיד. ה-FSF התבקש לדווח לשרים ולנגידי הבנקים של מדינות G7 בפגישת הפורום בושינגטון באפריל 2008.

הממצאים וההמלצות בדוח הנוכחי הם תוצר של שיתוף פעולה אינטנסיבי בין הגופים הבינלאומיים העיקריים והרשויות הלאומיות במרכזים פיננסיים חשובים. הם נסמכים על עבודה מתואמת רחבת היקף, המורכבת מהעבודה של ועדת באזל לפיקוח על הבנקים (BCBS), הארגון הבינלאומי של רשויות לניירות ערך (IOSCO), הארגון הבינלאומי למפקחים על הביטוח (IAIS), הפורום המשותף (Joint Forum), המוסד הבינלאומי לתקינה בחשבונאות (IASB), הוועדה למערכות תשלומים וסליקה (CPSS), הוועדה למערכת הפיננסית הגלובלית (CGFS), קרן המטבע הבינלאומית (IMF), הבנק לסילוקין בינלאומיים (BIS) והרשויות הלאומיות במרכזים פיננסיים חשובים. התקבלו תובנות גם ממשותפי השוק מהמגזר הפרטי.

המשבר שפרץ בקיץ 2007 בא בעקבות גידול יוצא דופן באשראי ובמינוף במערכת הפיננסית. תקופה ארוכה של תנאים כלכליים ופיננסיים שפירים שהגדילו את כמות הסיכון שלווים ומשקיעים היו מוכנים לקחת על עצמם. המוסדות נענו לכך, תוך הרחבת השוק לאיגוח סיכונים אשראי ופיתוח אגרסיבי של מודל התיווך הפיננסי-originate-to-distribute (OTD). המערכת נעשתה תלויה יותר ויותר בתקני החיתום של יזמי העסקאות ובביצועיהן של סוכנויות לדירוג אשראי.

החל מקיץ 2007, גרמו ההפסדים המצטברים על משכנתאות הסאב-פריים בארה"ב לשיבושים נרחבים במערכת הפיננסית הכלל-עולמית. הפסדים גדולים נגרמו בניירות ערך מובנים מורכבים. מוסדות הקטינו את המינוף והגדילו את הביקוש לנכסים נזילים. רבים משווקי האשראי נעשו בלתי נזילים, עובדה אשר הפריעה למתן אשראי.

שמונה חודשים לאחר תחילת המשבר בשוק, הנכסים שסבלו ירידה חריפה בערכם ונזילות השוק שנעלמה מכבידים על מאזניהם של מוסדות פיננסיים. הססנות המשתתפים לבצע עסקאות במכשירים אלה, הוסיפה לחוסר הוודאות הפיננסי והמקרו-כלכלי.

כדי להשיב את הביטחון ביציבותם של השווקים ושל המוסדות הפיננסיים, נקטו הרשויות במדינות שונות בצעדים חריגים במטרה להקל על הסתגלות השוק ולצמצם את השפעת המשבר על המשק הריאלי. אלה כללו גירויים מוניטריים ופיסקליים, פעולות של הבנקים המרכזיים להגדלת הנזילות, מדיניות לקידום נזילות הנכסים בשווקים, ופעולות לפתרון בעיות במוסדות ספציפיים. המוסדות הפיננסיים נקטו צעדים לבנות מחדש את כריות ההון והנזילות.

למרות צעדים אלה, המערכת הפיננסית עודנה במצוקה. אף שהרשויות בכל מדינה עשויות לשקול תגובות מדיניות לטווח הקצר במקרה שהתנאים יחייבו זאת, מן ההכרח שנקוט צעדים עתה לשיפור עמידותה של המערכת הגלובלית על מנת להשיב את הביטחון ביציבותם של השווקים ושל המוסדות.

למטרה זו, מציע ה-FSF פעולות קונקרטיות בחמישה תחומים:

- חיזוק הפיקוח הזהיר על ההון, על הנזילות ועל ניהול סיכונים.
- שיפור השקיפות וההערכה.
- שינויים בתפקידם של דירוגי אשראי ובשימושים הנעשים בהם.
- חיזוק היענותן של הרשויות לסיכונים.
- הסדרים יציבים להתמודדות עם קשיים במערכת הפיננסית.

פיתוח מדיניות ויזמות של המגזר הפרטי מצויים כיום בתהליך ברבים מתחומים אלה. ה-FSF יסייע לתיאום בין יוזמות אלה ויפקח על יישומן במועד על מנת לשמר את יתרונותיהם של שווקים גלובליים משולבים ו"שדה משחק הוגן" בין המדינות. אנו מכירים בלחצים שבהן פועלת המערכת בימים אלה ונחתור ליישום באופן שימנע החרפת הלחצים בטווח הזמן הקצר.

סוגיה המחייבת חקירה נוספת היא הכוחות התורמים לפרו-מחזוריות במערכת הפיננסית. אנו נבחן את הגורמים המניעים התנהגות פרו-מחזורית ונבדוק אפשרויות להפחתתה. כמו בתחומים הנכללים בדוח זה, המטרה תהיה לחזק את יעילות המערכת ואת עמידותה, מבלי להפריע לתהליכי המשמעת והחדשנות בשוק שהנם חיוניים כדי לאפשר את תרומתה של המערכת הפיננסית לצמיחה כלכלית.

## תקציר מנהלים

### חיזוק הפיקוח הזהיר על ההון, על הנזילות ועל ניהול סיכונים

#### דרישות ההון:

- ב-2008, יוגשו הצעות ספציפיות ל:
- העלאת דרישות ההון במסגרת באזל II עבור מוצרי אשראי מובנה מורכבים מסוימים;
- דרישה להקצאת הון נוספת למקרה כשל וסיכון אירוע (event risk) בתיק למסחר של תאגידים בנקאיים וחברות נירות ערך;
- חיזוק הטיפול בדרישות ההון לגבי מכשירי נזילות (liquidity facilities) לישויות חוץ-מאזניות.

השינויים ייושמו לאורך זמן על מנת למנוע החמרת הקשיים בטווח הקצר.

#### נזילות:

הנחיות לפיקוח וניהול סיכוני נזילות יתפרסמו עד יולי 2008.

#### פיקוח על ניהול סיכונים

יפתחו הנחיות לסקירות פיקוח לפי דרישות באזל II, אשר:

- יחזקו את הפיקוח על זיהוי וניהול סיכונים כלל-ארגוניים בתאגידי בנקאיים;
- יחזקו את הפיקוח על הנהג בתאגידי הבנקאיים בעריכת מבחני קיצון למטרות ניהול סיכונים ותכנון רמות ההון;
- ידרשו מתאגידי בנקאיים לנהל ולדווח כיאות על חשיפות חוץ-מאזניות;

המפקחים ישתמשו במסמך באזל II כדי לוודא שניהול הסיכונים, מרווחי ההגנה ואומדני הפסדי האשראי הפוטנציאליים בתאגידי בנקאיים הנם צופי-פני-עתידי במידה הראויה.

#### נגזרים מעבר לדלפק:

הרשויות יעודדו את משתתפי השוק לפעול ללא דיחוי להבטחת תשתית סליקה, תשתית משפטית ותשתית תפעולית איתנה עבור נגזרים מעבר לדלפק.

### **שיפור השקיפות וההערכה**

#### גילוי נאות בדבר סיכונים:

- ה-FSF קורא למוסדות הפיננסיים לספק גילוי נאות לסיכונים תוך שימוש בכללי הגילוי המובילים המסוכמים בחלק 1.III בדוח זה, בדוחות למחצית שנת 2008.
- הנחיות נוספות לחיזוק דרישות הגילוי לפי נדבך 3 של באזל II יתפרסמו עד 2009.

#### תקנים למכשירים חוץ-מאזניים והערכות שווי:

- גופי התקינה יפעלו בדחיפות:
- לשיפור והתכנסות של תקני הדיווח הפיננסי למכשירים חוץ-מאזניים;
  - לפיתוח הנחיות בנוגע להערכות כאשר השווקים חדלים להיות פעילים, ולהקמת צוות מומחים מייעץ ב-2008.

#### שקיפות במוצרים מובנים:

משתתפי השוק והרגולטורים של ניירות ערך ירחיבו את המידע המסופק אודות מוצרי איגוח ונכסי הבסיס שלהם.

### **שינויים בתפקידם של דירוגי אשראי ובשימושים הנעשים בהם**

#### על סוכנויות דירוג אשראי:

- ליישם את עקרונות קוד ההתנהגות המתוקנים של IOSCO לסוכנויות דירוג אשראי, כדי לנהל ניגודי עניינים בדירוג מוצרים מובנים ולשפר את איכות תהליך הדירוג.
- ליצור הבחנה בין דירוגים של מוצרי אשראי מובנים לבין דירוגים של איגרות-חוב ולהרחיב את המידע המסופק על ידן.

לשם הזהירות, הרגולטורים יסקרו את התפקידים הניתנים לדירוגים ברגולציות ובמסגרות העבודה.

## חיזוק היענות של הרשויות לסיכונים

- חבר מפקחים (college of supervisors) יוקם עד סוף 2008 עבור כל אחד מהמוסדות הפיננסיים הבינלאומיים הגדולים.

## הסדרים יציבים להתמודדות עם קשיים במערכת הפיננסית

- הבנקים המרכזיים ישפרו את המסגרות התפעוליות שלהם והרשויות יחזקו את שיתוף הפעולה ביניהן לשם התמודדות עם קשיים.

# 1. גורמים ונקודות תורפה

## 1. גורמי היסוד למשבר בשווקים

הטלטלה בשווקים הפיננסיים המתקדמים ביותר שהחלה בקיץ 2007 הייתה שיאה של גאות יוצאת דופן בגידול האשראי ובמינוף במערכת הפיננסית. הגאות הזנה מתקופה ארוכה של תנאים כלכליים ופיננסיים חיוביים, ובהם שיעורי ריבית ריאלית נמוכים היסטורית ונזילות בשפע, אשר הגדילו את כמות הסיכון והמינוף שלווים, משקיעים ומתווכים היו מוכנים ליטול. גאות זו הזנה גם מגל של חידושים פיננסיים, שהרחיבו את יכולתה של המערכת ליצור נכסי אשראי ומינוף, אך היו מעבר ליכולתה לנהל את הסיכונים הנלווים לפעילות זו.

בשעה שהמגמה העולמית של פרמיות סיכון נמוכות וציפיות נמוכות לתנודתיות עתידית צברה תאוצה מ-2003, הטכנולוגיה הפיננסית שיצרה את ההתחייבויות המובטחות הראשונות - CDOs (collateralised debt obligations), עשור קודם לכן, התרחבה בקנה מידה דרמטי. קיבוץ נכסי אשראי במאגרי נכסים וריבודם יצרו מוצרים מובנים מורכבים, שדומה היה כי הם עומדים בקריטריונים של סוכנויות דירוג האשראי (CRAs) לדירוגים גבוהים. חיזוקי אשראי על ידי ערבים פיננסיים תרמו גם הם לתפיסה של הזדמנויות השקעה איכותיות בלתי מוגבלות. עקב הגידול בשוק עסקאות החלף כשל אשראי- CDS (credit default swap), ובשווקי המדדים הקשורים אליהן, נעשה סיכון האשראי קל יותר למסחר ולגידור. מצב זה הגדיל במידה ניכרת את נזילותם הנתפסת של מכשירי האשראי. הזמינות הקלה של האשראי והעלייה במחירי הנכסים תרמו לשיעורי כשל נמוכים, אשר חיזקו את רמת הפרמיות הנמוכה על סיכוני אשראי.

תאגידי בנקאיים ומוסדות פיננסיים אחרים נתנו תנופה לתהליך זה על ידי ביסוס מכשירי מימון והשקעה חוץ-מאזניים, אשר במקרים רבים השקיעו במוצרי אשראי מובנים בעלי דירוג גבוה, שגובו פעמים רבות בניירות ערך מגובי משכנתאות, MBSs (mortgage-backed securities). מכשירים אלה, שנהנו מתמריצים רגולטוריים וחשבונאיים, פעלו ללא מרווחי הגנה של הון (capital buffers), עם אי התאמות משמעותיות בנזילות ובמועדי הפירעון, ועם הרכבי נכסים שפעמים רבות לא הובנו על ידי המשקיעים. הן התאגידיים הבנקאיים עצמם והן הגופים שדירגו את המכשירים טעו בשיפוטם לגבי סיכוני הנזילות והריכוזיות שיכלו להיגרם מהידרדרות כללית בתנאים הכלכליים. התאגידיים הבנקאיים גם טעו בשיפוטם לגבי סיכונים שנוצרו על ידי התחייבויות מפורשות או משתמעות כלפי מכשירים אלה, לרבות סיכוני מוניטין הנובעים ממתן חסות לאותם מכשירים.

הביקוש לנכסים מניבי תשואה גבוהה ושיעורי הכשל הנמוכים עודדו אף הם את הרפיית התקנים באשראי, וזאת באופן הבולט ביותר בשוק משכנתאות הסאב-פריים בארה"ב, אולם במובן רחב יותר בתקנים ובתנאים של הלוואות למשקי בית ולעסקים, לרבות הלוואות לקניית שליטה (buy-out) על ידי חברות להשקעות הוניות פרטיות (הון סיכון).

גם כאן, תאגידי בנקאיים, משקיעים וסוכנויות דירוג אשראי טעו בשיפוטם לגבי רמת הסיכונים, ובמיוחד בחשיפה הרבה של מכשירים אלה למגוון גורמים כמו היחלשות שוק הדיור או נפילה בנזילות השוק של ניירות ערך קונצרניים מניבי תשואה גבוהה.

הרעה בתקני החיתום במשכנתאות הסאב-פריים והיחלשות שוק הדיור בארה"ב הובילו לעלייה קבועה בפיגורים בתשלום (delinquencies), ומתחילת 2007 ואילך, לירידת מחירים חדה במדדים המבוססים על נכסים הקשורים לסאב-פריים. מצב זה הוביל להפסדים ולדרישות בטוחות כלפי מחזיקיהם של מוצרים בדירוג אשראי גבוה המגובים על ידי משכנתאות סאב-פריים. הבעיות בשוק הסאב-פריים יצרו את הטריגר להיפוך נרחב במגמת נטילת הסיכונים בשוק. כאשר סוכנויות דירוג האשראי הורידו את דירוגם של מוצרים מובנים מגובי סאב-פריים במספר דרגות, המשקיעים איבדו בטחון בדירוגיהם של מגוון רחב של נכסים מובנים, ובאוגוסט 2007, משקיעים בשווקי הפיננסים בניירות ערך מגובי נכסים (ABCP) סירבו לגלגל לתקופות הבאות השקעות במכשירי מימון בנקאי ובמכשירי השקעה מובנים (SIV) המגובים על ידי מוצרים מובנים.

בשעה הבנקים המממנים פעלו למימון התחייבויות הנזילות למכשירי ABCP ו-SIV, הם פעלו כדי לצבור מקורות נזילים ולא הסכימו עוד לספק נזילות לזמן קצוב לאחרים. הדבר הוביל להתכווצות חמורה של הפעילות בשוק הבין-בנקאי לזמן קצוב ולעלייה משמעותית בפרמיות לזמן קצוב, במיוחד בארה"ב ובאירופה, ולתפקוד לקוי בכמה מהשווקים הפיננסיים לטווח קצר הקשורים לכך.

ממש כשם שפרמיות הסיכון הנמוכות, עלויות המימון הנמוכות ושפע המינוף הזינו את העלייה הקודמת באשראי ובנזילות, הירידה החדה בזמינות המימון ובמינוף חיזקה את התכווצות השוק שבאה לאחר מכן. חששות מפני "מכירות חיסול" (fire sales) חיזקו את הלחצים להעלאת מרווחי האשראי וגרמו להפסדי הערכה (valuation) בסוגי נכסים נרחבים על כל פניו של ספקטרום האיכות במדינות רבות. כאשר הנזילות בשוק הראשוני והמשני למוצרי אשראי מובנים התנדפה לאוויר, הבנקים הגדולים ניצבו בפני אתגרים הולכים וגדלים בהערכת אחזקותיהם שלהם ואיבדו את ביטחונם בהערכותיהם לגבי החשיפות לסיכון אשראי ולגבי חוסנם הפיננסי של אחרים. השיבושים בשווקי המימון ארכו זמן רב יותר ממה שרוב התאגידי הבנקאיים נערכו לו בתכניות החירום שלהם.

ככל שהתפשט המשבר – שנאת הסיכון הגוברת, הפחתת הנזילות, חוסר הוודאות בשוק כלפי חוסנם של מוסדות פיננסיים גדולים, ספקות לגבי איכותם של מוצרי אשראי מובנים, וחוסר הוודאות לגבי העתיד המקרו-כלכלי הזינו זה את זה. היקף ההנפקות בשווקי האיגוח צנח באופן חד. בעוד הבנקים הגדולים סופגים נכסים והפסדים גדולים עקב הערכותיהם, הלכו מאזניהם ותפחו, וכריות ההון התכווצו. כתוצאה מכך נאלצו התאגידי הבנקאיים להחמיר את תנאי ההלוואות. האטה נרשמה בערוצי תיווך האשראי, הן באלה הקשורים לבנקים והן המבוססים על שוק ההון.

בעת הנוכחית, שמונה חודשים לאחר התפרצות המשבר, הירידה במינוף ממשיכה להציב אתגרים משמעותיים בפני חלקים גדולים של המערכת הפיננסית במספר מדינות. אף שמוסדות פיננסיים וערבים מסוימים נקטו צעדים לחדש את עתודות ההון, על המערכת ממשיך להעיק חוסר הוודאות באשר לחוסנם של מוסדות פיננסיים מרכזיים, באשר לעודף הנכסים הגדול המוחזק על ידי תאגידי בנקאיים, SIVs, קרנות גידור וישויות ממונפות אחרות, ובאשר לאיכותם של אותם נכסים. חולשותיה של המערכת הפיננסית תרמו להרעה בסיכויי השגשוג של המשק הריאלי לעתיד, אם כי בדרגות שונות בכל מדינה.

## 2. נקודות תורפה בסיסיות

לאור הבשלות של מחזור האשראי והיחלשות שוק הדיור בארה"ב, הנסיגה בנטילת סיכונים מסוג כלשהו הייתה בלתי נמנעת. אולם, בשל חולשות מצטברות בניהול סיכונים ובתקני החיתום, ובשל סדר הגודל של ההתאמה שנדרשה, ניסיונות של מוסדות יחידים להכיל את חשיפותיהם לסיכון הובילו לחיזוק הדינמיקה במערכת כולה.

התנאים המקרו-כלכליים השפירים נסכו תחושת שאננות בקרב רבים ממשלתפי השוק והובילו לשחיקת הפרקטיקות הנאותות (sound practices) בפלחי שוק חשובים של השווקים הפיננסיים. במגוון של פלחי שוק האשראי, היקפי העסקים צמחו מהר יותר מן הגידול בהשקעות בתשתית התומכת של בקרות ותיעוד. התמריצים הבעייתיים בלטו מאוד בתקני החיתום הגרועים, ובמקרים מסוימים אף הונאתיים, ששגשו במגזר משכנתאות הסאב-פריים בארה"ב, במיוחד משלהי 2004 ואילך. לרבות מהלוואות הסאב-פריים שהוענקו בתקופה זו היו כמה נקודות תורפה בו-זמנית: לווים בעלי איכות אשראי נמוכה, יחסי הלוואה-לערך נכס גבוהים, ובדיקה מצומצמת אם בכלל של הכנסות הלווה. השילוב של תמריצים חלשים, סביבה תחרותית יותר ויותר, שיעורי ריבית נמוכים ועלייה מהירה במחירי הדיור הוביל יזמי הלוואות וברוקרים של משכנתאות ליישם תקנים נמוכים יותר בחיתום הלוואות ולהציע מוצרים ללווים שפעמים רבות לא יכלו להרשות לעצמם לקחתם או לא יכלו לשאת בסיכונים הנלווים לאותן הלוואות. הפיקוח הממשלתי החלש על ישויות אלה תרם לשכיחות הגוברת של תקני חיתום בלתי נאותים, בפרט על ידי חברות למשכנתאות שאינן מסונפות לתאגידים בנקאיים. פלח שוק נוסף שרשם צמיחה מהירה בהיקפי העסקאות לצד ירידה בתקנים היה שוק ההלוואות הממונפות לתאגידים, שבו המלווים הסכימו לתנאי הלוואה מוחלשים כדי לקבל לידיהם את ניהול הנכסים של קרנות הוניות פרטיות (private equity funds).

#### פגמים בנהגי ניהול הסיכונים של חברות

חלק מכלי ניהול הסיכונים הסטנדרטיים ששימשו את החברות הפיננסיות אינם מתאימים לאמידת ההיקף של הפסדים פוטנציאליים בשולי התפלגויות הסיכונים במוצרי אשראי מובנים. היעדר נתונים היסטוריים לגבי תשואות ומתאמים (קורלציות), והמורכבות הטבועה ברבים ממוצרים אלה, יצרו חוסר ודאות סביב "הערך בסיכון" וסביב אומדנים המבוססים על ניתוח תרחישים. משתתפי השוק המעיטו באופן חמור בהערכת סיכונים כשל, סיכונים ריכוזיות, סיכונים שוק וסיכונים נזילות, בפרט ברבדים הבכירים ביותר (super-senior tranches) של מוצרים מובנים. במספר תאגידים בנקאיים היו בקרות חלשות על הגידול במאזן ועל סיכונים חוץ-מאזניים, כמו גם תקשורת וסכימת נתונים לקויה לרוחב קווי העסקים והפונקציות בארגון. חלק מהחברות החזיקו חשיפות גדולות לרבדים בכירים ביותר של CDOs אשר עלו בהרבה על הבנת הסיכונים הטבועים במכשירים אלה, וכשלו בנקיטת צעדים המתבקשים כדי לבקר סיכונים אלה או להפחיתם. כאשר החלו השיבושים בשוק, חברות ומשקיעים טעו בשיפוט או לא היו מסוגלים להעריך במהירות את חשיפותיהם, בפרט בשעה שהנזילות התאיידה והשווקים נעשו בלתי זמינים.

#### בדיקות נאותות בלתי מספקות על ידי המשקיעים

במקביל, משקיעים רבים, ובהם משקיעים מוסדיים שיש להם את היכולת לבצע ניתוחי אשראי משלהם, לא בחנו במידה מספקת את הנכסים העומדים בבסיסן של השקעות מובנות. הם התעלמו מסיכונים מינוף וסיכונים במצבי קיצון (tail risks) ולא שאלו לגבי מקורן של התשואות הגבוהות שהובטחו על נכסים בטוחים לכאורה. פרקטיקה חלשה זו של בדיקת נאותות הזינה עוד יותר את הנפקתם של מוצרי אשראי מובנים מורכבים. משקיעים רבים שמו את מבטחם בדירוגי אשראי באופן מרחיק לכת, לא פקפקו במתודולוגיות של סוכנויות דירוג באשראי ולא הבינו בצורה מלאה את המידע שדירוגי האשראי משדרים או אינם משדרים אודות מאפייני הסיכון של המוצרים המדורגים.

#### ביצועים גרועים של סוכנויות דירוג אשראי ביחס למוצרי אשראי מובנים

מקורות לדאגה באשר לביצועיהן של סוכנויות דירוג אשראי כללו: חולשה במודלים ובמתודולוגיות המשמשים לדירוג; בדיקות נאותות בלתי מספקות של איכות מאגרי ביטחונות הבסיס לניירות ערך מדורגים; שקיפות בלתי מספקת בקשר להנחות, לקריטריונים ולמתודולוגיות המשמשים לדירוג מוצרים מובנים; מתן מידע בלתי מספק על המשמעות ועל מאפייני הסיכון של דירוגי מימון מובנה ותשומת לב בלתי מספקת לניגודי עניינים בתהליך הדירוג.

הליקויים בניהול הסיכונים, בהערכת הסיכונים ובתקני החיתום שיקפו מגוון של עיוותים בתמריצים:

- ליזמי העסקאות, למארגני העסקאות ולמנהלים בשרשרת ה- originate-to-distribute (OTD) לא היו די תמריצים לייצר ולספק מידע ראשוני ושוטף באשר לאיכות ולביצועים של נכסי הבסיס. הביקוש הגבוה מצד המשקיעים למוצרי איגוח החליש את התמריצים של החתמים והמממנים לקיים תקנים נאותים בחיתום.
- המסגרת שקדמה לבאזל II עודדה תאגידים בנקאיים לאגח נכסים באמצעות מכשירים הכרוכים בדרישות הון נמוכות (כדוגמת מכשירי נזילות ל-364 יום).
- תכניות התגמול במוסדות פיננסיים עודדו נטילת סיכון חסרת פרופורציות תוך התחשבות מועטה בסיכונים ארוכי-טווח. נטילת הסיכונים לא הייתה נתונה תמיד לבקורות ואיזונים במערכות ניהול הסיכונים של הפירמות.

ליקויים בדרישות הגילוי

ליקויים בגילוי נאות לציבור על ידי מוסדות פיננסיים פגמו בביטחון השוק בתקופת המשבר. הגילויים לציבור שנדרשו ממוסדות פיננסיים לא תמיד הציגו בצורה ברורה את הסוג וסדר הגודל של הסיכונים שהיו גלומים בחשיפות מאזניות וחץ-מאזניות של המוסדות. כמו כן היו ליקויים במידע הנוסף שחברות סיפקו אודות חשיפותיהם לסיכוני שוק ואשראי, בפרט בכל הנוגע למוצרים מובנים. כאשר מידע התפרסם, פעמים רבות הדבר נעשה בדרך בלתי נגישה או בלתי שמישה.

השפעות הדדיות בין הערכה לנטילת סיכון

המשבר חשף את הפוטנציאל ליחסי גומלין בעייתיים בין מינוף גבוה, נזילות שוק, הפסדי הערכה, והונם של המוסדות הפיננסיים. לדוגמה, הפחתות ערך (writedowns) של נכסים שלא היה להם שוק או שלא היו להם די קונים, העלו שאלות בנוגע להלימות כריות ההון, שהובילו למכירות נכסים, לצמצום המינוף ולהגברת הלחץ על מחירי הנכסים.

נקודות תורפה במסגרות הרגולטוריות ובתחומי מדיניות נוספים

הרשויות הממשלתיות זיהו כמה מבעיות היסוד במגזר הפיננסי אך לא נקטו פעולה אפקטיבית כדי לאזן את המצב. בין היתר, ייתכן שהן לקו בהערכת-יתר של כוחה ועמידותה של המערכת הפיננסית. הגבלות בהסדרים הרגולטוריים, כמו אלו הקשורות למסגרת העבודה הקודמת לבאזל II, תרמו לגידול בחשיפות בלתי מבוקרות, לנטילת סיכונים מופרזת ולחולשה בניהול סיכוני הנזילות.

### 3. יסודות המודל originate-to-distribute

אף ששווקי האיגוח ומודל התייור OTD תפקדו כראוי במשך שנים רבות, החידושים בשוק הגדילו במידה ניכרת את המינוף ואת מורכבות המוצרים, וכאמור, לוו בירידת הסטנדרטים בתחום האשראי עבור סוגי נכסים מסוימים.

מודל OTD מציע מספר יתרונות ליזמי הלוואות, למשקיעים וללווים כאשר הוא מלווה בניהול סיכונים נאות ותמריצים הולמים. מודל OTD מפזר את סיכוני האשראי והריבית אל שווקי ההון וכתוצאה מכך יזמי הלוואות יכולים ליהנות מייעילות הון מוגברת, מזמינות מימון משופרת, ומתנודתיות נמוכה יותר ברמת הרווחיות. המשקיעים יכולים ליהנות ממבחר גדול יותר של השקעות, לגוון את פרופיל השקעותיהם ולהתאימו להעדפות הסיכון שלהם. הלווים יכולים ליהנות מזמינות אשראי מורחבת וממבחר מוצרים גדול יותר, וכן מעלויות הלוואה נמוכות יותר.

יחד עם זאת, מאפיינים אלה של מודל OTD נחלשו בהדרגה בשנים שקדמו לפרוץ המשבר. לבד מהסטנדרטים

הנמוכים בתקני החיתום, הסתבר במקרים מסוימים שסיכונים אשר היו אמורים להתפזר על פני גורמים רבים רוכזו בידיהן של ישויות שלא היו מסוגלות לשאת בהם. לדוגמה:

- נכסים מסוימים הועברו לישויות עם מינוף משמעותי וסיכון פירעון ונזילות משמעותי, ובעקבות זאת נעשו פגיעים לבהלת משיכות מהסוג הקלאסי.
- בידי התאגידים הבנקאיים נותרו בסופו של דבר חשיפות ישירות ועקיפות לרבים מאותן ישויות שאליהן הועברו הסיכונים לכאורה, באמצעות קווי אשראי תלויים, קשרי מוניטין, סיכונים הכנסות וחשיפות אשראי לצדדים נגדיים.
- מוסדות פיננסיים סיגלו לעצמם מודל עסקי המבוסס על ההנחה שתהיה להם גישה שוטפת ומשמעותית לגיוס נזילות ולנזילות בשוק הנכסים כדי לתמוך בתהליך האיגוח.
- חברות שבחרו אסטרטגיה של אריזה פעילה ומכירה של חשיפות אשראי מעסקאות שיזמו בעצמן, שמרו על חלק גדל והולך של החשיפות מבלי למדוד ולנהל את הסיכונים שהתממשו כשלא ניתן היה למכרם.

אף שכל משתתפי השוק המעורבים בשרשרת ה-OTD לקו בניהול סיכונים בלתי מספק, וכמעט כולם נאלצו להפחית את ערך תיקי המוצרים המובנים במידה משמעותית, דומה כי חלק מהחברות טיפלו באתגרים אלה בצורה טובה מאחרות. מכאן עולה, שלא מודל OTD או האיגוח כשלעצמו הם הבעייתיים, אלא שבעיות אלה והחולשות שגרמו להן לעלות לפני השטח, מצביעות על הצורך לחזק את יסודותיו של מודל OTD.

להלן כמה מהסוגיות המחייבות טיפול:

- תמריצים לא מתאימים לאורך שרשרת האיגוח. כפי שתואר קודם, אלה היו קיימים ברמת יזמי העסקאות, מארגני העסקאות, מנהלים, מפיצים וסוכנויות דירוג אשראי, בשעה שהפיקוח על משתתפים אלה מצד המשקיעים נחלש בשל תחושת השאננות ומורכבות המכשירים עצמם.
- היעדר שקיפות אודות הסיכונים העומדים בבסיס מוצרי איגוח, בפרט לגבי איכות נכסי הבסיס והמתאמים הפוטנציאליים ביניהם.
- ניהול גרוע של הסיכונים המתקשרים לתחום האיגוח, כגון סיכונים שוק, נזילות, ריכוזיות ו-pipeline, לרבות מבחני קיצון בלתי מספקים של סיכונים אלה.
- השימושיות והשקיפות של דירוגי אשראי. למרות תפקידן המרכזי במודל OTD, סוכנויות דירוג האשראי לא בחנו כיאות את תשומות הנתונים שעליהם מתבססות עסקאות האיגוח. עובדה זו הפריעה למשקיעים ליישם משמעת שוק במודל OTD.

#### 4. פעולות בתחום המדיניות

אחד מההיבטים הבולטים של המשבר היה היקף החולשות והליקויים בניהול סיכונים בתאגידים בעלי רמת תחכום גבוהה הנתונים לפיקוח. הדירקטוריונים וההנהלות הבכירות באותם מוסדות נושאים אמנם באחריות על ניהול הסיכונים, אך המפקחים על התאגידים הבנקאיים והרגולטורים יכולים לתת תמריצים להנהלות כך שמסגרת בקרת הסיכונים תעמוד בקצב של החדשנות והשינויים המתחוללים במודלים העסקיים. על המפקחים לקבוע מרווח הגנה של הון ונזילות, ברמות אשר מתחשבות באפשרות שיחולו כשלים בניהול הסיכונים ואשר יגבילו את הנזק לשווקים ולמערכת הפיננסית במקרה שאותם סיכונים יתממשו.

על הרשויות להימנע מאיסור או הפרעה להתאמות המתנהלות בהכוננת השוק, אולם עליהן לבקר את המתרחש ולהוסיף משמעת במקומות הנדרשים. באזורים רבים ניתנים למוסדות פיננסיים, למשקיעים ולסוכנויות דירוג האשראי תמריצים חזקים לטפל בנקודות התורפה בשוק שנחשפו במשבר האחרון. המגזר הפיננסי עושה בימים אלה מאמצים לשפר את נוהגי השוק. אולם, על הרשויות להחליט מתי נדרש מהן להוציא הוראות מחייבות, עקב בעיות בפעולה קולקטיבית וכשלי שוק אחרים. באזורים מסוימים ננקטים כיום צעדים רגולטוריים לתיקון המצב: לדוגמה, הרשויות בארה"ב מטפלות בפערים רגולטוריים בפיקוח על ישויות היוזמות וממנות משכנתאות, ובסוגיות של הגנת הצרכן בהקשר להלוואות משכנתא.

הרשויות חייבות לנקוט גישה יוזמת לחיזוק המערכת הפיננסית. עליהן לעשות כל שלאל ידן כדי לזהות בעיות שמתעוררות, על מנת שניתן יהיה לנקוט בזריזות בפעולות המתבקשות להפחתתן. לאור הקשיים בחיזוי ובמניעה של איומים ספציפיים למערכת הפיננסית, אחד ממוקדי המאמץ העיקריים הוא להבטיח שליבת המערכת תפגין עמידות במקרה שהשווקים ייכנסו למצוקה.

על סמך ניתוח הגורמים והחולשות המתוארים לעיל, הכין ה-FSF המלצות ספציפיות לשיפור עמידות השוק והמוסדות לעתיד. המלצות אלה מפורטות בהמשך דוח זה, והן ממוספרות, מודגשות ומופיעות בכתב נטוי בכל אחד מהפרקים. ה-FSF יסקור את יישומן, בהתאם ללוחות הזמנים המפורטים בנספח א'.

## 11. חיזוק הפיקוח הזהיר על ההון, על הנזילות ועל ניהול סיכונים

המשבר בשוק חשף חולשות בתהליך ניהול סיכונים בתאגידים בנקאיים ובחברות ניירות ערך בלב לבה של המערכת הפיננסית, ובמערכת התמריצים שסופקה על ידי רגולטורים ומפקחים באמצעות הדרישות והפיקוח על ההון והנזילות.

ניהול סיכונים הוא באחריות הדירקטוריונים וההנהלות הבכירות של החברות. על החברות לטפל בדחיפות בנקודות התורפה המשמעותיות שעלו לפני השטח. באזל II מספק מסגרת נאותה למפקחים לתמרץ ולנטר תהליך זה. אולם, על מנת לשפר את עמידות המערכת, נדרשים שיפורים נוספים לבאזל II ונדרש לחזק את קווים המנחים לנזילות שמוציאים המפקחים.

חשוב במיוחד לחזק את המסגרת הזהירה לאיגוח ולפעילויות חוץ-מאזניות. הדבר מחייב פעולה מצד משתתפי השוק לשיפור ניהול הסיכונים, וכן מצד רשויות הפיקוח והרגולציה לשיפור התאמת התמריצים, להפחתת הארביטרז' הרגולטורי ולחיזוק המשמעת בשוק המוצרים המובנים והפעילויות החוץ-מאזניות של מוסדות פיננסיים. בנוסף, יש צורך ביוזמות לשפר את יציבות התשתית התפעולית של נגזרים מעבר לדלפק (OTC).

פרק זה מכיל המלצות בנושאים הבאים:

- דרישות הון;
- ניהול נזילות;
- סקירה פיקוחית על ניהול סיכונים, לרבות ישויות חוץ-מאזניות; וכן
- התשתית התפעולית לנגזרים מעבר לדלפק.

### 1.1 דרישות ההון

**יישום מסגרת ההון של באזל II חייב להתקיים במועד שנקבע. המפקחים יבחנו את ההשפעה של היישום.**

#### 1.1.1 יישום מסגרת ההון של באזל II חייב להתקיים במועדו.

הצורך בחיזוק האלמנטים של באזל II התברר לאור אירועי הזמן האחרון, כפי שמתואר להלן. אולם, נקודת המוצא לשיפור הלימות ההון בתאגידים בנקאיים גדולים ובחברות ניירות ערך היא יישום באזל II במועד שנקבע.

הצטברות הגורמים לקראת המשבר הפיננסי והתפתחותו התרחשו תחת מסגרת ההון של באזל I והבליטו רבות ממגרעותיו, בהן היעדר הרגישות לסיכונים וחוסר הגמישות להסתגל לחידושים המהירים. באזל I, שלא לטובת המערכת, יצר תמריצים רגולטוריים להעביר חשיפות אל מחוץ למאזן ולא התייחס בצורה מלאה למרכיבים חשובים בחשיפות הסיכון של תאגידים בנקאיים בחישובי הלימות ההון.

באזל II, לעומת זאת, מספק תמיכה טובה יותר לניהול סיכונים על ידי מתאם הדוק יותר בין דרישות ההון המזעריות לסיכונים שבפניהם עומדים תאגידים בנקאיים (נדבך 1), על ידי חיזוק סקירת הפיקוח את נהלי התאגידים הבנקאיים (נדבך 2) ועל ידי מתן עידוד למשמעת השוק (נדבך 3). נדבך 1 מטיל דרישות הון רגולטוריות על חשיפות מאזניות וחוץ-מאזניות ומחזק פרקטיקות סדורות לניהול סיכונים על ידי שיפור הרגישות לסיכונים. הוא עוצב בגמישות הנדרשת כדי לטפל בסיכונים העולים ממוצרים חדשניים במערכת הפיננסית. מסגרת העבודה לאיגוח של נדבך 1 מכוונת לביטול התמריצים לארביטרז' רגולטורי להעברת חשיפות אל מחוץ למאזן או לפיזורן דרך תהליך האיגוח. נדבך 2 מספק למפקחים את הכלים להעריך את תהליכי ניהול הסיכונים וניהול ההון הפנימי בתאגידים בנקאיים, ובאופן יוזם

יותר, לעודד את המוסדות להעלות את כרית (buffer) הספיגה להון מעבר למינימום הנדרש בהתאם לצורך. נדבך 3 משפר את האיכות ואת העקביות של גילוי נאות אודות החשיפות לסיכון והלימות ההון בתאגידים בנקאיים.

## **2.11 המפקחים יעריכו את ההשפעה של יישום באזל II על רמות ההון בתאגידים הבנקאיים ויחליטו אם נדרשת "כרית" ספיגה נוספת בהון.**

חשוב שהמפקחים ינטרו מקרוב את התפעול של באזל II ואת השפעותיו על רמות ההון ועל התנהגות התאגידים הבנקאיים ברמה הכללית יותר. אף שבאזל II קובע דרישות הון מזעריות על בסיס בינלאומי, המפקחים במדינות השונות חופשיים להשלים את מסגרת באזל II בדרכים הקובעות דרישות מזעריות גבוהות יותר בתחומי שיפוטם. ככל שניתן יהיה להתרשם מהיישום של באזל II, יהיה על המפקחים לקבוע אם קיים צורך ב"כרית" ספיגה נוספת, או שבהתאמה למדינה, נדרשות מדידות נוספות של חוזק הון כהשלמה למדידת הון מבוססת סיכון. על המפקחים לשתף זה את זה בניסיונם מפיתוח מדדים אלה ושימוש בהם.

## **המפקחים יחזקו את הטיפול בדרישות ההון של באזל II לאשראי מובנה ופעילויות איגוח**

המפקחים, בפעולתם באמצעות ועדת באזל לפיקוח על הבנקים (BCBS), ישפרו את הטיפול בהון הרגולטורי בגין אשראי מובנה ופעילויות חוץ-מאזניות. השינוי ייושם לאורך זמן, תוך רגישות לצורך לבסס את המערכת על תשתית יציבה ארוכת-טווח מבלי להחריף את הקשיים בטווח הקצר.

## **דרישות הון מזעריות (נדבך 1)**

### **3.11 ועדת באזל תפרסם הצעות ב-2008 להעלאת דרישות ההון עבור מוצרי אשראי מסוימים בעלי מבנה מורכב, כגון CDO של אג"ח מגובות נכסים (ABS).**

המגרעות החמורות ביותר בניהול הסיכונים, וההפסדים במוסדות פיננסיים גדולים, התקשרו לאיגוח אשראי מובנה. כך היה במיוחד לגבי איגוח מחדש של חוב, דהיינו CDOs של ABSs, על ידי קיבוץ במאגרים וריבוד מחדש של חובות שכבר אוגחו. מבנים אלה היו חשופים במיוחד לסיכון שיטתי. לטובת גביית ההכנסות מעמלות ממכירת רובדי אקוויטי ורובדי הביניים של מכשירים אלה, החברות שבנו עסקאות אלה שימרו אצלהן חלק גדול מהרבדים שקיבלו דירוגי אשראי גבוהים. במקרים רבים, מורכבותם של מוצרים אלה הובילה הן את החברות והן את סוכנויות דירוג האשראי להמעיט בערכם של הסיכונים הנלווים, והובילו תאגידים בנקאיים להחזיק כנגדם כמות הון בלתי מספקת. ועדת באזל תעלה אפוא את דרישות ההון המזעריות עבור CDOs של ABSs בדירוג גבוה על מנת לשקף את רגישותם המוגברת של מכשירים אלה לשינויים בתנאים המקרו-כלכליים, יחסית ל-ABSs בדירוג גבוה של חשיפות בסיס שאינן מרובדות.

### **4.11 ועדת באזל והארגון הבינלאומי של הרשויות לניירות ערך (IOSCO) יפרסמו הצעות ב-2008 להנהגת דרישות הון נוספות עבור חשיפות אשראי בתיקים למסחר של תאגידים בנקאיים וחברות ניירות ערך.**

חלק גדול ממוצרי האשראי המובנים מוחזק בתיקים למסחר של תאגידים בנקאיים וחברות ניירות ערך, שדרישות ההון לגביהם משקפות סיכון שוק. באזל II כפי שהוא בנוי כעת, לוכד מפורשות רק את סיכון הכשל המצוי בתיק הבנקאי. כאשר מדדי ההון בגין סיכון שוק אינם תופסים את סיכון האשראי המלא של מוצרים אלה, קיים תמריץ לארביטריז' רגולטורי להקטין את דרישות ההון על ידי החזקת חשיפות אלו בתיק למסחר. ועדת באזל ו-IOSCO יקבעו אפוא דרישת הון נוספת, אשר תשקף בצורה מלאה יותר הן את סיכון הכשל והן את סיכון האירוע של חשיפות המוחזקות בתיק למסחר. כך יינתן כסוי טוב יותר לסיכון של הפסדי אשראי על מוצרי אשראי מובנים.

**11.5 ועדת באזל תפרסם הצעות ב-2008 לחיזוק הטיפול של דרישות ההון בגין מכשירי נזילות של תאגידים בנקאיים עבור מכשירי ABCP חוץ מאזניים.**

תאגידים בנקאיים ספגו הפסדים משמעותיים בשל ניהול לקוי של מכשירים חוץ-מאזניים שמומנו על ידם כחלק מתהליך האיגוח של אשראי מובנה. יצירתם של מכשירים אלה הסוותה את הסיכונים שבפניהם ניצבו התאגידים הבנקאיים. באזל II, בשונה מבאזל 1, מחייב את התאגידים הבנקאיים לייחד כמות הון מסוימת לתמיכה בהתחייבויות הנזילות כלפי מכשירים אלה, אולם מטפל בהתחייבויות אלה כחשיפות בכירות, עם דרישות הון נמוכות יותר לטווחים קצרים. ועדת באזל תחזק אפוא את הטיפול בדרישות ההון בגין מכשירי הנזילות של תאגידים בנקאיים עבור מכשירי ABCP חוץ-מאזניים, על מנת להפחית תמריצים לארביטרז' רגולטורי.

**המפקחים ימשיכו לעדכן את הפרמטרים לסיכון והוראות אחרות של מסגרת באזל II לפי הצורך.**

**11.6 המפקחים ימשיכו לעדכן את הפרמטרים לסיכון והוראות אחרות של מסגרת באזל II על מנת להבטיח את המשך הלימות התמריצים, ויעריכו בקפידה את ציות התאגידים הבנקאיים למסגרת העבודה.**

מענה ואילך, על המפקחים להמשיך לעקוב אחר יישום באזל II, וועדת באזל תעדכן את הפרמטרים לסיכון והוראות אחרות של מסגרת באזל II בהתאם לצורך כדי לוודא שתמריציה ממשיכים לשמור על הלימותם אל מול השינויים בשווקים הפיננסיים והיווצרותם של מוצרים פיננסיים חדשים. המפקחים בכל מדינה יעריכו בקפידה את ציות התאגידים הבנקאיים להוראות המסגרת.

**11.7 המפקחים יעריכו את המחזוריות של מסגרת באזל II וינקטו צעדים בהתאם לצורך.**

ועדת באזל יצרה מסגרת לאיסוף מידע שמטרתה לעקוב אחר השפעות באזל II על הרמה והמחזוריות של דרישות ההון על פני זמן ובין המדינות החברות. ועדת באזל תנתח נתונים אלה, אשר יהיו זמינים לראשונה בסוף 2008, ותחלק את הניתוח שלה עם ה-FSF. בהתבסס על ניתוח זה ועל גורמים נוספים, תנקוט ועדת באזל פעולות נוספות, בהן עדכון הפרמטרים לסיכון ועדכון מסגרת העבודה, בהתאם לצורך.

**על הרשויות לוודא כי "כריות ההון" עבור חברות המתמקדות בביטוח של פעילות מסוימת ( *monoline insurers* ) ועבור עֲרָבִים פיננסיים יעמדו בהתאמה לתפקידם של אלה במערכת הפיננסית**

**11.8 המפקחים על הביטוח יחזקו את המסגרת הרגולטורית ואת מסגרת ההון עבור חברות המתמקדות בביטוח של פעילות מסוימת ( *monoline insurers* ) בהתייחס לאשראי מובנה.**

סכומים גדולים של העברות סיכון אשראי התבססו על ערבויות בדירוג AAA וחיזוקים שסיפקו חברות המתמקדות בביטוח של פעילות מסוימת וערבים פיננסיים. הירידה באיכות האשראי של המכשירים שלהם סיפקו ערבויות איימה לגרום לאותן חברות ביטוח וערבים לאבד את מעמדם כבעלי דירוג AAA ותרמה לזעזועים בשוקי ההון.

לאור חשיבותם של חברות המתמקדות בביטוח של פעילות מסוימת ושל ערבים פיננסיים למערכת, על המפקחים לחזק את הסדרי ההון וההסדרים הרגולטוריים האחרים של גופים אלו, להבטיח כי הם הולמים וזהירים, אינם מעודדים ארביטרז' רגולטורי ושיש ביכולתם למנוע זעזועים בשוק. שינויים כאלה יכולים לקדם את הקטנת הסיכונים של מוסדות אלה המאופיינים במינוף גבוה. הארגון הבינלאומי למפקחים על הביטוח (IAIS) מפתח סט של תקנים

לכּוּשֵׁר פִּירֵעוֹן הַמְּבוֹסָסִים עַל עֵקְרוֹנוֹת וְהַכּוֹלָלִים הַתִּיַּחְסוֹת לַנִּיהוּל סִיכּוּנִים, לְדִרִישׁוֹת הַהוֹן וְלִמּוֹדָלִים פְּנִימִיִּים, וּמִקְנִים לְפִיקוּחַ גְּמִישׁוֹת לְהַגִּיב בִּיעִילוֹת לְסוּגִים שׁוֹנִים שֶׁל נְסִיבוֹת בְּשׁוּק. מִפְּקָחִים בְּתַחֲמוּמִים אַחֵרִים יִחְזְקוּ אֶת הַנְּחִיאוֹתֵיהֶם לְחַבְרוֹת הַנְּתוֹנוֹת לְפִיקוּחַם הַמִּתְקַשְׁרוֹת לְחַבְרוֹת שֶׁמִּתְמַקְדוֹת בְּבִיטוּחַ שֶׁל פְּעִילוֹת מְסוּיֵמָה וְלִעֲרִיבִים, לְרַבּוֹת כַּחֲלָק מְנִיהוּל סִיכּוֹן אִשְׂרָאֵל צַד נִגְדֵי וְסִיכּוֹן רִיכּוּזִיּוֹת.

## 2. ניהול נזילות

המפקחים יפרסמו מסמכים להתייעצות ובהם הנחיות להליכים סדורים לניהול ופיקוח על נזילות עד יולי 2008

9.11 ועדת באזל תפרסם להתייעצות הנחיות להליכים סדורים לניהול ופיקוח על נזילות עד יולי 2008.

ההנחיות יטפלו בתחומים הבאים:

- זיהוי ומדידת הטווח המלא של סיכוני נזילות, לרבות סיכון נזילות בשעת חירום הנלווה למכשירים חוץ-מאזניים;
- מבחני קיצון, לרבות מתן דגש גבוה על מצבי קיצון השוררים בכלל השוק והזיקה בין מבחני הקיצון לתכניות מימון למקרי חירום;
- תפקידים של המפקחים, לרבות תקשורת ושיתוף פעולה בין מפקחים, בחיזוק פרקטיקות ניהול סיכוני נזילות;
- ניהול סיכוני נזילות תוך-יומית הנובעים מהתחייבויות תשלום וסליקה בתוך המדינה ומחוצה לה;
- תנועות הון חוצות-גבולות וניהול סיכוני נזילות במטבע זר; וכן
- תפקיד הגילוי הנאות ומשמעת השוק בקידום פרקטיקות מתקדמות לניהול סיכוני נזילות.

10.11 המפקחים במדינות השונות יבחנו בקפידה את יישום ההנחיות העדכניות על ידי התאגידים הבנקאיים כחלק מהליך הפיקוח השגרתי. במקרה שהתאגידים הבנקאיים אינם מיישמים את ההנחיות כראוי, ינקטו המפקחים צעדים נוספים על מנת להביא לשיפור הפרקטיקות.

11.11 המפקחים והבנקים המרכזיים יבחנו אם יש מקום לצעדים נוספים לקידום גישות איתנות ועקביות מבחינה בינלאומית לניהול נזילות בתאגידים בנקאיים חוצי-גבולות. בכלל זה יבחן הצורך להגיע להסכמות מקובלות בהתייחס לפיקוח על הנזילות ולפעולות הבנקים המרכזיים בנזילות.

המשבר הבליט את חשיבותם המרכזית של פרקטיקות אפקטיביות לניהול סיכוני נזילות ושל "כריות" נזילות גבוהות לשמירת העמידות המוסדית והמערכתית לנוכח זעזועים. במהלך המשבר, התברר כי הסדרי המימון של מוסדות פיננסיים פעמים רבות תוכננו לתמוך בלחץ כלל מערכתי בשווקי המימון, אך לא הצליחו לזהות את הקשרים שבין מימון, נזילות שוק וסיכון אשראי.

כתוצאה מכך, רבים מהתאגידים הבנקאיים וחברות פיננסיות נוספות היו פגיעים לשיבושים מתמשכים בשוק הנזילות וביכולת גיוס הנזילות. המוסדות הפיננסיים לא צפו מראש את הצורך לממן התחייבויות חוזיות כאמצעי זהירות למגוון מכשירי מימון חוץ-מאזניים, כדוגמת ABCP ו-SIVs. במקרים אחדים, חברות בחרו לתמוך במכשירים פיננסיים חוץ-מאזניים ואחרים לא מפני שהייתה להן מחויבות חוזית לנהוג כך, אלא על מנת להגן על המוניטין שלהן ועל סיכויי ההצלחה העסקית שלהם לעתיד. תאגידים בנקאיים נאלצו לממן מאגרים של תיקי השקעות (warehoused portfolio) לתקופה ממושכת משמעותית ממה שנצפה כאשר נסגרו שווקי האיגוח. היה עליהם גם לממן התחייבויות הלוואה ממונפות שלא יכלו לבטלן מפני שלא היו סעיפים בחוזי הלוואה ששונו מהותית.

התכונות שוק הנזילות והשוק הבין-בנקאי הובילו ללחצים חמורים בגיוס נזילות עבור תאגידים בנקאיים רבים, לשיבושים בשווקים הפיננסיים ולהתערבות ממושכת של הבנקים המרכזיים.

### 3. סקירה פיקוחית על ניהול סיכונים, לרבות ישויות חוץ-מאזניות

**המפקחים ישתמשו בנדבך 2 כדי לחזק את פרקטיקות ניהול הסיכונים של תאגידים בנקאיים, כדי לחדד את השליטה של התאגידים הבנקאיים בסיכון במצבי קיצון (tail risk) ולהפחית את ההצטברות של חשיפות עודפות וריכוזי סיכון.**

המשבר הנוכחי בשוק הבליט את ההבדלים המשמעותיים בנהגים הספציפיים לניהול סיכונים, אפילו בקרב החברות הגדולות והמתוחכמות ביותר. יש המקשרים הבדלים אלה למידת ההצלחה של אותן חברות לשרוד את התקופה הסוערת עד כה.<sup>1</sup> הדירקטוריונים וההנהלות הבכירות של חברות חייבים לחזק את פרקטיקות ניהול הסיכונים בהתאם ללקחים שנלמדו.

המפקחים מצדם יפעלו במטרה לעקוב אחר התקדמותם של תאגידים בנקאיים וחברות ניירות ערך בחיזוק הפרקטיקות לניהול סיכונים ותכנון הון. המפקחים נדרשים להקצות משאבים ניכרים בטווח הזמן הקרוב לחיזוק פרקטיקות ניהול הסיכונים במוסדות פיננסיים ספציפיים שבהם זוהו חולשות משמעותיות.

**12.11 המפקחים במדינות השונות ינצלו את הגמישות הטבועה באזל II כדי להבטיח שניהול הסיכונים, כריות ההון והאומדנים הזהירים של הפסדי אשראי יהיו צופי-פני-עתיד במידה הראויה ויתחשבו באי הוודאויות המתקשרות למודלים, להערכות ולריכוזי הסיכון, ולשונויות הצפויות לאורך המחזור. המפקחים במדינות השונות ידווחו לוועדת באזל מתוך מטרה להבטיח "שדה משחק הוגן", וועדת באזל תחלוק את ממצאיה ואת פעולותיה עם ה-FSF.**

המשבר הבליט את הסיכון של טעויות במודל המשמש לחישובי סיכון. הוא הראה עד כמה חשוב להשתמש בכלים מרובים לניהול סיכונים ולעריכת מבחני קיצון, תוך שילוב בין הערכות כמותיות קפדניות והערכות איכותיות. השימוש במגוון רחב של מדדי סיכון מסייע בהסתגלות לתנאי שוק חדשים ובהבנת המגבלות של הסתמכות על מדדי סיכון ספציפיים.

המפקחים במדינות השונות יחזקו את הערכותיהם בנוגע לנאותות נוהלי מבחני הקיצון והקצאת כריות ההון לאורך המחזור בתאגידים בנקאיים. על המפקחים להבטיח שהחברות הפיננסיות מעריכות כיאות את הלימות ההון של עצמן בהתבסס על הסיכונים שעשויים לבוא לידי ביטוי לאורך מחזור האשראי במלואו, תוך התחשבות בתנאים הכלכליים הנוכחיים והעתידיים, ובחוסר הוודאות הנלווית להערכות.

#### סקירת הפיקוח (באזל II)

ועדת באזל תפרסם הנחיות נוספות לנדבך 2 במהלך 2008 ו-2009 במספר תחומים, כמתואר להלן. גם בתחומי השיפוט השונים יתפרסמו הנחיות ברורות יותר בסוגיות אלו והרשויות יעריכו אם המוסדות הפיננסיים הנתונים לפיקוחן ביצעו שינויים בנהגיה ניהול הסיכונים ושילבו את הערכות הסיכון שלהם בתהליכי קבלת ההחלטות ובבקורות.

<sup>1</sup> המפקחים של מוסדות פיננסיים גדולים בצרפת, גרמניה, שווייץ, הממלכה המאוחדת וארצות הברית קבעו ביתר פירוט מה הם נוהלי ניהול הסיכונים המבדילים את אותן חברות שהתמודדו ביתר הצלחה עד כה עם המשבר מאלה שסבלו מבעיות קשות יותר. ראה דוח: "Observations on Risk Management Practices during the Recent Market Turbulence", פורסם על ידי Senior Supervisors Group, 6 במארס 2008.

### **13.111 המפקחים יחזקו את הנחיותיהם בנוגע לניהול סיכונים ברמה הכלל-ארגונית, לרבות סיכון ריכוזיות.**

המשבר חשף הבדלים משמעותיים בין חברות ביכולתן לזהות, לסכום ולנתח סיכונים בצורה אפקטיבית על בסיס כלל-ארגוני. בהיבט זה, ישנה חשיבות לעיתוי ולאיכות של זרימות מידע, הן כלפי מעלה להנהלה הבכירה, והן לרוחב, בין תחומי הפעילות השונים. חברות ששיטתן מידע בצורה אפקטיבית הרוויחו מכך שהן יכלו לתכנן עד שנה קדימה, מעבר למשבר, ובכך להקטין סיכונים שזוהו. המפקחים יקבעו הנחיות לנדבך 2 לחיזוק ניהול הסיכונים ברמה הכלל-ארגונית.

אחת מנקודות התורפה שנחשפו במשבר הייתה חשיפת-היתר של משתתפי השוק למגזרי שוק מסוימים, הקיצוני בהם היה שוק הסאב-פריים בארה"ב. על המפקחים לחזק אפוא את הנחיותיהם לניהול סיכון ריכוזיות ברמה הכלל-ארגונית, לא רק כלפי לווים יחידים אלא למגזרים שלמים, לאזורים גיאוגרפיים, לגורמי סיכון כלכליים, לצדדים נגדיים ולערבים פיננסיים. ההנחיות יביאו בחשבון חשיפות ישירות ועקיפות גם יחד, ואת אפשרות שחשיפות בתחומים קשורים יראו מגמות מתואמות יותר בתקופות של קשיים בשוק.

### **14.111 המפקחים יחזקו את הנחיותיהם בנוגע למבחני קיצון המבוצעים למטרות ניהול סיכונים ותכנון הון.**

מבחני הקיצון בחברות רבות לא הצליחו לחזות מראש את טווח ההשפעות שנגרמו מהאירועים בשוק או את חומרתן. ההנחות שלפיהן בוצעו מבחני הקיצון באותן חברות לא כללו תרחישי משברים מספיק חמורים, ובמקרים שעשו זאת, ההנהלה הבכירה לא נערכה לאותם תרחישים. מבחני הקיצון לא כללו חשיפות לסיכון על פני קווי העסקים.

בהתבסס על הפרקטיקות המתקדמות של התעשייה, ועדת באזל תפתח הנחיות תחת נדבך 2 להערכת הנהלים לביצוע מבחני קיצון בתאגידים בנקאיים. יתרה מזאת, ועדת באזל תבחן את יישום המפקחים לדרישת באזל II שלפיה תאגידים בנקאיים מבצעים מבחני קיצון כדרך להערכת הלימות ההון וכריות ההון שלהם לאורך מחזור העסקים. על סמך ניתוח זה, תעריך הוועדה את הצורך בהנחיות נדבך 2 נוספות בתחום זה.

### **15.111 הנחיות הפיקוח ידרשו מתאגידים בנקאיים לנהל חשיפות חוץ-מאזניות כמות.**

#### **המפקחים ידרשו כי:**

- **דוחות זהירים מטעם המוסדות הפיננסיים יכללו את הסיכונים הנובעים מחשיפות חוץ-מאזניות באופן הולם;**
- **מערכות המידע הפנימיות של מוסדות פיננסיים יתנו ביטוי לחשיפות חוץ-מאזניות, על מנת שאלה יהיו חלק מניהול ההון הפנימי וניהול הנזילות של המוסדות;**
- **נוהלי המוסדות הפיננסיים ליישום מבחני קיצון יתחשבו בחשיפותיהם לישויות חוץ-מאזניות, לרבות הסיכון שיהיה הכרח לספוג אותן במאזן המוסד, בין מסיבות חוזיות או בלתי חוזיות (כגון מסיבה של מוניטין).**

על ידי יישום מסגרת העבודה של באזל II ויישום השינויים המתוארים לעיל, יפחיתו המפקחים במידה ניכרת את התמריצים שהניעו תאגידים בנקאיים ליצור ולהחזיק חשיפות סיכון מחוץ למאזן בקנה מידה גדול.

תאגידים בנקאיים רבים לא מדדו כמות ולא הבינו את חשיפותיהם החוץ מאזניות, חוזיות ושאין חוזיות, לישויות כמו SIVs-ו conduits. על המפקחים לדרוש שמידע זה יוצג פנימית בפני ההנהלה הבכירה בזמן הנכון ובאופן יעיל, וכי יהיו לחברות נהלים לניהול חשיפות אלה ולניהול כל סיכונים הריכוזיות המתקשרים אליהן.

לעתיד לבוא, ינקטו המפקחים, באמצעות ועדת באזל, פעולה לפי הצורך להפחתת תמריצי ארביטראז' רגולטורי נוספים להעברה מהמאזן של נכסים והתחייבויות, שזוהו כנובעים מבאזל II או מתקנים בחשבונאות.

## 16.11 המפקחים יפרסמו הנחיות לחיזוק ניהול הסיכונים בהתייחס לעסקאות איגוח.

המפקחים יפרסמו הנחיות נדבך 2 לניהול סיכונים בהתייחס לאיגוח ולהיבטים אחרים של העברת סיכון אשראי. הדבר ימריץ את החברות לבצע בעצמן את ניתוח סיכוני האשראי והסיכונים אחרים הגלומים במוצרים מובנים ולהימנע מהסתמכות-יתר על סוכנויות דירוג אשראי. ההנחיות יכללו ניהול סיכון pipeline וסיכונים נוספים המתקשרים לתחומי הפעילות של בניית עסקאות CDO, אחסון (warehousing) והמסחר בהן, וסיכונים המתקשרים לסינדיקציה של הלוואות פיננסיות ממונפות.

## 17.11 המפקחים יחזקו את ההנחיות הקיימות בנוגע לניהול חשיפות לצדדים נגדיים ממונפים.

אירועי התקופה האחרונה המחישו את החשיבות של ניהול קפדני של חשיפות אשראי לצדדים נגדיים. יש להרחיב את הנחיות הפיקוח הקיימות במדינות השונות בנוגע לחשיפות לצדדים נגדיים שהם קרנות גידור כך שהן יכללו חשיפות לצדדים נגדיים גדולים אחרים בעלי מינוף גבוה, בכללם מוסדות פיננסיים נוספים וערבים פיננסיים. בעת חישוב חשיפות אשראי לצדדים נגדיים שהם חברות המספקות גידור או ערבויות, יש להביא בחשבון את המתאם הפוטנציאלי של איכות האשראי לאותם צדדים נגדיים עם הסיכונים הגלומים בנכסים המגודרים, בפרט בתנאי שוק בעייתיים.

**על גופי הרגולציה הרלוונטיים לחזק את דרישותיהם בנוגע לתהליכים של משקיעים מוסדיים להשקעה במוצרים מובנים.**

## 18.11 הרגולטורים האחראים על משקיעים מוסדיים יחזקו את הדרישות או את הפרקטיקות המיטביות (best practices) עבור תהליכי ההשקעה במוצרים מובנים על ידי חברות.

כאשר משקיעים מוסדיים משווקים מוצרים או שירותים למשקיעים או לקוחות קמעוניים, או משתתפים בדרך אחרת בשווקים הציבוריים, הרגולטורים של ניירות ערך דורשים בדרך כלל מחברות אלה לקבוע בקורות פנימיות איתנות והליכי ניהול סיכונים ראויים כדי להגן הן על היושר הפיננסי של החברות והן על נכסי הלקוחות. אולם, דומה כי בקרב משקיעים מוסדיים רבים לא הייתה הבנה מספקת באשר לסיכונים הנלווים למוצרים המובנים שבהם השקיעו. הרגולטורים הרלוונטיים צריכים לחזק את הדרישות או ההנחיות למשקיעים מוסדיים בנוגע לעריכת בדיקות נאותות לפני השקעה במוצרים מובנים, ולמשקיעים, לחזק את הדרישה שאלה יגבשו דעה עצמאית על הסיכונים הנלווים למכשירים שבתיקי ההשקעות שלהם.

**חברות בתעשייה הפיננסית צריכות להתאים את מודל התגמול שלהן לרווחיות הכלל-ארגונית של החברה בטווח הארוך. הרגולטורים והמפקחים יעבדו יחד עם משתתפי השוק להפחתת הסיכונים העולים ממבני תמריצים בלתי נאותים.**

## 19.11 הרגולטורים והמפקחים יעבדו יחד עם משתתפי השוק להפחתת הסיכונים העולים ממדיניות תגמול.

אחד המאפיינים הבולטים באירועים האחרונים היה השכר הגדול שהעניקו חברות לעובדיהן בתחומים בהם אותן חברות ספגו מאוחר יותר הפסדים גדולים, כאשר הסיכונים התממשו. הסדרי התגמול עודדו בדרך כלל נטילת סיכון חסרת פרופורציות, תוך התחשבות מועטה בסיכונים ארוכי-טווח. ניתן לצמצם בעיה זו אם החברות יקשרו את התמריצים במודל התגמול שלהן לרווחיות הכלל-ארגונית של החברה בטווח הארוך. בנוסף, הרגולטורים והמפקחים יעבדו יחד עם משתתפי השוק כדי לזהות אמצעים שבעזרתם יכולים מדיניות ובקורות לניהול סיכונים להפחית את הסיכונים הקשורים לתמריצים אלה.

#### 4. התשתית התפעולית לנגזרים מעבר לדלפק

על משתתפי השוק לפעול ללא דיחוי בכדי לוודא שתשתיות הסליקה, המשפטיות והתפעוליות המשמשות את שוקי הנגזרים מעבר לדלפק יציבות

**20.ii על משתתפי השוק לשנות את מסמכי המסחר הסטנדרטיים למסחר בנגזרי אשראי על מנת להתחשב באפשרות של סליקת מזומן של התחייבויות הנובעות מאירוע אשראי, וזאת בהתאם לתנאים של פרוטוקול סליקת מזומן שפותח בשוק אך לא שולב עדיין במסמכים הסטנדרטיים.**

אף שבתעשייה פותח "פרוטוקול סליקת מזומן" (cash settlement protocol) שעשוי לבטל את הצורך מצד רוכשי הגנת אשראי לספק פיזית את ההתחייבויות של הישות הרלוונטית בעקבות אירוע כשל או אירוע אשראי אחר, התייעוד המקובל במסחר עדיין מחייב פירעון פיזי. עד שהפרוטוקול ישולב בתייעוד הסטנדרטי בתעשייה, קיים סיכון של שיבושים קשים בשוק אם אחד או יותר ממשתתפי השוק יחליטו להימנע מאימוץ הפרוטוקול במקרה של אירוע אשראי. חשש מיוחד עולה מההשפעה האפשרית של החלטות כאלה על השוק במקרה שמספר אירועי אשראי יתרחשו בו-זמנית. משתתפי השוק נדרשים אפוא להשלים במהירות את העבודה בנושא זה כדי להבטיח שהפרוטוקול יהיה ישים ברמה הבינלאומית, ולאחר מכן לתקן את המסמכים הסטנדרטיים המקובלים.

ברמה הכללית יותר, יהיו משתתפי השוק מודעים גם לאפשרות שנגזרי אשראי ומוצרי איגוח (כגון מוצרים מגובי בטחונות) ישפיעו על הדינמיקה של הסדרי תשלומים של תאגידיים (corporate workouts), במיוחד אם ארגון מחדש נקבע מחוץ לכותלי בית המשפט.

**21.ii על משתתפי השוק ליצור תהליך אוטומטי לקיזוז עסקאות (trade novations) ולקבוע תקנים מחמירים לדיוק ועדכניות נתוני המסחר הנשלחים, ולעדכן מהיר של תיקון שגיאות בהתאמת נתוני מסחר של עסקאות בנגזרים מעבר לדלפק.**

במהלך המשבר, עליות פתאומיות במסחר בנגזרי אשראי הובילו לעליות משמעותיות בהצטברות של עסקאות בלתי מאושרות בכל חלקי התעשייה. למרות ההתקדמות המשמעותית שנעשתה בתעשייה במיכון התשתיות של שוקי נגזרים מעבר לדלפק בשנתיים האחרונות, התעשייה לא הגיעה ל"מצב יציב" שבו עליות פתאומיות בהיקפי המסחר אינן גורמות לבעיות תפעוליות.

**22.ii על הסקטור הפיננסי לפתח תכנית ארוכת טווח לתשתית תפעולית אמינה אשר תתמוך בנגזרים מעבר לדלפק.**

אף שהתשתית של שוקי הנגזרים מעבר לדלפק התמודדה עם הקשיים בצורה טובה יחסית במהלך המשבר, תשתית תפעולית משולבת תתמוך באמינות המערכת וביציבותה. תשתית כזאת צריכה: (א) ללכוד את כל האירועים המשמעותיים של בעיות עיבוד בכל שלבי מחזור החיים של העסקאות; (ב) לספק אמינות תפעולית ויכולת הרחבה (סקלבליות); (ג) לנצל באופן מרבי את היתרונות לגודל המתקבלים מאוטומציה, על ידי קידום סטנדרטיזציה ותאימות תפעולית בין מרכיביה השונים של התשתית; (ד) לשפר את יכולתם של המשתתפים לנהל את סיכון האשראי צד נגדי באמצעות הסכמי קיזוז (netting) והסכמי ביטחונות, על ידי קידום התאמות בתיקים למסחר והערכה מדויקת של העסקאות; (ה) לטפל בכל סוגי הנכסים וסוגי המוצרים החשובים; וכן (ו) לכלול דילרים ומשקיעים גם יחד.

### III. שיפור השקיפות והערכה

תקופה זו של טלטלה וחוסר נזילות בשווקים הבליטה את חשיבותן של הערכות מהימנות ומתן גילוי לסיכונים המתקשרים למוצרי אשראי מובנים ולמכשירים חוץ-מאזניים, לחיזוק ביטחון השוק. התקנים החשבונאיים מגדירים את מסגרת היסוד לדיווח כספי, המאפשרת למדוד את מצבן הכלכלי וביצועיהן של חברות. העמידה בתקנים אלה היא אבן הפינה של מערכת פיננסית מתפקדת כראוי. בנוסף, איכות הדיווח הפיננסי משתפרת הודות למאמציהם של משתתפי השוק, של רואי החשבון המבקרים ושל רשויות הפיקוח והרגולציה לחיזוק מהימנותן של ההערכות ושל גילוי הסיכונים. נהלים סדורים לגילוי נאות, חשבונאות והערכה, הכרחיים לשקיפות, לשמירה על ביטחון השוק ולקידום משמעת שוק אפקטיבית.

פרק זה מפרט המלצות לשיפור השקיפות בשוק בתחומים הבאים:

- גילוי סיכונים על ידי משתתפי השוק;
- תקני גילוי נאות וחשבונאות למכשירים חוץ-מאזניים;
- הערכה; וכן
- שקיפות בתהליכי האיגוח ושווקי האיגוח.

#### 1. גילוי סיכונים על ידי משתתפי השוק

על מוסדות פיננסיים לחזק את גילויי הסיכון שלהם ועל המפקחים לשפר את דרישותיהם לגילוי סיכונים על פי נדבך 3 להוראות באזל II.

במהלך השלבים הראשונים של המשבר בשוק, הגילויים לציבור שניתנו על ידי מוסדות פיננסיים לא תמיד הציגו בבירור את הסיכונים הכרוכים בחשיפותיהם המאזניות והחוץ-מאזניות. המידע שפורסם באשר לחשיפות סיכון לא ניתן בזמן ובצורה יעילה דיה למשקיעים הרבים וליתר משתתפי השוק. מספר מוסדות פיננסיים ורואי חשבון מבקרים עבדו יחד לשיפור גילוי הסיכונים עבור מוצרים מובנים וחשיפות נוספות, כמו לדוגמה בדוחות הכספיים ובגילויים נוספים עבור המחצית השנייה וסוף השנה ב-2007. עם זאת, היעדר גילוי נאות ועקבי של חשיפות הסיכון וההערכות ממשיך לשחוק את ביטחון השוק.

#### טווח הזמן הקרוב

**1.III ה-FSF מעודד בזאת את המוסדות הפיננסיים להגיש גילוי מהימן של סיכוניהם בעזרת פרקטיקות הגילוי המובילות אשר המסוכמות בדוח זה, במועד הגשת הדוחות הכספיים למחצית שנת 2008.**

מוסדות פיננסיים צריכים להתבסס על פרטי הגילוי המובילים על מנת להבטיח שהם מספקים גילויים משמעותיים אודות חשיפותיהם לסיכונים, ניהול הסיכונים ומדיניותם החשבונאית באופן הרלוונטי ביותר לאור תנאי השוק הנוכחיים. דוגמאות לפרטי גילוי סיכונים מובילים בתנאי השוק הנוכחיים הובאו בדוח פיקוחי קודם בנושא גילויים כמותיים ואיכותיים, במדגם של בנקים גלובליים וחברות ניירות ערך.<sup>2,3</sup> ניתוח זה התמקד בגילוי הנאות של חשיפות

<sup>2</sup> קבוצת המפקחים הבכירים (Senior Supervisors Group) ניתחה את גילויי סוף שנת 2007 לפי מדגם של תאגידים בנקאיים וחברות ניירות ערך בעלי פעילות בינלאומית, ופרסמה את הדוח: "Leading-Practice Disclosures for Selected Exposures", אפריל 2008. הגילויים שנסקרו היו הגילויים הזמניים לציבור נכון ל-7 במרס 2008.

<sup>3</sup> הביטוי "מובילות" כוונתו למידע האינפורמטיבי ביותר, הן מבחינה כמותית והן מבחינה איכותית (לדוגמה, הנתונים מאפשרים למשתתפי השוק להבין כראוי את הנתונים המתפרסמים). פרטי הגילוי המוצעים מיועדים להשלים ולא להחליף את גילויי הסיכונים הקיימים, כולל אלו הנדרשים לפי נדבך 3 של באזל 2. בהקשר זה, הגילויים כוללים, במובן הרחב, לא רק את המידע

למכשירים שהשווק רואה בהם כיום מרובי-סיכון או כרוכים בסיכון רב ממה שהיה מקובל לחשוב בעבר. כל אחד מהגילויים מתפרסם כיום על ידי לפחות אחת מהחברות שהשתתפו בסקר, אם כי אחדות מהן קרובות למתן כל הגילויים.

גילוי משופר מצד חברות פיננסיות של מידע כמותי ואיכותי, משמעותי ועקבי, אודות חשיפות לסיכון, הערכות, ישויות חוץ-מאזניות וכללי מדיניות קשורים, יועיל ביותר להגברת ביטחון השוק. ה-FSF מעודד אפוא את המוסדות הפיננסיים לתת גילויים מהימנים בעזרת פרטי הגילוי המובילים, במועד הגשת דוחות אמצע השנה ל-2008, בגין אותן פעילויות שבהן קיימות להם חשיפות משמעותיות. ייתכן כי אחדים מהגילויים אינם רלוונטיים לחברות שאין להן חשיפה משמעותית לפעילות שעל הפרק.

### פרטי גילוי מובילים לחשיפות נבחרות

הטבלה להלן מציינת גילויים אלה בהבלטה, והם מוצגים ביתר פירוט בנספח ב' ומתוארים ומודגמים בדוח הנזכר לעיל. בנוסף למידע בטבלה, רבות מהחברות נותנות תחילה גילוי לפרטים הבאים עבור כל אחת מהקטגוריות:

- סך החשיפה, כולל ניתוח מאזני וחוץ-מאזני (כמו גם קווי אשראי ממומנים ומחויבים, לפי המקרה)
- החשיפה לפני ואחרי גידור
- החשיפה לפני ואחרי הפחתת ערך

פרטים נוספים סופקו דרך צירופים שונים של גילויים הכלולים בטבלה.

<u>Collateralised Debt Obligations (CDO)</u>	<u>ישויות למטרה מיוחדת (SPE) - כללי</u>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• גודל ה-CDO לעומת סך החשיפה של הפירמה</li> <li>• התפלגות ה-CDOs – לפי סוג, רובד, דירוג וכד'</li> <li>• התפלגות הביטחונות לפי סוג</li> <li>• התפלגות החשיפה למשכנתאות סאב-פריים לפי גיל (vintage)</li> <li>• גידורים, לרבות חשיפות לפעילות מסוימת (monoline), צדדים נגדיים אחרים</li> <li>• איכות האשראי של הצדדים הנגדיים לגידור</li> <li>• התאמות בהערכת האשראי לצדדים נגדיים ספציפיים</li> <li>• רגישות ההערכה לשינויים בהנחות יסוד</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• גודל ה-SPE לעומת סך החשיפה של הפירמה</li> <li>• פעילויות של ה-SPE</li> <li>• הסיבה לאיחוד (אם יש)</li> <li>• מהות החשיפה (sponsor, ספק נזילות ו/או ספק חיזוק אשראי)</li> <li>• סוג הביטחונות</li> <li>• פיזור גיאוגרפי של הביטחונות</li> <li>• תקופות ממוצעות לפירעון של הביטחונות</li> <li>• דירוגי אשראי של ביטחונות הבסיס</li> </ul>
<p><u>ניירות ערך למסחר מגובי משכנתאות (CMBS)</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• התפלגות הביטחונות לפי ענפי תעשייה</li> <li>• התפלגות הביטחונות לפי אזור גיאוגרפי</li> <li>• שינוי בחשיפה לעומת התקופה הקודמת, כולל מכירות והפחתות ערך</li> </ul>	<p><u>חשיפה להלוואות סאב-פריים אחרות והלוואות ALT-A</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• הלוואות "שלמות" (Whole loans), RMBS, נגזרים, אחר</li> <li>• פרטים על איכות האשראי (כגון דירוג אשראי, יחסי LTV, מדדי ביצוע)</li> </ul>

המוצג במסמכים המוגשים לרשויות לניירות ערך, אלא גם מידע המוצג בהודעות רווח לעיתונות ובמצגות נלוות המתפרסמות באתרי החברות. ואכן, במקרים אחדים, החומר הנלווה יכול לספק למשתתפי השוק מידע ממוקד יותר ובזמן מתאים יותר על החשיפות לסיכון של החברה האמורה.

<b>מימון ממונף</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• התפלגות החשיפה למשכנתאות סאב-פריים לפי גיל (vintage)</li> <li>• רגישות הערכת השווי לשינויים בהנחות יסוד ובתשומות</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• חשיפה ממומנת והתחייבויות בלתי ממומנות</li> <li>• שינוי בחשיפה לעומת תקופות קודמות, כולל מכירות והפחתות ערך</li> <li>• התפלגות החשיפה לפי ענפי תעשייה</li> <li>• התפלגות החשיפה לפי אזור גיאוגרפי ותשומות</li> </ul>	

### **טווח הזמן הבינוני**

דרישות הגילוי המנויים לעיל מתוכננים לתת התייחסות לתחומים ספציפיים של חששות השוק במהלך המשבר הנוכחי. כדי לקבל תוצאה דומה בטווח הזמן הבינוני, דרישות הגילוי ביחס לסיכונים בעתיד צריך להתמקד בעקרונות יסוד דומים, אם כי התחומים הספציפיים בהם ינתן גילוי נוסף יהיו תלויים בתנאי השוק באותה העת. הדבר יחייב חברות לנהל מערכות מדידת סיכונים מתאימות המקיפות את החברה כולה, על מנת לספק גילוי משמעותי על הסיכונים ובזמן.

**2.III בעתיד, על המשקיעים, נציגי הסקטור הפיננסי ורואי החשבון המבקרים לעבוד יחד כדי לספק גילוי על הסיכונים הרלוונטיים ככל האפשר לתנאי השוק בעת הגילוי. למטרה זו:**

○ **על המשקיעים, נציגי התעשייה ורואי החשבון המבקרים לפתח עקרונות שיהוו בסיס לגילוי נאות ושימושי של הסיכונים.**

○ **על המשקיעים, נציגי התעשייה ורואי החשבון המבקרים להתכנס יחד אחת לחצי שנה בכדי לדון בסיכונים העיקריים המאיימים על המגזר הפיננסי ולזהות את סוגי הגילוי על הסיכונים שיהיו הרלוונטיים והשימושיים ביותר למשקיעים באותה העת.**

יש להיוועץ ברגולטורים, במפקחים ובגופי התקינה ביחס לפעולות לעיל. אם יתברר כי אין די בגישה המבוססת על פעילות השוק, כמתואר לעיל, עשויה להתבקש גישה המבוססת על הוראות מחייבות (prescriptive) מצד הרגולטורים של שוקי ניירות הערך, מצד המפקחים על התאגידים הבנקאיים או מצד גופי התקינה החשבונאיים.

**3.III ועדת באזל תפרסם הנחיות נוספות במהלך 2009 לחיזוק דרישות הגילוי על פי נדבך 3 של באזל II, עבור:**

- **חשיפות איגוח, בפרט חשיפות המוחזקות בתיק למסחר והקשורות לאיגוח-חוזר;**
- **חסות למכשירים חוץ-מאזניים, כדי לספק לשוק תובנות מעמיקות יותר בנוגע להיקף ההתחייבויות והחשיפות החוזיות והבלתי-חוזיות של תאגידים בנקאיים;**
- **התחייבויות הנזילות של התאגידים הבנקאיים כלפי מכשירי ABCP, על מנת להבטיח מתן גילוי ברור כמו לחשיפות אשראי מאזניות; וכן**
- **הערכות שווי, לרבות המתודולוגיות וחוסר הוודאות בהתייחס להערכות אלו.**

חיזוק הגילוי בתחומים אלו יכולים לסייע במניעת הישנות חוסר הוודאות בשוק בנוגע לחוסנם של מאזני התאגידים הבנקאיים, במקרה של משבר עתידי בשוק. ההנחיות הללו יתבססו על לקחי המשבר האחרון, לרבות פרקטיקות

הגילוי המובילות שהומלצו לטווח הזמן הקרוב כאמור לעיל, יחד עם הערכה ראשונית של יישום באזל II. הגילויים הראשונים לפי נדבך 3 במדינות רבות יסופקו ב-2009.

## 2. תקני גילוי וחשבונאות לישויות חוץ מאזניות

### 4.III המוסד הבינלאומי לתקינה בחשבונאות (IASB) ישפר את תקני הגילוי והחשבונאות למכשירים חוץ מאזניים באופן מואץ, ויעבוד עם גופי תקינה נוספים לקראת התכנסות בינלאומית.

הגידול ולאחר מכן החשיפה של חשיפות חוץ-מאזניות בהיקף משמעותי, הבליטו את הצורך לספק מידע ברור לגבי הטיפול במכשירים חוץ-מאזניים ובדבר הסיכונים שהם מציבים בפני מוסדות פיננסיים. השימוש בישויות חוץ-מאזניות יצר אמונה שהסיכון אינו שוכן ביזמי העסקאות והוביל את משתתפי השוק להמעיט בערכן של חשיפות הפירמות לסיכון. חשיפות סיכון והפסדים פוטנציאליים הקשורים לישויות חוץ-מאזניות צריכות להיות מזהות ומוצגות באופן בהיר בגילוי הכספי, ונדרשת הרחבה של התקנים החשבונאיים החלים על ישויות אלה והאצה של התכנסותם על סמך הלקחים שנלמדו.

הטיפול בפריטים חוץ-מאזניים בדוחות הכספיים יכול לנבוע כתוצאה מהתקנים המתייחסים לביטול הכרה (derecognition) (לדוגמה, הסרת נכסים מהמאזן באמצעות איגוח) ולאיחוד (consolidation) (לדוגמה, ישויות למטרה מיוחדת). יש הבדלים בין התקנים של IASB ובין תקני הוועדה לתקני חשבונאות בארה"ב (FASB) בשני הנושאים וביחס לגילויים הנדרשים אודות מכשירים חוץ-מאזניים. ועדות IASB ו-FASB החלו בתהליך להתכנסות תקניהן בתחומים אלה ויש להאיץ עבודה זו כדי להגיע לגישות איכותיות ועקביות. בעשותן כן, ובהתאם לבדיקות הנדרשות של הוועדות, על IASB ו-FASB לשקול לגשת ישירות לפרסום טיוטות לגבי סוגיות חוץ-מאזניות, במקום ניירות לדיון, כדי לתת מענה לצורך הדחוף בתקנים משופרים. התקנים צריכים לכלול דרישה לזיהוי והצגה ברורה של חשיפות סיכון והפסדים פוטנציאליים הקשורים לישויות חוץ-מאזניות בדוחות הכספיים. על IASB ו-FASB להתייעץ במשקיעים, ברגולטורים, במפקחים ובבעלי עניין נוספים כדי לשמוע את דעותיהם לאורך תהליך זה, ולהתייחס לבעיות שעלו לפני השטח במשבר השוק הנוכחי ולהתקדמות המשתקפת בדוחות השנתיים של 2007 וגילויי דעת נוספים.

## 3. הערכת שווי

**על גופי תקינה בינלאומיים לשפר את ההנחיות בתחומי החשבונאות, הגילוי והביקורת בנוגע להערכות שווי (valuations). יש לשפר את תהליכי הערכות שווי המבוצעות על ידי חברות ואת ההנחיות הפיקוחיות בנושא.**

נקודות תורפה פוטנציאליות בפרקטיקות ההערכה והגילויים, והקשיים הנלווים לשווי הוגן בנסיבות שבהן השווקים נעשים בלתי זמינים, עלו על פני השטח בעקבות הטלטלה בשווקים. מוסדות פיננסיים, רואי חשבון מבקרים, גופי תקינה בחשבונאות ומפקחים חייבים לנקוט צעדים דחופים כדי לטפל בבעיות אלה.

ברמה הכללית, מוצרי אשראי מובנים מוחזקים בצורת (א) מכשירים פיננסיים הנמדדים לפי שווי הוגן בדוח רווח והפסד, או (ב) חלק מהנכסים הזמינים למכירה, (assets available for sale- ASF). מכשירים פיננסיים הנמדדים לפי שווי הוגן בדוח רווח והפסד הם אלה המוחזקים למסחר, וכן כל מכשיר פיננסי אחר שצויין על ידי ההנהלה לאמידה לפי שווי הוגן (פעמים רבות מכונה "אופציית השווי ההוגן"). כתוצאה מתהליך השערוך למחיר השוק עבור מכשירים אלה, שינויים בשווי ההוגן משפיעים ישירות על הדוחות הכספיים של החברות בתקופה שבה הם מתרחשים. שינויים בשווי ההוגן של נכסים פיננסיים זמינים למכירה (AFS) נרשמים ישירות בהון, מבלי להשפיע על רווח והפסד עד

למכירת הנכסים הפיננסיים, ובנקודה זו השינוי המצטבר בשווי ההוגן נזקף כנכס או התחייבות בדוח רווח והפסד.<sup>4</sup> מנגד, הלוואות, אלא אם הן מוחזקות למכירה, נמדדות באופן בדרך כלל לפי עלות מופחתת באמצעות שיטת הריבית האפקטיבית, פחות "הפרשה" להפסדי פגימה (impairment). הלוואות המוחזקות למכירה יכולות להיות מדווחות בתיק למסחר או בתיק הזמין למכירה (AFS), או בארה"ב, בתיקי הנכסים המוחזקים למכירה (לפי עלות או שווי הוגן, הנמוך מביניהם).

במהלך המשבר, הנזילות בשוק למוצרים פיננסיים מסוימים פחתה לחלוטין עקב חוסר ביקוש. היעדר פעילות מסחר בהיקף משמעותי גרם לקושי בתמחור מוצרים על בסיס מחירי שוק, ולכן היה הכרח להשתמש בטכניקות הערכת שווי אחרות. בשוק הראשוני והמשני למוצרים אחרים הנזילות לא יבשה כליל אך החלה לסגת משמעותית, אף במקרים שבהם לא היו ראיות לכאורה להרעה באיכות הנכסים. התברר כי משתתפי השוק דרשו על קניית נכסים פרמיית נזילות, שהייתה במקרים רבים גבוהה יותר, רחבת-בסיס ועמידה יותר מאשר במהלך תקופות קודמות של קשיים. השינוי הזה בטיבן ובמשך הזמן של הפרמיות תרם לקשיי ההערכה. ככל שהנזילות פחתה עבור מגוון של מכשירים פיננסיים, הלך ערך הנכסים וצנח, דבר שהוביל להידרדרות משמעותית בהון וברווחיהן של חברות פיננסיות רבות.

גישות הערכה שואפות להסתמך על מחירים המתקבלים משווקים פעילים, כאשר שווקים אלה זמינים למכשירים זהים או דומים. כאשר השווקים אינם פעילים, חברות אומדות את שווי הנכסים בעזרת טכניקות הערכה אחרות, כמו למשל מודל (שעשוי להיות כרוך בגישות טכניות שונות). השימוש בטכניקות אלה הבליט את העובדה שרוב שיטות ההערכה, ובהן לא רק שווי הוגן אלא גם חשבונאות צוברת (accrual accounting), יוצרים מידה בלתי נמנעת של חוסר ודאות באומדני ההערכה המתקבלים. חשוב למצוא דרכים להבליט חוסר וודאות זה כדי להימנע מלתת להנהלה ולמשתתפי השוק רושם מוטעה של דיוק, שיכול להוביל לתחושת ביטחון שגויה. תהליכים סדורים לבניית מודלים להערכת מוצרים פיננסיים, יכולים להבטיח שסיכונים מורכבים והשלכותיהם על ההערכת השווי, על ההון ועל הרווחים יהיו מובנים, מנוהלים ומדווחים.

### **5.III ה- IASB יחזק את תקניו במטרה לשפר את הגילוי בעניין הערכות, מתודולוגיות ואי הוודאות המתקשרת להערכות.**

ה- IASB יבחן את עקרונותיו ואת דרישות הגילוי בדבר הערכת שווי של מכשירים פיננסיים על מנת לזהות תחומים טעוני שיפור לנוכח הלקחים שנלמדו מן המשבר בשוק. תהליך זה יתבסס על הערכת הגילוי הנאות בדוחות הכספיים של סוף שנת 2007 ויקח בחשבון גם את דעותיהם של משקיעים, חברות פיננסיות, מבקרי חשבונות ורגולטורים בדבר איכות ההערכות וכללי הגילוי.

### **6.III ה- IASB ישפר את הנחיותיו בדבר הערכת שווי למכשירים פיננסיים כאשר השווקים אינם פעילים. לצורך כך יקים יוקם בשנת 2008 צוות של יועצים מומחים.**

ה- IASB מנהל בימים אלה פרויקט לשיפור הנחיותיו בנוגע למדידה לפי שווי הוגן. בתקופת הטלטלה בשווקים, למוצרים פיננסיים רבים לא היו שווקים פעילים, דבר שהוביל לאתגר של הערכת שוויים. ה- IASB יקים צוות מומחים מייעץ אשר יסייע בפעולות הבאות: (i) סקירת הפרקטיקות המיטביות (best practice) בתחום של טכניקות הערכה; וכן (ii) ניסוח הנחיות לנהלי הערכה סדורים של מכשירים פיננסיים ולגילויים קשורים, בשווקים שאינם פעילים. הצוות המייעץ יהיו מורכב ממומחים המייצגים הן את עורכי הדוחות הכספיים והן את משתמשיהם, וכן רגולטורים, מפקחים ומבקרים. הקבוצה תינהל מפרספקטיבה רחבה של מומחיות במידול סיכונים, בהערכה ובביקורת חשבונות.

<sup>4</sup> כאשר ירידה בשווי ההוגן של נכס פיננסי AFS מדווחת ישירות לפי שווי מאזני, וקיימת ראייה אובייקטיבית לכך שהנכס נפגם, ההפסד המצטבר אשר דווח ישירות לפי שווי מאזני מוסר מההון העצמי ומדווח ברווח והפסד, דבר המפחית את הרווח הנקי.

### **7.III על מוסדות פיננסיים להתוות תהליכי הערכה קפדניים ולמסור גילויים אודות הערכותיהם באופן מהימן. למטרה זו, עליהם:**

- למסד תהליכים קפדניים המיושמים בזמן הנכון, להפעלת שיפוט מומחים ביקורתי ומשמעת ביחס להערכת שווי החזקות של מכשירים מורכבים או בלתי נזילים (תוך הימנעות מהסתמכות יתר על דירוגים ושירותי תמחור בקונצנזוס);
- לאמץ פרקטיקות יציבות של ממשל תאגידי ובקרה שילוו את תהליכי ההערכה, לרבות התהליכים המתמודדים עם קושי בהשגת תצפיות למודלים להערכה, אימות מודלים, תיקוף מחירים ותכניות ביקורת קשורות; וכן
- לשפר את איכות גילוייהם אודות הערכות, מתודולוגיות להערכה, תהליכי תיקוף מחירים וחוסר הוודאות הנלווית להערכות.

בהערכות שביצעו המפקחים לתהליכי ההערכה בחברות פיננסיות, הודגשה חשיבות יישומם העקבי של נוהלי הערכה קפדניים ובלתי תלויים בכל חלקי הארגון. בקרב חברות שהציגו ביצועים טובים יותר בסוף 2007, ייסדו ההנהלות, לפני תחילת המשבר, תהליכים פנימיים קפדניים המחייבים הפעלת שיפוט ביקורתי ומשמעת בהערכת שווי האחזקות של ניירות ערך מורכבים או בלתי נזילים בפוטנציה. כאשר אותן חברות קיבלו החלטות לגבי ערכי הנכסים הללו, הן חתרו להשתמש באותם ערכים באופן עקבי בכל חלקי החברה, לרבות עבור הפוזיציות של עצמם ושל צדדים נגדיים. מרגע שהחל המשבר, רבות מחברות אלה יכלו לבחון את אומדני השווי שלהן על ידי מכירת אחוז קטן מתוך הנכסים הרלוונטיים, או על ידי בחינת רמזים אחרים, כמו מחלוקות על ערכם של ביטחונות, ובכך להעריך את דייקנות הערכותיהן עבור נכסים זהים או דומים.

לעומתן, חברות שנקלעו לקשיים משמעותיים יותר בסוף 2007 בדרך כלל לא קבעו או לא השתמשו בתהליכים פנימיים קפדניים כדי לבחון מחדש את הערכותיהן. הן המשיכו לתמחר את הרבדים הבכירים ביותר של CDOs לפי ערכם הנקוב או קרוב לכך, למרות ההידרדרות הניכרת לעין בביצועי ה-RMBS ששימשו ביטחונות של נכס הבסיס ולמרות הירידה בנזילות השוק. ההנהלה לא הפעילה די בקרות על תהליך ההערכה; חברות אלה לא השתמשו ברובן במודלים פנימיים להערכה ולעיתים הסתמכו באופן פסיבי מדי על חוות דעת חיצונית לגבי סיכונים אשראי מסוכנות דירוג אשראי ועל שירותי תמחור, כדי לקבוע ערכים לחשיפותיהן. בנוסף, בבואן לשקול כיצד יתנהגו ערכי חשיפותיהן בעתיד, הן המשיכו לסמוך על אומדנים של מתאמים בין נכסים אשר שיקפו תנאי שוק חיוביים יותר.

על החברות הפיננסיות לוודא את יישומם של פרקטיקות יציבות של ממשל תאגידי ושל בקרה ביחס לתהליכי ההערכה שלהן, ולדאוג לכך שהמערכות הפנימיות יספקו בזמן הנכון את המידע הדרוש להנהלה הבכירה ולגילוי יעיל לציבור.

מוסדות פיננסיים ומבקרים עובדים יחד לשיפור גישות ההערכה והגילויים הקשורים לכך בדוחות הכספיים של סוף השנה. אולם, נדרשת עבודה נוספת כדי להקנות לשוק תחושת ביטחון ביחס לנאותות מתודולוגיות ההערכה ואומדני ההפסד הקשורים לכך, לשם הדגשת אי הוודאויות הקשורות להערכות, ועל מנת לאפשר השוואות משמעותיות יותר בין חברות שונות.

### **8.III ועדת באזל תפרסם לצורך התייעצות הנחיות לשיפור הערכת הפיקוח לתהליכי ההערכה של תאגידים בנקאיים ולקביעת פרקטיקות נאותות בתחום זה בשנת 2008.**

הנחיה זו<sup>5</sup> תיושם על כל הפוזיציות שהוערכו לפי שווי הוגן, בין אם דווחו לפי ההנחיות בתיק למסחר, בתיק הזמין למכירה (AFS), או לפי אופציית השווי הוגן, ותכסה ניהול ובקורות סדורות (sound governance and control).

<sup>5</sup> בפיתוח הנחיה זו למפקחים, תחזק ועדת באזל את הנהלים הסדורים בתעשייה ביחס להערכות קפדניות ואת נוהלי הממשל והבקרה הקשורים לכך. כחלק מהנחיותיה לפיקוח הבנקאי, תעודד ועדת באזל את התאגידים הבנקאיים לאמץ את 17

איכות גישות המדידה של תאגידיים בנקאיים ושימוש נאות במגוון רחב של נתונים לשיפור אמינות ההערכות. בהתאם להנחיות אלו, התאגידיים הבנקאיים:

- יחזקו את יכולתם להפיק הערכות סבירות בתקופות של קשיים;
- ישקלו את איכות התשומות (לרבות משירותי תמחור לפי קונצנזוס), את איכות המודלים ואת מידת הנדירות בבואם להעריך את חוסר הוודאות שבהערכותיהם; וכן
- יישמו מערכות והליכים אשר יבטיחו שקיפות פנימית וחיצונית.

**9.III המוסד לתקני ביקורת בינלאומיים (IAASB), גופי תקינה לביקורת ברמה הלאומית והרגולטורים הרלוונטיים צריכים לשקול את הלקחים שנלמדו במהלך התקופה הסוערת בשווקים, ובהתאם לצורך, לשפר את ההנחיות לרואי חשבון המבקרים בנוגע להערכת מוצרים פיננסיים מורכבים או בלתי נזילים ובנוגע לגילוי ביחס לאותם מוצרים.**

ביקורת חיצונית של ההערכות של הגילויים הנלווים אליהן תורמת להגברת הביטחון בשוק. ה-IAASB מנהל בימים אלה פרויקט העוסק בסוגיות של שווי הוגן. שש חברות הביקורת הגדולות ביותר צריכות לשתף את ה-IAASB בגישות הביקורת ששימשו אותן לטיפול בסוגיות הביקורת והדיווח הכספי שהתעוררו בעקבות תנאי השוק הנוכחיים ושניתן להשתמש בהן לשיפור הנחיות הביקורת. ה-IAASB, גופי התקינה לביקורת בכל מדינה והרגולטורים הרלוונטיים יכולים להפיק תועלת מגישות ומהמלצות אלו בבואם לקבוע האם, וכיצד, לעדכן את ההנחיות לביקורת שהם מפרסמים בהתבסס על הלקחים שנלמדו במהלך המשבר.

#### **4. שקיפות בתהליכים ובשווקי האיגוח**

**על הרגולטורים בשוקי ניירות הערך לעבוד עם משתתפי השוק בכדי להרחיב את המידע על מוצרי איגוח ועל נכסי הבסיס של מוצרים אלה.**

פרקטיקות השוק לגבי מתן גילוי ראשוני ושטף בקשר למוצרים מובנים, הן בשווקים ציבוריים והן בפרטיים, צריכות להשתפר לאור האירועים האחרונים. הרגולטורים בשוקי ניירות הערך יעבדו יחד עם משתתפי השוק למטרה זו. IOSCO יעריך את ההתקדמות בנושא זה עד סוף 2008.

יזמי עסקאות, מארגני עסקאות, מפיצים, משקיעים וסוכנויות דירוג אשראי – לכולם יש תמריצים חזקים לעבוד יחד כדי לפתח שקיפות ראשונית ושטפת משופרת בתהליכי האיגוח והשווקים הקשורים לכך. יש מספר יוזמות בתחום זה המתנהלות בימים אלה, והרשויות עוקבות אחריהן מקרוב.

**10.III על יזמי העסקאות (originators), מארגני עסקאות (arrangers), מפיצים, מנהלים וסוכנויות דירוג אשראי (CRA) לחזק את השקיפות בכל שלב בשרשרת האיגוח, לרבות על ידי שיפור וסטנדרטיזציה של המידע על בסיס ראשוני ושטף אודות מאגרי הנכסים המהווים בסיס למוצרי אשראי מובנים.**

חברות המממנות או מספקות חיזוקי אשראי או נזילות לתכניות ABCP צריכות לגלות בתחילה, ולאחר מכן באופן תקופתי, את התפלגות הנכסים העומדים בבסיס תכניות אלה לפי סוג, ענף תעשייה ודירוג אשראי, וכן למסור מידע על ביצועי נכסי הבסיס הללו.

---

הפרקטיקות המיטביות המפורטות בדוח קבוצת ה-30 מדצמבר 2003: "שיפור ביטחון הציבור בדיווח הכספי" ("Enhancing Public Confidence in Financial Reporting").

פורום האיגוח האמריקני, (American Securitization Forum) ASF, ופורום האיגוח האירופי, (European ) ESF, (Securitisatio Forum), מפתחים תבניות בסיס למתן גילוי למשקיעים בדבר מכשירי ABCP, כפי שעשה ה-ASF עבור מכשירי ABCP מרובי-מוכרים (multi seller ABCP conduits). איגוד סוחרים ניירות ערך ביפן, (Japan ) JSDA, (Securities Dealers Association), יחד עם יזמי עסקאות, מארגני עסקאות, משקיעים והרגולטור ביפן, פועלים כדי לקבוע כללים למפיצים ולהכין פורמט סטנדרטי לגילוי של מוצרים מאוגחים. גם סוכנויות דירוג האשראי העלו הצעות לשיפור המידע שהן מספקות לציבור. העבודה הנעשית על ידי ASF, JSDA, ESF, וסוכנויות דירוג האשראי בתחום זה הנה מבורכת.

**11. III על יזמים ומנפיקים של מוצרי איגוח לספק שקיפות בנוגע לתקני החיתום עבור נכסי הבסיס. עליהם גם להעמיד לרשות המשקיעים ולרשות סוכנויות דירוג האשראי את תוצאות בדיקות הנאותות ( due diligence ) של עצמם.**

הבעיות בשוק הסאב-פריים בארה"ב חשפו פערים חמורים בבדיקות הנאותות שמבצעים מארגני עסקאות איגוח בנוגע לאיכות נכסי הבסיס. כאשר מארגני עסקאות ביצעו בדיקות נאותות, הם לא תמיד גילו את התוצאות לציבור. על מארגני העסקאות לבצע בדיקות נאותות קפדניות ולהעמיד את תוצאותיהן לרשות המשקיעים וסוכנויות דירוג האשראי.

**12. III על המשקיעים, ועל מנהלי הנכסים שלהם, להשיג מהמממנים ומהחמתמים של מוצרי אשראי מובנה גישה למידע משופר אודות מאפייני הסיכון של האשראי, לרבות מידע על מאגרי נכסי בסיס, על בסיס ראשוני ושוטף.**

מארגני העסקאות אינם אחראים לבדם למסירת המידע הנחוץ למשקיעים לביצוע בדיקות נאותות וניהול סיכונים. על המשקיעים עצמם מוטלת האחריות להגדיר ולדרוש את המידע הנחוץ להם.

**13. III הרגולטורים בשווקי ניירות הערך יעבדו עם משתתפי השוק כדי לבדוק אם יש מקום להקמת מערכת מקיפה לשקיפות במידע לאחר מסחר של מחירים והיקפי מסחר, בשוקים המשניים למכשירי אשראי.**

מידע אחרי המסחר (post-trade) אודות מחירים והיקפי מסחר בשוק המשני הנו מהותי לחיזוק פרקטיקות הערכה למכשירי אשראי וכמידע משלים אודות סדר הגודל של העברות סיכון. החל מ-2008, יעבדו הרגולטורים יחד עם משתתפי השוק כדי לבחון אם יש מקום למערכת מידע כזאת המספקת נתונים אחרי המסחר.

## IV. שינויים בתפקידם של דירוגי אשראי ובשימושים הנעשים בהם

סוכנויות דירוג אשראי (CRAs) ממלאות תפקיד חשוב בהערכת מוצרי אשראי מובנים ובהפצת מידע עליהם, ומשקיעים רבים נשענים במידה ניכרת על חוות הדעת הניתנות בדירוגיהן של הסוכנויות. הערכות אשראי לקוויות של CRAs תרמו להצטברות הגורמים לאירועים האחרונים ולהתפתחות המשבר. ובפרט, CRAs הקצו דירוגים גבוהים לחובות סאב-פריים בעלי מבנה מורכב בהתבסס על נתונים היסטוריים בלתי הולמים, ובמקרים אחדים, על מודלים פגומים. המשקיעים שהבינו זאת, איבדו את ביטחונם בדירוגים של מוצרים מאוגחים ברמה הכללית יותר.

סוכנויות דירוג האשראי נקטו מאז, באופן פרטני וקולקטיבי, שורה של פעולות כדי להפיק לקחים מהליכי הניהול והתפעול הפנימיים שלהן ולחזק את איכות הדירוגים, לשפר את תהליך הדירוג, לנהל ניגודי עניינים ולשפר את המידע הנמסר לציבור המשקיעים אודות מתודולוגיות הדירוג ואודות המשמעות של הדירוגים ומגבלותיהם. צעדים אלה מבורכים, אולם יש צורך בפעולות נוספות.

בפרק זה, אנו מביאים המלצות הקשורות לנושאים הבאים:

- איכות תהליך הדירוג;
- הבחנה בין הדירוגים והרחבת המידע על מוצרים מובנים;
- הערכת איכות נתוני הבסיס על ידי סוכנויות דירוג אשראי; וכן
- שימושים בדירוגים על ידי משקיעים ורגולטורים.

### 1. איכות תהליך הדירוג

**על סוכנויות דירוג האשראי (CRA) לשפר את איכות תהליך הדירוג ולטפל בניגודי עניינים בעת דירוג מוצרים מובנים**

אחד הטריגרים החשובים שגרמו למשבר הנוכחי היה הירידה התלולה בביטחון השוק בדירוגיהם של מוצרי אשראי מובנים. לאחר שהקצו דירוגים גבוהים למוצרי RMBS ו-CDO הקשורים לסאב-פריים בין 2004 ל-2007, ובדרך זו תרמו לגידול העצום בהלוואות סאב-פריים, החל מאמצע 2007 הודיעו CRAs על מספר חריג של הורדות דירוג תלולות, בכמה שלבי דירוג, עבור מכשירים אלה. התפתחות זו העלתה ספקות לגבי איכות דירוגי האשראי של מוצרים מובנים.

אחת הסוגיות שמשכה תשומת לב היא האם ביצועיהן הגרועים של CRAs בדירוג מוצרים מובנים שיקף למעשה ניגודי עניינים עזים יותר בדירוג של מוצרים אלה בהשוואה למוצרים אחרים. ה-CRAs המדרגות את רוב רובם של המוצרים הללו מסתמכות בראש ובראשונה על מודל "מנפיק-משלם", וההכנסות מפעילות דירוג זו מהוות זרם הכנסות שגדל במהירות עבור אותן CRAs בשנים האחרונות. במקרים רבים, CRAs מקבלות תשלום רק אם דירוג האשראי מתפרסם, אם כי לעתים הן מקבלות דמי ניתוק (breakup fee) כאשר הוא אינו מתפרסם. המודל שלפיו המנפיק משלם ל-CRA מקנה ערך מוסף לאותן סוכנויות שיכולות להראות כי פעולות הדירוג שלהן והחלטותיהן מתבצעות לפי סטנדרטים של אובייקטיביות ברמה הגבוהה ביותר, וכי ניגודי העניינים בהן מטופלים בצורה אפקטיבית.

אף שמודל התגמול מנפיק-משלם חל על כל המוצרים המדורגים על ידי CRAs אלה, לרבות על אג"ח קונצרניות, ניגודי העניינים עבור דירוגים של מוצרים מובנים עשויים להיות חריפים יותר. היות שמוצרים מובנים נועדו לנצל את העדפות הסיכון השונות של משקיעים, הם בנויים בדרך כלל כך שכל רובד בהם ישיג דירוג אשראי ספציפי. ככל ש-CRAs דנות עם המנפיקים במהלך תהליך בניית המוצר על השלכות הדירוג של מבנים מסוימים, הפוטנציאל לניגוד עניינים הולך וגדל. ניגודי העניינים מחמירים כאשר CRAs גם מוכרות שירותי ייעוץ לישויות שרוכשות את הדירוגים.

הערכת-החסר החמורה מצדן של CRAs את סיכוני האשראי הנלווים למכשירים המובטחים על ידי משכנתאות סאב-פריים, נבעה בחלקה מפגמים במתודולוגיות הדירוג שלהן. אחת הבעיות הייתה המערך המוגבל של נתונים היסטוריים זמינים על הפעילות בהלוואות סאב-פריים, שהגבירה את סיכון המודל בתהליך הדירוג. ובפרט, נתונים היסטוריים על ביצועיהן של הלוואות סאב-פריים בארה"ב הוגבלו ברובם לתנאים של סביבה כלכלית שפירה, עם מחירי דיור במגמת עלייה. היעדר נתונים היסטוריים מספקים או ניתוח תרחישים המעריך כיאות כיצד מאגרי נכסים ספציפיים היו מגיבים לתרחישים כלכליים אפשריים, הובילו לטעויות בדירוג. ובפרט, CRAs המעיטו בערכה של הקורלציה בין הכשלים במהלך של שפל נרחב בשוק.

בנוסף, CRAs לא הביאו בחשבון את החולשה הבולטת של תקני החיתום הנהוגים על ידי יזמי עסקאות מסוימים.

ה-CRAs מחזקות את הממשל הפנימי שלהן כדי להתמודד עם ניגודי עניינים וכדי לשפר את תהליכי מתודולוגיית הדירוג עבור מוצרים מובנים. בין צעדים אלה נמנים: הפרדה תפעולית ומשפטית של פעילויות הדירוג מתחומי פעילות אחרים; ביטול הזיקה בין תגמול מנהלי הדירוג לביצועים הפיננסיים של יחידתם העסקית; שיפור המעקב אחר תהליך הדירוג; וחיזוק הפיקוח הפנימי על מתודולוגיות הדירוג. לפי שעה, מתודולוגיות הדירוג עצמן עברו שינויים מהירים לאור האירועים בשוק.

צעדים אלה מבורכים. יש לנקוט צעדים נוספים לשיפור הממשל הפנימי, להגברת השקיפות אודות תהליכי הדירוג, ולהבטחת הציות לכללי ההתנהגות הרלוונטיים. אלה הן דרכים חשובות שבאמצעותן CRAs ישיבו לעצמן את ביטחון השוק.

מעניינת במיוחד היא העובדה שנוכח להיום, CRAs רבות אינן מפרסמות נתוני ביצוע היסטוריים הניתנים לאימות ולהשוואה בקלות, אודות דירוגיהן. יכולת ההשוואה בין ביצועי הדירוג תקדם את התחרות על ידי כך שהיא תאפשר ללקוחות להעריך בצורה טובה יותר את רמת הדיוק של הדירוגים הקודמים של ה-CRAs. על CRAs להציג דירוגים קודמים באופן שיטתי יותר, ולשפר את יכולת ההשוואה של ביצועי העבר שלהן.

#### **1.IV IOSCO יתקן את עקרונות קוד ההתנהגות לסוכנויות דירוג אשראי ( Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies) עד אמצע 2008, על מנת:**

- לשפר את איכות תהליך הדירוג, לרבות המודלים, המתודולוגיות והמידע המשמש לדירוגים (למשל על ידי הקמת יחידה מיוחדת בלתי תלויה לעריכת סקירות תקופתיות);
- לטפל בניגודי עניינים, לרבות סוגיות מטרידות בנוגע לתגמול האנליסטים ולהפרדת הייעוץ מפעילות הדירוג; וכן
- מתן מידע נוסף למשקיעים אודות המתודולוגיות והקריטריונים המשמשים לדירוג, התמודדות ה-CRAs עם מגבלות הנתונים, ונתונים על ביצועים היסטוריים של הדירוגים.

**2.IV על סוכנויות דירוג האשראי לתקן במהירות את קודי ההתנהגות שלהן כדי ליישם את העקרונות המתוקנים של קוד ההתנהגות לסוכנויות דירוג אשראי של IOSCO. הרשויות יעקבו, באופן פרטני או קולקטיבי, אחר יישום קוד ההתנהגות המתוקן של IOSCO לסוכנויות דירוג אשראי, על מנת לוודא שסוכנויות דירוג האשראי מתרגמות אותו לפעולה בתוך פרק זמן קצר.**

הגידול המשמעותי בשנים האחרונות בביקוש לשירותי דירוג למוצרים מובנים, לצד המורכבות הגדלה של מוצרים אלה, גרמו ללחצים על המשאבים העומדים לרשות CRAs. משאבים הולמים דרושים לא רק לתהליך הדירוג הראשוני, אלא גם לשם מעקב שוטף אחר הדירוגים.

**3.IV על סוכנויות דירוג האשראי להוכיח כי יש ביכולתן לשמור על איכות שירותיהן לנוכח התרחבות מהירה של פעילותן, ולהקצות משאבים הולמים הן לדירוג הראשוני והן לסקירות הסדירות של דירוגיהן.**

## **2. הבחנה בין הדירוגים והרחבת המידע על מוצרים מובנים**

**על סוכנויות דירוג האשראי להבחין בין דירוגים של מימון מובנה ובין דירוגים של איגרות חוב, ולהרחיב את המידע הראשוני והשוטף הניתן על מאפייני הסיכון של מוצרים מובנים.**

**4.IV על סוכנויות דירוג האשראי להבחין בבירור, על ידי סולם דירוג שונה או על ידי סימון נוסף, בין דירוגים המשמשים למוצרים מובנים ובין דירוגים של איגרות חוב קונצרניות, בכפוף להודעות ולהערות המתאימות.**

משקיעים רבים התייחסו לחוות הדעת של CRAs המשתקפות בדירוגים של מוצרי אשראי מובנים כאל מתן אישור וגושפנקא, ולא חיפשו כל מידע אחר. אולם, דירוגים של מימון מובנה שונים מדירוגים של אג"ח קונצרניות קונוונציונליות בשל היותם מבוססים על מודל ונגזרים מרמה גבוהה יותר של הנחות מוקדמות, נובעים מתהליך דירוג "מהופך" שבו מבנה המוצר מותאם לדירוג מסוים, מסתמכים פעמים רבות על מידע על נכסי הבסיס שלא הובא לידיעת הציבור, וכרוכים בפוטנציאל לתנדוטיות דירוג גבוהה הרבה יותר בנסיבות מסוימות.

היות שטכניקת קיבוץ הנכסים במאגרים (pooling) מפזרת את הסיכון הייחודי הטמון בכל אחד מהנכסים היחידים, ממוצע ביצועי האשראי של מאגר נכסי הבסיס נוטה להיות תנדוטי הרבה פחות וצפוי יותר בתקופות רגילות בהשוואה לנכסים היחידים. אולם, במקרה של אירוע כללי במשק המשפיע על איכות האשראי של נכסים רבים בעת ובעונה אחת, הכשלים המתואמים במאגר הנכסים מבטלים חלק גדול מהיתרון שבפיזור הסיכון. מצב זה יוצר אפקט של צניחה פתאומית (cliff effect) בדירוגים של מוצרים מובנים: בשעה שלמוצרים המובנים יש דירוגים יציבים יותר מאשר לאג"ח קונצרניות בתקופות של רגיעה כלכלית ופיננסית כללית, יש להם סיכון גבוה יותר לירידה חדה בדירוג יחסית לאג"ח קונצרניות בתקופות קשות.

למרות הבדלים אלה, CRAs מיישמות את אותן קטגוריות דירוג לשתי הקבוצות: מוצרים מובנים ואג"ח קונצרניות. משקיעים רבים לא הבינו או לא העריכו נכון את מלוא המשמעות של ההבדלים במאפייני הסיכון של מוצרים אלה. יש לספק אפוא מידע נוסף וברור אודות מאפייני הסיכון השונים של מוצרים מובנים.

סולם דירוג נפרד או סמלים נוספים לדירוג של מוצרים מובנים יאותתו למשקיעים שבתנאי מצוקה כלכלית, דירוג האשראי של מוצרים מובנים הוא בעל מאפייני סיכון שונים. סמלים נפרדים גם יתרעו בפני המשקיעים שדירוג של מוצר מובנה נשען על מידע שונה ועל מתודולוגיות שונות מאלה של אג"ח קונצרניות. הצעדים להתייעצות שנקטו CRAs באשר לשיפורים בתחום זה מתקבלים בברכה. אך בה בעת, הנהגתה של שיטת סימנים חדשה ונפרדת לדירוג יכולה גם לחייב שינויים יסודיים בהנחיות ההשקעה ובתקנות המתייחסות לדירוגי אשראי. אם תונהג שיטת סימול חדשה לדירוג, יהיה אפוא צורך לבחון את השלכותיה על השווקים ועל התקנות הקיימות.

#### **5.IV על סוכנויות דירוג האשראי להרחיב את המידע הראשוני והשוטף שהן מספקות אודות מאפייני הסיכון של מוצרים מובנים, כולל:**

- **מידע נוסף, ראשוני ושוטף, אודות יציבות הדירוג;**
- **ההנחות העומדות בבסיס הדירוג של מוצר מובנה ורגישות הדירוג לשינויים בהנחות אלו;**
- **מידע על ניתוח הפסדים ותזרימי מזומנים של מוצרים מובנים;**
- **מידע על מגבלות ניתוח הדירוג בשל נתונים בלתי מספקים או מודלים שלא נבחנו, לרבות חוסר ודאות בדירוג; וכן**
- **דוחות ביצוע ראשוניים ושוטפים בפורמט סטנדרטי, במיוחד למוצרים של איגוח חוזר.**

דירוגים של מכשירים מובנים מגובי משכנתאות נשענו במידה רבה מאוד על ההנחות שהניחו ה-CRAs אודות תנועות עתידיות במחירי הדיור והתנאים הכלכליים הרחבים. כאמור לעיל, קיבוץ הנכסים במאגרים מפחית את הסיכון הייחודי של כל אחד מהם בנפרד, אך מעלה את החשיפה לגורמי סיכון מערכתיים. מסיבה זו, ההנחות וניתוחי התרחישים של CRAs בנוגע לגורמים כלכליים ומערכתיים אחרים מהווים חלק חשוב מהמידע הנדרש למשקיעים, על מנת שאלה יוכלו להשתמש בדירוגים בצורה הולמת. יש לספק אפוא למשקיעים גישה למידע בדבר ההנחות והתרחישים שעליהם מתבסס הדירוג של מוצרי מימון מובנה. בעבר, הנחות ותרחישים אלה, ורגישות הדירוגים לאותן הנחות, לא נמסרו למשקיעים בצורה מפורשת ובמידה הראויה.

בעת דירוג מוצר פיננסי שאין עבורו נתונים היסטוריים מספקים או שהמודלים לבדיקתו אינם בדוקים, על ה-CRA לציין בבירור, במקום בולט, את מגבלות הדירוג ואת הסיכונים הנוספים הנלווים לדירוגי האשראי של מוצר זה. על CRAs לתת גילוי ברור וסדור למשקיעים אודות ההנחות העומדות ביסוד דירוגיהן. עליהן לתעד את רגישות הדירוגים של מימון פיננסי מובנה לשינויים בהנחות היסוד.

### 3. הערכת איכות נתוני הבסיס על ידי סוכנויות דירוג אשראי

על סוכנויות דירוג האשראי לשפר את סקירותיהן על איכות תשומות הנתונים ועל בדיקות הנאותות של נכסי הבסיס המבוצעות על ידי יזמי עסקאות, מארגני עסקאות ומנפיקים המעורבים במוצרים מובנים.

6.IV על סוכנויות דירוג האשראי לבחון את איכות תשומות הנתונים ואת בדיקות הנאותות המבוצעות על ידי יזמי עסקאות, מארגני עסקאות ומנפיקים. למטרה זו, על CRAs:

- לדרוש מהחתימים לספק הצהרות (representations) לגבי הרמה וההיקף של בדיקות הנאותות שבוצעו על ידיהם לנכסי הבסיס;
- להנהיג אמצעים סבירים כדי להבטיח שהמידע המשמש אותם הוא באיכות מספקת כדי לתמוך בדירוג אמין;
- להקים פונקציה בלתי תלויה לבדיקת הישימות של מתן דירוג אשראי למוצרים חדשים שהנם שונים מהותית מאלה שדורגו עד כה;
- להימנע מדירוג נייר ערך במקרים שבהם המורכבות או המבנה של סוג חדש של מוצר מובנה, או היעדר נתונים מהימנים אודות נכסי הבסיס, מעלים ספקות רציניים באשר ליכולתה של ה-CRA לקבוע דירוג אשראי עבור אותו מוצר;
- לתת גילוי לסקירות האיכותיות שהן מבצעות לגבי תקני החיתום של יזמי העסקאות; וכן
- להתחשב במידע אודות חלקם היחסי של נכסי הבסיס המוחזק על ידי יזמי העסקאות, בעת שהן נותנות דירוג למוצרים מאוגחים.

אחת הסיבות לביצועים הירודים של משכנתאות סאב-פריים צעירות יחסית (recent vintage) היה חיתום הלוואות בלתי מוקפד, שאפשר להעמיד את אותן הלוואות מבלי לאמת את המידע הפיננסי על הלווה. בחלק משמעותי מהכשלים המוקדמים בתשלום בהלוואות סאב-פריים נראו סימנים ברורים להונאה בתיקי הלוואות. בדיקות נאותות אודות איכות הנתונים שעליהם התבססו הלוואות ואודות איכות פעולותיהם של יזמי העסקאות, המנפיקים או המוסדות נותני השירות (servicers) יכלו להביא לאיתורן של בעיות אלה והן חשובות להערכת איכות האשראי.

בבואן לדרג מוצרים מובנים, CRAs על פי רוב אינן מאמתות את תקפות נתוני הבסיס המסופקים להן. הן גם לא עוקבות אחר ביצועיהם של כל הסוכנים השונים המעורבים בתהליך האיגוח. CRAs מסתמכות על יזמי העסקאות, על המנפיקים ועל מארגני העסקאות כדי לאמת ולתקף את המידע לפני שהן מעבירות אותו לאחרים, בכללם CRAs אחרות. אולם, המשבר האחרון חשף את העובדה שדירוגי האשראי של מוצרים מובנים התבססו לא פעם על מידע שגוי.

לאיכות נתוני הבסיס השפעה מכרעת על דיוק הדירוגים. בשעה שיזמים, מארגנים ומנפיקים של מוצרי אשראי מובנים אחראים לספק מידע נכון ובזמן אודות נכסי הבסיס של מוצרי אשראי מובנים, על CRAs מוטלת האחריות לבחון את איכות תשומות הנתונים, ולהעריך ולגלות לציבור המשקיעים את הרמה וההיקף של בדיקות הנאותות שביצעו אותם יזמים, מארגנים ומנפיקים. שיפור וגילוי של בדיקות הנאותות ונוהלי הניטור של ה-CRAs יתרמו לחיזוק מבנה התמריצים במודל OTD. על ה-CRAs לגלות מידע על שימור חלקים של רבדים במוצרי אשראי מובנים על ידי היזמים והמארגנים של מוצרים אלה, ולהביא מידע זה בחשבון בתהליך הדירוג.

## 4. שימושים בדירוגים על ידי משקיעים ורגולטורים

על המשקיעים לתת את דעתם להסתמכות היתר שלהם על דירוגי האשראי. איגודי המשקיעים ישקלו לפתח תקנים של בדיקות נאותות וניתוח אשראי להשקעה במוצרים מובנים.

**7.IV על המשקיעים לבחון מחדש כיצד הם משתמשים בדירוגי אשראי בהנחיות ההשקעה שהם מפיצים, במנדטים שלהם להשקעה ובניהול סיכונים והערכתם. אסור שהדירוגים יבואו במקום ניתוח וניהול סיכונים נאות מצד המשקיעים. על המשקיעים לערוך ניתוח סיכונים התואם את מורכבות המוצר המובנה ואת מהות אחזקתם, או להימנע מאותה השקעה.**

אף שהדירוגים ממלאים תפקיד יעיל בהגבלה, בניטור ובמסירת מידע לציבור אודות סיכוני האשראי שמשקיעים ומנהלי נכסים נוטלים על עצמם, אין ספק כי הם לא מכסים את טווח הסיכונים המלא שבפניהם ניצבים המשקיעים. דירוגי אשראי הם אומדן לאיכות אשראי, אך הם אינם אומדן לרמת סיכוני הנזילות, השוק או תנודתיות הדירוג. על אף זאת, משקיעים מוסדיים מסוימים הסתמכו במידה מופרזת על הדירוגים בהנחיות ובהחלטות ההשקעה שלהם, ובחלק מן המקרים אף השתמשו בדירוגים כתחליף להערכת סיכונים ובדיקת נאותות עצמאיות. חלקם הסתמכו על הדירוגים באופן בלעדי גם למטרות הערכה.

ההסתמכות היתרה על הדירוגים הייתה חריפה במיוחד במקרה של מוצרי אשראי מובנים. אחד הגורמים החשובים הוא שניתוח נכסי הבסיס וסיכון המתאם מציב אתגרים לא פשוטים, והמשקיעים במוצרים בבעלי דירוג גבוה עם פרמיות סיכון נמוכות לא תמיד הכילו את המומחיות הדרושה לבצע ניתוח בעצמם או שהתפתו להימנע מהעלויות הכרוכות בכך. בין הגורמים הנוספים היו: היעדר שוק משני פעיל למוצרים אלה, היעדר נתונים מספקים על ביצועים היסטוריים, והיעדר שיטת הערכה אוניברסלית מוסכמת.

כל הגורמים הללו תרמו למצב שבו משקיעים רבים הסתמכו בעיקר על דירוגי אשראי כדי לאמוד את הסיכון הטמון באחזקת מוצרי מימון מובנה. כתוצאה מכך, כאשר הוטלו ספקות באיכות הדירוגים של CRAs, חלק מהמשקיעים נותרו ללא אמצעים עצמאיים לאמוד את הסיכונים שבמוצרים אלה, מה הוסיף לחוסר הנזילות בשוק.

כאמור, על ה-CRAs לשפר את איכות תהליך הדירוג ולהרחיב את המידע הנמסר לציבור המשקיעים אודות מאפייני הסיכון של מוצרים מובנים. עם זאת, מתן גילוי על ידי ה-CRAs יסייע למצב אך ורק אם המשקיעים יעשו שימוש נאות במידע לצורך בדיקות נאותות וניהול סיכונים משל עצמם. על המשקיעים להעמיד אפוא לבדיקה מחודשת את האופן שבו הם משתמשים בדירוגי אשראי בהנחיות ההשקעה שהם מפיצים, במנדטים שלהם להשקעה ובניהול סיכונים והערכתם.

**הרשויות יסקרו את אופן השימוש שלהן בדירוגים במסגרת הרגולטורית והפיקוחית.**

**8.IV על הרשויות לוודא כי התפקידים שהן מקנות לדירוגים בתקנות ובכללי הפיקוח עולים בקנה אחד עם שתי מטרות: שהמשקיעים יקבלו החלטות שיפוט עצמאיות באשר לסיכונים ויבצעו בדיקות נאותות בעצמם, וכי התנהלות הרשויות בנושא זה לא תתרום להשענות לא מבוקרת על דירוגי האשראי כתחליף להערכה עצמאית זו.**

התייחסות לדירוגי האשראי קיימות במסגרות עבודה רגולטוריות ופיקוחיות הן ברמה הבינלאומית והן ברמת המדינות. הכרה רשמית זו במדיניות הרגולטורית ו/או הפיקוחית ייתכן שמילאה תפקיד בעידוד הסתמכות היתר של המשקיעים

על דירוגי האשראי, על ידי כך שהיא לא עודדה את המשקיעים להתייחס בתשומת לב מרבית למשמעות המעשית של הדירוגים.

חשוב להבטיח שהשימוש בדירוגים מצד הרשויות לא יתרום להיעדר תחרות בענף דירוג האשראי. מנפיקים מעדיפים להשיג, ומשקיעים מעדיפים להשתמש, בחוות הדעת של CRAs המשמשות גם את רשויות המדינה. ההכרה של הרגולטור מביאה בחשבון, מצדה, את מידת השימוש שעושה השוק ב-CRAs. כוחות אלה עשויים לפעול כחסמי כניסה למשתתפים חדשים. הרגולטורים וגופים נוספים צריכים לסקור את תהליכיהם כדי למנוע זאת. ואכן, אם הרגולטורים ידרשו שאותן CRAs שדירוגיהן משמשים בתקנות ידאגו לגילוי נאות של תהליכי הדירוג וביצועי הדירוגים, הדבר עשוי לסייע לקדם את התחרות.

מוצרים מובנים מתאפיינים ביציבות דירוג שונה בהשוואה לאג"ח קונצרניות. אולם, המדיניות והתקנות של הרשויות המתייחסות לדירוגים לא תמיד עושות את ההבחנה בין דירוגים של אג"ח קונצרניות ובין אלה של מימון מובנה. אף שהזיקות בין שיעורי כשל נמוכים, תנודתיות נמוכה ונזילות גבוהה אינן מתבקשות בהכרח מבחינה הגיונית, חלק מהתקנות גם מניחות במשתמע כי ניירות ערך בעלי דירוג אשראי גבוה הנם נזילים ומתאפיינים בתנודתיות מחירים נמוכה יותר.

הפורום המשותף יערוך בדיקה לגבי השימושים שעושות הרשויות במדינות החברות בדירוגים במגזרי הבנקאות, ניירות הערך והביטוח. הרשויות יבדקו אם התקנות ו/או מדיניות הפיקוח שלהן נותנות שלא במתכוון חותם אישור רשמי לדירוגי אשראי, ומכאן שהן אינן מעודדות את המשקיעים לבצע בדיקות נאותות בעצמם. הרשויות יהיו מודעות, עם זאת, לכך שדירוגי אשראי ממלאים תפקיד חשוב במסגרות עבודה להשקעה ולניהול סיכונים. יש לשקול אפוא בכובד ראש את ההשלכות של שינויים בתקנות ובכללי הפיקוח מבחינת המעבר למסגרות חדשות.

## V. חיזוק תגובת הרשויות לסיכונים

חלק מנקודות התורפה שעלו לפני השטח היו ידועות או שעוררו חשדות בקהילת הרשויות הפיננסיות עוד בטרם פרצו הקשיים בשוק. ואכן, עבודה רבה הייתה בתהליך ברמה הבינלאומית, אשר – אילו יושמה כבר בעת ההיא – הייתה מצמצמת את היקף הבעיות שהתעוררו. עם זאת, תהליכים בינלאומיים להסכמה ויישום תגובות רגולטוריות ופיקוחיות התנהלו במקרים אחדים בקצב איטי מדי לנוכח קצב החדשנות בשווקים הפיננסיים. כאשר הושגה הסכמה באשר להנחיות בינלאומיות לחברות הפיננסיות, הרגולטורים והמפקחים במדינות השונות לא תמיד ניהלו מעקב אחר יישומן על ידי החברות. כאשר רשויות העלו חששות באשר לסיכונים לשווקים או למוסדות ספציפיים, לא תמיד עלה בידן להביא לשינוי בהתנהגות. על הרשויות לשפר את התעדוף והתיאום בהערכות הסיכון שלהן ובעבודתן על פיתוח מדיניות בינלאומית ולהגביר את יעילות התקשורת שלהם עם השווקים.

פרק זה מכיל המלצות בנושאים הבאים:

- התרגום של ניתוח סיכונים לפעולה;
- שיפור חילופי המידע ושיתוף הפעולה בין הרשויות; וכן
- שיפור עבודתם של גופים בינלאומיים בענייני מדיניות.

### 1. התרגום של ניתוח סיכונים לפעולה

**מפקחים, רגולטורים ובנקים מרכזיים – כיחידים ובמשותף – ינקטו צעדים נוספים כדי לתרגם ביתר יעילות את ניתוח הסיכונים שלהם לפעולות אשר מפחיתות סיכונים אלה.**

**1.V על המפקחים לוודא כי יש בידיהם את המשאבים והמומחיות הנדרשים כדי לפקח על הסיכונים המתקשרים לחידושים בתחום המוצרים הפיננסיים וכדי להבטיח שהחברות הנתונות לפיקוחם מסוגלות להבין ולנהל סיכונים אלה.**

מורכבותם הגוברת של המוצרים והשווקים הפיננסיים מציבה בפני משתתפי השוק, רגולטורים ומפקחים את האתגר הגדול של עמידה בקצב התפתחות הסיכונים המאיימים על השווקים ועל מוסדות פיננסיים. על המפקחים והרגולטורים לוודא שמסגרת ניהול ובקרת הסיכונים במוסדות הכספיים לא תפגר אחר השינויים במכשירים, בשווקים ובמודלים העסקיים, ושהחברות לא יעסקו בפעילויות מבלי ליישם בקרות נאותות. יהיה צורך לעדכן באופן שוטף את מיומנותיהם של מנהלי הסיכון והמפקחים כדי לעקוב אחר השינויים בשוק.

**2.V על המפקחים והרגולטורים להביע באופן רשמי ובשלב מוקדם בפני הדירקטוריונים וההנהלות הבכירות של החברות את דאגתם באשר לחשיפות לסיכון ולאיכות ניהול הסיכונים ואת הצורך בנקיטת פעולות מתקנות מצד החברות. אותם מפקחים שעדיין אינם נוהגים כך יאמצו נוהג זה.**

מקום שמפקחים מזהים גורם המהווה מקור לדאגה לגבי חשיפותיה של חברה לסיכונים ואיכות ניהול הסיכונים שלה, הדרך הטובה ביותר להבטיח שאותה חברה תגיב במהירות, בפעולה כלל-ארגונית, היא להעלות את החששות בשלב מוקדם ובאופן ישיר בפני הדירקטוריון וההנהלה הבכירה של החברה, ולא רק בפני מנהלי הסיכונים ומנהלי הציות. מפקחים בתחומי שיפוט מסוימים כבר נוהגים בדרך זו, ועל אחרים לנהוג כמותם.

**3.V ברמה הבינלאומית, ה-FSF יחזק את תוקף ניתוח סיכונים וההמלצות שלו, הן באופן ישיר והן באמצעות פעולות חבריו, והן על ידי ייזום פעולה לחקירת סיכונים והפחתתם וניהול מעקב אחר יוזמות אלו.**

בשנים שקדמו למשבר בשוק, רשויות רבות, בהן מפקחים, רגולטורים ובנקים מרכזיים, זיהו חששות לגבי נקודות תורפה שכעת נחשפו ביתר שאת (לדוגמה, אודות היעדר העברת סיכונים אשראי אפקטיבית, קשיי הערכה במוצרים מורכבים, ונקודות תורפה ביציבות הפרקטיקות לניהול סיכונים עבור נזילות שוק וגיוס נזילות). למרות זאת הצלחתם הייתה מוגבלת בלבד להסבת תשומת לב משתתפי השוק לסוגיות אלה ולצורך לנקוט צעדים יזומים כדי לטפל בהן.

**4.V ה-FSF יקים מנגנון לאינטראקציה סדירה ברמה הבכירה עם משתתפים בסקטור הפרטי, בהם משקיעים וסוכנויות דירוג אשראי, לקידום פעולות להפחתת סיכונים עבור סיכונים וחולשות שזוהו.**

הגברת הדיאלוג מסוג זה בין הרשויות במסגרת ה-FSF ובין התעשייה הפיננסית יכול לאפשר למשתתפי השוק להעלות בפני ה-FSF סוגיות ביחס לנקודות התורפה בשוק וסוגיות רגולטוריות חשובות אחרות המחייבות תשומת לב, ולדון יחד מהי הדרך הטובה ביותר לגרות את המגזר הפרטי לטיפול בחולשות שזוהו.

## **2. שיפור חילופי המידע ושיתוף הפעולה בין הרשויות**

**חילופי המידע ושיתוף הפעולה בין הרשויות בתהליך הפיתוח של נהגים מיטביים ישתפרו ברמה הלאומית וברמה הבינלאומית.**

חילופי המידע ושיתוף הפעולה בין מפקחים לטיפול בסוגיות חוצות-גבולות צריכים להמשיך ולהשתפר. עבודה רבה נעשתה בשנים האחרונות בין מפקחים בתחומים אלה. כמה מהדוגמאות הקונקרטיים והרשמיות לעבודה זו נעשו במסגרת יוזמות אזוריות, כדוגמת האיחוד האירופי. יש להמשיך ולהרחיב עוד יותר את היקף העבודה לשיפור שיתוף הפעולה הבינלאומי. להלן כמה דוגמאות ספציפיות.

**5.V יש להרחיב את השימוש בגופים הבינלאומיים הידועים כ"חבר מפקחים" (college of supervisors) כך שעד סוף 2008, יהיה חבר מפקחים עבור כל אחד מהמוסדות הכספיים הגלובליים הגדולים ביותר.**

התקשורת בין מפקחים במדינות שונות האחראים על יחידות שונות של מוסד כספי גלובלי בקנה מידה גדול, התנהלה בצורה טובה למדי בתקופה שקדמה למשבר ובזמן המשבר. אף על פי כן, ההשלכות הגלובליות של המשבר, ההמחשה הנוספת שהוא נתן לחשיבות שבניהול סיכונים ברמה כלל-ארגונית, ובאופן ספציפי יותר, הקשיים בניהול נזילות חוצה-גבולות, הבליטו ביתר שאת את חשיבות שיתוף הפעולה השיטתי בין מפקחי מדינות שונות.

על המפקחים ללמוד מהדוגמאות הקיימות של "חבר מפקחים", הן במסגרת באזל 2 והן בהסדרים אזוריים כדוגמת האיחוד האירופי, כדי להקים חבר בינלאומי של המפקחים הרלוונטיים ביותר עבור כל אחד מהמוסדות הכספיים הגלובליים הגדולים ביותר, עד סוף 2008. מטרת חבר המפקחים היא לשפר את שיתוף הפעולה בסוגיות פיקוח שוטפות. החברות בכל חבר מפקחים צריכה להתאים למוסד שעליו הוא מפקח כדי להבטיח שחבר המפקחים יוכל לפעול בצורה אפקטיבית וגמישה. הישיבות הראשונות של חברי המפקחים צריכות להתקיים בדצמבר 2008 להחלפת מידע והערכות, ובהתאם למקרה, לשיתוף פעולה בפיקוח.

**6.V המפקחים המעורבים בחבר המפקחים יערכו תרגיל עד 2009 כדי להפיק לקחים אודות פרקטיקות מיטביות.**

הפורמט ההולם ביותר לכל חבר מפקחים בינלאומי והקדימויות לגבי הסוגיות שיטופלו ישתנו בהתאם למבנה הארגוני ולתחומי הפעילות של כל מוסד כספי ספציפי. בה בעת, יש מקום להפיק לקחים משותפים אודות הליכי העבודה

המומלצים בפעולת חבר המפקחים. על המפקחים לבצע אפוא תרגיל עד 2009 כדי להפיק לקחים מניסיונם של חברי מפקחים עד לאותה נקודה.

**7.V כדי לזרז את היענות הפיקוח הבנקאי להתפתחויות שלהן השפעה משותפת על מוסדות רבים, יש לשפר את חילופי המידע והתיאום בין המפקחים לפיתוח פרקטיקות מיטביות שימשו כבסיס להתייחסות, הן ברמה הלאומית והן ברמה הבינלאומית.**

המפקחים, ברמה הלאומית וברמה הבינלאומית גם יחד, יחפשו הזדמנויות נוספות להשוות את הפרקטיקות בניהול סיכונים בין חברות, להפיק לקחים ולפתח בסיסי התייחסות (benchmarks) לשיפור אותן פרקטיקות. המחקר שנערך לאחרונה על ידי קבוצת המפקחים הבכירים אודות גישות ניהוליות של מוסדות כספיים במהלך המשבר בשוק מהווה דוגמה לדרך שבה מפקחים יכולים להתארגן בצורה גמישה כדי לטפל בזריזות בסוגיות הנושאות השלכות משותפות על מספר מוסדות ולהפיק לקחים משותפים.

**8.V על המפקחים והבנקים המרכזיים לשפר את שיתוף הפעולה ואת חילופי המידע ביניהם, לרבות בכל הנוגע להערכת סיכונים של יציבות פיננסית. חילופי המידע צריכים להיות מהירים בתקופות של מצוקה בשוק.**

אחד מהמאפיינים החשובים של הטלטלה הנוכחית בשווקים הוא יחסי הגומלין בין חששות השוק באשר לחוסנם של מוסדות כספיים מסוימים לבין קשיי התפקוד בשווקים, לרבות זעזועים בשוקי הכספים. התקשורת ושיתוף הפעולה בין המפקחים והבנקים המרכזיים פעלו היטב ברמה סבירה, לרבות בין מדינות. למרות זאת, תקופה זו משמשת תזכורת לכך שהסדרים אלה חייבים לעבור בחינה מחודשת, כדי להבטיח את עמידותם הן בימים רגילים והן בתקופות של קשיים בשוק, ולהבטיח את התפתחותם כדי לעמוד בדרישות המשתנות עם השינויים בשווקים עצמם.

הפיקוח על מוסדות ספציפיים צריך להתבצע בעזרת מידע מתוצאות הערכותיהם של הבנקים המרכזיים ליציבות המערכת הפיננסית הרחבה יותר, ובכיוון ההפוך, את הערכות הבנקים המרכזיים יש להשלים בעזרת מידע מהערכות הפיקוח את המוסדות הספציפיים.

**9.V כדי להקל על הפחתת קשיי הנזילות בשוק על ידי הבנקים המרכזיים, יידרשו הבנקים הגדולים לשתף את הבנקים המרכזיים בתכניות הנזילות שלהם לשעת חירום.**

זמינות מידע מהירה ברשויות הרלוונטיות חשובה ביותר בתקופות של קשיים בשוק. הדבר כרוך הן בהסדרים לשיתוף מידע מהיר ברגע שמתעוררים קשיים, והן בדאגה לכך שהמידע המופץ יהיה רלוונטי. אחת הדוגמאות היא ההכרח שבנקים גדולים ישתפו בתכניות הנזילות שלהם לשעת חירום לא רק את המפקחים אלא גם את הבנקים המרכזיים הרלוונטיים. שיתוף מידע זה יאפשר לבנקים המרכזיים לבסס את פעולותיהם בשוק הכספים על הבנה טובה יותר של ההשלכות של קשיי השוק על צורכי הנזילות של תאגידים בנקאיים.

### **3. שיפור עבודתם של גופים בינלאומיים בענייני מדיניות**

**גופים בינלאומיים ישפרו את המהירות, את קביעת הקדימויות ואת התיאום בעבודתם על פיתוח מדיניות.**

**10.V ועדות בינלאומיות של רגולטורים, מפקחים ובנקים מרכזיים יחזקו את תהליכי תעדוף הסוגיות שלהם, ויקימו מנגנונים להעברת סוגיות קשות לפתרון לדרג בכיר יותר של מקבלי החלטות. כחלק ממאמץ זה, יותוו לוחות זמנים לפעולות נדרשות ויגבשו תכניות פעולה לטיפול בסוגיות שהתעכבו או סוגיות קשות.**

החדשנות המהירה והגלובליזציה הגוברת מציבים אתגרים בפני הרשויות להגיב במהירות ובתיאום בינלאומי. במשבר

היו מעורבים מספר מכשירים ושווקים שצמחו במהירות רבה מאוד בהיקפם ובמורכבותם בשנים האחרונות, ואשר השפיעו ברמה המערכתית תוך חציית גבולות לאומיים ומגזריים.

ועדות בינלאומיות של רגולטורים, מפקחים ובנקים מרכזיים צריכות לשמור על גמישות והיענות בתעודף הסוגיות, ולהיות ערוכות למצוא פתרונות מהירים לבעיות שאינן נפתרות על נקלה דרך הערוצים הרגילים שלהן. כחלק מתגובתן למשבר הנוכחי, הפגינו ועדות אלו נכונות להאיץ את לוחות הזמנים של עבודתן בהתאם לצורך. הגופים החברים בוועדות אלה צריכים להבטיח שהנהלותיהם הבכירות יהיו מודעות בשלב מוקדם לסוגיות שיש בהן כדי להשפיע על המערכת כולה ואשר בבוא הזמן עשויות לחייב פתרונות בדרג בכיר.

**11.V המפקחים במדינות השונות ינקטו צעדים נוספים לבדיקת יישומן של ההנחיות שפורסמו על ידי ועדות בינלאומיות, כחלק מהפיקוח הסדיר ברמה הלאומית.**

התקנים וההנחיות לחברות פיננסיות מטעם הוועדות הבינלאומיות יצליחו להפחית את הסיכונים רק אם הם ייושמו בידי החברות. המפקחים בכל מדינה יבדקו מקרוב אחר יישום ההנחיות הבינלאומיות לחברות, באופן שעולה בקנה אחד עם המנדט המוקנה להם בחוק. הזדמנות מוקדמת למפקחים לנקוט פעולה מסוג זה תהיה בפעילות הצפויה לאחר הנחיות הנזילות המורחבות שיתפרסמו בקרוב על ידי ועדת באזל.

**12.V ה-FSF יעודד סקירות אסטרטגיות משותפות על ידי ועדות תקינה כדי להבטיח שפיתוח המדיניות יהיה מתואם ויתמקד בקדימויות.**

תקנים בינלאומיים ממלאים תפקיד חשוב בעיצוב מערכת פיננסית משולבת ועמידה המספקת שדה משחק הוגן. ככל שהמערכת נעשית משולבת יותר ומבוססת יותר על השוק, גוברת התלות ההדדית בין תחומי התקינה. כדי להקל על שיתוף הפעולה בפיתוח מדיניות ועל התמקדותה בקדימויות, יעודד ה-FSF גופי תקינה לבחון את האסטרטגיות המשותפות לקביעת קדימויות, ובדרך זו יפעל למלא את הפערים ולהימנע מכפילות. הבנק לסילוקין בינלאומיים (BIS) יהיה שותף פעיל ל-FSF בעבודה זו.

**13.V ה-FSF וקרן המטבע הבינלאומית (IMF) יחזקו את שיתוף הפעולה בעניין יציבות פיננסית, כאשר כל אחד מהם ישלים את תפקידו של האחר. כחלק מתהליך זה, ה-IMF תדווח על ממצאי הניטור שהיא מנהלת לגבי סיכונים של יציבות פיננסית בישיבותיה עם FSF, ומצדה תחתור לשלב מסקנות רלוונטיות של FSF בעבודת המעקב הדו-צדדית והרב-צדדית שהיא מנהלת בעצמה.**

ה-FSF וה-IMF שיתפו פעולה באופן הדוק בעבודה על יציבות פיננסית מאז הקמת ה-FSF. ה-IMF, בתפקידה כחברה ב-FSF, משתתפת בצורה מלאה בפעילויות ה-FSF. יו"ר ה-FSF מדווח בקביעות לוועדה המוניטרית הבינלאומית ולוועדה הפיננסית של ה-IMF. ה-FSF וה-IMF עבדו יחד על פרויקטים רבים ושונים, ובפרט בכל הנוגע להערכה משותפת של IMF/הבנק העולמי לציות של מדינות ל-12 התקנים והקודים העיקריים שקבעה FSF בקדימות גבוהה ליישום.

אופיו הגלובלי של המשבר האחרון הבליט את הצורך בשיתוף פעולה חוצה-גבולות בין רשויות, וכחלק מכך, ה-FSF ו-IMF בוחנים דרכים לחזק את שיתוף הפעולה. כדוגמה לכך, ה-IMF תשלח ל-FSF מסמך המתאר את הערכת הסיכונים העיקריים המאיימים על היציבות הפיננסית הגלובלית לפני כל ישיבה חצי-שנתית של ה-FSF. נוהג זה ישלים את ניתוח הסיכונים הקיים המתבצע ב-FSF. ה-IMF תפיק לקחים מישיבות ה-FSF כדי לקבוע באילו סוגיות עליה להתרכז בעבודת המעקב הדו-צדדית והרב-צדדית שהיא מנהלת.

## VI. הסדרים יציבים להתמודדות עם קשיים במערכת הפינסית

מסגרות הפעולה של הבנקים המרכזיים צריכות להיות מסוגלות לספק נזילות ביעילות כאשר שווקים ומוסדות נקלעים לקשיים. הלחצים הממושכים בשווקים הבין-בנקאיים, הנמשכים בעוצמות משתנות מאוגוסט 2007, העמידו מסגרות אלה במבחן קשה, והבנקים המרכזיים הגיבו במגוון דרכים, בכללם שימוש במכשירים חדשניים. בדצמבר 2007 ומאז מרס 2008, הרגיעו הבנקים המרכזיים את הלחצים בשווקים תוך שיתופי פעולה ביניהם.

הבנקים המרכזיים, באמצעות CGFS, חוקרים באופן פעיל את הלקחים שניתן להפיק מהאירועים האחרונים לגבי מסגרות הפעולה שלהם, לרבות יכולתם לספק נזילות באופן נרחב וגמיש בתנאים בעייתיים, תקשורת עם השווקים, והצעדים המומלצים לכל הבנקים המרכזיים לטיפול בצורכי הנזילות בשווקים הפינסיים הגלובליים. פרק זה מבוסס על הלקחים המקדמיים מחקירה זו שעודנה מתנהלת.

בשעה שפעילות זו מתנהלת, בעיות הנזילות או כושר הפירעון במספר תאגידים בנקאיים וחברות ניירות ערך במדינות שונות, ואופיין הגלובלי של הבעיות בשווקים, האירו את חשיבותם של הסדרים קפדניים חוצי-גבולות לטיפול בתאגידים בנקאיים חלשים. עד כה, אף לא אחת מהבעיות במוסדות הספציפיים דרשה תגובה בינלאומית מתואמת מצד הרשויות, אך הזהירות מחייבת לדאוג לקיומם של הסדרים איתנים לשיתוף פעולה. על הרשויות לחזק בהתאם לצורך את ההסדרים (מסגרות חוקיות להחלטות על דרך פעולה, ביטוח פיקדונות וכד') לטיפול בתאגידים בנקאיים חלשים, הן בכל מדינה והן בין המדינות.

פרק זה מביא המלצות בנושאים הבאים:

- פעולות הבנקים המרכזיים; וכן
- הסדרים לטיפול בתאגידים בנקאיים חלשים

### 1. פעולות הבנקים המרכזיים

**מסגרות הפעולה של הבנקים המרכזיים יהיו גמישות דיין במונחים של תדירות ומשך הפעולות, המכשירים העומדים לרשותם, ומגוון הצדדים הנגדיים והביטחונות, כדי לטפל במצבים חריגים.**

ברמה הכללית, היענות הבנקים המרכזיים ללחצי הנזילות שנגרמו מהזעזועים בשווקים הפינסיים היתה יעילה למדי להקלת הלחצים בשווקי המימון הבין-בנקאי. הן לא יכלו, ולא נועדו, לטפל בגורמי היסוד לבעיות, החורגים מעבר לפעולות הבנקים המרכזיים להזרמת רזרבות. אף על פי כן, הניסיון מעלה מספר לקחים שיכולים להוביל במקרים מסוימים לשינויים במטרות ובפעילות של הבנקים המרכזיים ובמכשירי המדיניות שלהם.

**1.VI כדי לעמוד בביקוש הגדל אך הבלתי ודאי לרזרבות, צריכות מסגרות הפעולה של המדיניות המוניטרית להיות מסוגלות להזריק באופן מהיר וגמיש כמויות משמעותיות של רזרבות לשוק מבלי להסתכן בהורדת שערי הריבית לעסקאות overnight לרמות נמוכות מיעד המדיניות למשך תקופות זמן משמעותיות.**

בשלבם הראשונים של המשבר, גברו התנודות בשיעורי הריבית לעסקאות overnight סביב יעדי הבנקים המרכזיים במטבעות החזקים. במהלך השבועות הבאים, הצליחו הבנקים המרכזיים להשיג שליטה טובה יותר על יעדי ריביות השוק, וזאת על ידי התאמת התשתיות שלהם או על ידי שינוי אופני הפעולה שלהם בתוך אותן תשתיות.

האירועים המחישו בבירור כי בתקופות של זעזועים בשוק, הביקוש לרזרבות הבנקים המרכזיים יכול לגדול במהירות ובמידה משמעותית. הבנקים המרכזיים גם עשויים להידרש לתת הלוואות בסכומים משמעותיים כדי להקל על כשלים

בתפקוד השוק או כדי לתמוך במוסד ספציפי. במידה והגידול בביקוש אינו מתמשך, סביר לשער שהבנק המרכזי ירצה לפעול לדילול הזרמת הרזרבות על מנת למנוע עודף רזרבות ולחץ כלפי מטה על הריבית לעסקאות overnight.

צריך אפוא שתהיה לבנקים המרכזיים היכולת לעשות התאמות בתיקיהם בהיקפים נרחבים, תוך שמירת השליטה על רמת הרזרבות הכוללת. מסגרות הפעולה הנוכחיות של הבנקים המרכזיים מראות שקיימות מגוון שיטות להשגת מטרה זו. לדוגמה, בנקים מרכזיים יכולים להחזיק מלאי גדול דיו של הסכמי רכש חוזר; להחזיק כמות משמעותית של נכסים הניתנים להמרה למזומנים, או להשתמש בהם כביטחון בפעולות רכש חוזר או למכרם באופן ישיר; או להיות בעלי יכולת ללוות בשוק.

## **2.VI מסגרות המדיניות צריכות לכלול את היכולת לבצע פעולות תכופות כנגד מגוון רחב של ביטחונות, במגוון רחב של מועדי פירעון ועם מגוון רחב של צדדים נגדיים, אשר אמורים להיות מועילים במיוחד כאשר מתמודדים עם מצבים חריגים.**

חברות רבות גיבשו תכניות מימון לשעת חירום שהתבססו על הציפייה שנזילות הנכסים בשוק לא תיפגע ושהמימון מובטח תמיד. אולם, רבים משווקי המימון המובטח נעשו בלתי נזילים למשך מספר חודשים. מקום שהיה הכרח, הרחבת מערך הביטחונות הכשירים על ידי הבנקים המרכזיים אפשרה למשתתפי השוק לגייס מכשירים שהשווקים שלהם נפגעו. חלק מהבנקים המרכזיים האריכו את יתרת התקופות לפירעון עבור עסקאותיהם או הגבירו את הדגש על פעולות לזמן קצוב (term operations). פעולות אלה חיזקו את האפקטיביות של מאמצי הבנקים המרכזיים להתמודד עם המשבר בשווקים הפיננסיים.

מסגרות הפעולה צריכות להיות גמישות דיין כך שבמצבים קשים, הבנקים המרכזיים יוכלו לבצע את ההתאמות להגביר את תדירות הפעולות, להרחיב את היקף הביטחונות הכשירים, להאריך את טווח תקופות הפירעון ולהגדיל את טווח הצדדים הנגדיים לפי הצורך. הבנקים המרכזיים מעמידים לבחינה מחודשת, היכן שהדבר רלוונטי, את הלימות מסגרותיהם הנוכחיות, ובכלל זה הם בוחנים את ניסיונם של בנקים מרכזיים אחרים.

## **3.VI כדי להתמודד עם מצבי קיצון, הבנקים המרכזיים ישקלו לייסד מנגנונים לאספקת צרכי מימון זמניים (frictional) שלא ייצרו סטיגמה על הבנקים הלזים.**

הלוואה עומדת (standing loan) היא מכשיר נפוץ בידי בנקים מרכזיים כדי לספק ביטחון נזילות כנגד צרכי מימון זמניים המתעוררים במערכות תשלומים ובשווקי כספים overnight. אולם, בנקים מרכזיים אחדים גילו כי יעילותו של מכשיר זה דוכאה בגלל אי נכונות מצד התאגידים הבנקאיים להשתמש בו, וזאת, בשל הסטיגמה שהשימוש בו יוצר. לכן, השימוש במכשירי הלוואה עומדת נמוך יחסית, אפילו בימים שבהם הריביות הבין-בנקאיות עלו מעבר לריביות על אותן הלוואות.

סטיגמה יכולה להתקיים לעתים בזמנים רגילים, אך היא גדלה בזמנים קשים. אף שהסטיגמה בלתי נמנעת בעת מתן הלוואות בגין פעילות תמיכה, היא יכולה להתקיים גם בהקשר של הלוואות לסיפוק צרכי מימון זמניים. אם לא נשמרת החשאיות באופן הראוי, או אם הנהלת הבנק והרגולטורים של הבנק לא מודעים די הצורך לתפקידם של מכשירי הלוואה עומדת לסיפוק צרכי מימון זמניים, יש סיכון גדול יותר שקבלת הלוואה עומדת מהבנק המרכזי תיחשב לסימן של חולשה בזמנים של אי ודאות. אם זה קורה, נפגעת עד מאוד יעילותו של מכשיר הלוואה כגיבוי נזילות.

בנקים מרכזיים צריכים אפוא לבחון אם ניתן לפתח מנגנונים שיספקו את צורכי הנזילות, ושהשימוש בהם לא יצור סטיגמה עודפת על הבנקים הלווים. לדוגמה, בנקים מרכזיים שעדיין לא משתמשים בהם, יכולים לקבוע מכשירים נפרדים שימשו למתן הלוואות אך ורק לצורך מימון זמני. הם יכולים לנסות לשנות את התפיסות של הצוות הבכיר בבנקים והרגולטורים של הבנקים, שאין לראות בהלוואה דבר שצריך להימנע ממנו, לרבות כאשר המטרה היא להלוות הלאה את הרווחים. ניתן לנקוט צעדים נוספים כדי להבטיח את האנונימיות של מקבל ההלוואה. גם הלוואות במרכז (auction facilities) יכולות לסייע לצמצום הסטיגמה בשל המספר הרב של לווים ביום אחד ובשל הפרדה של תהליך ההצעה מקבלת המימון, כך שהשתתפות במכרז לא נתפסת כסימן של צורך מידי בנזילות. תאגידי בנקאיים ורגולטורים יכולים להפחית את חוסר הוודאות בנוגע למצב הכלכלי של תאגידי בנקאיים בעזרת האמצעים המתוארים במקומות אחרים בדוח זה.

#### **4.VI על הבנקים המרכזיים לבנות את היכולת להשתמש במגוון מכשירים כאשר קשיי נזילות בקרב מוסדות או בשווקים מאיים על היציבות הפיננסית או על יעילות המדיניות המוניטרית.**

האירועים האחרונים הראו שבנקים מרכזיים עשויים להצטרך לנקוט בפעולות חריגות כדי להתמודד בעילות עם משבר בשוק, אם הסיכונים ליציבות הפיננסית ולתמסורת (transmission) האפקטיבית של המדיניות המוניטרית חמורים דיים, אם ישנה סבירות מספקת שפעולות הבנק המרכזי יהיו אפקטיביות, ואם העלויות הצפויות, לרבות אלו הקשורות לסיכון מוסרי (moral hazard) אינן גבוהות מדי.

לדוגמה, במהלך המשבר, המרווחים בין הריביות לזמן קצוב בשווקי הכספים ובין ריבית המדיניות הצפויה התרחבו באופן חד כאשר משקיעים החלו להסס להשקיע בשווקי כספים לא מובטחים חוץ מאשר בהשקעות לטווח קצר ביותר. פעולות הבנק המרכזי אינן מיועדות, ברמה הכללית, להשפיע על ריביות לזמן קצוב. אך במשבר הנוכחי, בנקים מרכזיים, במידה רבה או פחותה, התאימו את פעולותיהם כדי להקל על הקיפאון בשווקי הכספים לזמן קצוב או כדי להקטין את המרווחים. מהלך זה השפיע באמצעות ביטחון השוק וגם באמצעות היצע הרזרבות היחסי.

האירועים האחרונים הראו שבנקים מרכזיים מוכנים לנקוט פעולות חריגות כדי להגיב למחסורי נזילות רחבי-היקף. מידע זה משפיע בהכרח, לפחות במידה מסוימת, על התמריצים של משתתפי השוק הפרטי, וכתוצאה מכך, על התנהגותם. כדי להתמודד עם הסיכון שמשתתפי השוק יקחו על עצמם סיכונים נזילות גבוהים או שיחלישו את מאמציהם שלהם לניהול הנזילות, ייתכן שיהיה צורך להדק את התקנות ואת הפיקוח על הנזילות כדי לקזז השפעות אלה.

#### **5.VI כדי להתמודד עם בעיות נזילות במטבע זר, על הבנקים המרכזיים לשקול להקים קווים קבועים (standing) לביצוע עסקאות swap ביניהם. בנוסף, על הבנקים המרכזיים לשקול להתיר במסגרת פעילויות הנזילות שלהם את השימוש בביטחונות בין גבולות ובין מטבעות.**

במצבי קיצון, הערוצים המשמשים בזמנים רגילים להפצת נזילות ברמה גלובלית עלולים להיקלע לקשיים משמעותיים. כאשר הפצת הנזילות הבינלאומית אינה מתנהלת כראוי, יכול התיאום בין הבנקים המרכזיים לעזור להעברת כספים במטבע זר לתאגידי בנקאיים בעלי פעילות בינלאומית, כשאינן ביכולתם להשיג גישה למטבע זר בדרך אחרת. בכל יוזמה כזאת יש לשקול במלוא כובד הראש את ההשלכות ברמת המקרו והמיקרו על בנקים המרכזיים הן במדינת הבית והן במדינה המארחת, לרבות הצורך למנוע ממשתתפי השוק להתייחס לצעדים אלו כאל תחליף להקמת מסגרות חזקות משלהם לניהול הסיכונים של עסקאות במדינות חוץ (offshore).

שיפור מסגרות העבודה הללו כך שכללו חילופי מידע מהירים בין הצוותים המקצועיים והבכירים הרלוונטיים של הבנקים המרכזיים הוא עמדת מוצא הכרחית לשיפור התיאום במובנו הרחב יותר. המשבר דרבן את הבנקים המרכזיים לנהל דיונים תדירים ומפורטים יותר על ההתפתחויות בשוק ועל ההיבטים הטכניים של פעולות בשוק הפתוח, הן ברמה דו-צדדית והן ברמה הקולקטיבית.

ככל שחלף הזמן, התקשורת בין הבנקים המרכזיים התגברה והשתפרה. קבוצות שונות של בנקים מרכזיים היו מעורבות בשיתוף הפעולה המוגבר, והמסגרת שסיפק הבנק לסילוקין בינלאומיים (BIS) לניהול מגעים בין גופים שונים הייתה חשובה במיוחד.

בדצמבר 2007, יזמו הבנקים המרכזיים פעולות מתואמות כדי לטפל בלחצים הגוברים בשווקים שנבעו מלחצי הנזילות של סוף השנה, ובכלל זה הוקמו קווי swap בין הבנק המרכזי של ארה"ב (Federal Reserve), הבנק המרכזי האירופי (ECB) והבנק הלאומי השוויצרי (SNB), שאפשרו ל-ECB ו-SNB לספק דולרים לצדדים הנגדיים שלהם. פעולות דומות ננקטו ממאסר 2008 ואילך. פעולות מתואמות אלה, שהיו כרוכות גם בפעולות של בנקים מרכזיים נוספים להרחבת הביטחונות ולהארכת זמני הפירעון, נתפסו כסימן לנחישותם של הבנקים המרכזיים לשמור על השליטה בשוק הכספים.

לעיתיד לבוא, על הבנקים המרכזיים הגדולים לשמור על קווי swap קבועים או לשמר את היכולת להקימם בהתראה קצרה. כדי לסייע לתאגידים בנקאיים לגייס נזילות ממדינות אחרות, אותם בנקים מרכזיים שעדיין אינם עושים זאת צריכים לשקול לקבל ביטחונות סחירים באיכות גבוהה הנקובים במט"ח או המוחזקים במדינות אחרות. בטווח הזמן הבינוני עד ארוך, צריך שהבנקים המרכזיים יוכלו להסדיר אפשרויות ישימות אחרות לטיפול בבעיות נזילות במטבעות זרים.

ההבדלים בין מסגרות הביטחון של בנקים מרכזיים שונים עשויים לנבוע מהבדלים במבנה של המערכות הפיננסיות בכל מדינה. עם זאת, במקרים מסוימים, פערים קטנים יותר במסגרת הביטחונות יכולים להקל על תאגידים בנקאיים, במיוחד בנקים רב-לאומיים, לגייס ביטחונות בבנקים מרכזיים שונים. אחת האפשרויות שבנקים מרכזיים עשויים לשקול לטווח הארוך היא לבצע פעולות בשוק הפתוח כנגד רשימה משותפת של ביטחונות באיכות גבוהה הנקובים במגוון מטבעות גלובליים. הבנקים המרכזיים יצטרכו לשקול את השפעותיהן של רשימות רחבות יותר של ביטחונות על השווקים ועל התמריצים של התאגידים הבנקאיים לנהל נזילות.

ה-FSF יסקור דוח התקדמות לגבי המלצות אלו לפני סוף 2008.

## 2. הסדרים לטיפול בתאגידים בנקאיים חלשים

**על הרשויות להבהיר ולחזק את ההסדרים לפעילות מקומית וחוצת-גבולות לטיפול בתאגידים בנקאיים חלשים.**

הסדרי המדינות השונות לטיפול בתאגידים בנקאיים חלשים עמדו למבחן עקב האירועים האחרונים והם עומדים כיום לבחינה מחודשת במדינות מסוימות. פתרונות של המגזר הפרטי לטיפול במוסדות חלשים עדיפים במידה שהדבר אפשרי, והרשויות אינן צריכות להגן על בעלי המניות מפני הפסדים. למרות זאת, התעוררו סוגיות הנוגעות לתכניות החירום של הרשויות, לרבות שאלת שיתוף הפעולה בין רשויות מקומיות, התשתית החוקית להתערבות בתאגידים בנקאיים, הליכי פשיטת הרגל של תאגידים בנקאיים והסדרי ביטוח פיקדונות.

במשבר האחרון, ככלל, שיתוף הפעולה פעל באופן משיביע רצון בין הרשויות במדינות שונות, והסדרים לטיפול בבעיות במוסדות חוצי-גבולות לא הועמדו במבחן. עם זאת, אופיו של המשבר, שהשפעותיו הורגשו במדינות רבות ובסוגים רבים של מוסדות, הדגיש את הצורך להמשיך ולעבוד על שיתוף פעולה בעת משבר.

**6.VI ברמה הלאומית, על הרשויות לסקור, ובמידת הצורך, לחזק את סמכויותיהן החוקיות ולהבהיר את חלוקת התפקידים בין רשויות המדינה השונות לטיפול בתאגידים בנקאיים חלשים או כושלים.**

המגוון במערכות הפיננסיות בכל מדינה, בהסדרים המדינתיים לניהול שוטף של המערכת ולטיפול במוסדות בעייתיים, ובהשפעות שהיו למשבר על מדינות ומוסדות ברמה הפרטנית, משמעו שהלקחים לגבי ההתמודדות עם תאגידים בנקאיים בעייתיים משתנים במידה רבה ממדינה למדינה. ה-FSF לא מנסה להפיק לקחים עבור מדינות ספציפיות אלא מצביע על כמה נושאים משותפים.

אחד התחומים הללו הוא הצורך להבטיח שהמסגרת החוקית והפיקוחית לטיפול בתאגידים בנקאיים חלשים וכושלים תהיה מוגדרת כראוי, ברורה, ותאפשר פעולה זריזה. על הרשויות בכל מדינה להעמיד אפוא לבחינה מחודשת את מסגרות העבודה שלהן על מנת לוודא שיש בהן את טווח הכלים ההולם כדי להתמודד עם תאגידים בנקאיים בעייתיים, וכדי למזער את חוסר הוודאות בשווקים ובציבור הרחב בקשר לקבלת החלטות פעולה, בקשר לסיכונים של התפשטות הבעיות לתאגידים בנקאיים אחרים ובקשר לנזק ליציבות הפיננסית. הדבר עשוי לסייע במיוחד במדינות שבהן ההסדרים לקבלת החלטות לגבי תאגידים בנקאיים בעייתיים לא נבדקו זה זמן מה, או שנבדקו במקרים הבולטים לעין בלבד.

חלוקת האחריות בכל מדינה בין המפקח, הרגולטור, הבנק המרכזי ומשרד האוצר חייבת להיות ברורה. שיתוף מידע מהיר והולם בין הבנק המרכזי למפקח יידרש במקרים שבהם קיימת מעורבות של בעיות מזילות וגם של איתנות המוסדות, במטרה להבטיח שהמוסדות מסוגלים למלא את התחייבויותיהם.

**7.VI ברמה הבינלאומית, על הרשויות להאיץ את העבודה לשיתוף מידע על הסדרים לאומיים לטיפול בתאגידים בנקאיים בעייתיים ולרכז סוגיות חוצות-גבולות, ולאחר מכן להחליט כיצד לטפל באתגרים שזוהו.**

בשנים האחרונות, התנהלה במספר פורומים בינלאומיים פעילות לשיתוף מידע ודיונים בסוגיות הקשורות לקבלת החלטות פעולה לגבי תאגידים בנקאיים בעייתיים, לרבות בעיות פוטנציאליות שעשויות להתעורר בפעילות חוצה-גבולות. בתהליכים אלה זוהו מספר בעיות הנמשכות זה זמן רב ואי ודאויות בתחום המשפטי.

קבוצת עבודה של ועדת באזל אוספת בימים אלה מידע אודות גישות מדיניות קיימות לפתרון בעיות, אודות חלוקת האחריות ואודות המסגרות החוקיות במדינות השונות. מידע זה ישמש בסיס לשיפור הבנת הליקויים ולשיפור אפשרי בשיתוף הפעולה לפתרון בעיות בתאגידים בנקאיים חוצי-גבולות. פעילות זו מתבססת על עבודתן של קבוצות עבודה קודמות. הקבוצה הציבה לעצמה את היעד להפיק דוח פנימי ראשוני בנובמבר 2008.

התרגיל של ועדת באזל מספק בסיס מועיל שממנו תואץ העבודה על קטלוג בעיות בפעילות חוצה-גבולות וזיהוי וטיפול באתגרים. על הרשויות להסכים על תכנית עבודה כדי לקדם נושאים אלה.

**הרשויות יסקרו, ובמידת הצורך, יחזקו את ההסדרים לביטוח פיקדונות.**

אירועי המשבר האחרון המחישו עד כמה חשובים הסדרי פיצוי אפקטיביים למפקידים כדי להשרות עליהם תחושת ביטחון, ובדרך זו להקטין את הסבירות של בהלת משיכות כלפי התאגיד הבנקאי, וכדי לחזק את תחושת הביטחון של הציבור במערכת הפיננסית בכללותה.

מערכת גלויה ומוגבלת-כיסוי של ביטוח פיקדונות מנסחת בבירור מה הן ההתחייבויות של הרשויות כלפי המפקידים, מצמצמת את חוסר הוודאות הנובע מהמרחב שניתן לשיקול דעת בהחלטות, יכולה לשפר את ביטחון הציבור, מסייעת לרסן את עלויות פתרון הבעיות במוסדות שכשלו, ויכולה לספק למדינות תהליך מסודר לטיפול בכשלים של בנקים. כדי שמערכות ביטוח הפיקדונות יהיו אמינות וימזערו את הסיכון המוסרי, עליהן להיות מתוכננות כראוי, מיושמות כראוי ומובנות לציבור. כדי שפונקציית ביטוח פיקדונות תהיה אפקטיבית, עליה להיות חלק מרשת ביטחון פיננסית מתוכננת היטב, הנתמכת על ידי רגולציה ופיקוח חזקים המבוססים על נוהג זהיר, על אכיפת החוקים, ועל כללים סדורים לגילוי וחשבונאות.

על הרשויות לבחון מחדש את הסדרי ביטוח הפיקדונות שלהן, והיכן שהדבר נדרש לחזקם, תוך שימוש בעקרונות הבינלאומיים כבסיס התייחסות.

### **8.VI על הרשויות להסכים על עקרונות בינלאומיים להסדרי ביטוח פיקדונות.**

עד כה, המערכות לביטוח פיקדונות במדינות השונות חסרו בסיס התייחסות בינלאומי שכנגדו ניתן לשפוט את יעילות המערכת באותה מדינה.

על הרשויות להסכים על עקרונות בינלאומיים להסדרי ביטוח פיקדונות אפקטיביים. עקרונות אלה צריכים להתבסס על ההכרה שהסדרי ביטוח פיקדונות העונים על מטרות היסוד של העקרונות יכולים ללבוש צורות שונות, ולפיכך צריכים עקרונות אלה לאפשר התאמה למגוון הנסיבות הרחב במדינות השונות. בפיתוח העקרונות יש להתחשב כראוי גם במאפיינים הרחבים יותר של הסדרי רשת ביטחון, בהם מאפייני המסגרות הרגולטוריות והפיקוחיות ומאפייני ההליכים לפתרון בעיות במוסדות שכשלו. האגודה הבינלאומית למבטחי פיקדונות ( International Association of Deposit Insurers ) ניסחה טיוטה של עקרונות ליבה המספקים תשתית אפשרית לעקרונות בינלאומיים מוסכמים.

### **9.VI הסדרי ביטוח פיקדונות לאומיים ייבחנו כנגד עקרונות בינלאומיים אלה, ועל הרשויות לחזק את ההסדרים אם נדרש.**

מרגע שיוסכם על עקרונות בינלאומיים לביטוח פיקדונות, על ה-FSF לעודד סקירה של ההסדרים בכל אחת מהמדינות כנגד עקרונות אלה, שתבוצע על ידי כל מדינה בנפרד או על ידי גוף בינלאומי כלשהו, כשם שה-IMF והבנק העולמי מעריכים את הציות לעקרונות ליבה בתחומים אחרים.

מקום שיזוהו נקודות תורפה, ייזמו הרשויות צעדים לטיפול באותן נקודות תורפה ללא דיחוי.

לפי שעה, לאור חשיבות תחושת הביטחון של הציבור במערכת, על הרשויות במדינות השונות להימנע מעיכובים בסקירות המתוכננות להסדרים במדינתן, ולא להמתין למנגנון אישור של עקרונות בינלאומיים שכנגדו יוכלו לבחון את ההסדרים שלהן. במקום זאת, יש לבצע את הסקירות בכל מדינה בשלב מוקדם, כדי לזהות תחומים שבהם יש מקום לשיפור ההסדרים הקיימים.

### **הרשויות יחזקו את שיתוף הפעולה חוצה-הגבולות בניהול משברים.**

הגלובליזציה הנמשכת של השווקים והמוסדות מחייבת שיתוף פעולה מוגבר בין הרשויות בניהול משברים. מדובר לא רק בהבהרה וחיזוק של ההסדרים החוקיים והרגולטוריים בכל מדינה לנקיטת פעולה בנוגע למוסדות בעייתיים, אלא

בהרחבת הסדרים אלה כך שהם יכללו שיתוף פעולה אקטיבי בחיזוק הסדרים לניהול משברים חוצי-גבולות ברמה הכללית יותר. בהקשר זה, אחד הצעדים החשובים שנעשו היה חתימת מזכר ההבנות על שיתוף פעולה ליציבות פיננסית חוצה-גבולות באפריל 2008 בין רשויות הפיקוח, הבנקים המרכזיים ומשרדי האוצר של מדינות האיחוד האירופי.

**10.VI באשר לחברות הפיננסיות הגדולות ביותר המנהלות פעילות חוצה-גבולות, על המפקחים והבנקים המרכזיים המעורבים בצורה הישירה ביותר להקים קבוצה קטנה לטיפול בנושאים של תכנון לניהול משברים חוצי-גבולות ספציפיים. ישיבתה הראשונה צריכה להתקיים לפני סוף 2008.**

בתהליך התכנון שבו רשויות יבחנו כיצד לנהל משבר פוטנציאלי בחברה גדולה חוצה-גבולות, יתעוררו כמה סוגיות תכנוניות שיש להן ישימות כללית לחברות רבות ולמדינות רבות, ואילו אחרות יהיו ספציפיות יותר למבנה של אותה חברה וסביר שהשפעתן תורגש במספר קטן יותר של מדינות.

בטווח הזמן הקרוב, הדרך המעשית והגמישה ביותר להתמודד עם סוגיות בתכנון ניהול משברים בחברות חוצות-גבולות היא באמצעות קבוצה קטנה של נציגים מהרשויות שמעורבות בנושא היא הישירה ביותר, ובכללם נציגי הבנקים המרכזיים והפיקוח, שיש ביניהם קשרים הדדיים ברמה המוסדית-מערכתית או קשרים בשוקי ההון. קבוצה כזאת, המתמקדת בתכנון משברים, תשלים את המיקוד של חברי מפקחים על סוגיות של פיקוח שוטף. פעילות זו יכולה לסייע לשפר את שיתוף המידע המעשי, את הערכת ההשפעות ואת התיאום בעת משבר. סוגיות ספציפיות לכל חברה יטופלו ביתר קלות עם התבססות ידע זה וניתן יהיה להתמודד עמן כשהצורך עולה.

**11.VI על הרשויות ללמוד לקחים מן הניסיון הבינלאומי בניהול משברים. יש להשתמש בלקחים אלה כבסיס לגיבוש פרקטיקות מיטביות לניהול משברים, שיהיו בעלות רלוונטיות בינלאומית רחבה.**

הרשויות צברו, כל אחת בנפרד, מגוון רחב של חוויות ולקחים אודות ניהול משברים, באופן ישיר מאירועי המשבר או בעקיפין דרך הסדרי תכנון ותרגילי הדמיה שבוצעו במדינה הספציפית. ניסיון זה מתייחס לא רק למוסדות בעייתיים אלא לסוגים אחרים של משברים, כגון בעיות בשווקים או המשכיות עסקית ובעיות תפעוליות אחרות. מידע כזה זורם למספר פורומים בינלאומיים, אך עדיין לא קיים ניסיון מערכתי להפיק לקחים ופרקטיקות מיטביות שיש בהן רלוונטיות בינלאומית משותפת.

על הרשויות לנצל את שיתוף המידע הקיים, הן בפורומים האזוריים והן בפורומים הבינלאומיים הרחבים יותר, כדי לגבש פרקטיקות מיטביות כגון אלה. כל מדינה תבחן אז כיצד לשלב לקחים אלה באופן שישפר את התכנון הקיים באותה מדינה.

רשימת המלצות<sup>6</sup>

II. חיזוק הפיקוח הזהיר על ההון, על הנזילות ועל ניהול סיכונים

דרישות ההון		
<b>יישום מסגרת ההון של באזל II ייעשה במועד שנקבע. המפקחים יבחנו את השפעת היישום.</b>		
2008 -	מפקחים במדינות השונות	II.1 יישום מסגרת ההון של באזל II ייעשה במועד שנקבע.
2008 -	מפקחים במדינות השונות, ועדת באזל לפיקוח על הבנקים (BCBS)	II.2 המפקחים יעריכו את ההשפעה של יישום באזל II על רמות ההון בתאגידים הבנקאיים ויחליטו האם נדרשת "כרית" ספיגה נוספת להון.
<b>המפקחים יחזקו את הטיפול בדרישות ההון של באזל II לאשראי מובנה ופעילויות איגוח.</b>		
2008	BCBS	II.3 ועדת באזל תפרסם הצעות ב-2008 להעלאת דרישות ההון עבור מוצרי אשראי מסוימים בעלי מבנה מורכב, כגון CDO של אג"ח מגובות נכסים (ABSs).
2008	IOSCO, BCBS	II.4 ועדת באזל והארגון הבינלאומי של הרשויות לניירות ערך (IOSCO) יפרסמו הצעות ב-2008 להנהגת דרישות הון נוספות עבור חשיפות אשראי בתיקים למסחר של תאגידים בנקאיים וחברות נ"ע.
2008	BCBS	II.5 ועדת באזל תפרסם הצעות ב-2008 לחיזוק הטיפול של דרישות ההון במכשירי נזילות של תאגידים בנקאיים למכשירי ABCP חוץ מאזניים.
<b>המפקחים ימשיכו לעדכן את הפרמטרים לסיכון והוראות אחרות של מסגרת באזל II לפי הצורך.</b>		
2008-	מפקחים במדינות השונות, BCBS	II.6 המפקחים ימשיכו לעדכן את הפרמטרים לסיכון והוראות אחרות של מסגרת באזל II על מנת להבטיח את המשך הלימות התמריצים, ויעריכו בקפידה את צייתם של תאגידים בנקאיים למסגרת.
2009-	BCBS	II.7 המפקחים יעריכו את המחזוריות של מסגרת באזל II וינקטו צעדים בהתאם לצורך.
<b>על הרשויות לוודא כי "כריות ההון" עבור חברות המתמקדות בביטוח של פעילות מסוימת (monoline) ועבור עֲרָבִים פיננסיים יעמדו בהתאמה לתפקידם של אלה במערכת הפיננסית.</b>		
2008-	מפקחים במדינות השונות, IAIS	II.8 המפקחים על הביטוח יחזקו את המסגרת הרגולטורית ואת מסגרת ההון עבור חברות המתמקדות בביטוח של פעילות מסוימת (monoline insurers) ביחס לאשראי מובנה.

<sup>6</sup> בעמודה השלישית נוסף מקף (-) אחרי התאריך שבו צפוי יישום ההמלצה להתחיל במקרים שבהם העבודה על יישום ההמלצה צפויה להימשך זמן נוסף.

<b>ניהול נזילות</b>		
<b>המפקחים יפרסמו מסמכים להתייעצות ובהם הנחיות להליכים סדורים לניהול ופיקוח על נזילות עד יולי 2008</b>		
יולי 2008	BCBS	<b>9.ii</b> ועדת באזל תפרסם לצורך התייעצות הנחיות להליכים סדורים לניהול ופיקוח על נזילות עד יולי 2008.
-2008	מפקחים במדינות השונות	<b>10.ii</b> המפקחים במדינות השונות יבחנו בקפידה את יישום ההנחיות העדכניות על ידי התאגידים הבנקאיים כחלק מהליך הפיקוח השגרתי. במקרה שהתאגידים הבנקאיים אינם מיישמים את ההנחיות כראות, ינקטו המפקחים צעדים נוספים על מנת להביא לשיפור הפרקטיקות.
2009-2008	מפקחים, BCBS, במדינות השונות, בנקים מרכזיים	<b>11.ii</b> המפקחים והבנקים המרכזיים יבחנו אם יש מקום להסכמה בינלאומית בדבר נקיטת צעדים נוספים לקידום גישות איתנות ועקביות לניהול נזילות בתאגידים בנקאיים חוצי-גבולות. בכלל זה ייבחן אם יש מקום להסכמה בינלאומית רחבה סביב הפיקוח אחר נזילות, כמו גם סביב פעולות הבנקים המרכזיים בתחום הנזילות.
<b>סקירה פיקוחית על ניהול סיכונים, לרבות ישויות חוץ מאזניות</b>		
<b>המפקחים ישתמשו בנדבך 2 כדי לחזק את פרקטיקות ניהול הסיכונים בתאגידים בנקאיים, כדי לחדד את השליטה של התאגידים הבנקאיים בסיכון במצבי קיצון (tail risk) ולהפחית את ההצטברות של חשיפות עודפות וריכוזי סיכון.</b>		
2009-2008	מפקחים במדינות השונות, BCBS	<b>12.ii</b> המפקחים במדינות השונות ינצלו את הגמישות הטבועה בבאזל II כדי להבטיח שניהול הסיכונים, "כריות" ההון והאומדנים הזהירים של הפסדי אשראי יהיו צופי-פני-עתידי במידה הראויה ויתחשבו באי הוודאויות המתקשרות למודלים, להערכות שווי, לריכוזי הסיכון ולשונויות הצפויות לאורך המחזור. המפקחים במדינות השונות ידווחו לוועדת באזל מתוך מטרה להבטיח "שדה משחק הוגן", וועדת באזל תחלוק את ממצאיה ואת פעולותיה עם הפורום ליציבות פיננסית (FSF).
2009-2008	מפקחים, BCBS, במדינות השונות	<b>13.ii</b> המפקחים יחזקו את הנחיותיהם בנוגע לניהול סיכונים ברמה הכלל-ארגונית, לרבות סיכון ריכוזיות.
2009-2008	מפקחים, BCBS, במדינות השונות	<b>14.ii</b> המפקחים יחזקו את הנחיותיהם בנוגע למבחני קיצון המבוצעים למטרות ניהול סיכונים ותכנון הון.
2009-2008	מפקחים, BCBS, במדינות השונות	<b>15.ii</b> המפקחים יחזקו את הנחיותיהם בנוגע לניהול הולם של חשיפות חוץ-מאזניות.
2009-2008	מפקחים, BCBS, במדינות השונות	<b>16.ii</b> המפקחים יפרסמו הנחיות לחיזוק ניהול הסיכונים המתקשר לעסקאות איגוח.
2009-2008	מפקחים במדינות השונות	<b>17.ii</b> המפקחים יחזקו את ההנחיות הקיימות בנוגע לניהול חשיפות לצדדים נגדיים ממונפים.

<b>על גופי הרגולציה הרלוונטיים לחזק את דרישותיהם בנוגע לתהליכים של משקיעים מוסדיים להשקעה במוצרים מובנים.</b>		
2009	רגולטורים לאומיים	<b>18.ii</b> הרגולטורים האחראים על משקיעים מוסדיים יחזקו את הדרישות או את הפרקטיקות המיטביות (best practices) עבור תהליכי ההשקעה במוצרים מובנים על ידי חברות.
<b>חברות בתעשייה הפיננסית צריכות להתאים את מודל התגמול שלהן לרווחיות הכלל-ארגונית של החברה בטווח הארוך. הרגולטורים והמפקחים יעבדו יחד עם משתתפי השוק להפחתת הסיכונים העולים ממבני תמריצים בלתי נאותים.</b>		
2009	רגולטורים ומפקחים לאומיים	<b>19.ii</b> על הרגולטורים והמפקחים לעבוד יחד עם משתתפי השוק להפחתת הסיכונים הנובעים ממדיניות תגמול של חברות.
<b>תשתית תפעולית לנגזרים מעבר לדלפק (OTC)</b>		
<b>על משתתפי השוק לפעול ללא דיחוי להבטחת תשתית סליקה, תשתית משפטית ותשתית תפעולית איתנה עבור שווקי הנגזרים מעבר לדלפק.</b>		
2008	משתתפי השוק	<b>20.ii</b> על משתתפי השוק לשנות את מסמכי המסחר הסטנדרטיים של נגזרי אשראי על מנת להתחשב באפשרות של פירעון התחייבויות הנובעות מאירוע אשראי במזומן, וזאת בהתאם לתנאים של פרוטוקול הפירעון במזומן שפותח בשוק אך לא שולב עדיין במסמכים הסטנדרטיים.
2008	משתתפי השוק	<b>21.ii</b> על משתתפי השוק ליצור תהליך אוטומטי לקיזוז עסקאות (trade novations) ולקבוע תקנים מחמירים לנכונות ועדכניות נתוני המסחר הנשלחים, ולעדכון מהיר של תיקון שגיאות בהתאמת נתוני מסחר של עסקאות בנגזרים מעבר לדלפק.
2008 -	הסקטור הפיננסי	<b>22.ii</b> על הסקטור הפיננסי לפתח תכנית ארוכת טווח לתשתית תפעולית אמינה אשר תתמוך בנגזרים מעבר לדלפק.

### iii. שיפור השקיפות וההערכה

<b>גילוי לגבי הסיכונים על ידי משתתפי השוק</b>		
<b>על מוסדות כספיים לחזק את גילויי הסיכון שלהם ועל המפקחים לשפר את דרישותיהם לגילוי סיכונים על פי נדבך 3 במסגרת באזל II.</b>		
אמצע 2008	מוסדות כספיים	<b>1.iii</b> הפורום ליציבות פיננסית (FSF) מעודד בזאת את המוסדות הכספיים להגיש גילוי מהימן של סיכוניהם בעזרת גישות הגילוי העיקריות המסוכמות בדוח זה, במועד הגשת דוחות אמצע השנה ל-2008.
2008-	נציגי הסקטור הפיננסי, רואי חשבון מבקרים	<b>2.iii</b> בעתיד, על המשקיעים, נציגי הסקטור הפיננסי ורואי החשבון המבקרים לעבוד יחד כדי לספק גילויי סיכון רלוונטיים ככל האפשר לתנאי השוק בעת הגילוי.
2009	BCBS	<b>3.iii</b> ועדת באזל תפרסם הנחיות נוספות עד 2009 לחיזוק דרישות הגילוי על פי נדבך 3 לבאזל II.

<b>תקנים בחשבונאות ובגילוי בנוגע למכשירים חוץ מאזניים</b>		
2009-2008	IASB	<b>4.iii</b> המוסד הבינלאומי לתקינה בחשבונאות (IASB) ישפר את תקני הגילוי והחשבונאות למכשירים חוץ מאזניים באופן מואץ, ויעבוד עם גופי תקינה נוספים לקראת התכנסות בינלאומית.
<b>הערכת שווי</b>		
<b>על גופי התקינה הבינלאומיים לשפר את ההנחיות בתחומי החשבונאות, הגילוי והביקורת בנוגע להערכות שווי (valuations). יש לשפר את תהליכי ההערכה המבוצעות על ידי חברות ואת ההנחיות הפיקוחיות בנושא זה.</b>		
2009-2008	IASB	<b>5.iii</b> ה-IASB יחזק את תקניו במטרה לשפר את הגילוי בעניין הערכות שווי, מתודולוגיות ואי הוודאות המתקשרת להערכות שווי.
2009-2008	IASB	<b>6.iii</b> ה-IASB ישפר את הנחיותיו בדבר הערכות שווי של מכשירים פיננסיים במצב שבו השווקים חדלים להיות פעילים. לצורך זה, יקים המוסד צוות מומחים מייעץ ב-2008.
2008	מוסדות כספיים	<b>7.iii</b> על מוסדות פיננסיים להתוות תהליכי הערכה קפדניים ולמסור גילויים אודות הערכות השווי שהם מבצעים.
2008	BCBS	<b>8.iii</b> ועדת באזל תפרסם לצורך התייעצות הנחיות לשיפור הערכת הפיקוח את תהליכי הערכות השווי של תאגידים בנקאיים ולחזוק הפרקטיקות המיטביות בתחום זה בשנת 2008.
2008-2009	IAASB, גופי תקינה לאומיים לביקורת, רגולטורים רלוונטיים	<b>9.iii</b> המוסד לתקני ביקורת בינלאומיים (IAASB), גופי תקינה לביקורת ברמה הלאומית והרגולטורים הרלוונטיים צריכים לשקול את הלקחים שנלמדו במהלך התקופה הסוערת בשווקים, ובהתאם לצורך, לשפר את ההנחיות לרואי חשבון מבקרים בנוגע להערכת מוצרים פיננסיים מורכבים או בלתי נזילים ובנוגע לגילוי הקשור לאותם מוצרים.
<b>שקיפות בתהליכים ובשווקים לאיגוח</b>		
<b>על הרגולטורים בשוקי ניירות הערך לעבוד עם משתתפי השוק להרחבת המידע על מוצרי איגוח ועל נכסי הבסיס המהווים בסיס למוצרים אלה.</b>		
2008	יזמי עסקאות, מארגני עסקאות, מפיצים, מנהלים וסוכנויות דירוג אשראי (CRAs)	<b>10.iii</b> על יזמי העסקאות (originators), מארגני עסקאות (arrangers), מפיצים, מנהלים וסוכנויות דירוג אשראי (CRAs) לחזק את השקיפות בכל שלב בשרשרת האיגוח, לרבות על ידי שיפור וסטנדרטיזציה של המידע על בסיס ראשוני ושוטף אודות מאגרי הנכסים המהווים בסיס למוצרי אשראי מובנים.
2008	יזמי עסקאות, מנפיקים	<b>11.iii</b> על יזמי עסקאות ומנפיקי מוצרי איגוח לספק שקיפות בנוגע לתקני החיתום עבור נכסי הבסיס. עליהם גם להעמיד לרשות המשקיעים ולרשות סוכנויות דירוג האשראי את תוצאות בדיקות הנאותות (due diligence) שבוצעו על ידם.
2008	משקיעים ומנהלי הנכסים שלהם	<b>12.iii</b> על המשקיעים ועל מנהלי הנכסים שלהם, להשיג מהמממנים ומהחתימים של מוצרי אשראי מובנים גישה למידע משופר אודות מאפייני הסיכון של האשראי, לרבות מידע על מאגרי נכסי בסיס,

		על בסיס ראשוני ושוטף.
2009-2008	רגולטורים של שווקי ניירות ערך, משתתפי השוק	<b>13.III</b> הרגולטורים בשווקי ניירות הערך יעבדו עם משתתפי השוק כדי לבדוק אם יש מקום להקמת מערכת מקיפה לשקיפות מחירים והיקפי מסחר אחרי המסחר, בשווקים משניים למכשירי אשראי.

#### IV. שינויים בתפקידם של דירוגי אשראי ובשימושים הנעשים בהם

<b>איכות תהליך הדירוג</b>		
<b>על סוכנויות דירוג האשראי (CRAs) לשפר את איכות תהליך הדירוג ולטפל בניגודי עניינים בעת דירוג מוצרים מובנים.</b>		
אמצע 2008	IOSCO	<b>1.IV</b> IOSCO יתקן את עקרונות קוד ההתנהגות לסוכנויות דירוג אשראי ( Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies ) עד אמצע 2008
-2008	סוכנויות דירוג אשראי, הרשויות	<b>2.IV</b> על סוכנויות דירוג האשראי לתקן במהירות את קודי ההתנהגות שלהן כדי ליישם את העקרונות המתוקנים של קוד ההתנהגות לסוכנויות דירוג אשראי של IOSCO. על הרשויות לעקוב באופן פרטני או קולקטיבי, אחר יישום קוד ההתנהגות המתוקן של IOSCO כדי להבטיח שסוכנויות דירוג האשראי מתרגמות אותו למעשים בתוך פרק זמן קצר.
-2008	סוכנויות דירוג אשראי	<b>3.IV</b> על סוכנויות דירוג האשראי להוכיח כי ביכולתן לשמור על איכות שירותיהן לנוכח הגידול המהיר בפעילותן, ולהקצות את המשאבים ההולמים הן לדירוג הראשוני והן לסקירות הסדירות של הדירוגים.
<b>הבחנה בין הדירוגים והרחבת המידע על מוצרים מובנים</b>		
<b>על סוכנויות דירוג האשראי ליצור הבחנה ברורה בין דירוגים של מוצרים פיננסיים מובנים לבין דירוגים של אג"ח, ולהרחיב את המידע הראשוני והשוטף שהן מספקות אודות מאפייני הסיכון של מוצרים מובנים.</b>		
-2008	סוכנויות דירוג אשראי	<b>4.IV</b> על סוכנויות דירוג האשראי להבחין בבירור, בין אם על ידי סולם דירוג שונה ובין אם על ידי סימון נוסף, בין הדירוגים של מוצרים מובנים לבין אלו של איגרות חוב קונצרניות, בכפוף להודעות ולהערות המתאימות.
-2008	סוכנויות דירוג אשראי	<b>5.IV</b> על סוכנויות דירוג האשראי להרחיב את המידע הראשוני והשוטף שהן מספקות אודות מאפייני הסיכון של מוצרים מובנים.
<b>הערכת סוכנויות דירוג אשראי את איכות הנתונים שבבסיס הדירוג</b>		
<b>על סוכנויות דירוג האשראי לשפר את סקירותיהן על איכות נתוני המקור ועל בדיקות הנאותות של נכסי הבסיס המבוצעות על ידי היזמים, המארגנים והמנפיקים המעורבים במוצרים מובנים.</b>		
-2008	סוכנויות דירוג אשראי	<b>6.IV</b> על סוכנויות דירוג האשראי לבחון את איכות נתוני המקור ואת בדיקות הנאותות המבוצעות על ידי היזמים, המארגנים והמנפיקים.

<b>שימושים בדירוגים על ידי משקיעים ורגולטורים</b>		
<b>על המשקיעים לתת את דעתם להסתמכות היתר שלהם על דירוגי האשראי. איגודי המשקיעים ישקלו לפתח סטנדרטים לבדיקות נאותות וניתוחי אשראי להשקעה במוצרים מובנים.</b>		
2008-	משקיעים	<b>7.IV</b> על המשקיעים לבחון מחדש כיצד לעשות שימוש בדירוגי אשראי במסגרת הנחיות וסמכויות ההשקעה, ניהול הסיכונים והערכות שווי. אסור שהדירוגים יבואו במקום ניתוח וניהול סיכונים נאות מצד המשקיעים. על המשקיעים לערוך ניתוח סיכונים התואם את מורכבות המוצר המובנה ואת מהות אחזקתם, או להימנע מאותה השקעה.
<b>על הרשויות לבחון את השימוש הנעשה על ידן בדירוגים במסגרת העבודה הרגולטורית והפיקוחית.</b>		
2008-	ועדות בינלאומיות, רשויות לאומיות	<b>8.IV</b> על הרשויות לוודא כי התפקידים שהן מקנות לדירוגים בתקנות ובכללי הפיקוח עולים בקנה אחד עם שתי מטרות: שהמשקיעים יקבלו החלטות שיפוט עצמאיות באשר לסיכונים יבצעו בדיקות נאותות בעצמם, וכי התנהלות הרשויות בנושא זה לא תתרום להסתמכות בלתי ביקורתית על דירוגי האשראי כתחליף להערכה עצמאית זו.

## **V. חיזוק תגובת הרשויות לסיכונים**

<b>תרגום ניתוח סיכונים לפעולה</b>		
<b>מפקחים, רגולטורים ובנקים מרכזיים – ביחד ולחוד – ינקטו צעדים נוספים לתרגום יעיל יותר של ניתוח הסיכונים לפעולות אשר מפחיתות סיכונים אלה.</b>		
2008-	מפקחים במדינות השונות	<b>1.V</b> על המפקחים לוודא כי יש בידיהם את המשאבים והנסיון המספיקים כדי לפקח על סיכונים הקשורים לחידושים פיננסיים ולהבטיח שלחברות הנתונות לפיקוחם יש את היכולת להבין ולנהל סיכונים אלה.
2008-	מפקחים ורגולטורים לאומיים	<b>2.V</b> על מפקחים ורגולטורים להביע באופן רשמי ומוקדם ככל האפשר בפני ההנהלות הבכירות והדירקטוריון של חברות את דאגתם באשר לחשיפות לסיכונים ואיכות ניהול הסיכונים ואת הצורך לנקוט בפעולה. מפקחים שעדיין לא עשו זאת, יאמצו פרקטיקה זו.
2008-	FSF	<b>3.V</b> ברמה הבינלאומית, ה-FSF יתן יותר תוקף לניתוח הסיכונים וההמלצות שלו, הן באופן ישיר, הן באמצעות פעולות חבריו והן על ידי יזימה של פעולות לבדיקת סיכונים והפחתתם וניהול מעקב אחר יוזמות אלו.
2008	FSF	<b>4.V</b> ה-FSF יקים מנגנון לכינון יחסי גומלין סדירים ברמה הבכירה עם המשתתפים בסקטור הפרטי, בהם משקיעים וסוכנויות דירוג אשראי, לקידום פעולות להפחתת סיכונים וחולשות שזוהו.

<b>שיפור חילופי המידע ושיתוף הפעולה בין הרשויות</b>		
<b>שיפור החלפת המידע ושיתוף הפעולה בין רשויות בתהליך הפיתוח של פרקטיקות מיטביות ברמות הלאומיות והבינלאומיות.</b>		
2008	מפקחים במדינות השונות	<b>5.V</b> השימוש בגופים הבינלאומיים הידועים כ"חבר מפקחים" (college of supervisors) יורחב כך שעד סוף 2008, יהיה חבר מפקחים עבור כל אחד מהמוסדות הפיננסיים העולמיים הגדולים ביותר.
2009	מפקחים במדינות השונות	<b>6.V</b> המפקחים המעורבים בחבר המפקחים יערכו תרגיל עד 2009 כדי להפיק לקחים בדבר נהלים מיטביים.
-2008	מפקחים במדינות השונות	<b>7.V</b> על מנת להחיש את תגובת הפיקוח להתפתחויות שיש להן אפקט משותף על פני מספר מוסדות, יש לשפר את החלפת המידע בין מפקחים ואת התיאום בפיתוח פרקטיקות מיטביות שישמשו אמות מידה הן ברמה הלאומית והן ברמה הבינלאומית.
-2008	מפקחים במדינות השונות, בנקים מרכזיים	<b>8.V</b> על המפקחים והבנקים המרכזיים לשפר את שיתוף הפעולה והחלפת המידע ביניהם, לרבות הערכות ביחס לסיכונים של יציבות פיננסית. החלפת המידע תהיה מהירה בתקופות של מתח בשווקים.
2008	מפקחים במדינות השונות, בנקים מרכזיים, גדולים	<b>9.V</b> כדי להקל על הבנק המרכזי להפחית את לחצי הנזילות בשוק על הבנקים הגדולים לחלוק עם הבנק המרכזי את תוכניות הנזילות שלהם לשעת חירום.
<b>שיפור עבודתם של גופים בינלאומיים בענייני מדיניות</b>		
<b>גופים בינלאומיים ישפרו את המהירות, סדרי העדיפויות והתיאום של עבודת פיתוח המדיניות שלהם.</b>		
-2008	ועדות בינלאומיות	<b>10.V</b> ועדות בינלאומיות של רגולטורים, מפקחים ובנקים מרכזיים יחזקו את סדרי העדיפויות של הנושאים המטופלים, ויקימו מנגנון להעברת סוגיות קשות לפתרון לדרג בכיר יותר של מקבלי החלטות. כחלק ממאמץ זה, יותוו לוחות זמנים לפעולות נדרשות ויגובשו תוכניות פעולה לטיפול בסוגיות שעוכבו או בסוגיות בעייתיות.
-2008	מפקחים במדינות השונות	<b>11.V</b> המפקחים במדינות השונות ינקטו צעדים נוספים לבדיקת יישומן של ההנחיות שפורסמו על ידי ועדות בינלאומיות, כחלק מהפיקוח הסדיר ברמה הלאומית.
-2008	FSF	<b>12.V</b> ה-FSF יעודד סקירות אסטרטגיות משותפות על ידי ועדות תקינה כדי להבטיח שפיתוח המדיניות יהיה מתואם ויתמקד בקדימויות.
-2008	IMF/FSF	<b>13.V</b> ה-FSF וקרן המטבע הבינלאומית (IMF) יחזקו את שיתוף הפעולה בנושא היציבות הפיננסית, כשהאחד ישלים את תפקידו של האחר. כחלק מתהליך זה, ה-IMF תדווח על ממצאי הניטור שהיא מנהלת לגבי סיכוני יציבות פיננסית בישיבותיה עם FSF, ומצדה תחתור לשלב מסקנות רלוונטיות של FSF בעבודת המעקב הדו-צדדית

**VI. הסדרים יציבים לטיפול במצבי מצוקה במערכת הפיננסית**

<b>פעולות הבנקים המרכזיים</b>		
<b>התשתית התפעולית של הבנק המרכזי צריכה להיות גמישה דיה במונחים של תדירות ומשך הפעולות, המכשירים העומדים לרשותם, ומגוון הצדדים הנגדיים והביטחונות, כדי להתמודד עם מצבים חריגים.</b>		
2008	בנקים מרכזיים	<b>1.VI</b> על מנת להתמודד עם הדרישה הגוברת אך לא ודאית לרזרבות, על התשתית התפעולית של המדיניות המוניטרית להיות גמישה מספיק ומסוגלת להגיב בזריזות ע"י הזרמת כמויות מהותיות של רזרבות לשוק מבלי להסתכן בהורדת שערי הריבית לעסקאות overnight לרמות נמוכות מיעד המדיניות למשך תקופות זמן משמעותיות.
2008	בנקים מרכזיים	<b>2.VI</b> מסגרת המדיניות תכלול את היכולת לבצע פעולות תכופות כנגד מגוון רחב של ביטחונות, במגוון רחב של מועדי פירעון ועם מגוון רחב של צדדים נגדיים, אשר תייעל את ההתמודדות עם מצבים חריגים.
2008	בנקים מרכזיים	<b>3.VI</b> על מנת להתמודד עם מצבי קיצון, על הבנקים המרכזיים לשקול הקמת מנגנונים שיעודם לספק צורכי מימון זמניים (frictional) שלא ייצרו סטיגמה על הבנקים הלויים.
2008	בנקים מרכזיים	<b>4.VI</b> על הבנקים המרכזיים לבנות את היכולת להשתמש במגוון מכשירים כאשר קשיי נזילות בקרב מוסדות או בשווקים מאיים על היציבות הפיננסית או על היעילות של המדיניות המוניטרית.
2009-2008	בנקים מרכזיים	<b>5.VI</b> כדי להתמודד עם בעיות נזילות במטבע זר, על הבנקים המרכזיים לשקול להקים קווים קבועים (standing) לביצוע עסקאות swap ביניהם. בנוסף, על הבנקים המרכזיים לשקול להרחיב את סוגי הבטחונות ולהתיר העברתם בין גבולות ומטבעות.
<b>הסדרים לטיפול בתאגידים בנקאיים חלשים</b>		
<b>על הרשויות להבהיר ולחזק את ההסדרים הלאומיים והסדרים חוצי גבולות לטיפול בתאגידים בנקאיים חלשים.</b>		
2009-2008	מפקחים במדינות השונות, בנקים מרכזיים, ממשלות	<b>6.VI</b> ברמה הלאומית, על הרשויות לסקור, ובמידת הצורך, לחזק את סמכויותיהן החוקיות ולהבהיר את חלוקת התפקידים בין רשויות המדינה השונות לטיפול בתאגידים בנקאיים חלשים או כושלים.
2008	רשויות לאומיות, BCBS	<b>7.VI</b> ברמה הבינלאומית, על הרשויות להאיץ את העבודה לשיתוף מידע על הסדרים לאומיים לטיפול בתאגידים בנקאיים בעייתיים ולריכוז סוגיות חוצות גבולות, ולאחר מכן להחליט כיצד לטפל באתגרים שזוהו.
<b>הרשויות יסקרו, ובמידת הצורך, יחזקו הסדרים לביטוח פיקדונות</b>		
2009-2008	רשויות לאומיות	<b>8.VI</b> על הרשויות להגיע להסכמה על סט עקרונות בינלאומיים למערכת ביטוח פיקדונות.

2009-2008	רשויות לאומיות	<b>9.VI</b> הסדרי ביטוח פיקדונות לאומיים ייבחנו כנגד העקרונות הבינלאומיים המוסכמים, ועל הרשויות לחזק את ההסדרים כאשר נדרש.
<b>הרשויות יחזקו את שיתוף הפעולה חוצה-הגבולות בניהול משברים.</b>		
2008	מפקחים במדינות השונות, בנקים מרכזיים רלוונטיים	<b>10.VI</b> עבור הפירמות הפיננסיות הגדולות ביותר חוצות הגבולות, המעורבות הישירה ביותר של מפקחים ושל בנקים מרכזיים תיצור קבוצה קטנה לטיפול בסוגיות ספציפיות של תוכניות לניהול משברים חוצי גבולות. הפגישה הראשונה מתוכננת לפני סוף 2008.
2009-2008	מפקחים במדינות השונות, בנקים מרכזיים	<b>11.VI</b> על הרשויות ללמוד לקחים מן הניסיון הבינלאומי בניהול משברים. יש להשתמש בלקחים אלה כבסיס לגיבוש פרקטיקות מיטביות לניהול משברים, שיהיו בעלי רלוונטיות בינלאומית רחבה.

## גישות גילוי עיקריות לחשיפות נבחרות

### 1.III הפורום ליציבות פיננסית (FSF) מעודד בזאת את המוסדות הפיננסיים לתת גילוי נאות של סיכניהם בעזרת גישות הגילוי העיקריות המסוכמות בדוח זה, במועד הגשת דוחות אמצע השנה ל-2008.

המשבר בשוק בתקופה האחרונה הבליט את הצורך בדבר גילוי לציבור שיתנו חברות פיננסיות אודות חשיפותיהן למכשירים מסוימים, שהשוק רואה בהם כיום מרובי-סיכון או כרוכים בסיכון רב יותר ממה שהיה מקובל לחשוב עד כה. מכשירים מסוג זה כוללים (collateralised debt obligations) CDO, (residential mortgage-) RMBS, (backed securities) CMBS, (commercial mortgage-backed securities), ישויות למטרה מיוחדת- SPE (special purpose entities) ומימון ממונף. בתגובה, חברות פיננסיות רבות שיפרו בזמן האחרון את הגילוי של חשיפות אלו.

דוגמאות אחדות לנוהג המוביל בגילויי סיכון בתנאי השוק הנוכחיים הובאו בדוח פיקוחי ובו גילויים כמותיים ואיכותיים שהוגשו על ידי מדגם של תאגידים בנקאיים גלובליים וחברות ניירות ערך. הטבלה להלן מציגת גילויים אלה בהבלטה; לאחריה מובא דיון קצר המתאר את הגילויים השונים.

בנוסף למידע בטבלה, רבות מהחברות גילו תחילה את הפרטים הבאים אודות כל אחד מהקטגוריות:

- סך החשיפה, כולל ניתוח מאזני וחוז-מאזני (כמו גם קווי אשראי ממומנים ומחויבים (funded and committed lines), לפי המקרה)
- החשיפה לפני ואחרי גידור
- החשיפה לפני ואחרי הפחתות ערך (write downs)

פרטים נוספים סופקו דרך צירופים שונים של גילויים הכלולים בטבלה.

<p style="text-align: center;"><b><u>ישויות למטרה מיוחדת (SPE) - כללי</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• גודל ה-SPE לעומת סך החשיפה של הפירמה</li> <li>• פעילויות של ה-SPE</li> <li>• הסיבה לאיחוד (אם ישים)</li> <li>• מהות החשיפה (sponsor), ספק נזילות ו/או ספק חיזוק (אשראי)</li> <li>• סוג הביטחונות</li> <li>• פיזור גיאוגרפי של הביטחונות</li> <li>• תקופות ממוצעות לפירעון של הביטחונות</li> <li>• דירוגי אשראי של ביטחונות הבסיס</li> </ul> <p style="text-align: center;"><b><u>חשיפה להלוואות סאב-פריים אחרות והלוואות ALT-A</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• הלוואות "שלמות" (Whole loans), RMBS, נגזרים, אחר</li> <li>• פרטים על איכות האשראי (כגון דירוג אשראי, יחסי LTV, מדדי ביצוע)</li> <li>• התפלגות החשיפה למשכנתאות סאב-פריים לפי גיל (vintage)</li> <li>• רגישות הערכת השווי לשינויים בהנחות יסוד ובתשומות</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b><u>(CDO) Collateralised Debt Obligations</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• גודל ה-CDO לעומת סך החשיפה של הפירמה</li> <li>• התפלגות ה-CDOs – לפי סוג, רובד, דירוג וכד'</li> <li>• התפלגות הביטחונות לפי סוג</li> <li>• התפלגות החשיפה למשכנתאות סאב-פריים לפי גיל (vintage)</li> <li>• גידורים, לרבות חשיפות לפעילות מסוימת (monoline), צדדים נגדיים אחרים</li> <li>• איכות האשראי של הצדדים הנגדיים לגידור</li> <li>• התאמות בהערכת האשראי לצדדים נגדיים ספציפיים</li> <li>• רגישות ההערכה לשינויים בהנחות יסוד</li> </ul> <p style="text-align: center;"><b><u>ניירות ערך מגובי משכנתאות למסחר (CMBS)</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• התפלגות הביטחונות לפי ענפי תעשייה</li> <li>• התפלגות הביטחונות לפי אזור גיאוגרפי</li> <li>• שינוי בחשיפה לעומת התקופה הקודמת, כולל מכירות והפחתות ערך</li> </ul> <p style="text-align: center;"><b><u>מימון ממונף</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• חשיפה ממונפת והתחייבויות בלתי ממונפות</li> <li>• שינוי בחשיפה לעומת תקופות קודמות, כולל מכירות והפחתות ערך</li> <li>• התפלגות החשיפה לפי ענפי תעשייה</li> <li>• התפלגות החשיפה לפי אזור גיאוגרפי ותשומות</li> </ul>
--	---

### ישויות למטרה מיוחדת - כללי

- סיכום החשיפות לישויות למטרה מיוחדת (SPE) שעמן קשורה הפירמה, תוך הבחנה בין ישויות מאוחדות ובין ישויות שאינן מאוחדות.<sup>7</sup> ברמה הכללית, ישויות אלה כוללות CDOs, ניירות ערך מסחריים מגובי נכסים (ABCP), מכשירי השקעה מובנים (SIVs), ומגוון SPEs נוספות. אם מתבקש מתוך הנסיבות ש-SPE תעבור ממעמד חוץ-מאזני למאזני, הדבר יצוין בגילוי.
- גודל ה-SPE ופעילויותיה.

<sup>7</sup> השאלה אם SPE היא מאוחדת תלויה בתקני החשבונאות הישימים; לפיכך, SPE מסוימת עשויה להיחשב מאוחדת בתחום שיפוט אחד, ובלתי מאוחדת באחר.

- טיב המעורבות של הפירמה בקטגוריות מסוימות של SPE והחשיפה המרבית של הפירמה להפסד כתוצאה ממעורבותה בכל קטגוריה.
- התפלגויות נכסי הבסיס של SIVs ו-ABCP לפי סוג הביטחונות, דירוגי האשראי, והמיקום הגיאוגרפי של הלווים הסופיים ותקופת הפירעון הממוצעת של ההתחייבויות בהם.

### (CDO) Collateralised Debt Obligations

- סך החשיפה של הפירמה ל-CDOs והתפלגות חשיפה זו בהתאם למתודולוגיה הפנימית של הפירמה, כגון התפלגות של חשיפות ברבדים בכירים במיוחד (super-senior) לנכסי בסיס בדרג גבוה, דרג ביניים ו-CDO squared.
- נתונים נפרדים ל-CDOs שביטחון הבסיס הסופי שלהם מעורר חשש מיוחד בשווקים (כגון משכנתאות סאב-פריים לדירור) ו-CDOs אחרים. ברמה הכללית יותר, יוצג דיון המתאר בפני משתתפי השוק כיצד קובעת הפירמה כי CDO מסוים הוא "CDO של משכנתא סאב-פריים" (לדוגמה, אחוז הביטחונות המורכב ממשכנתאות סאב-פריים).
- חשיפה ל-CDO לפני ואחרי גידור, לרבות חשיפות לערבים פיננסיים, המציגה את הסכום הרעיוני של ההגנה שנקנתה מערבים יחידים ואת השווי ההוגן של חשיפה זו הן לפני והן אחרי ההתאמות להערכת האשראי, אם קיימות.<sup>8</sup>
- נתונים הקשורים לאיכות האשראי של ה-CDOs, כגון שערך למחיר השוק או הפחתות ערך אחרות מהערך הנקוב, המפורטים בהתאם למתודולוגיה של הפירמה, והגיל (vintage) של משכנתאות סאב-פריים המשמשות בסיס.
- המתודולוגיה להערכת שוויים של המכשירים והגורמים המניעים העיקריים ששימשו בהערכה.

### חשיפות סאב-פריים נוספות

- חשיפה למשכנתאות סאב-פריים שלא במסגרת CDOs, בין אם הלוואות שלמות (whole loans), RMBS, דרך נגזרים או מחויבויות, הן לפני ואחרי גידור, לצד נתונים המציינים את איכות האשראי של אותן משכנתאות, כגון הפחתות ערך או דירוגי אשראי.
- נתונים דומים לגבי משכנתאות Alt-A.
- רגישות ההערכה של EMBS לשינויים בהנחות, כגון שיעורי פרעון מוקדם, הפסדי אשראי ושיעור הניכיון, מפורטים לפי איכות המשכנתאות.

### ניירות ערך מגובי משכנתאות למסחר (CMBS)

- חשיפה ל-CMBS, הן לפני ואחרי השפעת הגידור וכולל פירוטים לפי ענפי תעשייה של ביטחונות הבסיס ואזור גיאוגרפי.

<sup>8</sup> חשיפה לערבים פיננסיים עשויה לנבוע מ-RMBS סאב-פריים המוצגים ישירות במאזן הפירמה, כמו גם מעסקאות CDO.

## מימון ממונף

- חשיפה מאזנית וחוז-מאזנית למימון ממונף, לצד פירוט, כגון הפחתות ערך והתפלגויות לפי ענפי תעשייה ואזורים גיאוגרפיים.