

הוועדה לשכלול המסחר ולעידוד הנזילות בבורסה

דוח סופי



תוכן עניינים

5	הקדמה
9	חלק א' – תקציר הדוח
10	תיאור תמציתי של ההמלצות המרכזיות של הוועדה
20	חלק ב' - רקע בנוגע לעבודת הוועדה
54	חלק ג' – המלצות
54	הבורסה כתאגיד למטרת רווח
61	סוגי החברויות בבורסה
64	מאגר השאלות
69	מסחר אלגוריתמי
80	עידוד תחרות בתחום הברוקראז'
82	מערכת המסחר בבורסה
84	הרחבת פורמט הפצת המידע בסטנדרט – XML
86	הרחבת טכנולוגית ההתקשרות של ברוקרים זרים לבורסה בסטנדרט – FIX
88	מועדי המסחר בבורסה
89	מסחר במט"ח
91	השקת מוצרים פיננסיים חדשים
104	מודל עמלות לעידוד נזילות בבורסה
108	שיעורי מס המוטלים על ניירות ערך סחירים
110	רגולציה
112	רגולציה אגף שוק ההון
114	עשיית שוק בחשבון הנוסטרו על ידי בנקים מסחריים בישראל
116	מגבלת האחזקות במניות הבנקים (5%) והשפעתה על היקף המסחר
122	אנליזות
123	שיווק
125	הקמת יחידת מחקר והוראה
126	פרוייקטים לפיתוח שוק ההון
128	נספח 1 – כתב המינוי של הוועדה
130	נספח 2 - רשימת הנציגים שהופיעו בפני הוועדה
131	נספח 3 - מבנה ענף מנהלי קרנות נאמנות בשנים 2003-2012
134	נספח 4 - מבנה ענף חברות לניהול תיקים בשנים 2003-2012
136	נספח 5 - נתונים אודות ענף החיסכון הפנסיוני לשנים 2003 – 2012
141	נספח 6 - דויטשה בורסה
144	נספח 7 - בורסת אוסטרליה
148	נספח 8 - בורסת לונדון
152	נספח 9 - בורסת סינגפור
155	נספח 10 - סקירה בינלאומית בנושא אלגורדינג
177	נספח 11 - CDS

180	.....	PSSTRI – 12	נספח
183	.....	STRIPPING	נספח 13 – סוגי אג"ח להן ניתן לבצע
185	.....	Information Statement	נספח 14 –
194	.....		נספח 15- מאפיינים למידת הנזילות

יום שני י' אדר א תשע"ד

לכבוד
פרופ' שמואל האוזר
יושב ראש רשות ניירות ערך

פרופ' האוזר הנכבד,

אנו מתכבדים להגיש לך בזאת את הדוח הסופי של הוועדה לשכלול המסחר ולעידוד הנזילות בבורסה (להלן: "הוועדה"). הוועדה החלה את עבודתה בחודש מאי 2013, ומאז נתכנסה וקיימה למעלה מעשרים ישיבות, במסגרתן הושמעו דבריהם של נציגי גופים רבים הפועלים בשוק ההון במגוון רחב של תחומים, והתקיימו דיונים פנימיים של הוועדה. רשימת הנציגים אשר הופיעו בפני הוועדה מופיעה בנספח 2.

עקב הדחפיות במתן מענה מהיר למצב שוק ההון בכלל והבורסה בפרט, הוגש בתחילת ספטמבר 2013 דוח ביניים הכולל המלצות לביצוע בטווח הקצר או המידי, וכן המלצות לבדיקת נושאים אשר ביצועם עלול להימשך זמן רב יותר, אך הומלץ להתחיל בבדיקתם כבר בהקדם האפשרי.

הוועדה קיבלה הערות מן הציבור על דוח הביניים שהוגש, ואלה נדונו בישיבות הוועדה וחלקן שולבו בדוח הסופי.

החולשה המתמשכת בשוק המניות והמכשירים הנגזרים מקנה חשיבות מיוחדת ליישום ההמלצות בהקדם האפשרי, ואנו מקווים שהמלצות הוועדה תאומצנה ותבוצענה הלכה למעשה. אנו מבקשים להודות לכל אלו שהגישו חומר לוועדה והופיעו בפניה.

בכבוד רב ובשם חברי הוועדה,

פרופ' משה בן-חורין, יו"ר הוועדה

מר יהודה בן אסאייג

רו"ח הילה בן חיים

מר דוד ברוך

מר רובי גולדנברג

ד"ר גיתית גור-גרשגורן

פרופ' אבי וואהל

רו"ח יורם סירקיס

רו"ח איציק שורקי

רו"ח אורלי קורן – מרכזת הוועדה

משקיפים: מר יוני שמש – הבורסה לניירות ערך, מר נדב שטינברג – בנק ישראל.

הקדמה

הוועדה לשכלול המסחר ולעידוד הנזילות בבורסה הוקמה על רקע השפל במחזורי המסחר בבורסה בשנים האחרונות, שפל הפוגע בשוק המשני ובשוק הראשוני גם יחד. הצורך החיוני בצמיחת המשק, בחלוקה יעילה של מקורותיו ובקיום כלים פיננסיים המאפשרים ניהול סיכונים ברמה גבוהה, מקנים לבורסה חשיבות רבה כמרכז שוק ההון, ומחייבים את פעילותה היעילה על רקע תחרות הולכת וגוברת בשוק ההון הגלובלי, ועל רקע ההתפתחויות הטכנולוגיות המהירות אשר פותחות אפשרויות חדשות המשתנות במהירות.

בכתב המינוי, נתבקשה הוועדה לבחון ולהציע חלופות לשם שכלול המסחר ולעידוד הנזילות בניירות, הערך הרשומים למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב. הוועדה התבקשה לבחון ולהתייחס, בין היתר, לנושאים הבאים:

1. השקת מוצרים פיננסיים חדשים;
2. מסחר בתדירות גבוהה;
3. שיטות מסחר ופקודות מסחר;
4. מבנה עמלות מסחר;
5. הקמת מאגר השאלות לניירות ערך;
6. עידוד משקיעים זרים.

הוועדה בחנה נושאים אלה ונושאים נוספים כמפורט בדוח.

המצב שאליו נקלעה הבורסה מבחינת הסחירות אינו נובע אך ורק מפעילות או אי-פעילות הבורסה עצמה. על מנת לחלץ את הבורסה מהשפל שאליו נקלעה, יש לעודד שיתוף פעולה בין מספר גורמים, שהמרכזיים ביניהם הם:

1. הבורסה;
2. הרגולטור (רשות ניירות ערך, הממונה על שוק ההון ובנק ישראל);
3. החברות הרשומות למסחר בבורסה;
4. הממשלה;
5. הכנסת.

הדוח עוסק ברובו בהמלצות לבורסה עצמה, אך יש בו גם התייחסות לגורמים הנוספים, בתקווה ששיתוף הפעולה יניב תוצאה אפקטיבית כבר בטווח הקצר.

הבורסה

בורסה מודרנית חייבת לתפקד בסביבה תחרותית ובשקיפות, תוך גמישות המאפשרת לה להגיב לתנאים המשתנים במהירות בתחומים העסקיים השונים, כולל התחום הטכנולוגי. כדי להמריץ את צמיחת המשק, הבורסה חייבת להבטיח נגישות בתחום גיוסי ההון למגוון חברות רחב, לרבות לחברות הבינוניות והקטנות.

בנוסף, מן הראוי להגדיל את מספר החברות הרשומות למסחר בבורסה ומגוון ענפי פעילותן, תוך שימת דגש על כניסתן של חברות מענפים שונים שפועלות כיום במסגרות פרטיות, כגון תשתיות, בניה למגורים, תחבורה (הרכבת, חברות האוטובוסים) וחברות גדולות אחרות, וזאת במטרה להפוך חברות אלה לזמינות להשקעה לציבור החוסכים, ובכך לגוון את היצע החברות הנסחרות בבורסה ולהעשיר את השוק.

כדי לעמוד באתגרים העומדים בפניה, על הבורסה "לישר קו" עם ההתפתחויות בבורסות המרכזיות ברחבי העולם. מאליו מובן שכל בורסה פועלת בתנאים סביבתיים, משפטיים, ורגולטוריים שונים ולכן לא כל התפתחות שחלה בבורסות אחרות מתאימה לבורסה בתל-אביב. עם זאת, חשוב לבחון את ההתפתחויות בעולם ולהשתלב במגמות החדשות ככל שמתאפשר ומוצדק מבחינה כלכלית, משפטית וארגונית. דוגמה בולטת היא מעורבות הבורסות בשיפור הממשל התאגידי של החברות הרשומות בבורסה. במשך שנים רבות מעורבות הבורסות בממשל התאגידי של החברות התמקדה בדרישות הרישום והדיווח. בשנים האחרונות מעורבותן בתחום ממשל תאגידי גובר, הן על ידי שיתוף פעולה עם גורמי האסדרה והן על ידי פעולות ממוקדות לקידום הממשל התאגידי ושמירה על Best Practice של החברות הרשומות למסחר¹.

רגולציה

במסגרת דיוניה שמעה הוועדה טענות מגורמים שונים, על כך שאחת הסיבות המרכזיות לירידה בפעילות בשוק ההון בכלל ובבורסה בפרט, היא ההתגברות וההחמרה ברגולציה במהלך השנים האחרונות. שוב ושוב נשמעו טענות בקשר לעומס הרגולטורי ועל השלכותיו על החברות הציבוריות, על היותו גורם רב-משמעות בהחלטה של חברות לעבור ממעמד פרטי לציבורי ועל הפגיעה בתחרות בענף הפיננסים.

מנגד, קיימת גם טענה הפוכה, לפיה המשבר בשוק ההון והירידה בפעילות בבורסה נגרמו, בין היתר, כתוצאה מפגיעה בציבור המשקיעים ומהיעדר רגולציה מספקת שבידה כלים להתמודדות עם בעיות שנצפו בשוק ההון המקומי, כגון: הסדרי חוב, שכר בכירים מופרז, וכדומה. על פי גישה זו, הרגולציה שיושמה מאז המשבר הכלכלי האחרון הייתה מוצדקת, ומוטב היה לו נעשתה בשלב מוקדם יותר.

כדי להבטיח תפקוד יעיל של שוק ההון, יש לשמור על תחרותיות במשק ובכלל זה בענף הפיננסים, ולמנוע את הגדלת הריכוזיות אשר התעצמה בשנים האחרונות ובאה לידי ביטוי בתהליכי מיזוג בין בתי השקעות. בשנים האחרונות, חל גידול רב בנכסי החיסכון ארוך-הטווח של הציבור. הגידול המהיר בנכסי החיסכון צפוי להימשך בעתיד הנראה לעין, וחשוב לדאוג לכך שניהולם של נכסים אלה יתקיים בסביבה תחרותית ובלתי מרוכזת.

הוועדה לא קיימה במסגרת דיוניה בחינה של הרגולציה לגופה, והיא סבורה כי אף שהרגולציה היא תנאי הכרחי להמשך התפתחות בת-קיימא של השווקים, יש לבחון כיצד ניתן להקל בהשפעה המצרפית של הרגולציה על החברות ועל שוק ההון. רשות ניירות ערך הציגה בפני הוועדה את מפת הדרכים שפרסמה בחודש ספטמבר 2012, שהיא התכנית האסטרטגית הרב-שנתית של הרשות, ובמסגרתה מקדמת הרשות מתווה להקלות ברגולציה, כמפורט בהמשך.

¹ ראו:

Directorate for Financial and Enterprise Affairs Steering Group on Corporate Governance, "The Role of Stock Exchanges in Corporate Governance", April 2009. <http://www.world-exchanges.org/files/statistics/excel/OECD%20report%20on%20The%20Role%20of%20Stock%20Exchanges%20in%20Corporate%20Governance%2C%20April%202009.pdf>

הוועדה מחזקת את ידי הרשות במהלך ההקלות וקוראת לרגולטורים האחרים לבחון את תחומי אחריותם ברוח זו, תוך שימת לב לנטל על החברות במשק, לנכונות של החברות להיכנס למעגל החברות הציבוריות ולרישום מנייתיהם למסחר בבורסה, וכן לשינויים במבנה ענף הפיננסים שנגרם, בין היתר, עקב ההכבדה הרגולטורית.

החברות הרשומות למסחר בבורסה

חברה הרשומת את מנייתה למסחר בבורסה מקבלת מעמד של "חברה ציבורית". במקרים רבים, נוצרת בחברה ציפייה לכך שהרישום בבורסה ייצר סחירות גבוהה במניה. בפועל, הסחירות מושפעת ממספר רב של גורמים, אשר חלקם אינם בשליטת החברה, כגון הוותק שלה, מצב הסחירות הכללי בבורסה, המדיניות הממשלתית וכדומה. עם זאת, בדרך כלל, לחברה מידה לא מבוטלת של השפעה על הביקוש למנייתה ועל הסחירות בהן.

חברות בורסאיות בכל רחבי העולם פועלות באופן שוטף לתמיכה בסחירות ניירות הערך שלהן, מתוך הכרה בכך שהגברת מעורבות החברה, לצד שקיפות ואמינות ההנהלה, מספקים ערך משמעותי לחברה, ערך המתבטא בשווי השוק של המניה ובמחזורי המסחר. פעילות זו נועדה, במידה רבה, לעניין משקיעים מוסדיים בהשקעה במניית החברה והיא מושפעת מאוד מכללי ההתנהגות שהחברה מטילה על עצמה.

בקשר לכך, רצוי שהבורסה ואיגוד החברות הציבוריות יפעלו לגיבוש הגדרה של Best Practice, שתכלול מתווה לנורמות גבוהות מומלצות של התנהגות ושל ניהול שיש לחתור אליהן, ולצפות להן גם אם אינן מהוות כללים מחייבים. נורמות אלו עשויות לכלול תחומים הקשורים, בין היתר, לממשל תאגידי, לשקיפות, להגדרת יעדים אסטרטגיים לטווח הארוך ויעדים לטווח הקצר והבינוני (כגון בתחום ההשקעות, מבנה ההון, חלוקת דיבידנדים וכדומה). חשוב שהיעדים יוגדרו באופן שניתן יהיה למדוד אותם כמותית וכך יתאפשר לציבור לעקוב לאורך זמן אחר עמידת החברות בסטנדרטים שהן יגדירו לעצמן ויאפשר גם לבורסה לפעול לחיזוק ועידוד המגמה². כמו כן, מומלץ אף לחתור להגדלת הכמות הצפה של מניות החברה בעידוד הבורסה, איגוד החברות הציבוריות וגורמים רלבנטיים אחרים.

הממשלה

עידוד המסחר בבורסה היא משימה שדורשת סיוע גם מצד הממשלה. במטרה לעודד את המסחר בבורסה, מוטלת האחריות על הממשלה ליצור סביבה עסקית יציבה. כידוע, שוק ההון מגיב בחיוב לסביבה עסקית בה אי-הוודאות נמוכה ככל שניתן. קבלת החלטות כלכליות ליישום בטווח הקצר ועל אחת כמה וכמה, החלטות בעלות השפעה רטרואקטיבית, מכבידה על תפקוד שוק ההון, מקשה על הערכת שווי ניירות הערך, מגבירה את התנודתיות במחירי ניירות הערך ופוגעת בנזילות וברצון המשקיעים לגייס הון בבורסה. בנוסף, מומלצת בחינה מחודשת של שיעורי המס המוטלים על המשקיעים בבורסה שכן לשיעורי מס אלה השפעה משמעותית על אטרקטיביות ההשקעה בניירות הערך, על הנזילות ועל מחזורי המסחר.

² בורסות שונות פועלות באופן ממוקד לחיזוק, עידוד ופיתוח נורמות גבוהות של ממשל תאגידי. לדוגמה, הבורסה של ברזיל ייסדה את ה-Novo Mercado ("שוק חדש") שבמסגרתו נסחרות מניות של חברות שהכפילו את עצמן מרצון לנורמות ממשל תאגידי גבוהות מאלה שנדרשות על ידי החוק והתקנות. הבורסה בוורשה ייסדה קבוצה של שותפים מרחבי פולין במטרה לפעול להגברת המודעות והחשיבות של ממשל תאגידי, ולאחרונה שידרגה את הגדרות ה-Best Practice שלה.

הכנסת

יישום חלק מהמלצות הוועדה עשוי לחייב שינויים ותיקונים בחקיקה. הבורסה וגופי האסדרה – הרגולטורים – מתבקשים להירתם למשימת יישום המלצות דוח זה. הצלחתם, בכל בנוגע לתיקונים ושינויים בחקיקה, תלויה גם בשיתוף הפעולה של הכנסת. יש לקוות שחברי הכנסת בוועדות הרלבנטיות יגלו הבנה לדחיפות הנושא שעל הפרק ויפעלו בנחישות שתאפשר יישום מהיר של ההמלצות.

חלק א' – תקציר הדוח

1. הוועדה הוקמה על רקע שפל במחזורי המסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב, שפל השורר בשנים האחרונות ופוגע בנזילות וביעילות השוק המשני לניירות ערך, ובעקיפין, אף פוגע בשוק הראשוני. בחינת מחזורי המסחר בשוק המניות בבורסה מעלה כי בעוד שבין השנים 2008-2010 עמדו מחזורי המסחר במניות על כ-1.25-1.5 מיליארדי ש"ח בממוצע יומי כל חודש, הרי שברבעון השני של שנת 2011 חל שינוי במגמה, שינוי אשר נמשך ביתר שאת בשנת 2012, כך שמחזור המסחר היומי בשנת 2012 התייצב על רמה ממוצעת של כ-600-800 מיליוני ש"ח, ממוצע הנמוך בכ-40% מהמחזור הממוצע היומי בשנה הקודמת לה, ובכ-50% ממחזור המסחר היומי הממוצע בין השנים 2008-2010. בנוסף, בחינת פילוח מחזורי המסחר במניות בין השנים 2007-2013, על פי קריטריון גודל החברות הסחירות בבורסה (בהתאם לשווי השוק השנתי הממוצע), מעלה כי כ-85% ממחזור המסחר היומי הממוצע בבורסה מתקיים ב-30-35 מניות החברות בעלות שווי השוק הגבוה בבורסה, קרי בכ-5% מסך מניות החברות הרשומות למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב.
2. בחינת מחזורי המסחר בשוק הנגזרים מעלה תמונה דומה למתוארת לעיל. מחזור המסחר באופציות על מדד ת"א-25 בשנת 2013 עומד על כ-50% מממוצע מחזורי המסחר בשוק הנגזרים בין השנים 2010-2011.
3. הצורך החיוני בצמיחת המשק, בחלוקה יעילה של מקורותיו ובקיום כלים פיננסיים המאפשרים ניהול סיכונים ברמה גבוהה, מקנים לבורסה חשיבות רבה כמרכז שוק ההון ומחייבים את פעולתה היעילה על רקע התחרות ההולכת וגוברת בשוק ההון המקומי והגלובלי, ועל רקע ההתפתחויות הטכנולוגיות המהירות הפותחות אפשרויות חדשות והמשתנות במהירות.
4. לאור האמור לעיל, התבקשה הוועדה בכתב המינוי לבחון ולהציע חלופות לשכלול המסחר ולעידוד הנזילות בניירות הערך הרשומים למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב. הוועדה התבקשה לבחון ולהתייחס, בין היתר, לנושאים הבאים:
 - השקת מוצרים פיננסיים חדשים;
 - מסחר בתדירות גבוהה;
 - שיטות מסחר ופקודות מסחר;
 - מבנה עמלות מסחר;
 - הקמת מאגר השאלות לניירות ערך;
 - עידוד משקיעים זרים;הוועדה בחנה נושאים אלו ונושאים נוספים כמפורט בדוח.
5. במהלך עבודתה, קיימה הוועדה מספר רב של דיונים, במסגרתם הושמעו דבריהם של נציגי גופים רבים הפועלים בשוק ההון במגוון רחב של תחומים. בנוסף, חברת הייעוץ McKinsey הציעה בפני הוועדה את עיקרי מסקנותיה מעבודה שביצעה עבור רשות ניירות ערך (להלן - עבודת McKinsey).
6. המצב שאליו נקלעה הבורסה מבחינת הסחירות אינו נובע אך ורק מפעילות או אי-פעילות הבורסה עצמה. על מנת לחלץ את הבורסה מהשפל שאליו נקלעה, יש לעודד שיתוף פעולה בין מספר גורמים, שהמרכזיים ביניהם הם: (1) הבורסה; (2) הרגולטור (רשות ניירות ערך), הממונה על שוק ההון ובנק ישראל; (3) החברות הרשומות למסחר בבורסה; (4) הממשלה; (5) הכנסת. הדוח עוסק ברובו בהמלצות לבורסה עצמה, אך יש בו גם התייחסות לגורמים הנוספים, בתקווה ששיתוף הפעולה יניב תוצאה אפקטיבית כבר בטווח הקצר.

תיאור תמציתי של ההמלצות המרכזיות של הוועדה

1. הבורסה כתאגיד למטרות רווח

- א. במהלך שני העשורים האחרונים, עברו מרבית הבורסות בעולם, במדינות המפותחות והמתפתחות כאחד, תהליך שבמסגרתו זנחו את מודל ה'שותפות' לטובת מבני בעלות חדשים. מבני הבעלות שאומצו אינם זהים, והם מושפעים מהסביבה הכלכלית והמשפטית, כמו גם ממגבלות שנבעו מהצורך להגיע למתווה מוסכם עם הבעלים הקודמים. יחד עם זאת, מאפיין מרכזי משותף למבני הבעלות החדשים הינו הפיכת הבורסה לעסק כלכלי למטרות רווח.
- ב. שינוי מבנה הבעלות של הבורסות ממודל של שותפות למודל של תאגיד למטרות רווח נבע, בין היתר, מהצורך ליצור מבנה בעלות שמתמרץ את חברי הבורסה להשקיע את המשאבים הדרושים כדי להתמודד עם ההתקדמות הטכנולוגית ועם התעצמות התחרותיות מצד בורסות אחרות, ואשר יקל על קיום שיתוף פעולה בין בורסות (בין היתר באמצעות קשרי בעלות) לשם יצירה וניצול של יתרונות לגודל.
- ג. מעבודת McKinsey אשר הוצגה בפני הוועדה עולה כי בורסות בעולם אשר זנחו את המודל של אגודה שיתופית ועברו למודל של פעילות למטרת רווח הצליחו לשפר פרמטרים חשובים בפעילותם ובהם: שקיפות וממשל תאגידי, אטרקטיביות, יעילות, סחירות, נגישות להון, ושתופי פעולה עם בורסות אחרות ועם משקיעים. עוד נטען בעבודה כי שינוי מבנה הבעלות עשוי להביא ליישום מהיר וטבעי של פעולות לרבות המלצות וועדה זו, אשר יגבירו את האטרקטיביות והתחרותיות של הבורסה בסביבה המקומית והגלובלית.
- ד. הוועדה ממליצה לבורסה לפעול בדחיפות במטרה לשנות את מבנה הבעלות, כמקובל בעולם, ממבנה של שותפות למבנה של תאגיד למטרות רווח, באופן המנתק ככל האפשר בין הבעלות לבין החברות תוך מזעור ניגודי העניינים בין ניהול הבורסה ובין האינטרסים השונים של כל הפעילים בבורסה.

2. סוגי החברויות בבורסה

- א. בהתאם לתנאי הכשירות ולנוהל קבלת חברים בתקנון הבורסה, חברה הרשומה בישראל שאינה תאגיד בנקאי ואינה חבר רחוק, המבקשת להתקבל כחבר בורסה, נדרשת בין היתר, לתנאי מינימום של מספר לקוחות מזערי ושווי כולל של תיקי ניירות ערך של הלקוחות.
- ב. בנוסף, כדי לקבל גוף פיננסי בינלאומי כחבר רחוק בבורסה, קובעות הנחיות תקנון הבורסה, בין היתר, לוודא כי הגוף הפיננסי התאגד ברשימה מוגדרת של מדינות בעולם, כי הינו חבר במשך 10 שנים לפחות ברשימה סגורה של בורסות מובילות בעולם, וכי יהא בכל עת בעל הון עצמי מזערי של מיליארד דולר ארה"ב לפחות.
- ג. הוראות תקנון הבורסה קובעות כי חבר מסלקה חייב להיות גם חבר בורסה. קיימים בעולם גופים שמתמחים במתן שירותי משמורת וסליקה בשווקים בחו"ל, אשר ככלל, מעוניינים לתת שירותי סליקה ומשמורת בלבד בישראל.
- ד. במטרה לעודד את פעילותם של עושי השוק ושל סוחרי הנוסטרו הגדולים, מוצע בזאת לקבוע כינון מעמד של חבר בורסה מיוחד לאותם גופים אמורים, מעמד המקנה אפשרות

להתחברות ישירה לבורסה, גישה ישירה להשאלות וכיו"ב, צעדים אשר יעודדו גופים אלו להגדיל את היקף פעילותם.

ה. הוועדה ממליצה להרחיב את סוגי החברויות בבורסה והגדרתם של חברים בהתאם לפעילות החבר המבקש - סליקה ומשמורת / ברוקראז' / מסחר לחשבון עצמי, כפי שמקובל בבורסות זרות.

ו. כמו-כן, ממליצה הוועדה ליצור הבחנה בתנאי הכשירות בהתאם לסוגים השונים של חברי הבורסה, תוך שימת דגש על דרישות ההון העצמי המזערי ומידת האיתנות הפיננסית, אשר ייקבעו בהתאם לרמת הסיכון הפיננסי הגלום בפעילות כל סוג חבר.

ז. מומלץ בזאת להקל בתנאי הכשירות לקבלת חבר רחוק, וזאת במטרה להגדיל את מספר חברי הבורסה הרחוקים, שחברותם תאפשר חשיפה למספר גדול יותר של משקיעים זרים. בנוסף לכך, מומלץ לבחון את האפשרות להתקשר בהסכמי Cross Membership עם בורסות מובילות ברחבי העולם, או לכל הפחות, לקבוע באופן חד-צדדי כי חבר בבורסה זרה (אשר נמנית על רשימת בורסות מפורטת שתיקבע על ידי דירקטוריון הבורסה), מהווה תנאי מספיק לקבלה כחבר בבורסה בישראל (במסגרת סוג הפעילות בו עוסק החבר בבורסה הזרה).

ח. מומלץ לפעול להנגשת הבורסה בתל-אביב לברוקרים מקוונים.

3. מאגר השאלות

א. בשוק הון בו פועלים משקיעים בעלי יעדי השקעה מגוונים וציפיות הטרוגניות, קיימת חשיבות רבה ליכולת פעילים שמצפים לירידות מחירים בשוק, לבצע טכניקות שורט וליהנות מרווחים גם מירידת שערים, כמו גם לעשות שימוש בטכניקות שורט לשם גידור סיכונים וכחלק מאסטרטגיות השקעה מורכבות. על-כן, האפשרות למכור ניירות ערך בחסר מהווה מרכיב חיוני בקיומו של שוק יעיל.

ב. כידוע לכל, לשם ביצוע אסטרטגיית שורט מסוג מכירה בחסר, על משקיע לשאול מראש את נייר הערך מבעליו לתקופה מוסכמת תמורת דמי השאלה, ולמכור אותו בשוק (בבורסה או מחוץ לבורסה). סגירת הפוזיציה מתבצעת כאשר רוכש המשקיע את נייר הערך בשוק ומחזיר את הכמות המושאלת למשאל. על כן, בנוסף ליעילות, יכולת המשקיעים לשאול ניירות ערך ולמכרם בחסר תורמת לניילות השוק.

ג. קיימים בעולם שווקים שונים בהם ההשאלות נעשות באמצעות מאגרי השאלות או באמצעות שירות של מערכת השאלות מרכזית. בהתאם למצב השורר כיום בישראל, רוב מלאי ניירות הערך מרוכז בבנקים הגדולים בישראל, ופעילות ההשאלות אינה מתבצעת במסגרת מאגר השאלות או מערכת של השאלות מרכזית אשר נגישה לכלל הפעילים בשוק. עובדה זו מהווה חסם משמעותי בעבור לקוחות שאר חברי הבורסה, ומונעת מהם לבצע אסטרטגיית שורט מסוג מכירה בחסר, הואיל ולעיתים קרובות ניירות הערך המבוקשים אינם נמצאים במלאי של חברי הבורסה שמספקים להם שירותי ברוקראז'.

ד. הוועדה ממליצה להקים מאגר השאלות מרכזי וממוחשב, אשר ינוהל על ידי מסלקת הבורסה, ואשר יהיה נגיש לכלל הפעילים בשוק ההון. דבר זה יקל על השחקנים לפעול באופן יעיל יותר, ובכך לספק ניילות לשוק. מאגר ההשאלות ינוהל כך שתינתן הזדמנות שווה לכל המחזיקים את ניירות ערך המבוקשים בחשבון ניירות הערך שלהם להשאל ולזכות בדמי השאלה.

- ה. המסלקה תשמש צד נגדי מרכזי לעסקת ההשאלה (CCP- Central Counter Party) ותנהל את הביטחונות הנדרשים בעסקת ההשאלה.
- ו. מומלץ להקים מערכת מסחר בהשאלות אשר תאפשר מערכת ממוחשבת של ביקוש והיצע של השאלות ותאפשר מפגש בין שואלים ומשאילים. מערכת זו תכלול ספר השאלות, כאשר הביקוש וההיצע יהוו את כמות ההשאלה והמחיר יהווה את דמי ההשאלה.
- ז. במטרה להבטיח את הצלחת מאגר ההשאלות, מוצע בזאת ליישם תמריצים להבטחת השימוש במאגר ההשאלות, בעיקר מצדם של הגופים המשאילים. אפשרות אחת הינה בחינת סבירות החלטת גוף מוסדי, אם החליט שלא להשאיל ניירות ערך באמצעות המאגר המרכזי. לחלופין, ניתן לבחון מודל לפיו ביד חבר הבורסה תהא ההרשאה להשאלת נכסי הלקוחות, מכח הסכם ההתקשרות, ובתמורה להעברת דמי ההשאלה ללקוח.
- ח. מאגר ההשאלות ינוהל כך שתינתן הזדמנות שווה ביד כל המחזיקים בניירות הערך המבוקשים בחשבונם להשאיל ולזכות בדמי השאלה. מאגר ההשאלות ינוהל בצורה שיוויונית ושקופה.
- ט. יש להתאים את הסכמי ההשאלה הקיימים בקרב חברי הבורסה בישראל, להסכמים הסטנדרטיים שקיימים בעולם. הסכם GMSLA שהינו הסכם השאלה סטנדרטי בינלאומי עבור המשאיל והשואל³, אשר מוכר למשקיעים זרים, ולעומת זאת המצב בישראל הוא שלכל חבר בורסה יש הסכם השאלה ייחודי, עובדה המקשה על שימוש סטנדרטי וידידותי במאגר ההשאלות.
- י. **המלצות בטווח הקצר** - לנוכח המעבר לסליקת ניירות ערך ביום T+1, מוצע לתקן את תקנון הבורסה כך שחבר הבורסה יידרש להמציא את נייר הערך המושאל רק ביום T+1, הוא יום ביצוע הסליקה, ולא ביום ביצוע המכירה בחסר (T).

4. מסחר אלגוריתמי

מסחר אלגוריתמי (Algorithmic Trading) פירושו שימוש בפלטפורמות טכנולוגיות לצורך ניתוח נתוני השוק והגשת פקודות למסחר בניירות ערך, בנגזרים ובמכשירים פיננסיים נוספים. במסחר אלגוריתמי, המחשבים פועלים ישירות מול פלטפורמות המסחר, ומגישים הוראות ללא כל התערבות אנושית. המחשבים בוחנים מידע מהשוק ומידע רלוונטי אחר במהירות עיבוד גבוהה, ובהתבסס על מידע זה, ועל אלגוריתם שהוזן מבעוד מועד, מבצעים פעולות במסחר. הוועדה סבורה שיש לעודד את פעילות שחקני האלגו, ולכן ההמלצות כוללות גם צעדים שמטרתם לנהל את הסיכון הטבוע בפעילותם. המלצות רבות בפרקים אחרים בדוח, שאינן ייעודיות למסחר אלגוריתמי, יתרמו להרחבת פעילות המסחר האלגוריתמי ממילא: מבנה העמלות, מאגר השאלות, נגישות לבורסה, הוספת סוגי פקודות, כינון מעמד חדש לחברי הבורסה. בנוסף, הוועדה ממליצה באופן ייעודי על שירותים אשר יעודדו פעילות של סוחרי אלגו, כגון: השקת שירות Co-location והרחבת שקיפות המידע בספר. במקביל ליישום המלצות אלו, נדרש מהגורמים המעורבים להפחית את הסיכונים אשר מתעוררים נוכח הגברת פעילות שחקני האלגו, ולכן ממליצה הוועדה להרחיב את הבקורות הקיימות אצל הסוחרים עצמם, חברי הבורסה והבורסה עצמה, ביחס לפקודות שמוזרמות על ידי פעילי המסחר האלגוריתמי. בנוסף

³ Global Master Securities Lending Agreement - הסכמים בינלאומיים מקובלים להשאלת ניירות ערך.

לזאת, הוועדה ממליצה על ביצוע בדיקות נאותות לשחקני אלגו בידי חברי הבורסה בהתאם לרמת הסיכון שעולה מפעילותם.

5. עידוד תחרות בתחום הברוקראז' (פעילות במערכת סגורה)

א. נכון להיום, פעילות המסחר בניירות ערך בקרב הלקוחות הפרטיים נעשית ברובה באמצעות הבנקים (כ-75% מפעילות המסחר מתבצעת באמצעות הבנקים). במצב עניינים זה לא מתקיימת, למעשה, תחרות בתחום זה בין הבנקים לבין גורמים מחוץ למערכת הבנקאית דוגמת החשב"בים על אף עמלות אטרקטיביות המוצעות על ידי החשב"בים.

ב. העדר הסינוף של החשב"בים בשילוב הצורך לזיהוי לקוח פנים אל פנים בפתיחת חשבון מהווים חסם מרכזי להרחבת התחרות בתחום. חסמים נוספים הינם קושי בניידות הלקוחות מהמערכת הבנקאית לחשב"בים (זמן מעבר ועלויות) והנטייה הטבעית של משקי הבית לקבל שירותי ברוקראז' תחת קורת גג אחת במסגרת היותם לקוחות הבנק.

ג. לאור זאת, הוועדה ממליצה להאיץ את התיקון בצו איסור הלבנת הון שיאפשר הנגשת החשב"בים לפעילות לקוחות קמעונאיים, וזאת באמצעות מתן אפשרות לחשב"בים לנהל חשבונות לקוח במערכת סגורה. כלומר, אפשרות של קבלת לקוחות חדשים ללא כל צורך בזיהוי פנים-אל-פנים, כל עוד הכסף מועבר מתוך חשבון בנקאי וחוזר אל אותו חשבון. בכך תקודם הגברת התחרות בתחום שירותי המסחר בניירות ערך בין הבנקים לבין החשב"בים, בעיקר ללקוחות פרטיים. מדובר במהלך המהווה חלק ממפת-הדרכים של רשות ניירות ערך, בו הגדירה הרשות את פיתוח השוק כיעד מרכזי.

ד. הוועדה ממליצה להמשיך במאמצים להגברת התחרות בתחום שירותי המסחר בניירות ערך והחזקתם, בעיקר ללקוחות פרטיים, והיא מעודדת את המפקח על הבנקים בבנק ישראל ואת רשות ניירות ערך, להמשיך לפעול להשגת מטרה זו בהקדם.

6. מערכת המסחר בבורסה

א. הבורסה נמצאת לקראת סיום תהליך הבחינה של מערכת המסחר העתידית שלה. הוועדה ממליצה כי המערכת החדשה, לכשתוקם, תיתן מענה ותמיכה, בין היתר, להיבטים הבאים: (1) מגוון של שווקים ומכשירים פיננסיים חדשים; (2) מגוון אסטרטגיות מסחר ופקודות מסחר מתקדמות; בטווח המידי, הוועדה ממליצה על יישום פקודות שכוחות בבורסה זרות: Take Profit, Stop Loss. (3) מסחר בהיקפים גדולים (Block Trading), בין אם באמצעות זירת מסחר נפרדת ובין אם באמצעות פקודות מסחר מוסתרות ייעודיות; (4) הפצת נתוני מסחר עבור כל שכבות הביקוש וההיצע; (5) הפן הטכנולוגי של המערכת החדשה- מן הראוי לאפשר נגישות טכנולוגית למשקיעים הפועלים בשווקים רבים (ברוקרים זרים), ולעמוד בשורה אחת עם הסטנדרטים של המערכות המובילות בעולם.

ב. הבורסה מגבילה את מתן קשרי ה-CTCI לחברי הבורסה, בכך שבעיקר מטעמי שיווינויות אינה מאפשרת לחברי הבורסה לספק קשר CTCI ייעודי לסוחר ספציפי. הוועדה ממליצה לבורסה לאפשר קשר כזה לסוחר ספציפי. בד בבד הוועדה ממליצה לבחון אפשרות כי הבורסה תגבה סכום כסף על כמות קשרי ה-CTCI שאותם תקצה לחברי הבורסה בעבור תמורה מהלקוח.

7. הרחבת פורמט הפצת המידע בסטנדרט – XML

בשנים האחרונות השימוש בהפצת קבצי מידע באמצעות תקן XML (Extensible Markup Language) הפך לנרחב ביותר. השימוש ב-XML מקל על משימת העברת הנתונים בין מערכות שונות הפועלות על גבי תשתיות שונות. ה-XML הוא תקן לייצוג מידע באופן טקסטואלי, כאשר גם תיאור הנתונים עצמו כלול יחד עם הנתונים עצמם, ואינו נשמר בנפרד מהם. מאחר ותקן זה גמיש מאד, התווספו לו במהלך השנים כלי-עזר שונים שמגדירים טוב יותר את המידע הכלול בקובץ. תקן ה-XML והתקנים הנוספים שהתווספו לו במהלך השנים, מקלים על עיבוד ממוכן של נתונים ומאפשרים לפתח תוכנה כללית יותר לקליטתם על בסיס ההגדרות שנמצאות בקובץ, אם כי, גם הם כמובן מחייבים הכרה של המידע שנכלל בקובץ. מאחר והפצת המידע בקבצי XML עשויה להקל ולקצר את משך הזמן הדרוש לעיבוד נתוני ה-BackOffice על-ידי צרכני המידע, מוצע כי הבורסה תיערך להפצת קבצים גם במתכונת זו, וזאת במקביל למתכונת הקיימת המשמשת את הצרכנים הנוכחיים.

8. הרחבת טכנולוגיית ההתקשרות של ברוקרים זרים לבורסה בסטנדרט – FIX

פרוטוקול ה-FIX הינו פרוטוקול המשמש לשליחה וקבלה של הודעות/פקודות בין גופים פיננסיים ובין מערכות שונות באותו הארגון. פרוטוקול ה-FIX מוטמע גם בבורסות רבות לצורך שליחת וקבלת הוראות למנוע המסחר, וזאת לצד הפרוטוקול הייעודי של אותן בורסות. מוצע כי הבורסה תערך לתמיכה בפרוטוקול ה-FIX להעברת הוראות למסחר לצד פרוטוקול ה-CTCI הקיים.

9. מועדי המסחר בבורסה

כיום הבורסה בישראל פתוחה למסחר בימים ראשון עד חמישי, בעוד שאר בורסות העולם פתוחות למסחר בימים שני עד שישי. בנוגע למועדי המסחר בבורסה, התרשמה הוועדה כי היעדר חפיפה מלאה בימים בהם פתוחה הבורסה בת"א למסחר ביחס לבורסות המרכזיות בעולם, גורם לפערי מידע ולקושי בקרב הפעילים בשוק להגיב בזמן מתאים למתרחש בשווקים הגלובליים, וכתוצאה מכך, לפגיעה בהיקפים ובנזילות של המסחר בבורסה המקומית. בנוסף לכך, הועלתה בפני הוועדה הטענה כי מההיבט התפעולי, מערכות ברוקרים זרים בחו"ל מבצעות עיבודים בימי ראשון. העובדה שהבורסה בתל-אביב היא ייחודית מבחינת הפעילות בימי ראשון, מקשה על ברוקרים זרים המעניקים שירותי ברוקראז' ברחבי העולם על הענקת שירותי ברוקראז' בשוק המקומי.

1. הוועדה ממליצה לבחון את התועלת הכרוכה בהחלפת המסחר ביום א' עם מסחר ביום ו' בשבוע לעומת עלות המהלך. הוועדה מציעה לבורסה לפרסם הצעה בעניין להערות הציבור, על מנת לבחון סוגיה זו מבחינת עלות-מול-תועלת.
2. יש לבחון אפשרות למסחר After Market בחלק מניירות הערך בשוק המקומי, בעיקר במניות בהן קיים עניין למשקיעים זרים ו/או בניירות בהם קיים פוטנציאל למסחר מקביל בבורסה המקומית ובבורסה זרה, באופן אשר יעודד מסחר בארביטראז'.

10. מסחר במט"ח

בדומה למרבית הבורסות האחרות בעולם לא מתקיים בבורסת תל-אביב מסחר במט"ח. יחד-עם-זאת, להפעלת מסחר במטח שקל-דולר ושקל-יורו בבורסה קיימות תועלות פוטנציאליות, כגון: (1) הקלה על משקיעים זרים בהשקעה בניירות ערך ישראליים; (2) הקלה על מסחר הארביטראז' במניות הדואליות; (3) הפחתת עלויות עסקה (חסכון המרווח); (4) שקיפות הציטוטים והיסטוריית המחירים; (5) שכלול המסחר באופציות המט"ח (ארביטראז', גידור).

11. השקת מוצרים פיננסיים חדשים

א. הוועדה ממליצה לפעול להשקתם של מוצרים פיננסיים חדשים בבורסה לניירות ערך בתל-אביב, וזאת על מנת להרחיב את מגוון המוצרים הזמינים לפעילים בשוק ולעודד נזילות, הן במוצרים החדשים והן במוצרים הקיימים (כחלק מאסטרטגיות מסחר משולבות ו/או גידור סיכונים).

ב. הוועדה ממליצה על השקת מסחר במוצרים הבאים:

- שינוי מכפיל נכס הבסיס בנגזרים על מדד ת"א-25 - מאחר שמדד ת"א-25 עומד היום על רמה הגבוהה מ-1,000, מכפיל נכס הבסיס גורם לכל חוזה להיות בהיקף של 100,000 ומעלה, ובכך מאלץ משקיעים רבים להישאר מחוץ לשוק. מצב דומה קרה לנגזרי S&P 500 שמכפיל נכס הבסיס שלו הוא \$500, ולאחר שהמדד עלה במאות אחוזים, הציעו חוזים הנקראים "S&P Minis" עם מכפיל נכס בסיס של 50 במקום 500. הוועדה ממליצה לבחון את שינוי מכפיל נכס הבסיס ו/או השקת מסחר בנגזרים על מדד ת"א-25 בעלי מכפיל נכס בסיס הנמוך ממכפיל נכס הבסיס כיום (100).
- הנפקת STRIPS - מדובר בהליך הפשטה של מרכיבי הקרן והריבית מאגרת חוב מקורית (להלן: "אג"ח הבסיס") ורישום למסחר של כל מרכיב בנפרד, כאג"ח זירו קופון (להלן: "STRIPS" או "STRIPPING"). הנפקת STRIPS מתבצעת כנגד קבלת אג"ח הבסיס, כך שכל אגרת חוב מגבה באופן מלא את תשלומי יחידות ה-STRIPS שמונפקות מכוחה. המכשיר קיים במדינות רבות בעולם, העיקריות שבהן הן: ארה"ב, קנדה, צרפת, איטליה, ספרד, בלגיה, הולנד ובריטניה.
- הנפקת חוזה הפרשים – CFD (Contact For Differences) - זהו חוזה בין שני צדדים לעסקה: "קונה" ו"מוכר", לפיו המוכר מתחייב לשלם לקונה את הפער בין המחיר השוטף של נכס הבסיס שהוגדר מראש לבין מחירו בעת קשירת החוזה. חוזים מסוג זה נסחרים בבריטניה, הונג-קונג, הולנד, פולין, פורטוגל, גרמניה, שוויצריה, איטליה, סינגפור, דרום אפריקה, אוסטרליה, קנדה, ניו-זילנד, שוודיה, יפן, ועוד. הוועדה ממליצה לבחון את דרך היישום של מסחר בחוזי CFD על ממדים רחבים של נכסי בסיס ישראליים וזרים בבורסה בתל-אביב.
- CDS (Credit Default Swap) - מכשיר פיננסי בעזרתו ניתן לגדר ולסחור בסיכון אשראי של אגרות חוב שהונפקו על ידי גוף פיננסי או כלכלי (Reference Entity), שהוגדר לצורך כך במסגרת עסקת החלף.

- הכנסת תעודות סל מסוג Multi-Currency ETFs. הבורסה של לונדון מציעה מכשירי ETF הנסלקים לא רק בליש"ט אלא גם בדולרים ובאירו. הבורסה של שוויצריה מציעה מכשירים דומים. היתרון של מכשירים אלה הוא בכך שמשקיעים זרים אינם נדרשים להמרת מטבע וכך מגבירה הבורסה את האטרקטיביות של המסחר בבורסה. הוועדה ממליצה סליקת תעודות סל מבוקשות, בדולרים, ליש"ט ובאירו, בנוסף לסליקה בשקלים.

12. מודל עמלות לעידוד הנזילות בבורסה

הוועדה ממליצה על כך שהבורסה תפחית באופן מיידי את עמלת המינימום במידה משמעותית, ותבחן את השפעת ההפחתה על היקף המסחר בבורסה, על תקינותו, ועל מערכות המסחר בבורסה ואצל חברי הבורסה. הוועדה ממליצה לבורסה לאפשר את המשך ההפחתה בתהליך מהיר, אפילו עד כדי ביטול עמלת המינימום. בנוסף, הוועדה ממליצה לאמץ מודל עמלות מסחר המעודד הספקת נזילות, ובכלל זה, מודל עמלות המעודד מסחר בתדירות גבוהה.

13. שיעורי מס המוטלים על ניירות ערך סחירים

הוועדה סבורה שלצד הרפורמות הרבות, ועל אף שעברו כשנתיים מאז הרפורמה האחרונה, הפחתת שיעור המס יהיה בו כדי לעודד את המסחר בבורסה בתל אביב. לפיכך, הוועדה ממליצה לממשלה על הפחתת שיעור המס על רווחי הון. הפחתה של שיעורי המס תעודד חברות לגייס הון בבורסה ועשויה לגרום דווקא לעליה בתקבולי המס לממשלה מרווחי הון.

14. רגולציה

- א. במסגרת דיוניה, שמעה הוועדה טענות מגורמים שונים על כך שאחת מהסיבות המרכזיות לירידה בפעילות בשוק ההון בכלל ובבורסה בפרט, הינה התגברות הרגולציה בשנים האחרונות. מנגד, עולה הטענה שהעדר רגולציה ופגיעה בציבור המשקיעים כתוצאה מכך (לדוגמה: הסדרי חוב ושכר בכירים מפורז) היא הסיבה לירידה בפעילות בבורסה.
- ב. רשות ניירות ערך הציגה בפני הוועדה את מפת-הדרכים שפרסמה בחודש ספטמבר 2012, על-פיה כבר השיקה הרשות מתווה הקלות מוצעות ברגולציה. מתווה זה משקף את תפישתה בדבר הצורך באיזון ומידתיות ברגולציה, וכולל בין היתר הקלות בתחום הדיווח של תאגידים, הקלות למנהלי קרנות נאמנות והקלות ליועצי השקעות ומנהלי השקעות, תוך הרחבת מעורבות הציבור בהליכי החקיקה. הוועדה ממליצה לרשות, לממשלה ולמחוקקים, להאיץ את מתווה ההקלות המוצעות ואף להעמיק בהן.
- ג. ככלל, לא עסקה הוועדה בנושאי רגולציה כלליים של הפיקוח על שוק ההון, אלא רק בענייני רגולציה הקשורים ישירות לסוגיית הסחירות בבורסה. יחד עם זאת, הוועדה רואה בחיוב את מהלך ההקלות של הרשות ואת הגישה העומדת בבסיסו, וסוברת שיש לקדמו במהירות האפשרית, ואף קוראת לרגולטורים ולגורמי שלטון אחרים הקשורים בשוק ההון לשקול נקיטת הקלות ופעולות לפיתוח השוק כבר עתה, דבר שיסייע בעידוד הפעילות וביצירת רווחה כלכלית.
- ד. הוועדה ממליצה להמשיך בבחינה מדוקדקת של תחומי הרגולציה השונים, במטרה לאתר תחומים בהם ניתן להקל בדרישות הרגולציה, מבלי לפגוע באופן בלתי מידתי בציבור

המשקיעים, וליישם הקלות אלו ככל שניתן. בין השאר, הוועדה ממליצה לבחון הקלות גם בתחום הממשל התאגידי.

15. רגולציית אגף שוק ההון

לאחרונה פירסם אגף שוק ההון תיקון להוראת השעה שנקבעה בתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות), התשס"ח-2008 (להלן: "תקנות הוצאות ישירות") (תיקון מספר 2). התיקון המוצע מאפשר לגוף המוסדי לגבות הוצאות ישירות בגין סוגי הנכסים הנכללים כיום בתקנות עד לתקרה בשיעור של 0.25% מהשווי המשוערך של הנכסים. ההחלטה לגבי החלוקה הפנימית בין סוגי ההוצאות הישירות, בתוך מגבלת סך ההוצאות, תיעשה על פי שיקול דעתו של הגוף המוסדי.

בפני הוועדה נשמעו טענות על הטיה לטובה של ההשקעות בחו"ל ביחס להשקעות בישראל. כך לדוגמה, בהשקעות בתעודות סל הנסחרות בבורסה על מדדים בישראל מוצע כי לא ניתן יהיה לגבות הוצאות ישירות על ההשקעה בתעודות הסל, בעוד שבהשקעות בתעודות סל על מדדים בחו"ל מוצע לאפשר לגבות הוצאות ישירות בכפוף למגבלה האמורה.

טענות נוספות אשר עלו ביחס לתקנות המוצעות התייחסו להבחנה בין ההוצאות הישירות בהשקעה בנכסים הסחירים לנכסים שאינם סחירים, כך שמתן היתר לנכות הוצאה בהשקעה בנכסים שאינם סחירים עלול ליצור העדפה להשקעה בנכסים לא סחירים על פני השקעה בנכסים סחירים בישראל.

הוועדה ערה לחשיבות של מניעת אפליה בין הכללים החלים על השקעות בישראל לבין הכללים החלים על השקעות בחו"ל ולפיכך המלצתה היא כי יש לתת מענה לחששות בדבר ההטייה של השקעות בחו"ל על פני השקעות בישראל ושל השקעה בנכסים שאינם סחירים על פני נכסים סחירים בישראל.

16. עשיית שוק בחשבון הנוסטרו על ידי בנקים מסחריים בישראל

א. בעקבות משבר מניות הבנקים בשנת 1983 ומסקנות וועדת בייסקי, התחייבו באופן וולנטרי כל הבנקים כלפי בנק ישראל (התחייבות לפיה הם נוהגים מאז בפועל), שלא לסחור במניות במסגרת המסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב.

ב. בשנת 2004, הוקמה ועדת בכר אשר אימצה את מסקנות ועדת בייסקי והמליצה, בין היתר, להפריד בין ניהול הבנקים ובין ניהול קרנות הנאמנות וקופות הגמל, ולאפשר מתן הלוואות לציבור גם על-ידי גורמים חוץ בנקאיים, כגון חברות ביטוח, קרנות פנסיה וקופות גמל. כתוצאה מאימוץ המלצות ועדת בכר ושינויים רגולטורים נוספים, מכרו הבנקים עד לסוף שנת 2006 את רוב מניות חברות ניהול קרנות הנאמנות וקופות הגמל שהיו בידיהם, לידי חברות ביטוח וחברות פרטיות.

ג. הוועדה סבורה כי עשיית שוק במניות בבורסה על ידי הבנקים עשויה לשפר את הניילות. וזאת על אף שהוועדה ערה לכך שעשיית השוק במניות על ידי הבנקים מעלה שוב את סוגיית ניגודי העניינים. עם זאת, לאור צמצום ניגודי העניינים בבנקים, בשנים האחרונות, הועדה סבורה כי ניתן, מחד, לאפשר לבנקים לבצע עשיית שוק במניות הנסחרות בבורסה בתל-אביב ומאידך להסדיר את הטיפול בסוגיית ניגוד העניינים.

17. מגבלת האחזקות במניות הבנקים (5%) והשפעתה על היקף המסחר

על פי כללי בנק ישראל, גוף המגיע להיקף אחזקה של מעל 5% בבנק ישראלי נדרש להיתר שליטה מבנק ישראל. קבלת היתר שליטה מבנק ישראל הינו הליך מורכב, הניתן באופן מוגבל ומחייב את בעל השליטה לעמוד במגבלות רבות. בשנים האחרונות הגופים הפיננסיים הפועלים בשוק צמחו באופן מואץ, וזאת בין היתר כחלק מהליך קונסולידציה שהתרחש בענף שוק ההון. בעקבות הליך זה, קיימים בשוק ההון הישראלי מספר גופים גדולים המרכזים סכומים מהותיים מתיק הנכסים של הציבור. הוועדה סבורה כי מגבלת 5% היא מגבלה אפקטיבית שעם הסרתה עשויים מחזורי המסחר בבורסה לגדול. הוועדה מודעת לדיונים המתקיימים, בימים אלה, בין הרגולטורים במטרה למצוא פתרון לסוגייה זו ומדגישה את הצורך למצוא פתרון כאמור, בהקדם.

18. אנליזות

חברי הוועדה סוברים כי לאנליזות תפקיד חשוב הן בעבור הפעילים המוסדיים, הן בעבור ציבור המשקיעים, מקומיים וזרים, והן בעבור החברות הנסחרות. הוועדה סבורה כי יש לעודד פרסום אנליזה על החברות הנסחרות. הוועדה ממליצה לאמץ ביצוע אנליזה בלתי תלויה של החברות הרשומות בבורסה.

19. שיווק

נזילות במניות אינה באה, בדרך כלל, מאליה. מאמצי שיווק נדרשים כבר לפני ההנפקה לציבור ומאמצים במסגרת Road Show הם בגדר סטנדרט מקובל ונדרש. גם לאחר שהנפקה יוצאת לדרך, ובמשך השנים שלאחר ההנפקה, נדרשת החברה למאמץ שיווקי כדי לקיים ולקדם ביקוש למנייתה. בכדי להצליח באופן מיטבי, על מאמצי השיווק להישען על ממשל תאגידי איתן, על אסטרטגיה ברורה ומוגדרת, על מימוש האסטרטגיה לאורך זמן, על Best Practice ועל עזרת הבורסה. מומלץ שהבורסה לניירות ערך בתל-אביב תגביר את מאמציה לשיתוף פעולה עם החברות הרשומות למסחר במאמץ ליחצן את החברות הראויות ולעודד ביקוש למניותיהן. בנוסף, הוועדה ממליצה לבורסה למקד את מאמצי השיווק שלה גם בחברות מקומיות וזרות שיש בהן פוטנציאל לגיוס הון בבורסה בתל אביב.

20. הקמת יחידת מחקר והוראה בבורסה

ההתפתחויות בשוקי ההון בעולם מתרחשות במהירות רבה בהרבה מבעבר והמעקב אחר שינויים כגון מבנה הבורסות, מבנה ההכנסות וההוצאות, הנוף התחרותי, נדידת נזילות בין שווקים, מכשירים פיננסיים חדשים, אסטרטגיות לניהול סיכונים, סיכונים של ניירות ערך חדשים או שילובים ביניהם, כל אלה ועוד נדרשים ללימוד מדוקדק על ידי הבורסה וציבור המשקיעים. הבורסה גם נדרשת לניתוח מעמיק ושוטף של הצלחת או אי הצלחת מכשירים חדשים שהושקו בבורסות בתל-אביב ובח"ל. עליה גם לחקור ולחתור להבנת הגורמים להצלחת המכשירים הפיננסיים החדשים ולשפר את יכולתה לאתר פוטנציאל להצלחת מכשירים פיננסיים חדשים לטובת צבור המשקיעים. כמו כן, נדרשת הבורסה לנתוח ההשלכות של שינויים בסביבת המסחר (מוצרים חדשים, כללי מסחר, מבנה עמלות וכו') על הנזילות ויעילות המסחר.

הוועדה ממליצה לבורסה להקים יחידת מחקר משמעותית בעלת אוריינטציה יישומית לצורך הבנת ההתפתחויות במסחר ובמוצרים הפיננסיים החדשים, ולהציב לה לפחות ארבע מטרות:

1. לשמש מרכז למחקר מעמיק ויישומי בנושאי שוק ההון בישראל, אולי בשיתוף עם מוסד אקדמי (אחד או יותר) או עם גוף ייעודי שיוקם למטרה זו;
2. ניתוח ההשלכות של שינויים בסביבת המסחר (מוצרים חדשים, כללי מסחר, מבנה עמלות וכו') על הנזילות ויעילות המסחר;
3. לשפר את היכולת להעריך את סיכויי הצלחת השקת מכשירים פיננסיים חדשים;
4. להרחיב את הפעילות בתחום ההוראה (סמינרים, מפגשי לימוד וכדומה) במטרה לחנך את ציבור המשקיעים להתנהגות פיננסית נכונה והשקעה מניבה לטווח ארוך ולהסביר את השימוש במכשירים הפיננסיים החדשים על הפוטנציאל והסיכונים הטמונים בהם.

21. פרויקטים לפיתוח שוק ברשות

במסגרת יישום מפת הדרכים של רשות ניירות ערך, מבצע סגל הרשות בחינה יזומה של חלופות לפיתוח שוק ההון. במסגרת זאת, פועלת הרשות להסרת חסמים ולפיתוח של מודלים מימוניים, שיפתחו אלטרנטיבה מימונית באמצעות שוק הון לתחומים שהינם עתירי צורכי מזומנים, שכיום מתממנים בעיקר באמצעות המערכת הבנקאית והלוואות פרטיות מגופים מוסדיים. פרויקטים אלה מחייבים תשתית רגולטורית מורכבת ויצירתית, בשיתוף עם משרדי הממשלה הרלוונטים שכוללת בין היתר תמריצי מס ותמיכות ממשלתיות. במסגרת פרויקטים אלו נכללים: אג"ח מוניציפלי, קרנות השקעה בתשתיות, קרנות השקעה במקרקעין, מימון נדל"ן יזמי, ניירות ערך מסחריים, קרנות אשראי לעסקים קטנים ובינוניים, הנפקת מכשירים מובנים בישראל. הוועדה מברכת על קידום פרויקטים אלו לפיתוח שוק ההון בישראל.

חלק ב' - רקע בנוגע לעבודת הוועדה

חלק זה של העבודה מכיל שני פרקים:

הפרק הראשון הנקרא "הבורסות בעידן של שינוי" מתאר את התהליכים העוברים על הבורסות בתקופה האחרונה, והוא כולל מושגי יסוד והגדרות בהם נשתמש בהמשך הדוח.

הפרק השני מתאר את ההתפתחויות בשוק ההון בישראל בין השנים 2006 ועד 2013, ביו היתר, בתחומי הנזילות, גיוס ההון והרישום למסחר.

פרק ראשון- הבורסות בעידן של שינוי

הסביבה העסקית בה פועלות הבורסות בשנים האחרונות משתנה בקצב מהיר:

"The business environment of stock exchanges has changed considerably in the last decade. The typical government or member owned, national stock exchanges have largely been replaced by for-profit, publicly listed exchanges. These transformed stock exchanges increasingly operate at an international level, offering world-wide menus rather than merely serving a national appetite. The transition has been accompanied by an immense increase in international stock exchange integration and co-operation".⁴

התחרות בין הבורסות לבין עצמן ובין הבורסות לבין פלטפורמות מסחר שאינן בורסות, הגלובליזציה והשינויים הטכנולוגיים המהירים, משפיעים על כל הבורסות בעולם ובאופן מיוחד על בורסות קטנות יחסית שאינן ממוקמות במרכזים הפיננסיים הגדולים בעולם. אחת התגובות הבולטות בקרב הבורסות בעולם לסביבת התחרות הגוברת היא שינוי מבנה הבעלות של הבורסות ממבנה של אגודות שיתופיות, למבנה של חברות הפועלות למטרת רווח.

שינוי מבנה הבעלות. במהלך 20 השנים האחרונות, עוברות הבורסות בעולם תהליך של שינוי מבנה הבעלות. ממבנה של בעלות שיתופית (של חברי הבורסה) למבנה בעלות של חברה בע"מ. תהליך זה קרוי Demutualization. לפי נתוני הפדרציה העולמית של הבורסות (WFE), כבר בשנת 1998 פעלו 38% מכלל הבורסות החברות בפדרציה, למטרות רווח. בשנת 2006, עלה שיעור זה ל-75% ובשנת 2011 הגיע שיעורן ל-83%. מתוך 52 הבורסות החברות בפדרציה, 43 פועלות למטרות רווח. מתוך 22 הבורסות הנכללות בסקר באירופה, באפריקה ובמזרח התיכון, 19 מהבורסות פעלו בשנת 2011 למטרות רווח, ורק 3 בורסות מתוכן היו גופים שפעלו שלא למטרות רווח, ביניהן הבורסה בתל-אביב. לשינוי המבנה יתרונות רבים כגון יצירת⁵:

⁴ ראו למשל:

Ulf Nielsson, "Stock Exchange Merger and Liquidity: The Case of Euronext", *Journal of Financial Markets*, 12 (2009): 229 – 267. Available online at www.science direct.com.

⁵ לפירוט והסבר נרחב יותר לחלק מהיתרונות ראו:

Ruben Lee, "Changing Market Structure, Demutualization and the Future of Securities Trading", 5th Annual Brookings/IMF/World Bank Financial Markets and Development Conference 15/4/200.

1. מבנה ניהולי גמיש, מהיר החלטה, המגיב ביעילות לדרישות השוק המשתנות;
2. מבנה ניהולי הממזער ניגודי עניינים בין הבורסה לחברי הבורסה ובין הסוגים השונים של חברי הבורסה;
3. מבנה בו הניהול מתחשב ומגיב לצורכי הפעילים לפי מידת תרומתם להכנסות הבורסה ורווחיה;
4. מבנה המשחרר את הזכות המוקנית (Vested Interest) של חברי הבורסה ומאפשר לבורסה לקנות את הזכות המוקנית של פעיליה ובכך לנתק את הקשר שבין הבעלות לבין הנגישות למסחר;
5. מבנה שמונע ריכוז של הבעלות בידי קבוצה מסוימת או בידי סוג מסוים של פעילים;
6. מבנה המגמיש את תגמול הפעילים באופן שיוצר אצלם תמריצים להגברת המסחר בבורסה;
7. מבנה שמאפשר לתגמל את ההנהלה על פי מידת הצלחתה העסקית;
8. מבנה היוצר זרזים ותמריצים לחיפוש אחר אסטרטגיות עסקיות עדכניות ורלבנטיות;
9. מבנה היוצר נגישות קלה יותר ופתוחה יותר להון הנדרש כדי לקדם את עסקי הבורסה;
10. מבנה פתוח יותר לקידום הנגישות הישירה של פעילים שונים לבורסה;
11. מבנה המתמרץ שדרוג טכנולוגי שיהיה בר תחרות לבורסות אחרות;
12. מבנה המשפר את קבלת ההחלטות הפיננסיות של הבורסה, כך שההחלטות תהיינה מתואמות עם המטרה של השאת עושר בעלי המניות.

יש לשקול יתרונות אלו אל מול העובדה שהפיכת הבורסה לחברה הפועלת למטרת רווח מייצרת מונופול, שכידוע, פועל להשאת רווחיו על ידי העלאת המחיר מעל למחיר שהיה נקבע במבנה שוק תחרותי, ובמקביל על-ידי צמצום התפוקה לרמה שמתחת לרמה שהייתה נקבעת במבנה תחרותי. זו תוצאה שאינה רצויה מבחינת טובת הציבור בכלל. אלא שכיום, הבורסות בעולם פועלות בתחרות עזה הן מול זירות מסחר חלופיות והן מול בורסות זרות כך שבמקרים רבים הכוח המונופוליסטי שלהן מרוסן יחסית. יתרה מכך: תהליך השינוי במבנה הבעלות, מקורו בתחרות הגוברת בין הבורסות בעולם עם התפתחות תהליך הגלובליזציה ובנוסף על כך, הבורסה פועלת תחת עינה הפקוחה של רשות ניירות ערך.

ההחלטה לשנות את מבנה הבעלות של הבורסה ממבנה שיתופי לחברת מניות, מצריכה תמיכה רחבה של הנוגעים בדבר, וזאת כדי שהשינוי יעלה יפה. ללא סיוע מצד בעלי העניין בקשר עם מבנה הבעלות, קשה יהיה ליישם את השינוי באופן מוצלח. בעלי העניין הם קודם כל חברי הבורסה במבנה הקודם לשינוי, הממשלה והרשות המפקחת על הבורסה, וכן משקיעים ומנפיקים. ההתנגדות הפנימית עלולה להיות חזקה יותר כאשר הגורמים הדוחפים לשינוי הינם הרגולטור ו/או הממשלה⁶, וכאשר המהלך נעשה ללא שיתוף אמתי של בעלי העניין. במדינות מתפתחות, ריכוך ההתנגדות של בעלי העניין מצריך, בדרך כלל, תהליך של התייעצויות, תיאום צפיות וחתירה לקונצנזוס. ניהול נכון של התהליך עשוי להביא להצלחה, מכיוון שגם בעלי העניין מביעים רצון להפריד בין הבעלות לבין הניהול. מאחר שהרבה בורסות עברו תהליך דומה של הפיכתן מחברה בבעלות שיתופית לחברת מניות, הצטבר כיום ניסיון רב, שראוי להשתמש בו, כדי לנהל את התהליך בצורה יעילה ונכונה, אם אכן תתקבל ההחלטה לשנות את מבנה הבורסה בישראל.

⁶ ראה:

Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commission, "Exchange Demutualization in Emerging Markets", (April, 2005)>

צעדי התגוננות מפני ירידה בסחירות

מלבד האפשרות של מיזוגי בורסות, עומדות בפני הבורסות הקטנות (במונחים בינלאומיים) כמה אופציות לתגובה ולהתגוננות בפני פגיעה בסחירות ניירות הערך, אשר במקרים מסוימים עלולה לאיים על עצם קיומן. **המצב הטיפוסי שבו נמצאים שוקי הון קטנים הוא שמספר החברות הציבוריות הגדולות הנסחרות בהם מצומצם למדי, והבעלות על החברות הציבוריות הנסחרות בהן מרוכזת, במקרים רבים, בידי בעלי שליטה, כאשר הכמות הצפה קטנה ומקשה על הסחירות. מצד שני, חברות גדולות ורווחיות באופן יחסי, שפועלות במשק, אינן נסחרות בבורסה כיוון שלא הפכו לחברות ציבוריות, אם בשל היותן חברות ממשלתיות שלא הופרטו, או משום היותן בבעלות פרטית.** הסחירות בבורסות הקטנות אף נפגעת מהמגמה הבולטת של חברות ציבוריות להירשם כחברות דואליות, או להיסחר רק בבורסות בחו"ל. מתוך סך כול שווי השוק של החברות במדינות המתפתחות אחוזים בודדים בלבד נסחרו בחו"ל בשנת 1989, אך שיעור זה עלה בשנים האחרונות ועבר את רף ה-50% (62% בשנת 1999).⁷ היקף המסחר במניות זרות הרשומות בבורסות העולם הגיע בשנת 2012 לכ-14% מכלל היקף המסחר במניות באותן בורסות.⁸ ההשפעה היא גם על השוק הראשוני: שיעור ההון המגויס בחו"ל הולך ועולה, כאשר ככלל, דווקא החברות הגדולות, שהן הרווחיות ובעלות פוטנציאל הצמיחה, הן החברות שפונות לשוקי ההון המרכזיים. מצב זה יוצר Selection Bias שבעטיו השוק המקומי נותר עם חברות קטנות יחסית, שהינן פחות חזקות פיננסית ובעלות פוטנציאל צמיחה שהוא מוגבל וצנוע יותר במקרים רבים.

כאמור, קיימות מספר אופציות הפתוחות בפני הבורסות הקטנות להתגונן בפני המצב שנוצר. האופציות המרכזיות הינן:

1. ניצול היתרון היחסי של השוק המקומי;
2. הקטנת העלויות והתאמת מבנה העלויות למרכיבים הצפויים לשרוד גם בעתיד;
3. שיתופי פעולה עם בורסות אחרות;
4. שינוי מבנה הבעלות: ממבנה של התאגדות שיתופית הפועלת ללא מטרות רווח למבנה של חברה (פרטית או ציבורית) הפועלת למטרות רווח.

ניצול היתרון היחסי של השוק המקומי - לנוכח התהליך המוזכר לעיל, על הבורסות הקטנות לנצל את יתרונן היחסי. שוקי ההון של המדינות המתפתחות נהנים במידה מסוימת מהיתרונות החיצוניים (Externalities) שבעקבותיהם זרם פקודות נמשך לזרם פקודות, ונזילות נמשכת לנזילות.⁹ הנזילות שקיימת בבורסה המקומית לנייר ערך מקומי מסוים תיטה להישאר באותה בורסה עקב היתרון היחסי בתחרות על הנזילות של אותו הנייר מול בורסה אחרת, בתנאי שהבורסה המקומית תנקוט צעדים שינצלו את היתרון היחסי. דוגמה לכך היא הניסיון של בורסת לונדון למשוך מסחר בניירות ערך מהיבשת האירופאית על ידי הקמת ה-"Big Bang" ושינוי מבנה השוק. המהלך רשם הצלחה במשך מספר שנים.

⁷ ראה:

Ruben Lee, "Changing Market Structure, Demutualization and the Future of Securities Trading", 5th Annual Brookings/IMF/World Bank Financial Markets and Development Conference, 15/4/2003.

⁸ הנתון חושב מנתוני הדוח השנתי של הפדרציה העולמית של הבורסות. הנתונים כוללים עסקאות ממוחשבות (Electronic Order Book Trades), עסקאות מתואמות (Negotiated Deals) ומדווחות (Reported Trades). ראו: World Federation of Exchanges, 2012 Annual Report, Table 1.5

⁹ ראה:

John C. Coffee Jr. "The Coming Competition Among Securities Markets: What Strategies Will Dominate?" Working paper no. 192, Columbia University School of Law (24/9/2001).

בורסות היבשת הגיבו בהגברת האוטומציה והליברליזציה של השווקים והתירו, בין היתר, גישה נוחה יותר לבורסות. כתוצאה מכך, חזר רוב המסחר אשר "נדד" ללונדון, בחזרה לשוקי היבשת¹⁰.

המקום הטבעי למסחר בניירות ערך של חברות מקומיות הוא השוק המקומי, בו העסקאות נעשות על ידי משקיעים מקומיים אשר מכירים ומודעים לקיומן של חברות אלה במידה רבה יותר ממשקיעים זרים. לחברה מקומית שנסחרת בחו"ל אף עומד היתרון שגלום במסחר בשוק המקומי, שכן משקיעי-חוץ המשקיעים במניה של חברה מקומית דואלית "נשענים" במידה רבה על השווי שנקבע למניה בשוק המקומי, מתוך ההנחה שהמשקיעים המקומיים מודעים לשווי המניה במידה רבה יותר וניזונים ממידע אנליטי רב יותר ומפורט יותר מזה שזמין למשקיע הזר. מכאן, שגם למשקיעים הזרים יש יתרון בכך שהחברה נסחרת הן בשוק הזר והן בשוק המקומי. הבורסה המקומית יכולה לסייע ביד החברות המקומיות לפתח סחירות לניירות הערך שלהן על ידי התאמת דרישות הרישום, מבנה העמלות, פיתוח מכשירי איגוח וכדומה.

הקטנת עלויות והתאמת מבנה העלויות למרכיבים הצפויים לשרוד גם בעתיד - כדי לשרוד, בורסה מקומית חייבת למצוא דרכים להקטין עלויות ולהגדיל הכנסות. מקורות ההכנסה די מוגבלים: דמי חברות, דמי רישום, עלויות עסקה, עמלות סליקה וכן תמורה להפצת מידע על החברות, על ציטוטים ועל עסקאות שנעשו. חלק ממקורות הכנסה אלו עשויים לקטון או אף להיעלם בקרוב. (למשל, שינוי מבנה ההתאגדות מבעלות של החברים למבנה בעלות אחר, עשויה לפגוע בדמי החברות; דמי הרישום עלולים להיפגע עקב תחרות חיצונית, וכאשר הבורסה הופכת לחברה שפועלת למטרות רווח, ובמטרה למנוע או למזער ניגודי עניינים של הבורסה כחברה הפועלת למטרות רווח מצד אחד, אך המספקת שוק חיוני לציבור אך מונופוליסטי מצד שני, פונקציית הרישום עצמה עשויה לעבור לידי גורם המצוי מחוץ לבורסה). מקור חשוב להכנסות הבורסות הוא עמלות המסחר, אך מקור הכנסה זה מאוים על ידי התחרות שמוזילה את העמלות הללו במגמה ההולכת ומתמשכת. במטרה להגביר ולחזק את מקורות ההכנסה, הבורסה יכולה לאפשר נגישות-מרחוק, ואף לטפח ולהעצים את מכירת נתוני המסחר והציטוטים. בנוסף לכך, הבורסה יכולה לבחון אפשרות של מיקור חוץ לחלק מפעילויותיה, וזאת במטרה לצמצם עלויות.

שיתופי פעולה עם בורסות אחרות - שיתופי פעולה עם בורסות זרות מתבצעים במטרה להגדיל את ההכנסות ולהקטין את העלויות, תוך שמירה על היתרון היחסי של הבורסה המקומית. עם זאת, מרבית שיתופי הפעולה נכשלו, מסיבות שונות, כגון: קשיים משפטיים, קשיים טכנולוגיים, קשיים רגולטוריים, אי-עמידה בציפיות להגברת הסחירות, הבדלים במבנה של הבורסות וכדומה. בעיה נוספת היא, ששיתוף פעולה, גם אם מוצלח, יימשך כל עוד שני הצדדים נהנים ממנו. כשהתנאים משתנים, ייתכן מצב בו צד אחד יהא מעוניין בהמשך שיתוף הפעולה, אך כאשר הצד השני אינו מעוניין, הרי ששיתוף הפעולה ייכשל גם לנוכח הסכמים קודמים שנחתמו בין הצדדים.

עם זאת, שיתוף הפעולה אינו חייב להיות פורמלי, והבורסה חופשית לנקוט בצעדים משמעותיים אשר יחזקו את הקשר שבין הבורסות ויגבירו את התעניינות המשקיעים הזרים בבורסה המקומית ואת הפוטנציאל למשיכת זרם פקודות. צעדים מסוג זה הם, לדוגמה, התאמת כללי הרגולציה של הבורסה המקומית לכללי הרגולציה שנהוגים בבורסה אחרת שהינה מתחרה "בכירה" יותר או גדולה יותר; התאמת

¹⁰ ראה:

Ruben Lee, "Changing Market Structure, Demutualization and the Future of Securities Trading", 5th Annual Brookings/IMF/World Bank Financial Markets and Development Conference, 15/4/2003.

ימי המסחר ושעות המסחר (ככל הניתן) לאלו של הבורסה או הבורסות ה"בכירות"; התאמת הטכנולוגיה כך שקווי התקשורת, פרוטוקול העברת המידע, העמידה בסטנדרטים להפצת המידע וכו', יהיו זהים או דומים לאלו של הבורסות ה"בכירות" ויאפשרו, בין היתר, שימוש בסוגי פקודות זהים.

חשיבותה ומרכזיותה של הבורסה למשק

לשוק ההון ולבורסה שבמרכזו, שני תפקידים מרכזיים:

1. תיעול החיסכון במשק **להשקעות יצרניות** בתהליך שיבטיח הקצאה יעילה של ההון להשקעות היצרניות המבטיחות ביותר;
2. **חלוקת התשואה והסיכון** של ההון המושקע בתהליך יעיל ומועיל (אפקטיבי), המאפשר למשקיעים רמה גבוהה של **ניהול הסיכונים של תיקי ההשקעה**. יעילות התהליך תלויה במידה רבה בנזילות שמוקנית לניירות הערך, שכן פגיעה בנזילות פוגעת בשווי ניירות הערך, באטרקטיביות של השוק המשני והראשוני ובתהליך היווי ההון במשק.

תיעול החיסכון להשקעות יצרניות

תיעול החיסכון לטובת השקעות יצרניות וקיום תהליך היווי ההון (Capital Formation), הוא תנאי מפתח לצמיחה כלכלית בטווח הארוך. השוק הפיננסי עושה זאת על-ידי החלפת מקורות כספיים בניירות ערך: החוסכים מעמידים כספם לרשות המשקיעים, כאשר הללו מנפיקים ניירות ערך תמורת כספי החוסכים, ומשקיעים את ההון שגויס בהשקעות יצרניות. בחודשים ובשנים שלאחר גיוס ההון, צפויים מי שרכשו את ניירות הערך לקבל תזרים כספי מההשקעה היצרנית, כתשואה על ההון שהשקיעו, ולפי התנאים המתחייבים מסוג ניירות הערך שרכשו.

חלוקת התשואה והסיכון ויצירת תשתית ראויה לניהול סיכונים

ניתוב כספי החוסכים אל המשקיעים למען ביצוע השקעות יצרניות מהווה, כאמור, תפקיד מרכזי של שוק ההון. על השוק לעשות זאת תוך פיצול ההון לרמות סיכון ותשואה שיתאימו לדרישות החוסכים באופן מיטבי. החוסכים הם ציבור מגוון והטרוגני ביותר. יש בין החוסכים מי שמעוניינים בסיכונים נמוכים והמוכנים להסתפק בתשואה נמוכה באופן יחסי, ויש המעוניינים לקחת סיכונים גבוהים בציפייה לתשואה מתכונתית (פרופורציונאלית) גבוהה. התאמה מיטבית של הסיכונים ושל התשואות לטעמי המשקיעים ולצורכיהם יוצרת ערך, היות וסך שווי השוק של כלל ניירות הערך המותאמים לטעמי המשקיעים הינו גבוה מסך שווי השוק שהיה נקבע להם אילו לא נעשתה התאמה מיטבית שכזו. ללא ההתאמה, נכונות המשקיעים לשלם עבור ניירות הערך הייתה פוחתת, וסך שווי הניירות היה, כאמור, נמוך יותר.

תנאי בסיסי לתפקוד יעיל של שוק הון הוא קיומה של רמת סחירות גבוהה בניירות הערך. למרות שחשיבות הסחירות למשקיעים בניירות ערך הינה ידועה וברורה מזה זמן רב, המודלים הפיננסיים לא לקחו אותה בחשבון, אולי מתוך הנחה סמויה שהשפעתה מועטה יחסית. בהמשך יורחב בנושא הסחירות, ונפרט מדדים לסחירות ניירות הערך בבורסה. כיום, ברור שהשפעת הסחירות היא בעלת חשיבות גדולה ביותר ותהליכי השינוי שחלו בסביבה העסקית בה פועלות הבורסות בשנים האחרונות התחוללו, במידה רבה, במטרה להגדיל את סחירות ניירות הערך.

המכשירים העיקריים לביצוע השקעה פיננסית והסחירות בישראל בפרספקטיבה בינלאומית

השווקים הפיננסיים במדינות המתקדמות מהווים למעשה שווקים גדולים ותחרותיים לניירות ערך ולמכשירי השקעה אחרים, כגון: תעודות השתתפות של קרנות נאמנות, תעודות סל, מוצרים מובנים וכן הלאה, אשר בעזרתם ניתן להשקיע בעקיפין בתיקי השקעה מקומיים ובינלאומיים שעוקבים באופן מלא או חלקי אחר מחירי סחורות, מדדי ניירות הערך, המטבעות וכן הלאה. ההתפתחות בתחום מכשירי ההשקעה המגוונים בשנים האחרונות היא מהירה ומגוונת ביותר, והיא פותחת בפני המשקיעים אפשרויות השקעה רבות ביותר בשוקי ההון הבינלאומיים, מבלי להשקיע ישירות בניירות ערך זרים. בהמשך נציין רשימה חלקית של מכשירי השקעה אלו.

סחירות ונזילות

למונח נזילות (liquidity) בהקשר של מסחר בניירות ערך הגדרות רבות. הגדרה מקובלת היא היכולת לקנות או למכור כמות גדולה במהירות ובעלות נמוכה.¹¹ Amihud, Mendelson and Pedersen מגדירים בפשטות שזילות היא קלות המסחר בנייר ערך.¹² נשתמש גם במושג "סחירות" או "ניירות ערך סחירים" כדי להבחין בין ניירות ערך הנסחרים בבורסה לבין כאלה שאינם נסחרים בה (כגון מניות של חברה פרטית).

¹¹ ראה בספרו של Larry Harris - "Trading and Exchanges – Microstructure for Practitioners" הגדרה בפתיחת פרק 19.

¹² ראה פיסקה שניה בהקדמה למאמר "Liquidity and Asset Prices" שהופיע ב Foundations and Trends in Finance 2005.

פרק שני

ההתפתחויות בשוק ההון הישראלי, בשנים 2007 עד 2013

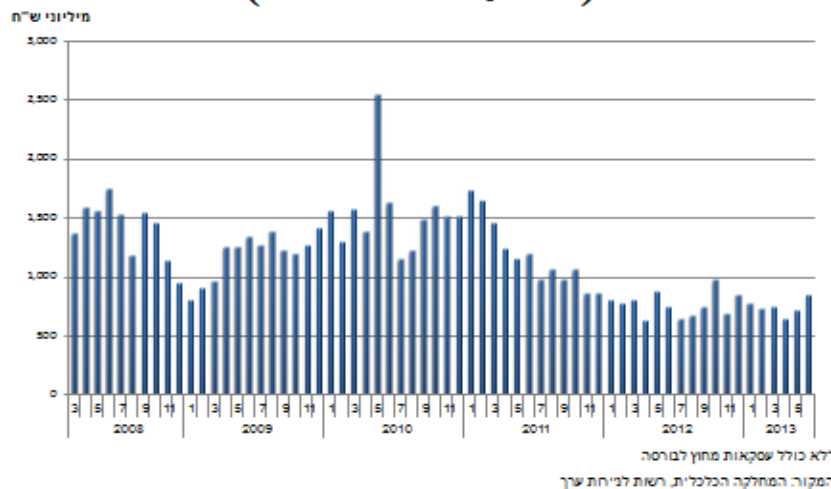
במהלך השנתיים האחרונות, חוותה הבורסה בת"א ירידה מתמשכת בהיקפי המסחר במניות ובשוק הנגזרים. זיהוי מוקדי ירידה זו ובחינת הגורמים לה, הכרחיים להבנת התופעה ולניסיון להתמודד עמה. בפרק זה נסקור את הירידה בהיקפי המסחר, נבחן אותה על פני פילוחים שונים, ונציג תמונה השוואתית למתרחש ברחבי העולם. בפרק זה, נעשה שימוש במספר מדדי נזילות, כדי לאמוד את השינויים שחלו בפרק הזמן הנסקר, וביכולת לבצע מסחר בצורה יעילה. מצד הביקוש לניירות ערך, נציג את השינויים שחלו בדפוסי הפעילות של הפעילים השונים במסחר, ובמיוחד, בגופים המוסדיים ובחברות הנוסטרו הכוללות את סוחרי האלגו. מצד ההיצע של ניירות הערך, נבחן את השינויים שחלו בחברות הרשומות למסחר בבורסה ואת המוצרים בשוק ההון. נבחן גם את ההתפתחויות ואת השינויים שחלו במשך התקופה הרלבנטית בפעילות המתווכים הפיננסיים בבורסה.

סחירות ונזילות בבורסה בתל אביב והשוואות לבורסות אחרות ברחבי העולם

מחזורי המסחר במניות בבורסה בתל-אביב נמצאים במגמת ירידה מזה כשנתיים. בין השנים 2008-2010 מחזורי המסחר במניות עמדו על כ-1.5-1.25 מיליארדי ש"ח, במוצע יומי לכל חודש¹³. המגמה השתנתה ברבעון השני של שנת 2011, בו מחזורי המסחר במניות החלו להצטמצם. מחזור המסחר היומי המשיך לרדת בשנת 2012 והתייצב על רמה ממוצעת של כ-600-800 מיליוני ש"ח, ממוצע הנמוך בכ-40% מהמחזור בשנה הקודמת לה.

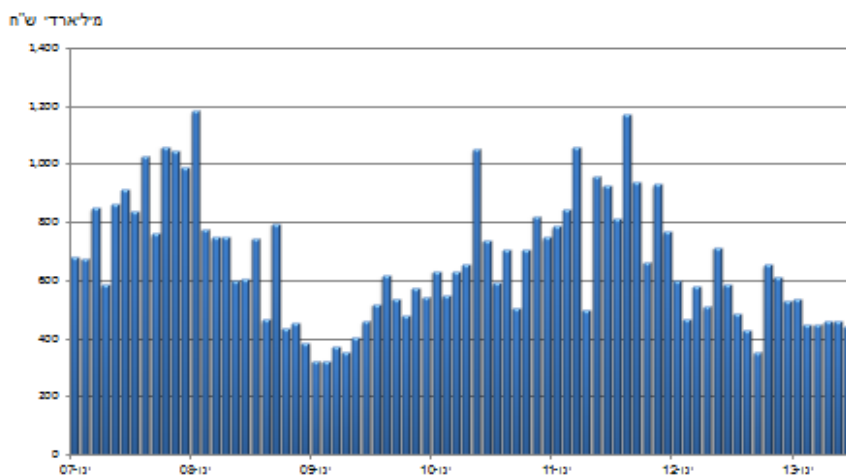
שוק הנגזרים התנהג בצורה דומה לשוק המניות. מחזור המסחר באופציות על מדד ת"א 25 בשנת 2013 היה נמוך ביותר משליש מהמחזור שבתחילת שנת 2007. כמו שוק המניות, גם שוק הנגזרים התאושש בשנים 2010-2011 לאחר משבר האשראי, אך המחזורים בו ירדו בחזרה לרמות של שפל בשנת 2012.

מחזורי מסחר במניות ויחידות השתתפות הנסחרות בבורסה* (ממוצע יומי בכל חודש)



¹³ ממוצע יומי במניות ויחידות השתתפות.

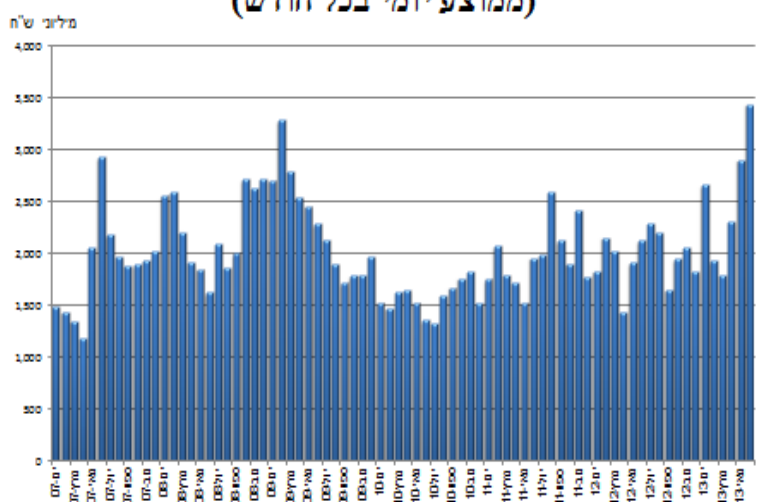
סה"כ מחזור במונחי נכס בסיס של אופציות מעו"ף



המקור: הבורסה, עיבוד המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך

בשוק איגרות החוב התמונה שונה. במחצית הראשונה של שנת 2013, מחזורי המסחר היומיים באג"ח קונצרני במונחים כספיים עלו באופן משמעותי¹⁴. היקף המסחר היומי הממוצע הסתכם בכ-850-950 מיליוני ש"ח. מדובר בעלייה של כ-20% ביחס למחזורים של שנת 2010. שוק איגרות החוב הממשלתיות הפגין גם הוא פעילות ערה. בתחילת 2013, מחזורי המסחר היו דומים לרמות השיא שלהם מתחילת 2009. נראה כי חלק מהתופעה ניתן לייחס לשינוי בהעדפות הסיכון של המשקיעים. השינוי בהעדפות הציבור אכן בא לידי ביטוי בנתוני אחזקות הציבור בקרנות הנאמנות המתמחות בחוב שקלי, שחוו גידול ניכר¹⁵.

מחזורי מסחר באג"ח ממשלתיות לא צמודות* (ממוצע יומי בכל חודש)



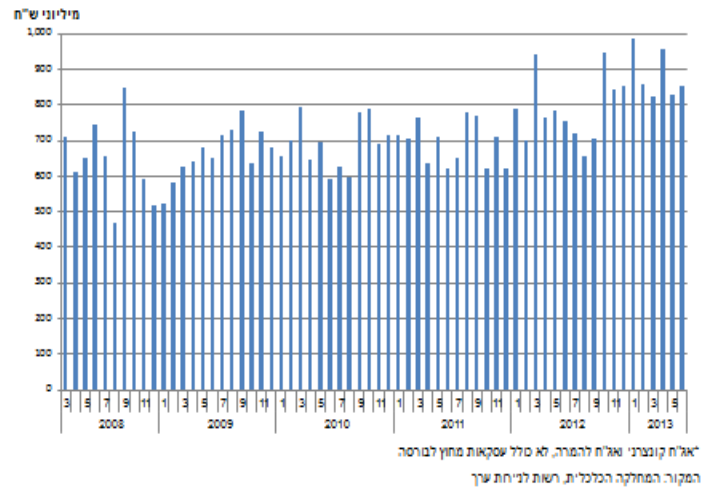
* כולל עסקאות מתוך לבורסה

המקור: הבורסה, עיבוד המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך

¹⁴ כולל איגרות חוב להמרה.

¹⁵ התופעה לא נצפתה בקרב שאר המוסדיים.

**מחזורי מסחר באג"ח* הנסחרות בבורסה בתל אביב
(ממוצע יומי בכל חודש)**



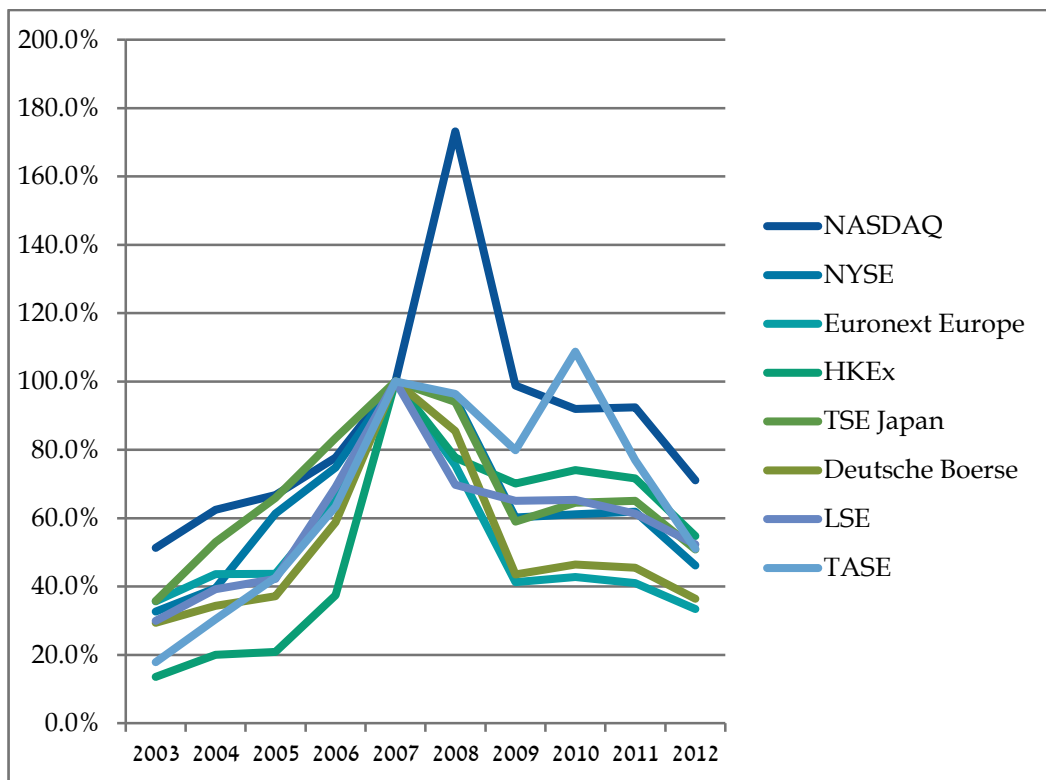
התרשימים הבאים מציגים השוואה בינלאומית של מחזורי המסחר היחסיים בשמונה בורסות מרכזיות בעולם ובבורסה בתל-אביב, בין השנים 2007 עד 2012. כאשר בוחנים את ירידת נפח המסחר במניות מאז שנת 2007, ניתן לראות כי על אף ירידה של כ- 50% בנפח המסחר בבורסה בתל אביב, מגמת הירידה במחזורי המסחר בשוק המניות איננה ייחודית לישראל בלבד.

לעומת זאת, כאשר בוחנים את ירידת נפח המסחר במניות מאז שנת 2010, ניתן לראות כי שיעור הירידה במחזורי המסחר בשוק המניות בבורסה בתל אביב הוא החד ביותר. לכך ניתן להוסיף כי בעולם מייחסים חלק מהירידה במחזורי המסחר בבורסות לגידול בהיקפי המסחר בפלטפורמות מסחר חוץ-בורסאיות תופעה אשר אינה מיוחסת לשוק ההון בישראל.

התפתחות המחזור במניות בת"א ובבורסות מרכזיות בעולם¹⁶

(מחזור שנתי בדולר ארה"ב, שנת 2007 = 100%)

TASE	LSE	Deutsche Boerse	TSE Japan	HKEx	Euronext Europe	NYSE	NASDAQ	שנה
18%	30%	29%	36%	14%	36%	33%	51%	2003
30%	39%	34%	53%	20%	44%	40%	62%	2004
43%	42%	37%	66%	21%	44%	61%	67%	2005
63%	69%	59%	83%	37%	65%	75%	78%	2006
100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	2007
96%	70%	86%	94%	78%	76%	95%	173%	2008
80%	65%	44%	59%	70%	41%	60%	99%	2009
109%	65%	46%	64%	74%	43%	61%	92%	2010
77%	61%	46%	65%	72%	41%	62%	92%	2011
51%	52%	36%	51%	55%	33%	46%	71%	2012



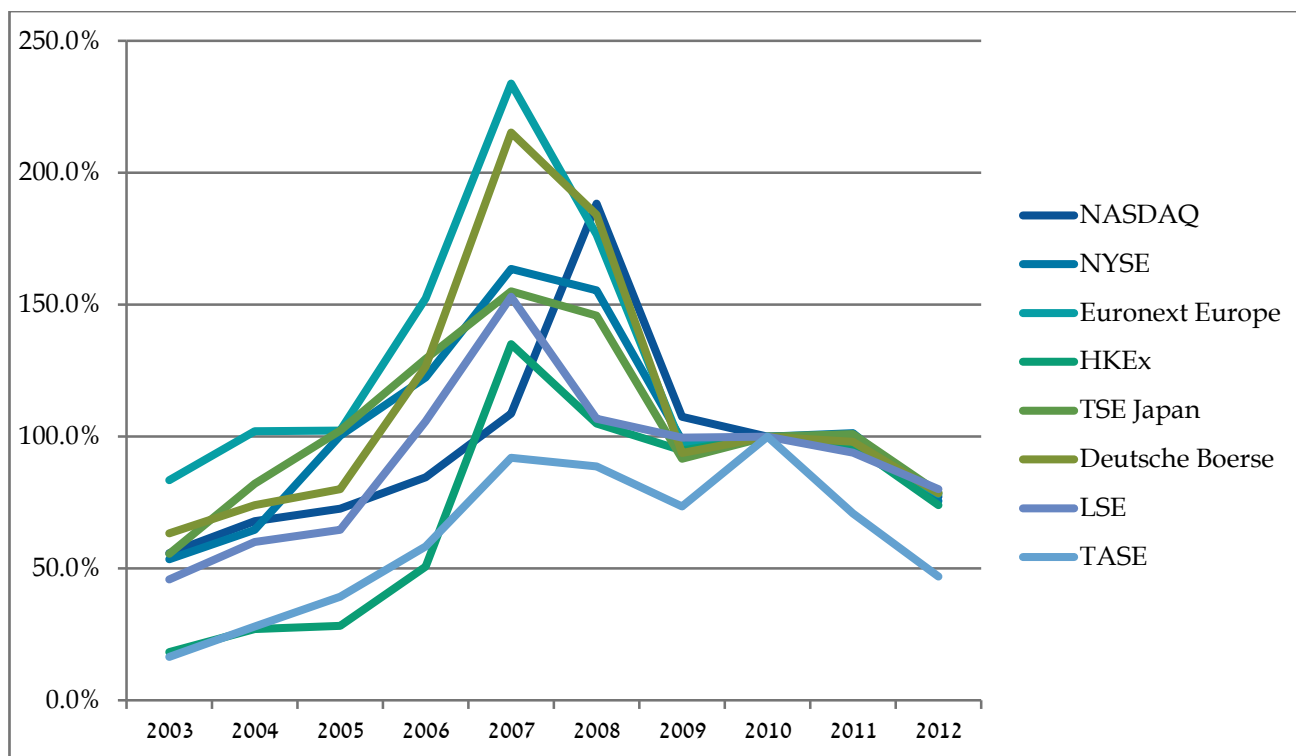
התפתחות המחזור במניות בת"א ובבורסות מרכזיות בעולם¹⁷

¹⁶ ללא עסקאות מחוץ לבורסה. הנתונים בדו"ח הוועדה מתייחסים למסחר בתוך הבורסות המרכזיות ("Primary Markets") ואינם כוללים את פעילות המסחר בזירות המסחר האלטרנטיביות בארה"ב.

דוח הוועדה לשכלול המסחר ולעידוד הנזילות בבורסה

(מחזור שנתי בדולר ארה"ב, שנת 2010 = 100%)

שנה	NASDAQ	NYSE	Euronext Europe	HKEx	TSE Japan	Deutsche Boerse	LSE	TASE
2003	56%	53%	83%	18%	55%	63%	46%	16%
2004	68%	65%	102%	27%	82%	74%	60%	28%
2005	73%	100%	102%	28%	102%	80%	65%	39%
2006	85%	122%	152%	51%	129%	127%	106%	58%
2007	109%	164%	234%	135%	155%	215%	153%	92%
2008	188%	155%	177%	105%	146%	184%	107%	89%
2009	107%	98%	96%	95%	92%	94%	100%	73%
2010	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
2011	101%	101%	96%	97%	101%	98%	94%	71%
2012	77%	76%	78%	74%	79%	78%	80%	47%



17 ללא עסקאות מחוץ לבורסה. הנתונים בדו"ח הוועדה מתייחסים למסחר בתוך הבורסות המרכזיות ("Primary Markets") ואינם כוללים את פעילות המסחר בזירות המסחר האלטרנטיביות בארה"ב.

מדדי הנזילות

הנזילות בבורסה חשובה הן למשקיעים והן לחברות. שוק נזיל מאפשר לבצע עסקאות בעלויות נמוכות ובמחירים הקרובים לערכים הכלכליים ("ה"אמיתיים") של הנכסים. ככל שהשוק נזיל יותר, כך קל יותר למשקיעים למכור ולרכוש נכסים במחיר קרוב לערכם הכלכלי, ועלות ההון המגויס על ידי חברות המנפיקות ניירות ערך בבורסה, נוטה להיות נמוך יותר. היכולת לבצע מסחר בצורה יעילה וזולה משליכה ישירות על העברת ההון בין חוסכים לחברות, וזהו, ממשק הכרחי להקצאה יעילה של משאבים במשק, לצמיחתו ולרווחתו.

בנוסף להיקפי המסחר, נמצאים בשימוש מדדים נוספים למידת הסחירות והנזילות של ניירות הערך. בסקירה שלהלן נשתמש בשלושה מהם:

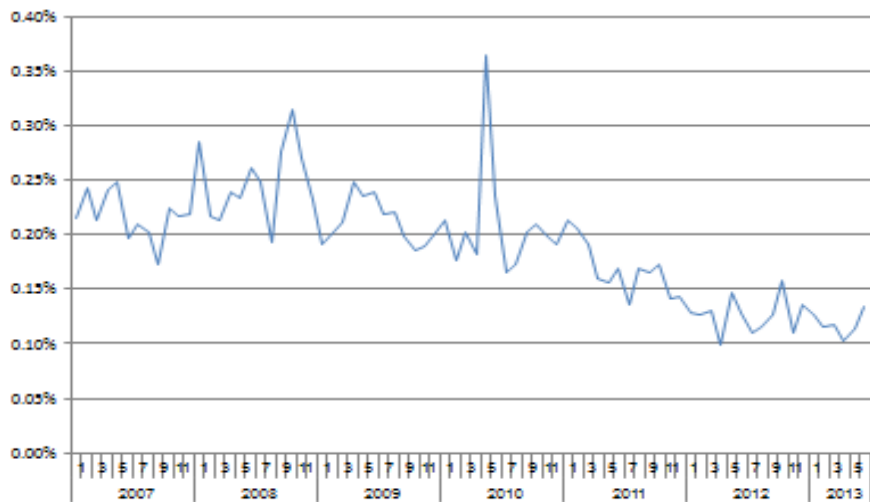
- מהירות המחזור - הממחישה עד כמה מתרחש מסחר ער באופן יחסי לשווי השוק של נייר הערך, דהיינו, כמה פעמים הכמות הרשומה למסחר "מחליפה ידיים";
- מדד עומק השוק - אומדן המשקף את רגישות מחיר נייר הערך ביחס לגודל העסקה;
- מרווח ה-Ask-Bid - המשקף את פערי המחירים בין פקודות הקניה והמכירה בשכבה הראשונה - "עלות העסקה".

אף מדד בפני עצמו, לא נותן תמונה מלאה על מידת הנזילות בשוק על מגוון היבטיה, ולכן יש צורך במגוון מדדים אשר יחדיו משקפים במידה טובה את נזילות ניירות הערך.

מהירות המחזור (Turnover Index)

מהירות המחזור היא היחס בין התמורה הכספית של סך העסקאות היומיות בניירות הערך לבין שווי השוק שלהם. הנתונים מצביעים על ירידה הדרגתית במהירות המחזור בשוק המניות במהלך חמש השנים האחרונות. בשנת 2008, מהירות המחזור הממוצעת הייתה בין 0.2% לבין 0.3%. במהירות מחזור כזו, סך הכמות שרשומה למסחר של מניה "החליפה ידיים" פעם אחת בשנה וחצי לערך. כיום, במחצית הראשונה של שנת 2013, מהירות המחזור ירדה לרמה נמוכה של כ-0.15%-0.1%. ירידה משמעותית זו נובעת מהעובדה שהמחזור היומי הממוצע הצטמצם ביותר ממחצית במהלך השנים, בזמן ששווי השוק של המניות בבורסה בשנת 2013 קרוב לזה של טרום המשבר הכלכלי של שנת 2008.

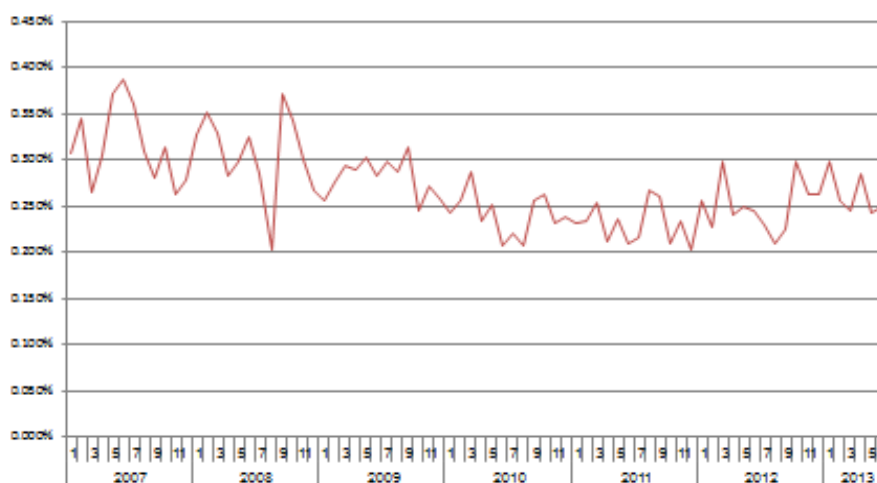
**מהירות מחזור במניות ויחידות השתתפות
(ממוצע יומי בכל חודש)**



המקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך

השינויים במהירות המחזור של איגרות החוב היו מתונים ביחס לאלו של המניות. בתחילת התקופה, התאפיינה מהירות המחזור באיגרות החוב ברמה גבוהה, אך תגודתית (0.30%-0.40%). גם בעת המשבר הכלכלי בשנים 2008-2009, היתה מהירות המחזור גבוהה יחסית, אך היא ירדה בהדרגה, שכן קצב עליית שווי השוק היה גבוה ביחס לקצב עליית מחזורי המסחר. השנים 2010-2011 מאופיינות במהירות מחזור נמוכה יחסית (0.20%-0.25%). בסוף 2012, מהירות המחזור באג"ח קונצרני חזרה לרמות של כ-0.25%.

**מהירות מחזור באג"ח* הנסחרות בבורסה
כל ניירות ערך (ממוצע יומי)**



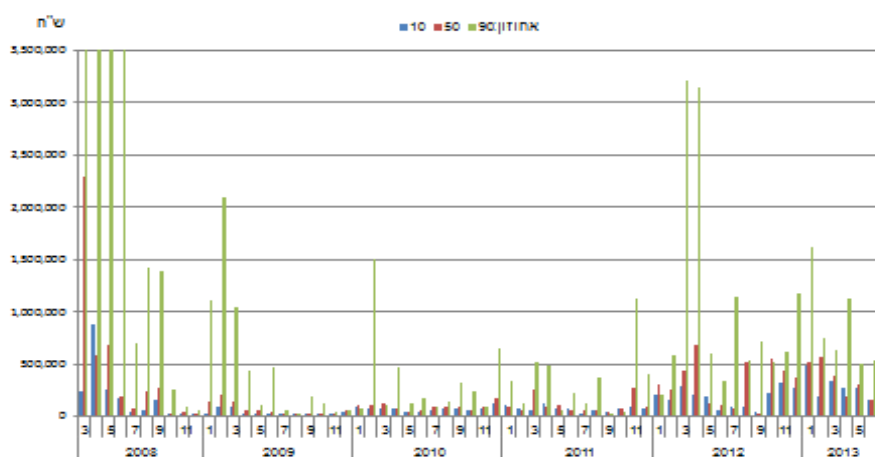
*אג"ח קונצרני ואג"ח להמרה

המקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך

מדד עומק השוק

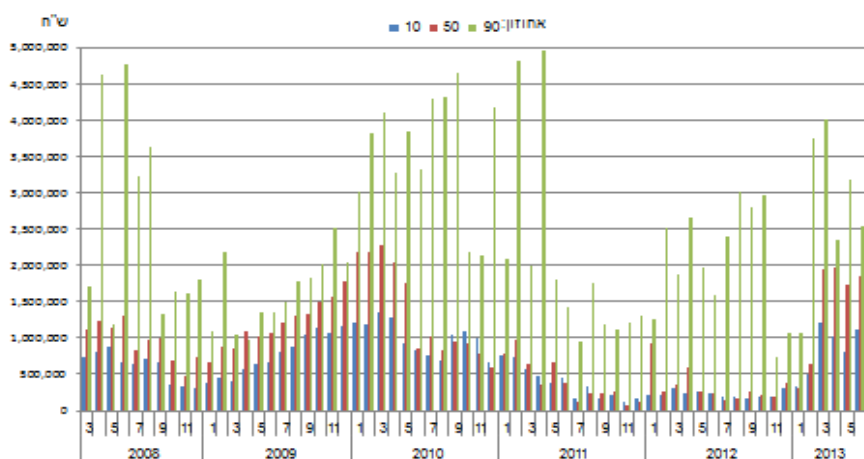
מדד עומק השוק אומד את השפעת הפקודות על המחיר (Price Impact). המדד מחושב ככמות הכסף הממוצעת שיש להזרים על מנת לשנות את מחיר ניירות הערך, שהמחזור שלהם נמצא מעל לאחוזון הנמדד, בשיעור של 10%. מכאן, שככל שהשוק עמוק יותר, כך המדד גבוה יותר, כיוון שנדרשים סכומים גבוהים יותר במסחר כדי להשפיע על המחיר בשיעור נתון¹⁸.

מדד עומק השוק (קייל)
מדד תל-בוניד 20 (ממוצע חודשי)



המקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך

מדד עומק השוק (קייל)
מדד ת"א 25 (ממוצע חודשי)



המקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך

הממצאים מצביעים על כך, שבשנת 2008, היו פערים גדולים מאוד בין ערכי מדד עומק השוק במניות הסחירות ביותר לבין ערכי המדד במניות סחירות פחות מבין המניות הנכללות במדד ת"א-25. בזמן המשבר הכלכלי של שנת 2009, השוק היה הרבה פחות עמוק לכל הניירות במדד. מידת עומק השוק

¹⁸ מבוסס על שיטת מחקר ברוח מודל קייל (Kyle 1985). הבדיקה כאן נערכה בסכום כספי ולא ביחידות, בשונה משיטת המחקר המקורית. בדיקה דומה שנערכה ביחידות הניבה תוצאות דומות.

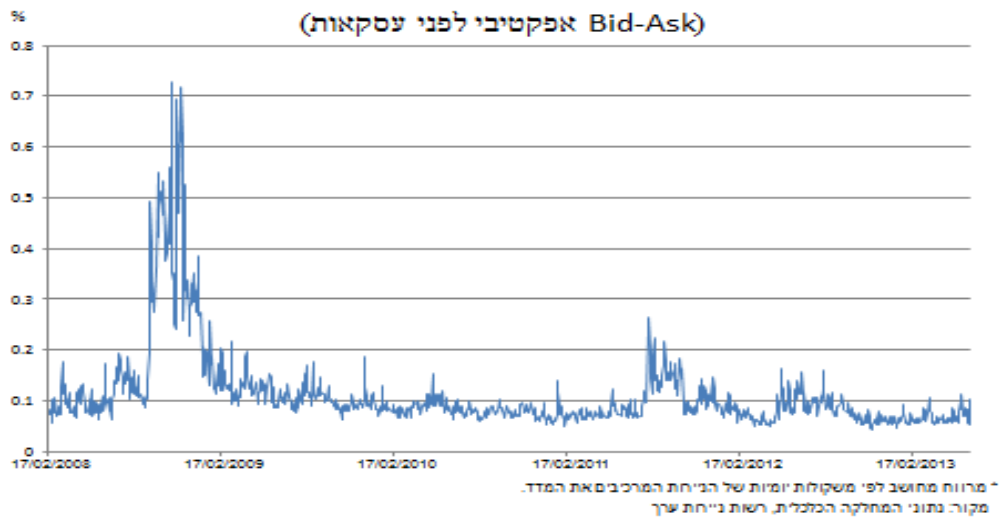
השתפרה במהלך המחצית השנייה של שנת 2009, והמשיכה את המגמה החיובית בשנת 2010. המגמה התהפכה בשנים 2011-2012, בהן עומק השוק ירד בכל אחוזוני הסחירות.

ניתן להצביע על שיפור משמעותי שחל ברמת העומק במניות מדד ת"א-25 במחצית הראשונה של שנת 2013. תמונת השוק דומה מאוד לזו שהייתה בתחילת שנת 2010.

שוק האג"ח הקונצרני הפגין תוצאות שונות. בשנת 2008, שוק האג"ח היה עמוק באופן יחסי. בתקופת המשבר הכלכלי הוא סבל מירידה חריפה במחזורים, וזאת עד לשנת 2012. מאז שנה זו, נרשמה התאוששות, אך השוק לא חזר לרמת הנזילות של שנת 2008.

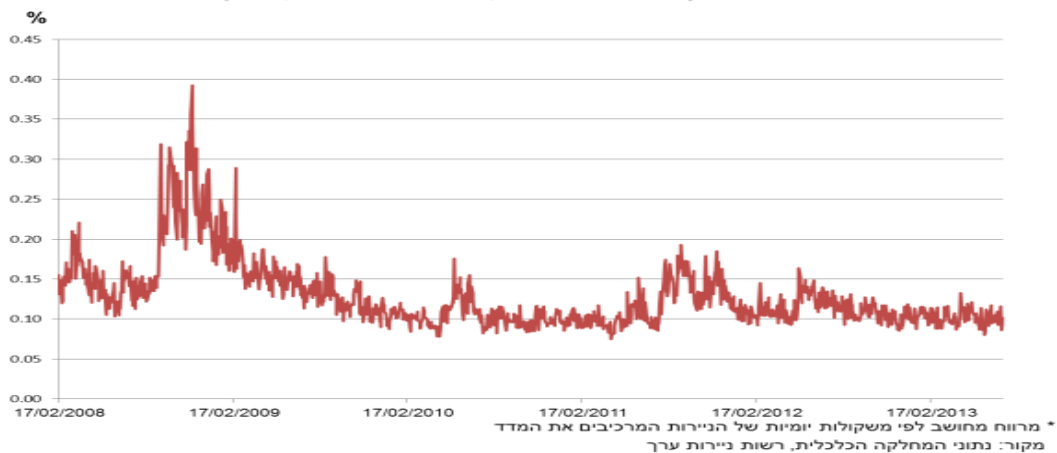
מרווחי Bid-Ask תל-בונד 20

(Bid-Ask אפקטיבי לפני עסקאות)



מרווחי Bid-Ask מדד תל אביב 25

(Bid-Ask אפקטיבי לפני עסקאות)



מרווח ה-Ask-Bid הוא המרווח בין מחיר הרכישה למחיר המכירה, והמרווח היחסי נמדד במונחים יחסיים (כאחוז ממחיר הנכס). ככלל, ככל שהנזילות נמוכה יותר, כך המרווח גדול יותר, וקשה יותר לבצע עסקאות במחיר הקרוב לשווי הכלכלי של הנכס¹⁹.

במחצית הראשונה של שנת 2008, מרווחי ה-Ask-Bid התאפיינו בתנודתיות מסוימת סביב רמה של כ-0.1%-0.2%, וזאת גם בשוק האג"ח וגם בשוק המניות. במהלך המשבר הכלכלי בשנים 2008-2009, עלו המרווחים לרמה של כ-0.40%, כלומר, פי 2-3 מהרמה שהייתה טרום המשבר. רמת המרווחים בשוק ירדה

¹⁹ המרווח יכול כמובן להיות מושפע מגורמים נוספים מלבד גורם הנזילות, כמו למשל תנודתיות נייר הערך או מחירו. בעת נזילות נמוכה, עושה השוק או הרוכש ידרשו פרמיה כדי להיכנס לעסקה בשל הקושי הצפוי בהנזלה.

בהדרגה מאז 2010, ומרווחי ה-Ask-Bid התייצבו (חוץ ממספר של ימים יוצאי דופן) ברמה יחסית נמוכה, בסביבות 0.1% ממחיר הנכס²⁰. רמת מרווחים נמוכה היא תופעה המאפיינת כיום שווקים רבים ומיוחסת ברובה לפעילות שחקני אלגו שונים.

מחזורי המסחר לפי מאפייני החברות

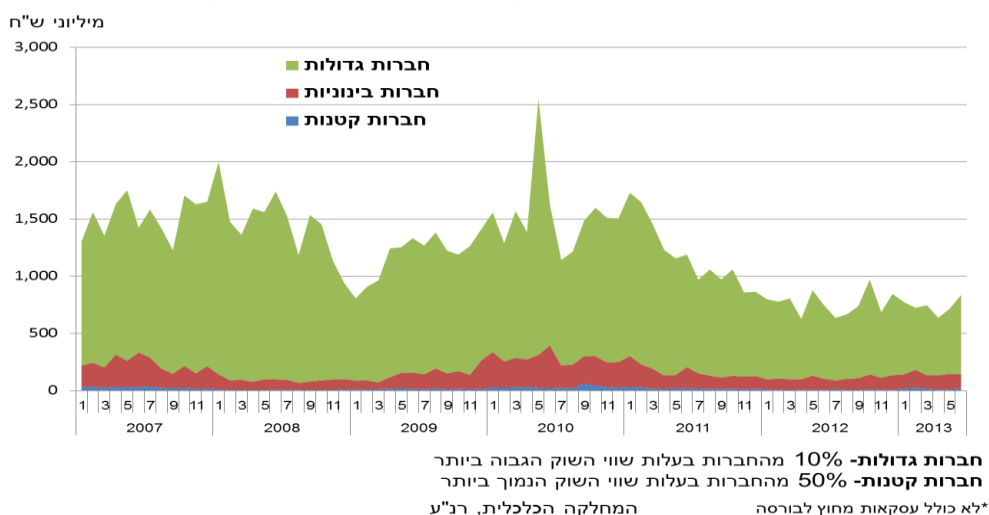
כדי להבין היכן נעוצים מוקדי הירידה בפעילות המסחר בבורסה, נבחן את מחזורי המסחר בפילוח לפי מאפייני החברות: גודל החברות, חברות דואליות, וענפי פעילות החברות.

מחזורי מסחר לפי גודל החברות

באפיון המסחר, אנו מעוניינים לדעת האם התפלגות המסחר בין חברות בגדלים שונים השתנתה במשך השנים. כלומר, האם המגמות במחזורי המסחר רוחביות, או האם הן מאפיינות קבוצה מסויימת.

החברות הוגדרו כדלקמן: **חברות גדולות** - 10% מהחברות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר בבורסה. **חברות בינוניות** - 40% בעלות שווי שוק נמוך יותר בבורסה (מאחוזון 50 עד 90). **חברות קטנות** - 50% מהחברות בעלות שווי השוק הנמוך ביותר בבורסה²¹.

**מחזורי מסחר במניות* הנסחרות בבורסה בתל אביב
לפי גודל חברות (ממוצע יומי בכל חודש)**



כפי שעולה מהנתונים, רוב המסחר היומי במניות מרוכז בחברות הגדולות. כלומר, כ-50-60% מהמניות בבורסה נסחרות בהיקפים משמעותיים, ומחזור המסחר הכולל שלהן מהווה כ-83%-85% מהמחזור היומי²². בתקופת המשבר הכלכלי (סוף 2008-2009), נתח המסחר היומי של החברות הגדולות (כהגדרתן פה) נשק ל-90%, כלומר 90% מהמסחר רוכז בידי 10% מהחברות.

²⁰ תופעה דומה ניתן לראות לדוגמה במדד ה-S&P - ירידה במרווחים לצד ירידה בסחירות.

²¹ פילוח החברות הציבוריות לפי גודל בוצע באופן הבא: עבור כל שנה חושב שווי השוק הממוצע לכל חברה בבורסה; לפי שווי השוק הממוצע חושבו אחוזוני שווי שוק לכלל החברות; לבסוף, בוצעה חלוקה לפי שנים של גודל החברות לפי האחוזון בו הם נמצאות.

²² ניתוח מדויק יותר של המסחר היומי מגלה שבפעול מדובר בכ-30-35 מניות בלבד, אשר מעוררות התעניינות מרבית של המשקיעים בבורסה ונסחרות בהיקפים משמעותיים.

היקף המסחר של החברות הדואליות

היקף המסחר היומי הממוצע בקרב החברות הדואליות הוא משמעותי, ומהווה 20% עד 30% מסך המסחר היומי במניות הבורסה. מהנתונים עולה, כי לא קיים מתאם בין הירידה במחזורים לירידה בנתח המסחר של המניות הדואליות. נתח החברות הדואליות נשאר בדרך כלל ברמה דומה, מלבד עלייה מסוימת שחלה בשנת 2012²³.

מחזור ממוצע יומי (ש"ח), 2009-2013					
שנה	מספר המניות בשוק	סך המחזור במניות (כולל המניות הדואליות)	מספר המניות הדואליות	סך המחזור במניות הדואליות	אחוז המחזור במניות הדואליות מהמחזור הכולל במניות
2009	635	1,195,873,693	52	277,006,752	23%
2010	632	1,573,470,171	52	401,847,037	26%
2011	613	1,195,438,267	51	268,002,653	22%
2012	582	767,883,349	48	229,547,373	30%
2013	540	737,226,522	45	196,382,772	27%

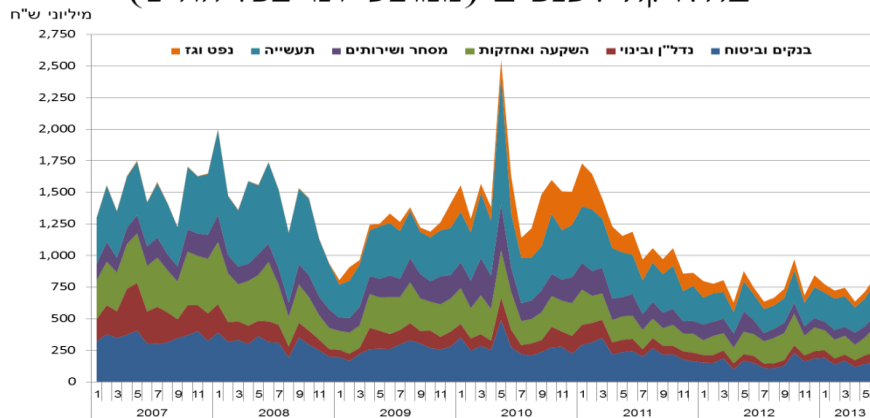
מחזורי מסחר לפי פילוח ענפי

מחזורי המסחר היומיים ירדו בכ-50% מאז שנת 2007 ועד היום. התפלגות המסחר לפי ענפים נשאר די דומה במהלך כל התקופה. נכון לשנת 2013, כשליש מהמסחר היומי מתרכז במניות ענף התעשייה, כרבע מהמסחר היומי מתרכז במניות הבנקים והביטוח, וענף השקעה ואחזקות מהווה כחמישית מנתח המסחר. כל אחד מהענפים הנותרים, כגון: נדל"ן ובינוי, מסחר ושירותים, נפט וגז מהווה כעשירית מהמסחר היומי הכולל במניות וביחידות ההשתתפות. רק בתקופת המשבר חל שינוי, כאשר מספר ענפים, כמו בנקים ונדל"ן, חוו צימצום משמעותי יותר במסחר לעומת ענפים אחרים.

מעט יוצא דופן הוא ענף הנפט והגז. ההתפתחויות והתגליות שהתרחשו בענף הנפט והגז בסוף שנת 2010 הגדילו באופן משמעותי ביותר את מחזורי המסחר בענף. נתח המסחר של הענף עלה לרמה של כ-20% בשיאו וצמצם במקביל את חלקם היחסי במסחר של יתר הענפים.

²³ טבע היא החברה הדומיננטית בקרב החברות הדואליות. אחוז המסחר בה מהווה כשליש מסך המסחר של החברות הדואליות. שווי השוק של חברת טבע בשנת 2013 היא 57% מסך שווי השוק של החברות הדואליות. בין 80%-ל-90% מהמסחר בחברות הדואליות מתבצע על ידי 10 החברות הדואליות הגדולות.

מחזורי מסחר במניות הנסחרות בבורסה בתל אביב בחלוקה לענפים (ממוצע יומי בכל חודש)



המקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך

צד הביקוש

לצורך איתור הסיבות לירידה במחזורי המסחר ובנזילות יש לזהות את הפעילים המשמעותיים במסחר. ניטור מגמות של שינוי בהתנהגותם של פעילים שונים עשויה לשפוך אור על הגורמים לירידה במחזוריים ולכוון לצעדים אפקטיביים להתמודדות עמה.

פילוח המסחר לפי סוג המשקיע

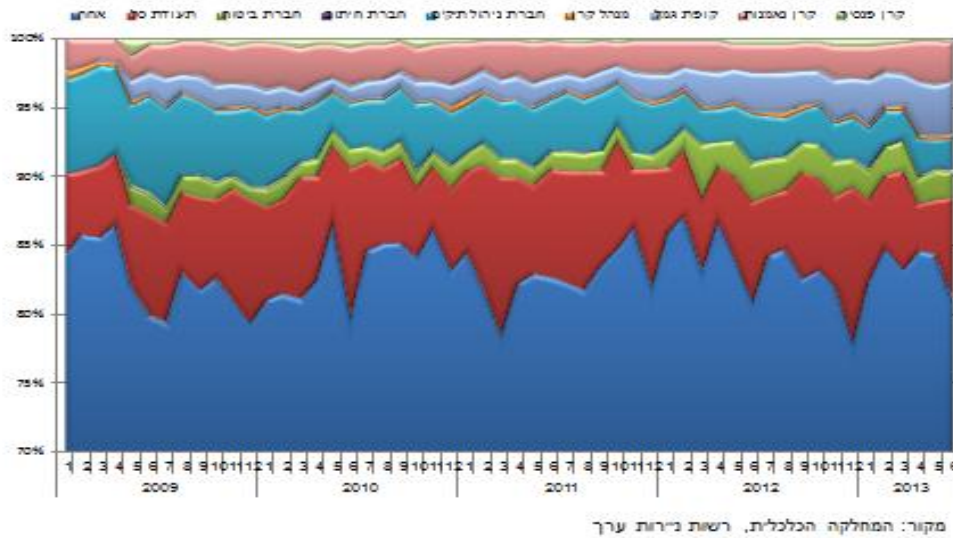
הגופים המוסדיים כוללים את קופות הגמל, קרנות הפנסיה, ביטוחי החיים וקרנות הנאמנות. בניגוד מוחלט להיקף האחזקות הגדול שלהם, הגופים המוסדיים אינם הגופים הדומיננטיים מבחינת המסחר בבורסה בת"א. למעשה, היקף פעילות המסחר של כלל המשקיעים המוסדיים ללא תעודות הסל, מהווה פחות מ-10% ממחזור המסחר במניות²⁴. בצירוף תעודות הסל, היקף מסחר של המוסדיים הוא פחות מ-15% מסך המסחר. כלומר, תעודות הסל, מעט יותר דומיננטים במסחר באופן יחסי ליתר המוסדיים.

היקף פעילות המסחר של המוסדיים (להוציא קרנות הנאמנות) בשוק איגרות החוב ובאופציות לא שונה באופן מהותי מהיקף פעילותם במניות. פעילות קרנות הנאמנות היתה קטנה יחסית במניות (כ-2.5%) ובאופציות (3-5%), אך משמעותית בתחום איגרות החוב התאגידיות (15%).

מרבית המסחר, למעלה מ-80% במניות וכ-65%-75% באג"ח התאגידי, התבצע בידי גופים שאינם מוסדיים ובכלל זה: משקיעים זרים, פעילי נוסטרו ובתוכם גם פעילי אלגו וציבור משקיעים קמעונאי (ריטייל).

²⁴ הניתוח מבוסס על דיווחי חשבונות המוסדיים לרשות ניירות ערך.

**מניות ויהידות השתתפות
נתח מסחר של כל סוג ישות מסך נפח המסחר בבורסה**

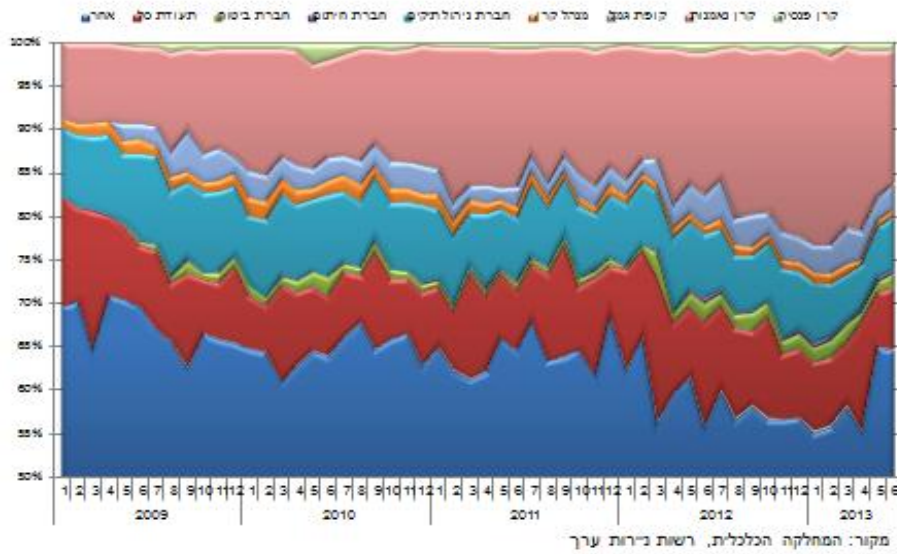


בשוק תעודות הסל משתקפת תמונה השונה במעט מיתר השווקים בשני תחומים: ראשית, הדומיננטיות של מנפיקי תעודות הסל במסחר בתעודות הסל היא משמעותית ועולה על 40%. זאת מאחר ובמרבית המקרים, מנפיקי תעודות הסל משמשים עושי שוק בתעודותיהם. שנית, נראה כי מנפיקי תעודות הסל שינו את אופן פעילותם בשוק. השינוי נצפה הן בפעילות ההתכנסות בשוק המניות ובשוק אגרות החוב, והן בפעילות עשיית השוק בשוק תעודות הסל. מנפיקי התעודות הקטינו את חלקם כספקי נזילות בשוק המניות (מלמעלה מ-50%, לפחות מ-40%) ובשוק אגרות החוב (מ-55% ל-40%)²⁵. זאת בעוד שבתפקיד עושי שוק בתעודות הסל, הם הגדילו את חלקם כספקי נזילות²⁶.

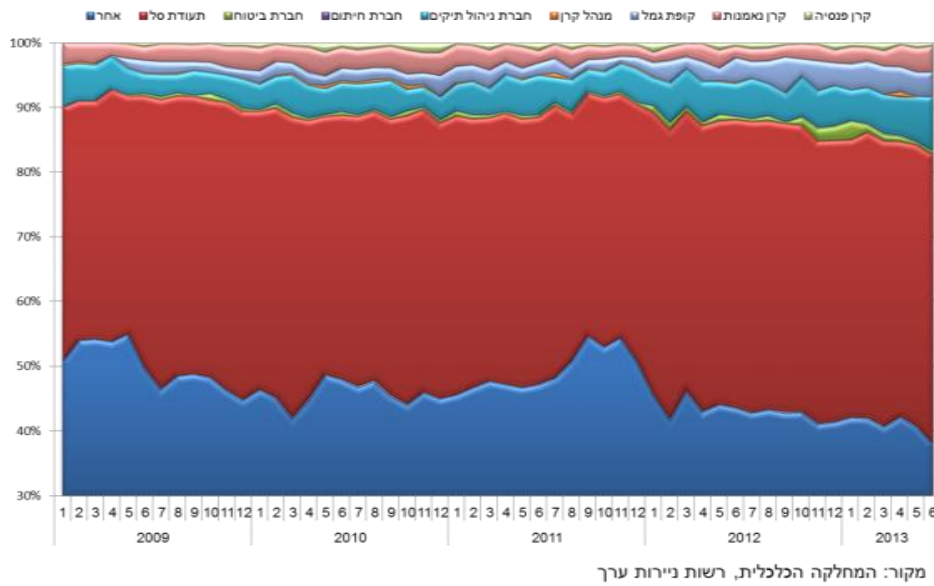
²⁵ שינוי התנהגות זה עולה בקנה אחד עם פעילות שמרנית יותר ולקיחת סיכונים נמוכה יותר שנצפית גם אצל שחקנים אחרים (לדוגמה, שחקני אלגוריתמים) ומלווה את הירידה בסחירות.

²⁶ פעילות זו, יתכן ונעשתה, כדי לאזן את הקיטון בפעילות בשוק של השחקנים האחרים.

אג"ת קונצרני ואג"ת להמרה
נתח מסחר בבורסה של כל סוגי ישות מסך נפח המסחר



תעודות סל
נתח מסחר של כל סוגי ישות מסך נפח המסחר בבורסה



ככלל, במשך השנים האחרונות, אנו צופים בשינויים בהיקפי נתח הפעילות שלא עולים על אחוזים בודדים למשקיעים השונים. מכאן שניתן להסיק שהירידה במחזורי המסחר היא הומוגנית, לפי סוגי הפעילים השונים בשוק.

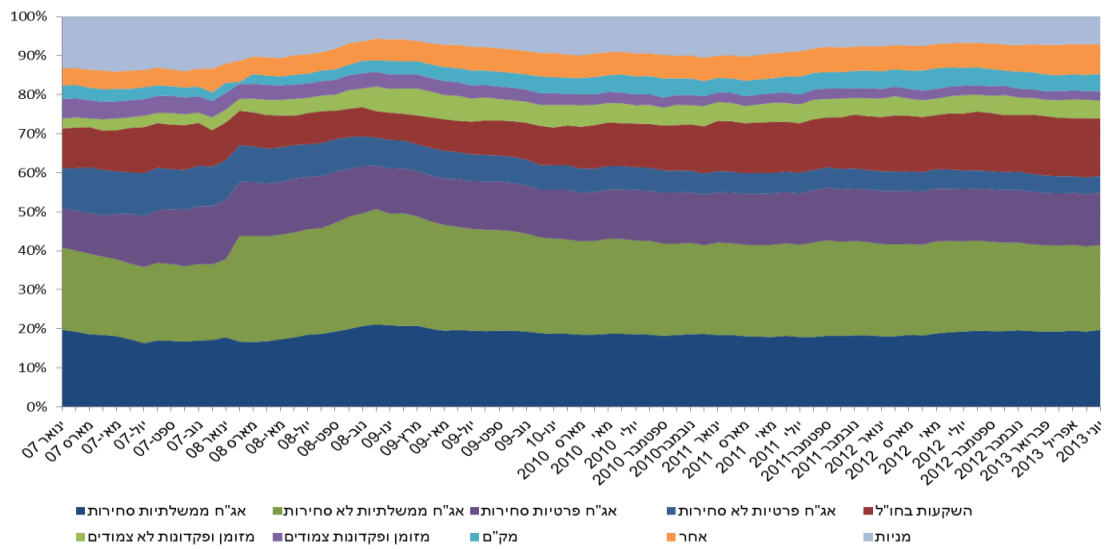
משקיעים מוסדיים

המשקיעים המוסדיים הם המשקיעים בעלי היקף נכסים משמעותי, הכוללים את קופות הגמל, ביטוחי החיים, הפנסיה וקרנות הנאמנות.

כפי שתואר לעיל, תרומתם של המוסדיים למחזור נמוכה, ועומדת על פחות מ-10%. לפי בנק ישראל, הגופים המוסדיים מחזיקים בכ-45% מסך תיק הנכסים של הציבור. נכון ליוני 2013, סך תיק הנכסים של הגופים המוסדיים מסתכם ב-1,285 מיליארדי ש"ח. סך הנכסים הוכפל מאז שנת 2007. בעת המשבר הכלכלי, במחצית השנייה של שנת 2008, נראה צימצום של כ-12% בסך נכסי המוסדיים. למרות זאת, תוך פרק זמן קצר, השווי הכולל של הנכסים חזר לרמתו של טרום המשבר, ומאז נמצא במגמת עלייה ההדרגתית.

הרכב תיק הנכסים לפי מכשירי ההשקעה אינו עובר בדרך כלל שינויים דרסטיים בפרקי זמן קצרים, והשינויים החלים בו הם תהליכים ארוכי-טווח. מספר מגמות בכל זאת ראויות לציון: ראשית, הנתח של המניות ואיגרות החוב הפרטיות בהרכב תיק הנכסים של המשקיעים המוסדיים ירד במשך התקופה. ניתן להסביר ירידה זו ביישום מסקנות ועדת חודק, שמיסדה כללים עבור רכישת איגרות חוב על ידי המשקיעים המוסדיים. שנית, הגופים המוסדיים הגדילו בצורה ניכרת את היקף השקעותיהם מחוץ למדינת ישראל. היקף השקעותיהם עלה מ-73 מיליארד ש"ח בשנת 2007 ל-190 מיליארד ש"ח במחצית הראשונה של שנת 2013.²⁷

הרכב תיק הנכסים של המשקיעים המוסדיים 2007-2013



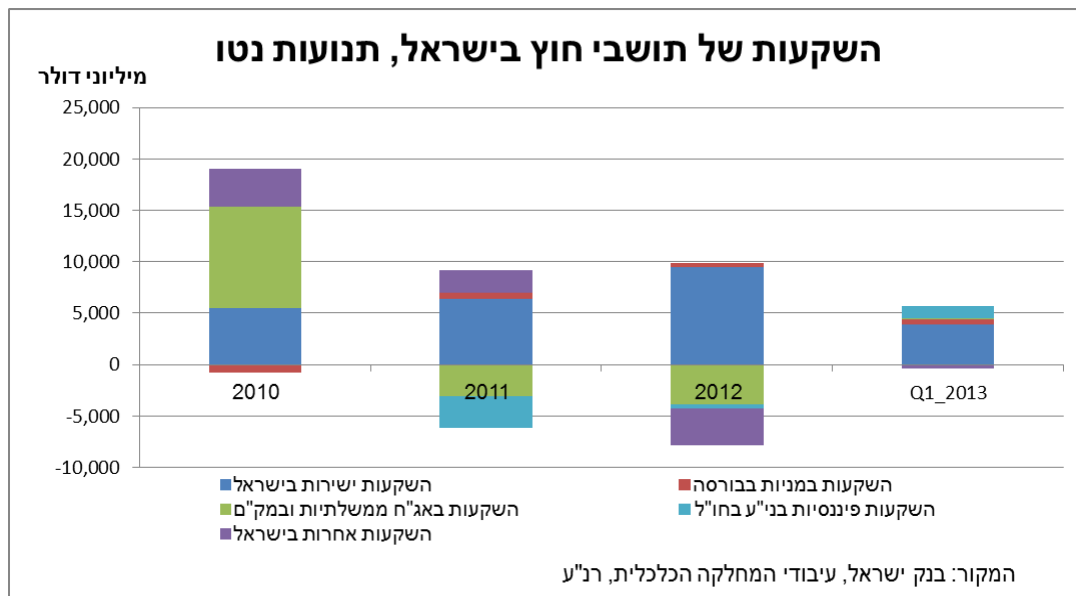
המקור: בנק ישראל, עיבודי המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך

²⁷ גידול זה זכה לעידוד רגולטורי ואינו נובע רק משינוי בטעמים. אגף שוק ההון הביטוח והחיסכון במשרד האוצר אפשר לגופים המוסדיים שלא להכליל את כל הוצאות ניהול ההשקעות בחו"ל בדמי הניהול (כפל עמלות). כך, יצר משרד האוצר עדיפות מסוימת להשקעה בחו"ל על פני השקעה בארץ.

משקיעים זרים

בדיון הציבורי עלתה הסברה שחלק מהירידה בהיקפי המסחר נובעת מהקטנת פעילותם של המשקיעים הזרים. לא קיימים נתונים מדויקים על חלקם של הזרים במחזורים בבורסה, אולם הנתונים הקיימים על תנועת ההשקעות של הזרים בבורסה אינם מחזקים טענה זו. מרבית ההשקעות של זרים בישראל הן השקעות ישירות, ולא באמצעות הבורסה. ההשקעות הישירות של תושבי-חוץ בישראל גדלו מ-5.5 מיליארדי דולרים בשנת 2010 עד ל-9.5 מיליארדי דולרים בשנת 2012. המשקיעים הזרים הקטינו את אחזקותיהם במניות בבורסה בשנת 2010, אך הגדילו אותן בחזרה בשנים 2011-2012 בסכום של חצי מיליארד דולר בשנה לערך²⁸. ברבעון הראשון של שנת 2013, הושקעו על ידי זרים כחצי מיליארד דולר במניות בבורסה בישראל. השקעות הזרים באג"ח תאגידי הן בדרך כלל נמוכות. משנת 2010 ועד שנת 2012 הסתכמו השקעות הזרים ב-225 מיליוני דולרים נטו.

ההשקעות באיגרות חוב ממשלתיות ובמק"מ מתאפיינות בתנודתיות רבה במהלך התקופה. בשנת 2010, השקעות הנטו של הזרים הסתכמו בכ-10 מיליארדי ש"ח. בשנים 2011-2012 גברו הפדיונות על היצירות, ותנועת ההון היתה שלילית. ככל הנראה, חלק משינוי זה נובע מהשוואת שיעורי המס של משקיעים זרים לשיעורי המס של משקיעים ישראליים בהשקעות במק"מ ובאג"ח ממשלתי קצר.

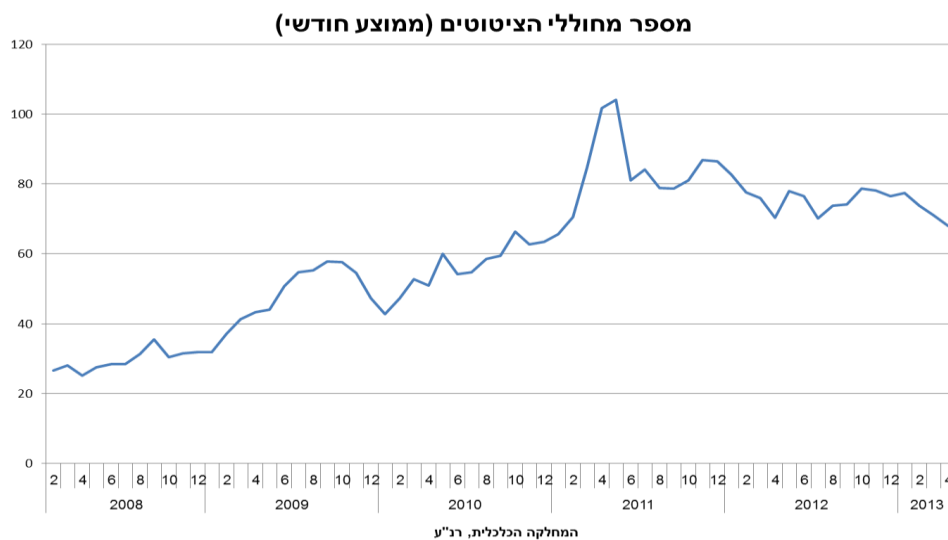


²⁸ חלק ניכר מהקטנת האחזקות (נטו) בשנת 2010 מיוחס לכך שישראל שודרגה על ידי MSCI, מהיותה שוק מתפתח להיותה שוק מפותח. חברת קשרי המשקיעים הבינלאומית CCG העריכה במחקר מחודש מאי 2013, שהשלכות המהלך הביאה למשיכה של כ-9 מיליארד ש"ח מישראל. אולם, בדומה לנתונים המוצגים כאן, ה-CCG טענה שמרבית ההשקעות שהיו "עוקבות" מדדים הוחלפו מאז בהשקעות אקטיביות.

מסחר באמצעות אלגוריתמים (Algo Trading)

כפי שהוזכר, כ-80% מפעילות המסחר במניות נעשית ע"י פעילים פרטיים – חברות נוסטרו וריטייל. שיפורים טכנולוגיים ביכולת העיבוד של מחשבים לצד עלייה במהירות תקשורת הנתונים, מאפשרים היום מסחר אוטומטי באמצעות מחשבים. כמו-כן, חלק ניכר מחברות הנוסטרו משתמשות באלגוריתמים לביצוע החלטות מסחר. בדומה למתרחש בשאר העולם, פעילות הסוחרים באמצעות אלגוריתמים הפכה למשמעותית יותר בבורסה בת"א במהלך השנים האחרונות בעיקר בתחום הנגזרים והאג"ח.²⁹

הבורסה הישראלית דורשת מהפעילים באמצעות אלגוריתמים להירשם כמחוללי ציטוטים³⁰. הגרף הבא מציג את הממוצע החודשי של מספר מחוללי הציטוטים הרשומים הפעילים במעו"ף. ניתן לראות שבין שנת 2008 לשנת 2013 מספרם יותר מאשר שולש, אם כי חלה ירידה הדרגתית במספרם בשיעור מצטבר של כ-30% מאז השיא של שנת 2011.

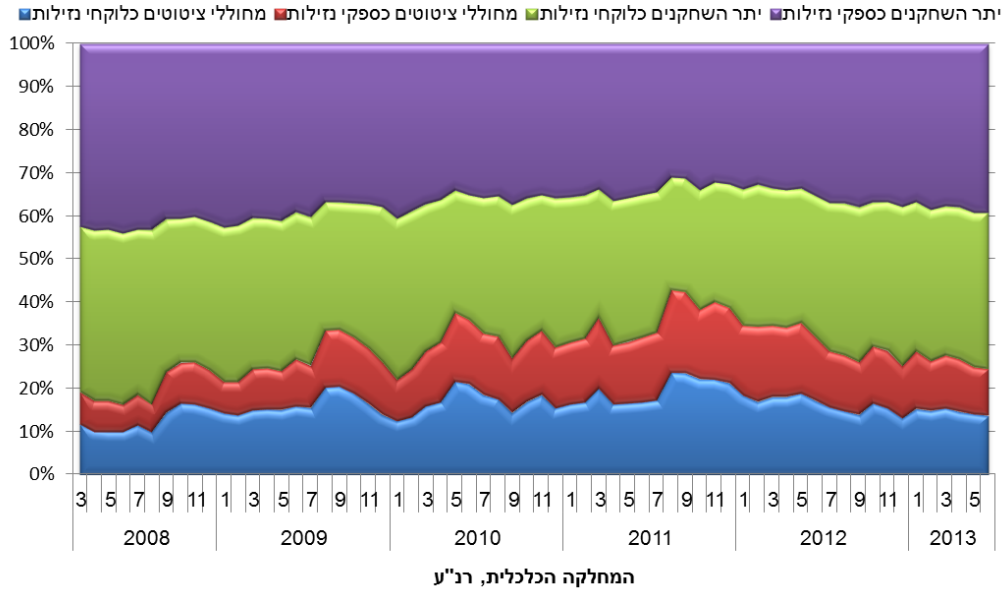


חלקם של מחוללי הציטוטים במסחר עלה בצורה משמעותית עד לאמצע 2011, אז הם עברו, במונחי נתח שוק, את סף ה-40%. מאז, חלה ירידה הדרגתית בנתחי השוק שלהם עד כדי 25 אחוזים בקירוב.

²⁹ כפי שעולה מניתוחי המחלקה הכלכלית ברנ"ע ועבודתם של פרופ' אבי וואהל וד"ר מני עבודי עבור הבורסה לניירות ערך.
³⁰ המונח "מחולל ציטוטים" מתייחס לתוכנה באמצעותה ניתן לשלוח למערכות המסחר בבורסה מספר רב של פקודות בפרק זמן קצר על פי אלגוריתם שנקבע בתוכנה.

בתרשים הבא ניתן לראות שמחוללי הציטוטים מתפקדים יותר כ"לוקחי נזילות", מאשר כ"ספקי נזילות"³¹. חלקם כספקי נזילות מסך פעילותם ירדה בצורה מתונה מכ-50% בשנת 2011 לכ-45% כיום. עם זאת, יש לזכור כי גם פעילות כלוקחי נזילות תורמת לסחירות בשוק.

נתח מספר חוזים של מחוללי ציטוטים (ממוצע יומי בכל חודש)



השפעה על הנזילות:

במחלקה הכלכלית ברשות ניירות ערך התבצע מחקר שנועד לבחון את תרומתם של סוחרי האלגוריתמים לנזילות בשוק. במחקר נבחנה, בין היתר, ההשפעה של סוחרי האלגו (כולל HFTs) על מדד ה-CRT - Cost of Round Trip³². למעשה, מדד זה בודק מה יהיה ההפסד ברגע נתון עבור רכישה של כמות מסוימת של יחידות ומכירתן מיד לאחר מכן. כלומר, הוא מייצג את המרווח בין שני צדי הספר ביחס לעומק מסוים³³. מדד גבוה - משמעו נזילות פחותה.

הבדיקה השוותה בין ה-CRT לכלל הפעילים בשוק, לבין ה-CRT לכלל הפעילים מלבד קבוצת ביקורת³⁴, וכן בין ה-CRT לכלל הפעילים מלבד מחוללי הציטוטים. ההשוואה מספקת מידע על חלקם של מחוללי הציטוטים ועד כמה הוא משמעותי לעומק השוק.

הגרף שלהלן מציג את עומק שוק האופציות לגודל של 50 חוזים³⁵. ניתן לראות כי יש למחוללי הציטוטים השפעה משמעותית על עומק השוק מעבר להשפעה של קבוצת הביקורת וכי השפעתם הולכת ויורדת בשנתיים האחרונות. בדיקה דומה לאוכלוסית ה-HFT שהוגדרה במחקר הובילה לתוצאות דומות³⁶.

³¹ "ספקי הנזילות" הם הפעילים שמכניסים פקודות לספר ובכך הם "מגלים את קלפיהם" ראשוניים. הכנסת הפקודות נותנת עומק לשוק, ומקטינה את מרווחי ה-Ask-Bid. "לוקחי הנזילות" הם הפעילים שמזרימים פקודות שנפגשות עם פקודות שכבר קיימות בספר הפקודות ומייצרים בכך עסקאות.

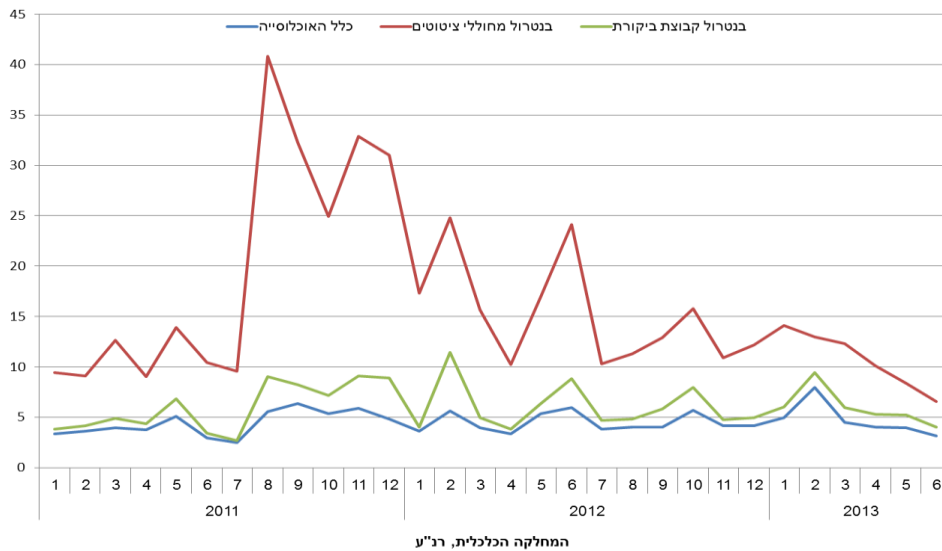
³² המדד פותח על ידי:

Irvine, P. J, Benston, G. J. and Kandel E., "Liquidity Beyond the Inside Spread: Measuring and Using Information in the Limit Order Book", (2000), SSRN-id229959.pdf.

³³ המדד מספק מידע רב יותר ממרווח ה-Ask-Bid, מאחר והוא משקלל בתוכו גם את הכמויות המוצעות בשכבות השונות.

³⁴ קבוצת הביקורת כוללת את השחקנים הפעילים ביותר שאינם רשומים כמחוללי ציטוטים.

בנטרול מחוללי ציטוטים לעומק של 50 חוזים (ממוצע יומי בכל חודש)



בדיקה מקבילה לזו של המחלקה הכלכלית ברשות ניירות ערך בוצעה לבקשת הבורסה על ידי פרופ' אבי וואהל וד"ר מני עבודי עבור חודש יוני 2011, והגיעה למסקנות דומות. החוקרים מצאו שעבור אותו חודש, נתח השוק במסחר של סוחרי האלגוריתמים היה 44.6%. והחוקרים הגיעו למסקנה שסוחרי האלגוריתמים הם, כאמור, משמעותיים בשוק הנגזרים כמו גם בשווקים אחרים (מניות, אג"ח קונצרני) ומהווים תורמים משמעותיים לנזילות בשווקים.

צד ההיצע

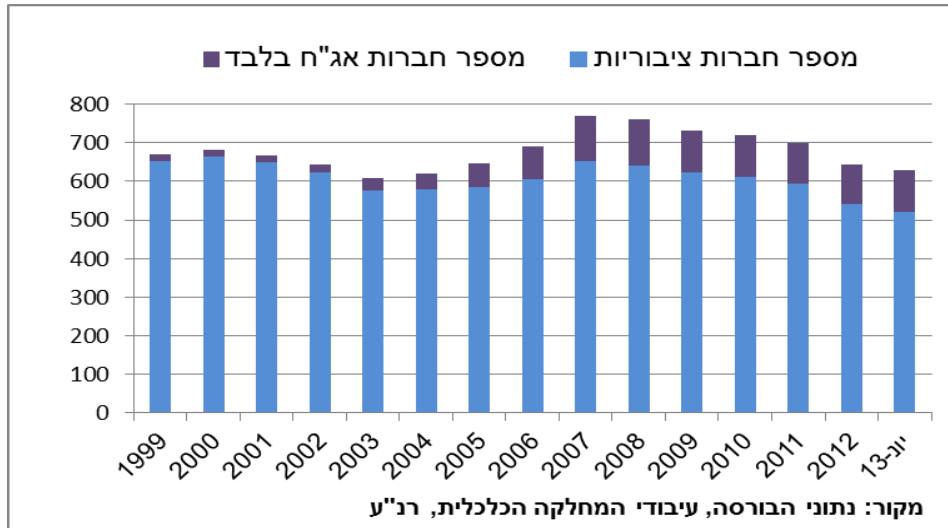
המסחר והנזילות בבורסה מושפעים מהיצע החברות בה, ובו זמנית הם גם משפיעים עליה. מצד אחד, ככל שהמסחר בבורסה ער יותר, והנזילות גבוהה יותר, כך המשקיעים צופים שיוכלו לממש את השקעתם בעתיד בקלות יחסית, ולכן נוטים יותר להצטרף אל המסחר. מכאן, שבורסה נזילה היא בורסה שקל ואטרקטיבי יותר לגייס בה הון, וחברות רבות יותר מעוניינות להיסחר בה. מצד שני, ככל שהיצע החברות והמוצרים רב, מגוון ואיכותי יותר בבורסה, הרי שמשקיעים פוטנציאליים רבים יותר מעוניינים לקחת בה חלק.

התפתחות מספר החברות בבורסה בתל אביב ובעולם

מספר החברות שניירות הערך שלהן רשומים למסחר בבורסה בתל-אביב נמצא במגמת ירידה במהלך 6 השנים האחרונות. כיום, רשומים למסחר בבורסה ניירות ערך של 658 חברות, מתוכם 108 חברות אג"ח בלבד. בשנים 2005 עד 2007, חל גידול חד של כ-19% במספר החברות הרשומות למסחר בבורסה בתל-אביב. שנת 2007 הייתה שנת השיא, עם 771 חברות רשומות, מתוכן 117 חברות אג"ח בלבד. כיום מספר החברות הרשומות נמוך בכ-18% ממספר השיא. בחברות האג"ח בלבד הייתה הירידה מתונה יותר, 7.5% מהחברות שרשומות מאז השיא. המגמה הנ"ל זהה גם בקרב החברות הדואליות. מאז 2007, 17 חברות דואליות הצטרפו למסחר, אך 24 חברות דואליות פרשו ממנו.

³⁵ במחקר התקבלו ממצאים דומים גם לעומק שוק של 100 חוזים.

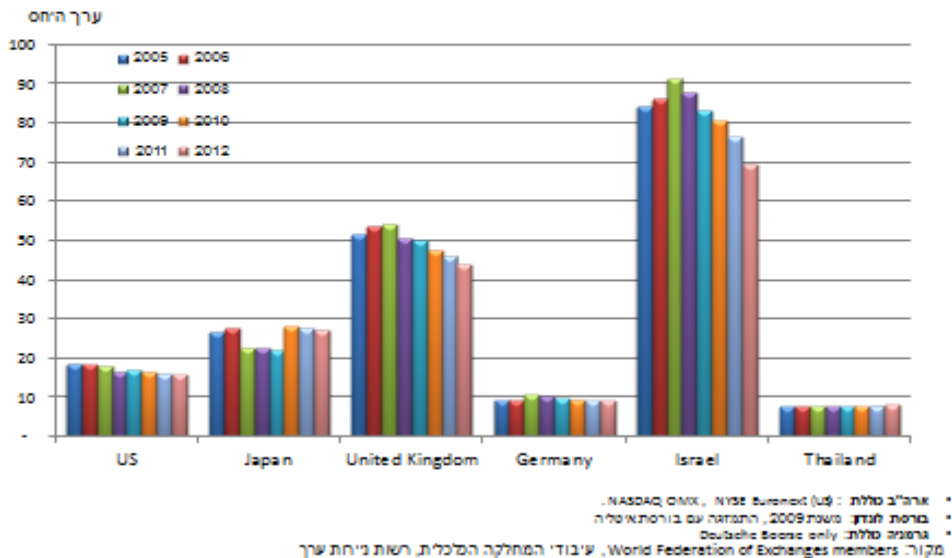
³⁶ הגדרת ה-HFT בהתאם לקריטריונים בספרות (מספר פקודות, יחס פוזיציה למחזור ומחירות מתן פקודה וביטולה).



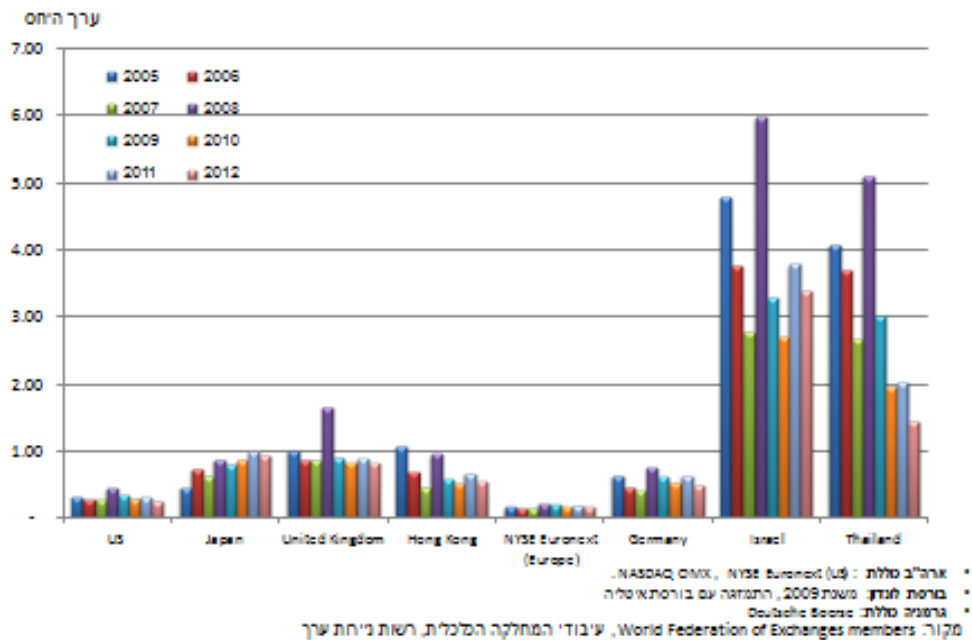
מדינות מערביות רבות, כגון ארה"ב, גרמניה ובריטניה, סובלות ממגמה דומה לזו של ישראל, עם מספר הולך וקטן של חברות הרשומות למסחר. במדינות אחרות, כמו בילן, תאילנד והונג קונג המגמה הפוכה.

על אף הירידה במספר החברות, היחס בין מספר החברות הציבוריות לשווי התוצר הכולל בישראל הוא עדיין בין הגבוהים בעולם. בתקופה שבין השנים 2005 ועד 2012, היחס נע בתחום של 3 עד 6, בשונה משאר המדינות (להוציא תאילנד בה הנתונים דומים יותר לאלה של ישראל), אשר בהן היחס נמוך מ-1, על פי רוב. כלומר, מספר החברות הציבוריות בישראל גבוה ביחס לתוצר, אך הן קטנות, באופן יחסי.

מספר חברות הרשומות למסחר ביחס למיליון איש 2005-2012



מספר חברות הרשומות למסחר ביחס לשווי שוק בסוף שנה, במיליארדי דולר



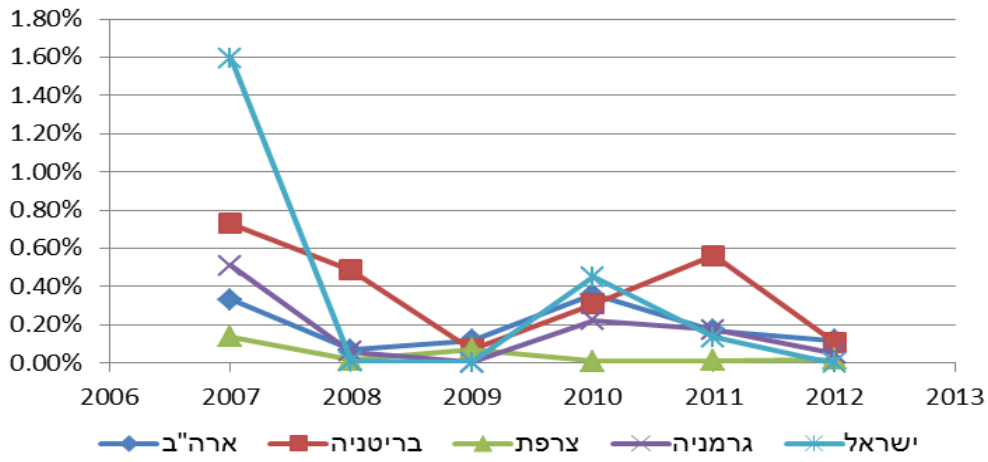
ההשוואה הבינלאומית אף מצביעה על כך שהבורסה בישראל ממוקמת במקום מאוד גבוה מבחינת היחס בין מספר החברות הציבוריות לגודל האוכלוסייה. נכון לשנת 2013 עומד היחס בישראל על כ-70 חברות למיליון איש. ביתר המדינות שנבדקו יחס זה קטן באופן משמעותי.

השוק הראשוני

קיים קשר בין השוק המשני והנזילות בו לבין מצב השוק הראשוני. שוק נזיל, עם עניין של משקיעים, הוא שוק שבו קל יחסית לגייס הון בעלות נמוכה. בה בעת, שוק בעל הנפקות מושך עניין, ומכאן שהוא מושך גם משקיעים ונזילות. לצד הירידה בנזילות, סובלת הבורסה בתל אביב מירידה בשיעור ההנפקות הראשוניות, מאז השיא של שנת 2007.

הממצאים מצביעים על כך ששנת 2007 הייתה שנה מרובת הנפקות ראשוניות גם ביתר שוקי העולם. משבר האשראי הביא לקיטון משמעותי במספר גיוסי ההון בעולם המערבי. בשנים 2010 עד 2012 שוק ההנפקות הראשוניות בעולם המערבי התאושש, אך מלבד בארה"ב, הוא טרם חזר לרמותיו טרום המשבר. בגרף הבא ניתן לראות את יחס שווי שוק ההנפקות הראשוניות כאחוז משווי השוק הכולל. מהגרף ניתן ללמוד שישראל הייתה מרובת הנפקות ביחס לגודל השוק בשנת 2007 ובשנת 2010. אך מלבד שתי השנים הללו, הבורסה בתל אביב סבלה מירידה בהנפקות באופן חד יותר משאר העולם.

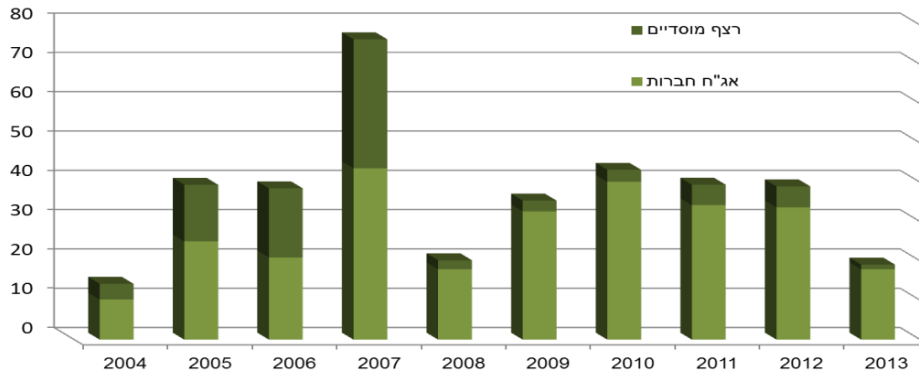
שווי שוק ההנפקות הראשוניות כאחוז משווי השוק הכולל



המקור: בלומברג. עיבודי המחלקה הכלכלית. רנ"ע

בדומה לשוק המניות, שוק האג"ח סבל מהאטה בהנפקת אג"ח בשנת 2008, והיה פעיל יותר בשנים 2007 ו-2010. אך בניגוד לשוק המניות, הירידה בגיוס החוב בשנים 2009, ו-2011-2012 הייתה מתונה מאוד, ולא חלו למעשה כל שינויים משמעותיים בקצב גיוס החוב בבורסה בתל אביב מאז 2008.

גיוס הון באג"ח קונצרני (מיליארדי ₪)



הערה: נתוני 2013 - המחצית הראשונה
מקור: נתוני הבורסה, עיבוד המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך

ביצועי הבורסה הישראלית

ביצועים טובים של השוק יוצרים עניין ומושכים משקיעים נוספים לשוק. בעקבות זאת, עולה גם רמת הנזילות. עלייה ברמת הנזילות יכולה בתורה לתרום לעליה בערכי המדדים.

ביצועי הבורסה:

כמוצג בלוח שלהלן, שיעורי התשואה המצטברים על מדדי המניות העיקריים בבורסה בתל-אביב בתקופה שמחודש ינואר 2007 ועד לחודש יוני 2013 היו גבוהים בהשוואה לרוב מדדי המניות המובילים בעולם. מאז שנת 2011, לעומת זאת, שיעורי התשואה על מדדי המניות בבורסות המרכזיות בעולם מפגינות ביצועים טובים יותר מאשר הבורסה בתל אביב.

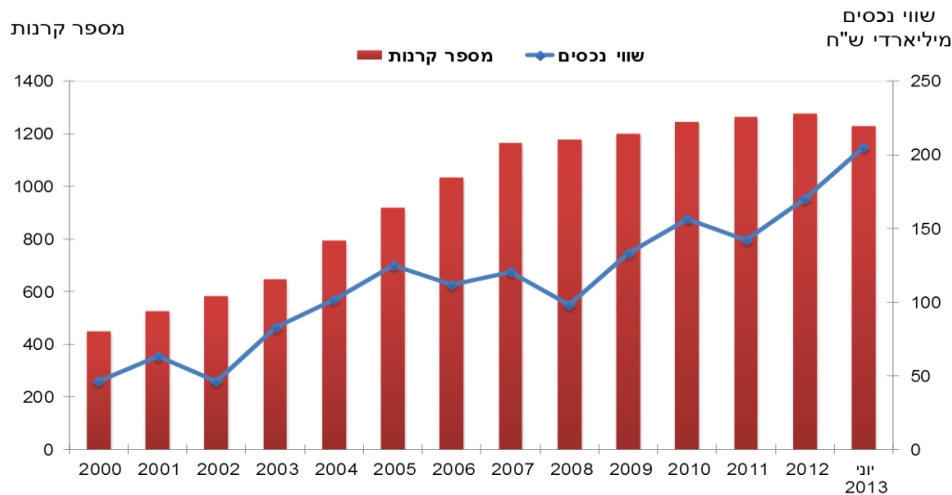
אחוזי תשואה עד לסוף יוני 2013					מדד
תאריך תחילת החישוב					
1.1.13	1.1.12	1.1.11	1.1.09	1.1.07	
0.60%-	8.00%	12.60%-	82.90%	13.80%	TA-25
2.10%-	8.20%	10.30%-	78.30%	26.40%	TA-100
12.60%	27.70%	27.70%	77.80%	13.30%	S&P-500
5.40%	11.50%	5.30%	40.20%	0.10%-	FTSE
31.60%	61.80%	33.70%	54.40%	20.60%-	NIKKEI
2.70%	18.30%	1.70%-	16.20%	32.50%-	CAC
4.60%	34.90%	15.10%	65.50%	20.70%	DAX

שיעורי התשואה על מדדי איגרות החוב התאגידיות והממשלתיות היו גבוהים יחסית בשנים האחרונות. מאז המשבר הכלכלי של שנת 2008-2009, קיימת מגמה עקבית של שיעורי תשואה חיוביים באיגרות החוב, וכיום שווי השוק של איגרות החוב מצוי בשיא כל הזמנים.

ההתפתחויות בענף קרנות הנאמנות בישראל

יחידות השתתפות של קרנות הנאמנות אינן נסחרות בבורסה, אולם פעילות הקרנות בבורסה, תלויה ביצירות או בפדיונות (נטו) של הקרנות ובמדיניות ההשקעה שלהן. רוב רובם של נכסי קרנות הנאמנות סחיר ולכן, מרבית הפעילות בענף קרנות הנאמנות מתורגמת לפעילות בבורסה.

נכון לחודש יוני 2013, הגיע מספר קרנות הנאמנות הפעילות בישראל למספר של 1,231, כאשר כולן קרנות נאמנות פתוחות. ניתן לראות שמספר הקרנות הצטמצם, כחלק מתהליכי התייעלות אשר כללו מיזוגים ופירוקים של קרנות בעלות שווי נכסים נמוך. משנת 2008 ועד היום, שווי הנכסים שמוחזקים בקרנות הנאמנות גדל באופן משמעותי ביותר. נכון ליום 03/09/2013, שווי הנכסים של ענף הקרנות עומד על כ- 214 מיליארד ש"ח. מדובר בעלייה של כ-44% בהיקף הנכסים לעומת סוף שנת 2011. התרחבותו הניכרת של הענף נובעת, ברובה, מעודף יצירות בשווי של 51.4 מיליארדי ש"ח (מסוף שנת 2011), וכן מרווחי הון בהיקף של 11 מיליארדי ש"ח. הגידול ברובו הוא בקרנות נאמנות כספיות ובקרנות המתמקדות באג"ח קונצרני. לא חל כל שינוי מהותי בסוגי הקרנות האחרות, ובקרנות המתמחות באג"ח מדינה אף נרשמה ירידה. לפיכך, לא ניתן להסביר את השינויים במחזורים בשוק המניות על ידי פעילותיהן של קרנות הנאמנות.



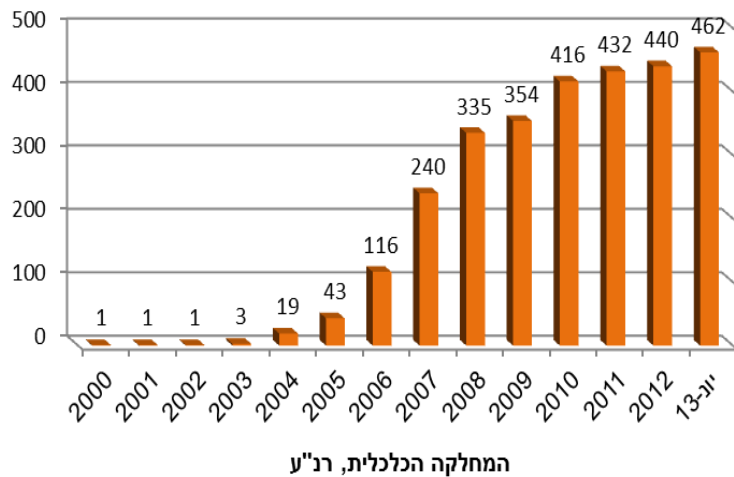
המחלקה הכלכלית, רנ"ע

התפתחויות בשוק תעודות סל בישראל

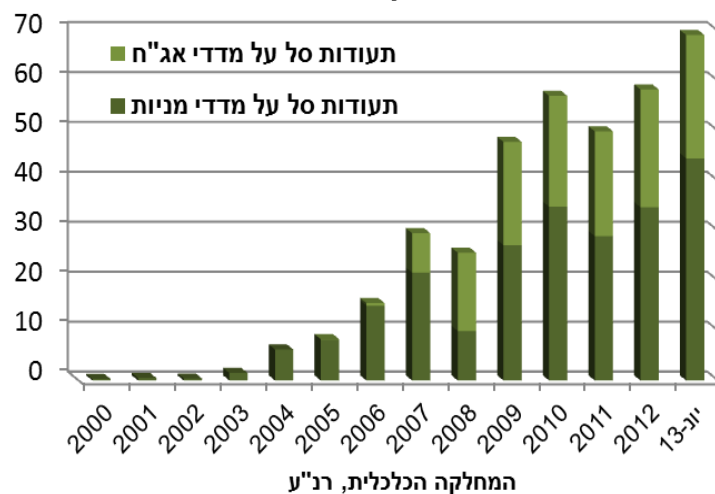
בשונה מקרנות הנאמנות, תעודות הסל הן מוצר שנסחר בבורסה. בנוסף, מנפיקי תעודות הסל פועלים בניירות ערך בבורסה, כדי לנהל את ההתכנסות כלפי המחויבויות שלהם. בכך, משפיעות תעודות הסל על היקף המחזורים בבורסה. בחלק הקודם, זיהינו שמנפיקי תעודות הסל נוטלים נתח משמעותי מאוד במסחר בתעודות הסל עצמן (כ-40%), נתח מרכזי במסחר באופציות (15%) ונתח משמעותי פחות במסחר במניות (כ-5%). על אף התנודתיות בנתחים אלו במשך השנים, לא ניתן לומר שקיימת בהם מגמת ירידה, ומכאן שתרומת תעודות הסל לירידה במחזורים היא לא יותר מאשר פורפורציולית לחלקן במסחר. עם זאת, ניתן לראות ירידה מסוימת בהיקף פעילותן כספקי נזילות בשוקי המניות ואג"ח.

ביוני 2013 נסחרו בבורסה בת"א 462 תעודות הסל, ושווי אחזקות הציבור בהן מסתכם בכ-69 מיליארדי ש"ח. התפתחות שוק תעודות הסל אופיינה בקצב גידול שנתי מואץ בין השנים 2008-2003. בשנים האחרונות קצב התרחבותו של הענף הואט, אך יחד עם זאת, הענף ממשיך במגמת עלייה.

התפתחות מספר תעודות סל



שווי אחזקות הציבור מיליארדי ש"ח

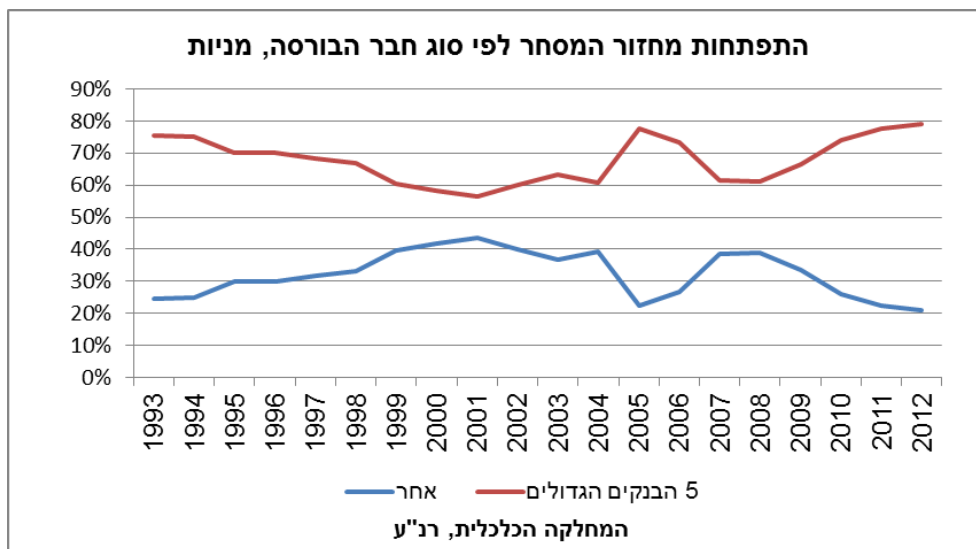


התפתחויות בשירותי ברוקראז'

חברי הבורסה הם מתווכים פיננסיים בעלי גישה ישירה לזירת המסחר. לאחרונה, מספר גופים הפסיקו את חברותם בבורסה, מסיבות שאינן קשורות למיזוגים בתחום בתי השקעות כפי שהיה בעבר. כלל פיננסיים והראל פיננסיים מכרו את חבר הבורסה שלהם, במחיר שמשקף את ההון העצמי.

שווי שתי העסקאות האחרונות רומז על רווחיות נמוכה או אפסית של חברי הבורסה שאינם בנקים (חש"בים). סיבה ראשונה לכך, אך לא העיקרית, היא הירידה במחזורי המסחר ועימם הירידה במחזור הפעילות ובהכנסותיהם. סיבה שנייה, היא התחרות החריפה בתחום הברוקראז' שהביאה לירידה ברווחיות של הפעילים בענף, ולעליית הדומיננטיות של הבנקים. הגרף הבא מציג את התפלגות מחזורי המסחר בבורסה בין חש"בים ל-5 הבנקים הגדולים. נתח השוק של 5 הבנקים הגדולים הגיע לשפל של פחות מ-50% מהמסחר בשנת 2001. מאז, נתח השוק של 5 הבנקים המובילים עולה בהדרגה עד ללמעלה 70% בשנת 2012. באג"ח ובנגזרים, הדומיננטיות של הבנקים היא אף משמעותית יותר.

לבנקים מספר יתרונות מרכזיים שאפשרו להם לצבור דומיננטיות במסחר. ראשית, פריסת סניפיהם מאפשרת להם לעבוד ביעילות רבה יותר מול משקי הבית. שנית, יכולתם להפיץ קרנות נאמנות וקופות גמל מאפשרת להם לספק חבילה מקיפה ללקוחות, ולא רק שירותי ברוקראז' כמו החש"בים. באופן זה, הגיעו הבנקים המובילים גם לדומיננטיות בתחום הברוקראז' בשנים האחרונות.



בבחינת ההתפתחויות במסחר בבורסה ושוק ההון הישראלי ניתן לזהות מספר מגמות:

- הירידה במחזורי המסחר היא אכן משמעותית, אך מתמקדת במניות ובאופציות. בשוק אגרות החוב מחזורי המסחר מפגינים עוצמה גם בתקופה הנוכחית. ירידת המחזורים בשוק המניות בבורסה בתל-אביב מצטרפת למגמה דומה שנצפית גם במקומות אחרים בעולם. אולם, ראינו כי מאז 2010 שיעור ירידת המחזורים במניות בבורסה בתל אביב הינו חד יותר באופן יחסי.
- מגמת הירידה במחזורי המסחר חלה על כלל שוק המניות ואינה תחומה לסגמנטים מסויימים בו: ירידת המחזורים מתרחשת בכל הענפים (לרוב ביחס דומה), במניות החברות הדואליות וגם במניות החברות המקומיות, ובקרב החברות הגדולות וגם בקרב החברות הקטנות.
- בהתפלגות המסחר במניות על פי סוגי הפעילים השונים, לא נצפו שינויים משמעותיים בשנים האחרונות. הפעילים במניות, בין אם מוסדיים, מנפיקי תעודות סל, מנהלי תיקים וחברות נוסטרו (חברות פיננסיות הפועלות לחשבון עצמן), צמצמו את פעילותם בשיעור דומה, כך שחרף הירידה בפעילות, לא חל שינוי משמעותי בחלקו היחסי של כל אחד מסוגי הפעילים במחזורי המסחר.
- על אף שחלקם היחסי של סוגי הפעילים השונים לא השתנה משמעותית, נראה כי הירידה בהיקפי המסחר לוותה בשינוי באופי פעילותם. הן מנפיקי תעודות הסל והן סוחרי האלגו הקטינו את חלקם כספקי נזילות. בהתחשב בגודלם המשמעותי במסחר, ייתכן שהם תרמו תרומה ניכרת לירידה בסחירות ובנזילות.
- כ-75% מהמסחר נעשה בידי פעילי הנוסטרו, כאשר חלקם של סוחרי האלגו בתוכם הולך וגדל³⁷. כאמור לעיל, במהלך העשור האחרון, סוחרי האלגו הפכו משמעותיים יותר במסחר והם אף צמצמו את חלקם בהתאם למגמה בשוק מאז שנת 2011.
- במקביל לירידה במסחר חלה ירידה בצד ההיצע. כידוע, קיימים קשרי גומלין בין השניים, כאשר הירידה במחזורי המסחר עלולה להוביל להקטנת ההיצע, אך בו-זמנית, היא גם נגרמת בעטיה. הירידה בהיצע מתבטאת בירידה בהנפקות הראשוניות בשוק המניות, ובמחיקות של חברות מהמסחר, אך היא אינה נצפית בשוקי האג"ח. על-אף הירידה במספר החברות, בהשוואה לזירה הבינלאומית, מספר החברות הציבוריות בישראל עדיין גבוה יחסית. במוצרים המשלימים כדוגמת תעודות הסל וקרנות הנאמנות, עדיין רואים גידול בהיקף הכספי של הנכסים המנוהלים. בתחום תעודות הסל הגידול בהיצע המוצרים הנמכרים נמשך, אך בתחום קרנות הנאמנות הוא נבלם.
- בשנים האחרונות, חמשת הבנקים הגדולים תופסים נתח הולך וגדל מהיקף הפעילות. היקף פעילות החש"בים (חברי בורסה שאינם בנקים) יורד, כאשר חלקם אף החליטו למכור את מושב החבר שלהם במחיר המשקף את ההון העצמי בלבד.

³⁷ על פי הערכות, המשקיעים הקמעונאים (ריטייל), אחראים לשיעור של 5% עד 10% מהיקף המסחר בשוק. בחינה שנעשתה במחלקה הכלכלית של רשות ניירות ערך מצביעה על כך שחלקן של חברות הנוסטרו הגדולות והמובילות הוא כ-50% מהמסחר הכולל.

חלק ג' – המלצות

הבורסה כתאגיד למטרת רווח

במהלך שני העשורים האחרונים בורסות רבות ומרכזיות ברחבי העולם עברו רפורמה מקיפה במודל המבנה התאגידי שלהן. בבסיס הרפורמה עמד שינוי מבנה הבעלות, ממודל של שותפות (של ברוקרים, חברי בורסה) שאינו למטרות רווח (להלן: "מודל השותפות"), למודל של תאגיד עסקי הפועל למטרות רווח (תהליך זה נקרא בשפה המקצועית Demutualization), שבמקרים רבים אף הנפיק מניות ונרשם למסחר בבורסה עצמה (Self-listing) (להלן: "מבני הבעלות החדשים").

התהליך החל בסטוקהולם כאשר בשנת 1993 הבורסה של סטוקהולם הייתה לבורסה הראשונה שעברה למבנה בעלות של בעלי מניות ובשנת 1998 הייתה זו הבורסה האוסטרלית שהפכה לבורסה הראשונה הרושמת את מניותיה למסחר בפלטפורמה שלה עצמה (Self-listing)³⁸. **מאז ועד היום, מרבית הבורסות במדינות המפותחות והמתפתחות עברו תהליך של שינוי מבנה הבעלות וזנחו את מודל הבעלות ההומוגני, בו הברוקרים חברי הבורסה הם בעלי השליטה, וזאת לטובת מבנה בעלות הטרוגני הכולל בעלי מניות מסוגים שונים**³⁹.

מעבר הבורסות למבנה בעלות חדש ולתכנית עסקית של פעילות למטרת רווח לא נעשה על פי מתכונת אחידה. הבחירה במבנה הבעלות החדש נבחנה ובוצעה בכל בורסה בנפרד תוך התחשבות בסביבה המשפטית, בסביבה הכלכלית ובמגבלות שנבעו מהצורך להגיע למתווה מוסכס עם הבעלים הקודמים. ואולם, זניחת מודל השותפות ומעבר למבני בעלות חדשים היא מגמה בולטת שהיקפה רחב ביותר. כאמור, מאפיין מרכזי לשינוי מבנה הבעלות הוא הפיכת הבורסה לעסק כלכלי למטרות רווח. בורסות רבות אף לקחו צעד נוסף ונרשמו למסחר, לעיתים בפלטפורמה של עצמן (Self-listing). כפי שיוסבר בהמשך, מהלך של רישום עצמי מעלה ניגודי ענייניים נוכח תפקודה של הבורסה כרגולטור על פעילות הבורסה (SRO), אך בד בבד הוא נועד לצמצום ניגודי ענייניים אשר התעוררו נוכח מודל השותפות, ובנוסף לכך, הוא בא לתת לבורסה כלים בהתמודדותה עם התחרות הגוברת.

הרוב המוחלט של הבורסות המובילות בעולם עברו למבנה בעלות הטרוגני הפועל במודל עסקי למטרות רווח, וזאת בשונה מהבורסה של תל-אביב שהיא תאגיד שיתופי בבעלות חברי הבורסה שפועל ללא מטרות רווח. על רקע המגמה העולמית של שינוי מבנה הבעלות ושינוי התכנית העסקית של הבורסות, יש צורך לקיים בדיקה מעמיקה בסוגיות אלה לגבי הבורסה בתל-אביב.

World Federation of Exchanges ,Focus, May 2011³⁸
CHRISTIANSEN, Hans; KOLDERTSOVA, Alissa. *The role of stock exchanges in corporate governance*.³⁹
OECD, 2008.

תכלית שינוי מבנה הבעלות

לתופעת שינוי מבנה הבעלות בבורסות קיימים מספר הסברים הקשורים זה בזה⁴⁰. הראשון, קשור בשינוי שחל בטעם המשקיעים, בעיקר בצמצום הטייתם לשוק המקומי (HOME BAIS), שהחלה במידה רבה כתוצאה ממהפכת הטכנולוגיה אשר הקטינה דרסטית את עלויות העברת המידע. שינוי זה הביא, בין היתר, להעצמת התחרות בין הבורסות המקומיות לבורסות הזרות. ההתפתחויות הטכנולוגיות המהירות והוזלת העלויות להקמת שירותי מחשוב המריצו גם את התחרות שנוצרה לבורסות המסורתיות מצד פלטפורמות מסחר חלופיות (ECN, ATS, MTF), והבורסות המסורתיות חדלו להיות מקור בלעדי לשירותי מסחר. לתחרות מצד הפלטפורמות החלופיות תרמה גם העובדה שהן כפופות לרגולציה במידה פחותה יחסית לזו המחייבת את הבורסות המסורתיות.

מסיבות אלו ונוספות, התחרות בעולם המסחר גברה, ולכן נאלצו הבורסות להשקיע משאבים בתשתיות אשר יאפשרו להן להתמודד טוב יותר בסביבה התחרותית החדשה, וזאת בכמה אופנים: במגוון המוצרים, באיכות השירות, בתשתית הטכנולוגית ובחדשנות השיווקית.

על פי הספרות המקצועית⁴¹, מודל השותפות, בו הבורסה נשלטת על ידי מתווכים (חברי בורסה) כמועדון תפעולי סגור ללא מטרות רווח⁴², אינו מתמרץ במידה מספקת את בעלי הבורסה להשקיע משאבים בהתמודדות עם האתגרים החדשים. במודל זה, בעלות ופעילות תיווך קשורים בקשר הדוק ביותר. יתרה מזאת, מדיניות הבורסה נקבעת בהתבסס על אינטרס חברי הבורסה שהינו השאת רווחיהם. אינטרס זה עומד פעמים רבות בניגוד לאינטרסים של החברות הרשומות למסחר בבורסה ושל החוסכים, שהם הצרכנים העיקריים של שירותי הבורסה אשר רוצים, מחד גיסא, להקטין את עליות גיוס ההון ומאידך גיסא, להשיא את תשואת החוסכים.

יתרון נוסף למבנה הבעלות שאינו במודל של שותפות הינו הגדלת הסבירות לשיתופי פעולה בין בורסות בתחומים שונים, ובכלל זה גם האפשרות של קשרי בעלות. לשיתוף פעולה יש לעתים פוטנציאל ליצירת יתרונות לגודל בפעילות הבורסות⁴³ וזוהי דרך נוספת להתמודד עם האתגרים שצוינו לעיל. עבודת McKinsey מתייחסת ליתרונות נוספים כגון:

- שיפור הממשל התאגידי- שינוי מבנה הבעלות מחזק את יכולת השליטה של קשת בעלים רחבה וכמו כן, מחזק את בטחון המשקיעים בבורסה הודות לשקיפות בפעילותה.
- שינוי מבנה הבעלות עשוי לאפשר התייעלות, חדשנות וצמיחה.
- אספקה של מקורות חדשים לגיוס הון.
- שיתוף המשקיעים בפעילות הבורסה - שינוי מבנה הבעלות מאפשר למשקיעים מוסדיים וקמעונאיים להפוך לבעלי מניות ולשפר את יכולת הבורסה לענות על צרכי המשקיעים.

נוסף על יתרונות אלו שינוי מבנה הבעלות מביא תועלת גם עבור חברי הבורסה המייסדים, כך לדוגמא:

1. יצירת ערך

- מניות בשותפות מוסבות למניות של התאגיד
- מניות תאגיד ניתנות למדידה על פי שווי הון בספרי החברים

⁴⁰ SERIFSOY, Baris. *Demutualization, outsider ownership, and stock exchange performance: empirical evidence*. *Economics of Governance*, 2008, 9.4: 305-339

⁴¹ STEIL, Benn. *Changes in the ownership and governance of securities exchanges: causes and consequences*. *Brookings-Wharton papers on financial services*, 2002, 2002.1: 61-91

⁴² World Federation of Exchanges, *Focus*, May 2011

⁴³ CHRISTIANSEN, Hans; KOLDERTSOVA, Alissa. *The role of stock exchanges in corporate governance*. OECD, 2008.

- בורסה רווחית, מאפשרת מימוש הערך הגלום במניות באמצעות IPO

2. הגברת פעילות

- בורסה הפועלת כתאגיד שאינו שיתופי אלא כחברה למטרות רווח, הינה בעלת הון רב יותר להשקעה במוצרים ומגזרי פעילות ותתייחס לגידול בהיקפי המסחר כמנוע הצמיחה המרכזי.
- קיים מתאם בין ההכנסה של חברי בורסה משירותי ברוקראז' להיקף המסחר בבורסה.

מבני הבעלות החדשים אינם מבוססים על מודל גנרי יחיד. במקרים רבים, בורסות שעברו למודל מבוסס רווח עדיין שמרו על זהות הבעלים הקודמים (חברי הבורסה) אך באופן אשר מקצה מחדש, ובתהליך דינאמי, את אחוזי השליטה על בסיס נתחי הפעילות והעסקים של החברים (מודל זה אינו רשום למסחר). במקרים אחרים, בורסות הנפיקו את מניות עצמן, כלומר, פתחו את "המועדון הסגור" לרווחה ואפשרו גם לציבור הרחב לרכוש בעלות בבורסה, וזאת בכפוף להגנות מפני השתלטות של ישויות זרות. הרישום למסחר תורם להתמודדות עם האתגרים שבורסות עומדות בפניהם במספר אופנים, כגון: האפשרות לגייס הון, האפשרות לשיתופי פעולה על-ידי קשרי בעלות והיצירה של הטרוגניות הבעלים. אולם, מהלך זה מעלה גם בעיה מבנית של ניגוד ענייניים בין היותה של הבורסה קובעת רגולציה (SRO) לבין היותה צד פעיל במסחר. הפתרון העיקרי לניגוד ענייניים זה הוא יצירת הפרדה פונקציונאלית בין תפקודה של הבורסה כרגולטור לבין פעילותיה האחרות, אך מדובר בפתרון שהינו בעייתי ליישום. פתרונות נוספים הם העברת חלק מסמכויות הרגולציה אל רשות ניירות הערך⁴⁴.

סוגיה נוספת הינה מבנה הבעלות של המסלקה וקשרי הבעלות שלה עם הבורסה במקרה של שינוי מבנה הבעלות. למרות שהמסלקה מספקת שירותי סליקה לבורסה, היא עדיין יכולה לתפקד באופן עצמאי מבחינת כלכלית. בנוסף, יש להתייחס לנושא הפרדת הבורסה מהמסלקה גם בהיבט של ניגוד הענייניים העומד בין הבורסה, אשר מטרתה היא גידול בנפחי הפעילות והמסחר, לבין המסלקה, אשר עניינה הוא יציבותה, עניין הכרוך בדרישת בטחונות מהחברים ובהפקדות כספים בקרן הסיכונים. כל זה יבחן אל מול המבנה הנוכחי, שלפיו נעשה שימוש בכח אדם ובמערכת מחשוב יחידה לכל חברות הקבוצה. יש לשקול את האפשרות להפריד בין הפונקציות שמנהלות את המסחר לבין אלה שמנהלות את הסליקה. בנוסף לכך, ניתן להפריד בין השירותים השונים כך שהמסלקה והבורסה תוכלנה לפעול כישויות הקשורות ביניהן בקשרי לקוח-ספק בלבד. במסגרת המסמך הנוכחי לא יורחב נושא זה. עם זאת, נדרשת בחינה נרחבת ומעמיקה של נושא זה בהקשר של הבורסה בתל-אביב.

נתונים⁴⁵

נכון לשנת 2012⁴⁶, 74% מהבורסות החברות ב-WFE^(World Federation of Exchanges)⁴⁷, ובכללן הבורסות המובילות בעולם, פעלו כגופים למטרות רווח (ראה גרף 2). לשם השוואה, בשנת 2000 פעלו רק 62% מהבורסות החברות ב-WFE כגופים למטרות רווח (ההבדל בין השנים אף היה גבוה יותר אלמלא הצטרפו בשנת 2012 שש בורסות חדשות ל-WFE אשר אינן פועלות למטרות רווח).

⁴⁴ קיים גם פתרון של רישום כפול אך פתרון זה לא נבחן בפועל.

⁴⁵ רוב הנתונים בחלק זה נלקחו מתוך פדרציית הבורסות הבינלאומית (World Federation of Exchanges).

⁴⁶ World Federation of Exchanges, Cost & Revenue Survey 2010 and Cost & Revenue Survey 2012.

⁴⁷ פדרציה המאגדת את מרבית הבורסות המובילות בעולם.

ניתן לראות לפי גרף 1 כי 55% מהבורסות הן בורסות שניתן להחליף בהן זכויות בעלות (לרבות בורסות רשומות למסחר) והן פועלות למטרות רווח⁴⁸.

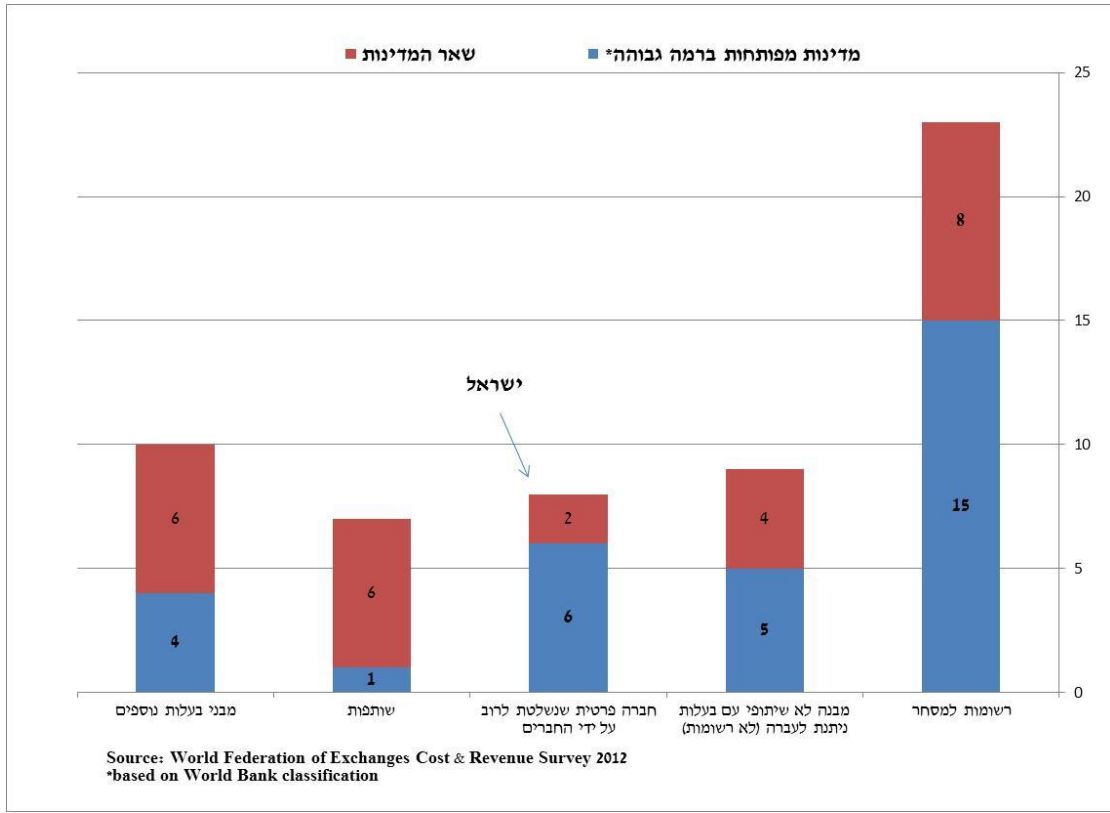
שותפויות או חברות פרטיות הנשלטות על ידי החברים, בהן נכללת ישראל, היוו 26% מהבורסות בשנת 2012 (חלקן פועלות למטרות רווח).

בפילוח שנעשה לפי רמת הפיתוח של המדינה בה פועלת הבורסה (הכנסה גבוהה מהווה אינדיקציה לרמת התפתחות על פי קטגוריה של הבנק העולמי, כאשר ישראל כלולה במסגרת גופים אלו), ניתן להבחין שבחירה במבני בעלות המעודדים הטרוגניות במאפייני הבעלים אינו ייחודי רק למדינות המפותחות. יחד עם זאת, (אך לא לפי גרף זה) הרוב המכריע של הבורסות במדינות המפותחות (OECD) פועלות במבני בעלות בהם ניתן להעביר את הבעלות והן פועלות למטרות רווח⁴⁹. בלוח מס' 1 ניתן לראות את הרשימה המלאה של הבורסות לפי מבנה הבעלות שלהן.

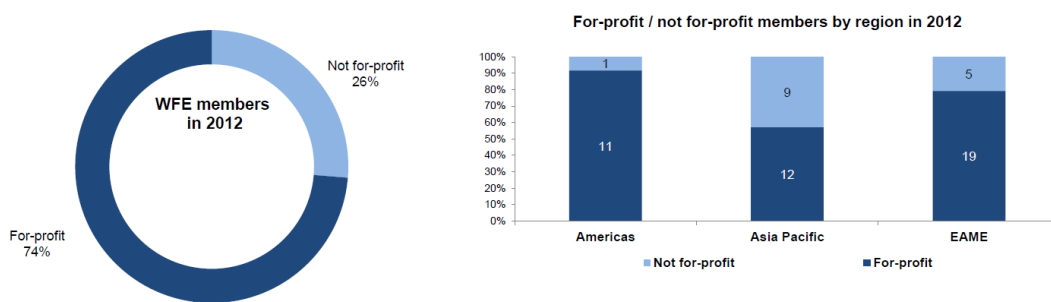
בנוסף, נכון לשנת 2012, 8 מתוך 10 הבורסות בעלות מחזורי המסחר הגבוהים ביותר הן בורסות במבנה בעלות המעודד הטרוגניות ואשר פועל למטרות רווח (ראה לוח 2). שתי הבורסות הנוספות הינן בורסות סיניות. כמו-כן, ניתן למצוא ברשימת הבורסות שפועלות למטרות רווח ומחזיקות במבנה בעלות הטרוגני גם בורסות המשתייכות לכלכלות קטנות יחסית, כגון ישראל.

⁴⁸ זאת על פי הגדרה במסמך של בורסה שעברה ממודל של שותפות למודל שניתן להעביר בו בעלות.
⁴⁹ CHRISTIANSEN, Hans; KOLDERTSOVA, Alissa. *The role of stock exchanges in corporate governance* OECD, 2008.

גרף 1 - בורסות לפי מבנה בעלות - 2012



גרף 2- התפלגות הבורסות החברות ב- WFE לפי מודל הרווח ועל פי אזור גיאוגרפי*



*EAME- כולל את מדינות אירופה, אפריקה והמזרח התיכון

לוח 1 – מיון הבורסות החברות ב-WFE לפי מבנה הבעלות

Composition of exchange groups

WFE Exchanges by legal status at end-December 2012

Public listed company (23 exchanges)

Athens Exchange	Hong Kong Exchanges and Clearing
Australian Securities Exchange	IntercontinentalExchange
BM&FBOVESPA	Japan Exchange Group
BME Spanish Exchanges	Johannesburg Stock Exchanges
Bolsa de Comercio de Santiago	London Stock Exchange Group
Bolsa de Valores de Colombia	NASDAQ OMX Group
Bolsa de Valores de Lima	NYSE Euronext
Bolsa Mexicana de Valores	Philippine Stock Exchange
Bursa Malaysia	Singapore Exchange
Chicago Board Options Exchange	TMX Group Inc.
CME Group	Warsaw Stock Exchange
Deutsche Börse	

Demutualized exchange with transferable ownership but not listed (9 exchanges)

Borsa Istanbul	Malta Stock Exchange
BSE Limited	National Stock Exchange of India
Budapest Stock Exchange	Oslo Børs
China Financial Futures Exchange	Taiwan Stock Exchange
Korea Exchange	

Private limited company mainly owned by its members (8 exchanges)

Bourse de Casablanca	SIX Swiss Exchange
Bourse de Luxembourg	Taiwan Futures Exchange
Indonesia Stock Exchange	Tel-Aviv Stock Exchange
Irish Stock Exchange	Wiener Börse

Association or mutual (7 exchanges)

Bolsa de Comercio de Buenos Aires	Shanghai Stock Exchange
Dalian Commodity Exchange	Shenzhen Stock Exchange
Gretai Securities Market	Zhengzhou Commodity Exchange
Shanghai Futures Exchange	

Other legal status (10 exchanges)

Abu Dhabi Securities Exchange	Muscat Securities Market
Amman Stock Exchange	Saudi Stock Exchange (Tadawul)
Colombo Stock Exchange	Stock Exchange of Mauritius
Cyprus Stock Exchange	Stock Exchange of Thailand
Moscow Exchange	The Egyptian Exchange

לוח 2 – סטטוס הבעלות ומודל הרווח של עשר הבורסות בעלות מחזורי המסחר הגדולים ביותר

לשנת 2012

דירוג	שם בורסה	מחזור במיליארדי דולרים	סטטוס	מודל רווח
1	NYSE Euronext	15,019	רשומות למסחר	למטרות רווח
2	NASDAQ OMX Group	10,371	רשומות למסחר	למטרות רווח
3	Japan Exchange Group	3,606	רשומות למסחר	למטרות רווח
4	Shanghai Stock Exchange	2,599	שותפות	לא למטרות רווח
5	Shenzhen Stock Exchange	2,369	שותפות	לא למטרות רווח
6	London Stock Exchange Group	2,194	רשומות למסחר	למטרות רווח
7	Korea Exchange	1,518	מבנה לא שיתופי עם בעלות ניתנת לעברה (לא רשומות)	למטרות רווח
8	TMX Group Inc.	1,357	רשומות למסחר	למטרות רווח
9	Deutsche Börse	1,276	רשומות למסחר	למטרות רווח
10	Hong Kong Exchanges and Clearing	1,106	רשומות למסחר	למטרות רווח

סיכום והמלצה

כפי שצוין לעיל, לא קיימת עדות חד-משמעית בספרות ביחס למידת ההשפעה של שינוי מבנה הבעלות ושינוי המודל העסקי על הצלחת הבורסה ויעילותה. עם זאת, העובדה שמרבית הבורסות במדינות המפותחות בעולם עברו רפורמה במבנה הבעלות ובמודל העסקי שלהן מרמזת על כך שהסיבה לרפורמה קשורה, ככל הנראה, בשינויים הטכנולוגיים, בתחרות הגלובלית ובלחץ המתמיד להתייעלות הבורסות.

עבודת McKinsey אשר הוצגה בפני הוועדה מראה כי בורסות בעולם אשר זנחו את המודל של אגודה שיתופית ועברו למודל של פעילות למטרת רווח הצליחו לשפר פרמטרים חשובים בפעילותם ובהם: שקיפות וממשל תאגידי, אטרקטיביות, יעילות, סחירות, נגישות להון, ושיתופי פעולה עם בורסות אחרות ועם משקיעים. עוד נטען בעבודה כי שינוי מבנה הבעלות עשוי להביא ליישום מהיר וטבעי של פעולות רבות המלצות וועדה זו, אשר יגבירו את האטרקטיביות והתחרותיות של הבורסה בסביבה המקומית והגלובלית. הוועדה ממליצה לבורסה לפעול בדחיפות במטרה לשנות את מבנה הבעלות ממבנה של שותפות למבנה של תאגיד למטרות רווח כמקובל בעולם. יש להדגיש כי המלצת הוועדה היא לשנות את מבנה הבעלות, כמקובל בעולם, למבנה של תאגיד הפועל למטרות רווח באופן המנתק, ככל האפשר בין הבעלות לבין החברות תוך מזעור ניגודי העניינים בין ניהול הבורסה ובין האינטרסים השונים של כל הפעילים בבורסה.

אם להישען על הניסיון העולמי, הרי שתהליך מסוג זה הוא מורכב וקשור בגורמים רבים.

לא קיים מודל גנרי יחיד למבנה הבעלות, ומכאן שבחירת מודל הבעלות האופטימלי לבורסה בתל-אביב ידרוש תהליך של חשיבה, למידה והתאמה לתנאים ולאתגרים המשפטיים והחקיקתיים הדורשים, בין היתר, מציאת המתווה העולה בקנה אחד עם בעלי העניין הקיימים, עם חברי הבורסה, מנהלי הבורסה ועובדי הבורסה, אשר אמורים להוות חלק אקטיבי ואינטגרלי בבחינת התהליך.

סוגי החברויות בבורסה

רקע:

פרק ב' בחלקו הראשון של תקנון הבורסה מגדיר את תנאי הכשירות ואת נוהל הקבלה של חברי הבורסה. סעיף 5 (ו) קובע כי על חברה רשומה בישראל, שאינה תאגיד בנקאי ואשר אינה חבר רחוק המבקשת להתקבל כחבר בורסה, יחול תנאי מינימום של מספר לקוחות מזערי והשווי הכולל של תיקי ניירות ערך של לקוחות. בנוסף, הבורסה מאפשרת לגופים פיננסיים בינלאומיים גדולים להתקבל כחברים רחוקים בבורסה, גם אם אין להם סניף או נציגות קבועה בישראל. סעיף 6א' בפרק ב' וסעיף 4 ב' להנחיות קובעים, בין היתר, את תנאי הכשירות הבאים לחברות בבורסה במקרה של חבר רחוק כדלקמן:

- א. חבר רחוק יכול להיות תאגיד בנקאי או בית השקעות בינלאומי אשר התאגד באחת מהמדינות: ארה"ב, קנדה, אוסטרליה, יפן ובחלק ממדינות אירופה, ואשר הינו חבר בורסה במדינה בה התאגד.
- ב. על חבר רחוק להיות חבר בורסה במשך של 10 שנים לפחות, באחת או יותר מהבורסות הבאות:

- LSE - London Stock Exchange
- NYSE Euronext
- Deutsche Borse (Frankfurt)
- EUREX (Germany)
- SWX - Swiss Exchange
- Tokyo Stock Exchange

- ג. חבר רחוק יהיה, בכל עת, בעל הון עצמי מזערי בסכום של לפחות מיליארד דולרים (ארה"ב).

אחת הטענות אשר הועלתה בפני הוועדה הייתה כי יש בתנאי הכשירות עבור חברות רשומות הדורשים מספר לקוחות מזערי ושווי הכולל תיקי ניירות ערך של לקוחות משום פגיעה בפוטנציאל פעילותם של פעילי נוסטרו שנמנעת מהם כיום גישה ישירה לבורסה. לטענתם, פעילות פעילי הנוסטרו כוללת מסחר לחשבון עצמי, להבדיל מפעילות הברוקראז' עבור לקוחות, כאשר במסגרת פעילות זו קיימת חשיבות לנגישות ישירה למערכות המסחר של הבורסה, למהירות ביצוע פקודות מסחר ולעמלות נמוכות. על כן, לטענת פעילי הנוסטרו, יש להם עניין לעבוד ישירות מול הבורסה ללא חבר בורסה מתווך.

טענה נוספת שעלתה היא שקיימים גופים משמעותיים המתמחים במתן שירותי משמורת וסליקה בשווקים בחו"ל ("גלובל קסטודיאן" בחו"ל הנותנים שירותי משמורת בכל רחבי העולם) המביעים עניין במתן שירותי סליקה ומשמורת בישראל, אך בהתאם לדרישות הכשירות הקיימות כיום הם אינם מסוגלים ו/או מעוניינים להיות חברי בורסה.

בחינה השוואתית של תנאי הכשירות לחברות בבורסות מובילות בחו"ל מעלה כי ככלל, קיימת בבבורסות אלה הפרדה בין הליך בקשת החברות ותנאי הכשירות עבור חברות המאפשרת פעילות משמורת וסליקת ניירות ערך ומכשירים פיננסיים, לבין חברות המקנה לחבר גישה למערכת המסחר של הבורסה, כאשר הוא עצמו מבצע את פעילות הסליקה ומשמורת ניירות ערך שלו (אם החבר מאושר להיות גם חבר סולק) או באמצעות התקשרות בהסכם עם חבר בורסה סולק אשר ערב כלפי המסלקה לפעילות החברים שסולקים דרכו⁵⁰. בנוסף לכך, במספר בורסות קיימת הבחנה בין דרישות הכשירות עבור חבר המבקש לבצע פעילות מסחר לחשבון עצמי- Nostro (Proprietary trading,

⁵⁰ ראה לדוגמה את סוגי חברי הבורסה בבורסות לונדון (LSE), פרנקפורט (Deutsche Borse) ואוסטרליה (ASX), נספחים 6-9 להלן.

Marketmakers), לבין חבר המבקש לבצע פעילות ברוקראזי עבור לקוחותיו (בעיקר לנושא דרישות הון עצמי מזערי)⁵¹. לבסוף, תקנוניהם של מספר בורסות זרות מעניקים לבורסה את הסמכות להתקשר בהסכמי Cross Membership אשר מקלים באופן משמעותי את תנאי הכשירות והקבלה כחברי בורסה עבור אלו החברים בבורסות מוכרות בעולם.⁵²

גם אם חלקו של המסחר הקמעונאי בבורסה קטן יחסית, הרי שלהשתתפות המשקיעים הקמעונאיים במסחר נודעת חשיבות רבה, מכיוון שהם מעשירים את מגוון הדעות ומגבירים את הטרוגניות קבלת החלטות ההשקעה בשוק. דבר זה מביא עמו תרומה חשובה לעצם גילוי המחיר וליציבותו. נראה כי אחת הדרכים המעשיות ביותר לעידוד המסחר בבורסה בתל-אביב ולהגברת ההטרוגניות של מקבלי החלטות ההשקעה הינה הנגשת הבורסה לסוחרים פרטיים ברחבי העולם.

נכון להיום, בורסת תל אביב מציעה סוג חברות אחד, לפיו חבר הבורסה הוא גם הבעלים בבורסה, זאת לעומת מדינות אחרות בעולם המציעות מגוון סוגי חברויות ייעודיות לסוגי משקיעים שונים. בעבודת McKinsey לעניין זה נמצא כי הדרישות אשר צוינו לעיל לקבלה כחבר בבורסת תל אביב הינן נוקשות. כמו כן, הדרישות מהברוקרים הזרים ייחודיות וזאת לעומת בורסות אחרות בעולם בהן אין דרישות ייחודיות לברוקרים זרים.

באשר למספר חברי הבורסה, כמות החברים בבורסת תל אביב (27 חברים) נמוכה ביחס לבורסות אחרות בעולם בעלות מאפייני גודל דומים. לפי עבודת McKinsey כמות החברים הנמוכה בבורסת תל אביב נובעת משיעור נמוך של חברים זרים ביחס לכלל החברים.

גרף 1- השוואה בין כמות חברי הבורסה בתל אביב לבורסות אחרות בעולם



⁵¹ כך לדוגמה בבורסת אוסטרליה קיימות דרישות כשירות שונות לחברי בורסה בעלי זכות מסחר (Market Participants) ו- Marker Makers) ולחברי בורסה אשר רשאים להעניק שירותי משמורת (General Participant of ASX Settlement) ו/או שירותי סליקה (General Participant of ASX Clear). מבין חברי הבורסה שרשאים לבצע פעולות מסחר, אלו שסוחרים לחשבון עצמי (Market Participant, Principal Traders) אינם חייבים בדרישות ההון המזערי הקבועות בתקנון בורסת אוסטרליה.

⁵² כך לדוגמה קיימים הסכמי Cross Membership בין בורסות NYSE Euronext ובורסות לוקסמבורג ופולין (וורשה) ובין בורסות בודפשט, לובליאנה, פראג ווינה (CEE Stock Exchange group). בנוסף, קיים הסכם Cross Membership בין בורסות טוקהולם, הלסינקי, קופנהגן ואיסלנד (NASDAQ OMX Nordic exchanges).

לכן, מומלץ בזאת לנקוט את הצעדים הדרושים להנגשת הבורסה בתל-אביב לסוחרים בחו"ל ולסייע בכך גם לעידוד הסחירות בשוק. כמו-כן, יש צורך בבצוע אומדן עלויות בקשר עם יישום ההמלצות, וזאת במטרה להסיר חסמים העומדים בפני ברוקרים קמעונאיים ביחס למסחר בבורסה בתל-אביב (Retail), לרבות בצוע בחינה של עלויות החיבור של ברוקר מקוון לבורסה⁵³. נכון ליום זה, משקיעים קמעונאיים בכל רחבי העולם יכולים באמצעות תיווכם של ברוקרים מקוונים⁵⁴ לפתוח חשבון מסחר עם גישה לבורסות רבות מכל העולם בתוך ימים ספורים, ולסחור בהן דרך המחשב הביתי. הבורסה בתל-אביב אינה נמנית בין הבורסות שנכללות ברשימת בורסות אלו.

המלצות הוועדה:

- הוועדה ממליצה להרחיב את סוגי החברויות בבורסה והגדרתם של חברים בהתאם לפעילות החבר המבקש - סליקה ומשמורת / ברוקראז' / מסחר לחשבון עצמי, כפי שמקובל בבורסות זרות.
- כמו-כן, ממליצה הוועדה ליצור הבחנה בתנאי הכשירות בהתאם לסוגים השונים של חברי הבורסה, תוך שימת דגש על דרישות ההון העצמי המזערי ומידת האיתנות הפיננסית, אשר ייקבעו בהתאם לרמת הסיכון הפיננסי הגלום בפעילות כל סוג חבר.
- מומלץ בזאת להקל בתנאי הכשירות לקבלת חבר רחוק, וזאת במטרה להגדיל את מספר חברי הבורסה הרחוקים, שחברותם תאפשר חשיפה למספר גדול יותר של משקיעים זרים. בנוסף לכך, מומלץ לבחון את האפשרות להתקשר בהסכמי Cross Membership עם בורסות מובילות ברחבי העולם, או לכל הפחות, לקבוע באופן חד-צדדי כי חבר בבורסה זרה (אשר נמנית על רשימת בורסות מפורטת שתיקבע על ידי דירקטוריון הבורסה), מהווה תנאי מספיק לקבלה כחבר בבורסה בישראל (במסגרת סוג הפעילות בו עוסק החבר בבורסה הזרה).
- מומלץ לפעול להנגשת הבורסה בתל-אביב לברוקרים מקוונים.

⁵³ מכיוון שהשוק בישראל קטן יחסית בעיני משקיעים זרים, רבים מהם אינם מעוניינים בנוכחות קבועה כאן (ברוקרים בינלאומיים מחזיקים בדרך-כלל במשרדים השוכנים במרכזים פיננסיים גדולים כדוגמת לונדון, ניו-יורק ופרנקפורט ומשם הם מנהלים את עסקיהם ומתחברים לעשרות בורסות ברחבי העולם). יש לשאוף לכך כי עלויות ההתחברות מרחוק לבורסה בישראל גם ביחס להיבטי החברות בבורסה וגם ביחס להיבטי הקישוריות, תהיינה דומות ואף נמוכות מאלו הנהוגות בחו"ל, וזאת על-מנת לעודד פעילות של סוחרים מחו"ל בארץ.

⁵⁴ ברוקר מקוון הוא ברוקר המאפשר לכל משקיע פרטי או מוסדי, בכפוף לעמידה בקריטריונים החוקיים למניעת הלבנת כספים ומימון טרור שעיקרם זיהוי האדם או הארגון וכתובתו, לפתוח חשבון למסחר. חשבון המסחר מאפשר גישה למערכת למסחר, לקבלת מידע, והמאפשרת לשלוח פקודות לבורסות רבות בכל רחבי העולם, וכל זאת באמצעות המחשב האישי. שירות זה של ברוקר מקוון קיים כבר שנים רבות והוא מאפשר לכל מי שעומד בקריטריונים גישה קלה למסחר בניירות ערך רבים בעולם, לרבות אגרות חוב, קרנות נאמנות ותעודות סל, וכל זאת בדמי ניהול נמוכים.

מאגר השאלות

רקע:

בשוק הון בו פועלים משקיעים בעלי יעדי השקעה מגוונים וציפיות הטרוגניות, האפשרות למכור ניירות ערך בחסר מהווה מרכיב חיוני לקיומו של שוק יעיל. רוב המחקר האקדמי בנושא מכירות בחסר תומך חד-משמעית בהיתר קיומן של מכירות בחסר. שוק הון יעיל הוא שוק בו מחירי הנכסים משקפים את כלל הידע וציפיות הפעילים בשוק. לכן, יש חשיבות רבה ליכולת הפעילים המצפים לירידות מחירים בשוק לבצע טכניקות שורט וליהנות מרווחים גם כאשר שוק ההון נמצא בירידה, כמו גם לעשות שימוש בטכניקות שורט לצורך גידור סיכונים וכחלק מאסטרטגיות השקעה מורכבות.

כידוע, לשם ביצוע אסטרטגיית שורט מסוג מכירה בחסר, על המשקיע לשאול את נייר הערך מבעלי לתקופה מוסכמת מראש בתמורה לדמי השאלה ולאחר מכן למכור אותו בשוק (בין אם בבורסה או בין אם מחוץ לבורסה). סגירת הפוזיציה מתבצעת כאשר המשקיע רוכש את נייר הערך בשוק ומחזיר את הכמות המושאלת למשאל. מכאן שבנוסף ליעילות, תורמת יכולתם של המשקיעים לשאול ניירות ערך ולמכרם בחסר, לנזילות השוק.

במחקרים האקדמיים נטען כי עצם קיומו של שוק ההון נועד לאפשר למשקיעים לתמחר את ניירות הערך באופן יעיל וכי המכירות בחסר תורמות למעשה ליעילות של שוק ההון. מחקרים אלו תומכים בטענה כי בשוקי הון בהם קיימות מגבלות על מכירות בחסר, מגבלות אלו מערימות קשיים על תמחור נכון של ניירות הערך.⁵⁵ מחקר מקיף שבוצע לאחרונה מביא תימוכין למסקנה זו.⁵⁶ במחקר זה נמצא כי הגבלות על מכירות בחסר גורמות חוסר יעילות והן מקשות על "גילוי המחיר" של ניירות הערך, בעיקר בשעה שמתקבל מידע שלילי על אודות נייר הערך האמור. כזכור, "גילוי המחיר" הינו רק אחד מתפקידי המפתח של שוק הון יעיל.

הסוכנים הפעילים המשתתפים בהשאלת ניירות הערך הינם המשאלים וסוכניהם מצד אחד והשואלים עצמם מצד שני.

המשאלים - אלו הם, בדרך כלל, משקיעים מוסדיים גדולים כגון קרנות פנסיה, חברות ביטוח, מנהלי תעודות סל וכדומה.

השואלים - אלו הם, בדרך כלל, גופים גדולים שנתונים תחת פיקוח כגון: בנקים להשקעות, עושי שוק וברוקר-דילרים. קרנות גידור הן בין השואלים הגדולים ביותר של ניירות ערך.

תפקיד המתווכים - כאמור לעיל, המשאל הוא גוף כגון חברת ביטוח או קרן פנסיה, בעוד הגוף השואל עשוי להיות קרן גידור. ההשאלה עצמה מתבצעת באמצעות שני מתווכים המייצגים ופועלים בגין כל אחד מהצדדים לעסקה.

הגברה והטמעה של המודעות לסיכון - מכירת מניה בחסר היא תהליך בו המוכר שואל את המניה מן המשאל ומוכר אותה לצד שלישי. הצד השלישי הוא הרשום כבעל המניה אצל חבר הבורסה ומכאן שהוא זה אשר מקבל את זכויות ההצבעה ואת כל ההטבות הכספיות הנלוות, כגון: דיבידנדים, מניות הטבה,

⁵⁵ לדוגמה, מחקר שנעשה על נתוני הבורסה בפאריס בעת שהיו בה הגבלות על מכירות בחסר, מצא שמידע חיובי מגולם במחירי המניות במהירות רבה יותר מאשר מידע שלילי. ראה:

Biais, Bruno, Christophe Bisiere, and Jean-Paul Decamps, "Short Sales Constraints, Liquidity and Price Discovery: An Empirical Analysis on the Paris Bourse," **European Financial Management**, (1999): 395-409.

⁵⁶ ראה למשל: Bris, Arturo, William N. Goetzmann and Ning Zhu, "Efficiency and the Bear: Short Sales and Market Around the World", **Journal of Finance**, (2006): 777-888.

זכויות וכדומה. במקביל למכירה, נוצרת התחייבות של השואל (באמצעות הגוף המתווך מטעמו) כלפי המשאיל (למעשה, כלפי הגוף המתווך מטעם המשאיל, כאשר הגוף המתווך מטעם המשאיל מחוייב כלפי המשאיל עצמו) לפצות את המשאיל, במשך כל תקופת ההשאלה, על כל הטבה שניתנת לבעלי המניות, לרבות, כמובן, תשלום של תזרים מזומנים זהה לזה שהיה המשאיל מקבל אילו עדיין החזיק במניה המקורית שהושאלה לשואל. זכויות ההצבעה הן הפריבילגיה היחידה שהמשאיל מפסיד הלכה למעשה, שכן זכויות ההצבעה עוברות לצד השלישי אשר רכש את המניה, והשואל אינו מפצה את המשאיל בגין אובדן זכויות אלה. להוציא זכויות ההצבעה, הרי שהשואל "מנפיק" למשאיל מניה מטעמו שמחקה את תזרים המזומנים ואת ההטבות שהיה המשאיל מקבל אילו לא השאיל את המניה לשואל.

תשתיות - בעשור האחרון חלו בעולם שיפורים משמעותיים בתשתית הנדרשת למכירות בחסר. הללו כוללים:

1. פיתוח פלטפורמה גלובאלית למסחר ולמעקב אחר עסקאות השאלה, במטרה לצמצם סיכון תפעולי;
2. הכנסת שיפורים בתהליך של ניהול הביטחונות;
3. בחינת תפקידו של ה-CCP - Central Counter Party בתהליך המכירות בחסר;
4. הגברת איסוף נתוני השוק על אודות מכירות בחסר, דבר המאפשר ניתוח דינאמיות השוק, בהיבטים כגון: נזילות, תעריפי השאלות וכדומה.

מאגרי השאלות – קיימים שווקים בהם ההשאלות מבוצעות באמצעות מאגרי השאלות. משקיע אשר מגיע להסכם עם מאגר ההשאלות, מאפשר למעשה למאגר ההשאלות לשאול ניירות ערך מתיקו של המשקיע באופן אוטומטי. במקרים רבים ההשאלה היא לטווח קצר בלבד, וסגירת הפוזיציה מתבצעת במהלך יום המסחר השוטף, או בתוך מספר ימים.

להלן תיאור המנגנונים הקיימים במספר בורסות ברחבי עולם לניהול מאגר ההשאלות או להפעלת שירות של מערכת השאלות מרכזית:

SGX Securities Lending Program⁵⁷

בשנת 2001 הקימה הבורסה בסינגפור חברה בת⁵⁸ המנהלת מאגר השאלות בניירות ערך. בתחילת דרכה, מנה השירות כ-200 ניירות ערך שניתנים להשאלה ואילו כיום, היקף המאגר עומד על 634 ניירות ערך⁵⁹. ההרשמה של משאילים למאגר ההשאלות היא חינם, ומספר המשאילים הפוטנציאליים שרשומים כיום לשירות עומד על למעלה מ-11,000.

מרגע כניסת הסכם ההשאלות לתוקף בין המשאיל (בין אם חברה ובין אם משקיע פרטי) והחברה המפעילה, ההשאלה של ניירות ערך מחשבון ניירות הערך של המשאיל מטעם החברה המפעילה מתבצע ללא כל צורך בהתראה מראש למשאיל ו/או לקבלת הרשאה מהלקוח, וזאת באמצעות השאלה ישירה מחשבון ניירות הערך שלו (Book entry transfer). תהליך ההתאמה בין בקשה ספציפית להשאלת ניירות ערך לבין ניירות הערך המבוקשים שנמצאים בחשבון ניירות ערך של לקוח המנוי לשירות, מתבצע באמצעות אלגוריתם אוטומטי ואקראי המבטיח סיכוי דומה לכל לקוחות המאגר המחזיקים בחשבונם

⁵⁷

<http://www.sgx.com/wps/wcm/connect/e2f8f9804ed87c149e1b9f140e87772/Lender+T++C+Effective+1+Apr+2013.pdf?MOD=AJPERES>

CDP - Central Depository Limited ⁵⁸

<https://www1.cdp.sgx.com/scdcint/sbl/viewLendingPool.do> ⁵⁹

באותם ניירות ערך מבוקשים להיבחר כמשאיל ולזכות בדמי ההשאלה כל עוד היקף אחזקתם עולה על היקף אחזקה מזערי (הנמוך מבין 50,000 מניות ושווי אחזקה של 50,000 דולר סינגפורי). הודעה על השאלת ניירות ערך כאמור מועברת למשאיל ע"י החברה המפעילה וזאת לא יאוחר מיום עסקים אחד לאחר ביצוע ההשאלה. המשאיל מתחייב לכך שכל עוד קיימת השאלה בפועל בחשבון ניירות ערך שבבעלותו, לא יפעל בשום צורה לסגירת חשבון ניירות ערך המצוי בידו והמופיע בהסכם המסגרת בינו לבין החברה המפעילה. במקרה של חלוקת דיבידנד/מניות הטבה/זכויות ו/או כל הטבה אחרת תהא חייבת החברה המפעילה כלפי המשאיל לפצותו על ידי העברת הזכויות כאמור. במקרה שעומדת למשאיל זכות הצבעה ו/או אופציה כלשהיא למימוש הנובעת מאחזקותיו המושאלות, עליו להודיע לחברה המפעילה על רצונו ועל אופן מימוש זכותו, וזאת לא יאוחר מ-5 ימים קודם למועד האחרון למימוש הזכות כאמור, ועל החברה המפעילה לפעול למימוש זכותו כאמור.

מועד סיום ההשאלה הוא המוקדם מבין: (1) מועד החזר ניירות הערך המושאלים לחשבון המשאיל; (2) בקשת המשאיל לסיים את ההשאלה בניירות הערך (בתנאי שנייר הערך אינו מושהה למסחר בבורסה לניירות ערך); (3) בעקבות בקשת החברה המפעילה לסיים את הסכם ההשאלה עקב השהיית ניירות הערך ממסחר; (4) בעקבות החברה המפעילה עקב מחיקת ניירות הערך או סבירות גבוהה למחיקה של ניירות הערך מהמסחר בבורסה;

הוראת המשאיל למכירה ו/או כל העברה של נייר הערך נשוא ההשאלה מחשבונו כמוה כהודעה לחברה המפעילה על סיום הסכם ההשאלה. לחברה המפעילה שמורה הזכות, במקרים מסויימים, לשלם למשאיל את ערך ניירות הערך המושאלים נכון ליום סיום ההשאלה חלף העברת נייר הערך נשוא ההשאלה לחשבונו.

בורסת טאיוואן (TWSE): TWSE SBL System⁶⁰

בורסת טאיוואן (TWSE) מפעילה פלטפורמה שבאמצעותה משקיעים מוסדיים מורשים, שואלים ומשאילים ניירות ערך (TWSE SBL System)⁶¹. הפלטפורמה מופעלת על ידי חברת TSEC (החברה המפעילה את בורסת TWSE) וחברת המסלוקה TDCC (Taiwan Depository and Clearing Corporation). להבדיל ממאגר ההשאלות בבורסת סינגפור שפתוח לציבור הרחב, ההשתתפות ב-TWSE SBL System מוגבלת למשקיעים מוסדיים מסויימים בלבד. סוגי העסקות האפשריות בפלטפורמת ה-TWSE SBL System הן אלו:

- Fixed Rate – עסקות המבוצעות בשיעור ריבית קבועה המפורסמת באופן פומבי. שיעור הריבית השנתית הנוכחית היא 3.5%.
- Competitive Bid – עסקות בהן שיעור ריבית ההשאלה נקבעת באמצעות ציטוטי ה-Bid וה-Offer, והיא מוגבלת לשיעור של 20% שנתי לכל היותר.
- Negotiated Transaction – עסקאות בהן כל הפרטים נקבעים במסגרת מו"מ בין הצדדים. במסגרת זו נקבעים פרטים כגון ניירות הערך המושאלים, היקף ההשאלה, שיעור ריבית ההשאלה, היקף הבטוחה, מועד החזרת ההשאלה וכו'.

⁶⁰ <http://www.twse.com.tw/en/products/SBL/download/SBL06.pdf>

⁶¹ <http://www.twse.com.tw/en/investor/faq1.php?cid=13>

SBL stands for Securities Borrowing and Lending.

בורסת Eurex : מערכת SecLend Market⁶²

חברת Eurex Repo חברה ב-Eurex Group. החברה מפעילה פלטפורמה שמאפשרת למשתתפים מורשים לבצע עסקאות Repo ולבצע השאלת ניירות ערך ואגרות חוב ממשלתיות ותאגידייות. מערכת ההשאלות כוללת ספר ציטוטים פומבי המאפשר למשתתפים לבחור באופן עצמאי את הצד הנגדי לעסקה על-פי היקף היחידות המוצעות, מחירן ומועד הזנת הפקודה (המערכת אינה מבצעת Matching ולא ניתן לבצע עסקאות ב-SecLend Market באופן אוטומטי). בכל עסקה⁶³, על הצדדים להגיע, באמצעות מערכת המסחר, להסכמה הדדית בנוגע לתנאי העסקה (שיעור ריבית, בטוחות, מועדים וכדומה). לאחר הזנת מלוא פרטי עסקת ההשאלה הנדרשים על ידי המערכת, נסלקות עסקאות ההשאלה ב-Eurex Clearing AG, כאשר מסלקת ה-Eurex הופכת לצד נגדי בעסקה עבור המשאיל והשואל.

המלצות

בהתאם למצב השורר כיום בישראל, מרבית מלאי ניירות הערך להשאלה מרוכז בידי הבנקים הגדולים בישראל. עובדה זו מהווה חסם משמעותי ללקוחות שאר חברי הבורסה מבצעים אסטרטגיית שורט מסוג מכירה בחסר, הואיל ולעיתים קרובות ניירות הערך המבוקשים אינם נמצאים במלאי חברי הבורסה אשר מספקים להם שירותי ברוקראזי.

לאור הריכוזיות של מלאי ניירות הערך בשוק המקומי, ממליצה הוועדה על מנגנונים אפשריים לשכלול שוק ההשאלות והמכירות בחסר.

- מומלץ בזאת להקים מאגר השאלות מרכזי ממוחשב על ידי מסלקת הבורסה שיהיה נגיש לכול הפעילים בשוק ההון, ויקל על הפעילים לפעול באופן יעיל יותר ובכך לספק נזילות לשוק. ניהול נושא ההשאלות ייעשה על ידי מסלקת הבורסה מאחר שהיא מנהלת את מלאי ניירות הערך של חברי המסלקה.
- בנוסף, מומלץ להקים מערכת מסחר בהשאלות אשר תאפשר מערכת ממוחשבת של ביקוש והיצע של השאלות ותאפשר מפגש בין שואלים ומשאילים. מערכת זו תכלול ספר השאלות, כאשר הביקוש וההיצע יהוו את כמות ההשאלה והמחיר יהווה את דמי ההשאלה.
- המסלקה תשמש צד נגדי מרכזי (CCP- Central Counter Party) לעסקאות ההשאלה ותנהל את הבטחונות הנדרשים בעסקאות אלה.
- במטרה להבטיח את הצלחת מאגר ההשאלות, מוצע בזאת ליישם תמריצים להבטחת השימוש במאגר ההשאלות, בעיקר מצדם של הגופים המשאילים. אפשרות אחת בחינת סבירות החלטת גוף מוסדי, אם החליט שלא להשאיל ניירות ערך באמצעות המאגר המרכזי. לחלופין, ניתן לבחון מודל

<http://www.eurexrepo.com/blob/repo->

[en/395844/316538/9/data/rules_regs_gmbh_en_160113.pdf](http://www.eurexrepo.com/blob/repo-en/145460/413788/5/data/product_spec_CCP_en.pdf)

http://www.eurexrepo.com/blob/repo-en/145460/413788/5/data/product_spec_CCP_en.pdf

⁶³ המסמך Terms and Conditions for Participation and Trading on Eurex Repo GmbH משתמש באופן כללי במונחים 'מסחר' ו'עסקה'. להבנתנו, דבר זה נובע מעצם העובדה שהמערכת מאפשרת הן בצד עסקאות קנייה ומכירה והן בצד השאלות, ועל כן גם ההשאלה בין שני צדדים נופלת תחת ההגדרה של 'עסקה'.

לפיו ביד חבר הבורסה תהא ההרשאה להשאלת נכסי הלקוחות, מכח הסכם ההתקשרות ובתמורה להעברת דמי ההשאלה ללקוח⁶⁴.

- מאגר ההשאלות יהיה מנוהל כך שתינתן הזדמנות שווה לכל המחזיקים בניירות הערך המבוקשים בחשבונם להשאיל ולזכות בדמי השאלה. מאגר ההשאלות ינוהל בצורה שיויונית ושקופה.
- יש להתאים את הסכמי ההשאלה הקיימים בקרב חברי הבורסה בישראל, להסכמים הסטנדרטיים שקיימים בעולם קיים הסכם GMSLA שהוא הסכם השאלה סטנדרטי בינלאומי עבור המשאיל והשואל⁶⁵ אשר מוכר לכל המשקיעים הזרים, ולעומת זאת, המצב בישראל הוא שלכל חבר בורסה יש הסכם השאלה ייחודי, עובדה המקשה על שימוש סטנדרטי וידידותי במאגר ההשאלות.
- המלצות בטווח הקצר – לנוכח המעבר לסליקת ניירות ערך ביום T+1, מוצע בזאת לתקן את תקנון הבורסה כך שחבר הבורסה יידרש להמציא את נייר הערך המושאל רק ביום T+1, הוא יום ביצוע הסליקה, ולא ביום ביצוע המכירה בחסר (T).
- ריכוז נתוני שוק עדכניים על אודות מכירות בחסר, יאפשר את ניתוח דינאמיות השוק, בהיבטים כגון: נזילות, תעריפי השאלות וכדומה.

עבודת McKinsey תומכת בהמלצה זו וקובעת כי הקמת מאגר השאלות תקל על ביצוע עסקאות short ותתרום לנפח המסחר, כמו כן, אוטומציית תהליך ההשאלה תבטל את התלות הקיימת במספר מצומצם של חברי מסלקה אשר מרכזים אצלם את עיקר המלאי בניירות הערך הזמין להשאלה.

⁶⁴בקרב ברוקרים לא מעטים בחו"ל מקובל הדבר לשאול ניירות ערך מחשבונם של הלקוחות כבר עם כינון ההסכם. עם פתיחת החשבון קיים היתר ביד הברוקר לשאול את ניירות הערך של הלקוח. בדרי"כ השאלות אלו נעשות ללא ידיעתו של הלקוח. הברוקר הוא זה שמנהל את ההשאלות בקרב לקוחותיו, והוא מזכה ומחייב בדמי ההשאלה בהתאם.

⁶⁵ Global Master Securities Lending Agreement - הסכמים בינלאומיים מקובלים להשאלת ניירות ערך.

רקע:

מסחר אלגוריתמי (Algorithmic Trading ובקיצור Algo Trading)⁶⁶ משמעו שימוש בפלטפורמות טכנולוגיות לצורך ניתוח נתוני השוק וביצוע מסחר בניירות ערך, בנגזרים ובמכשירים פיננסיים נוספים. במסחר אלגוריתמי המחשבים פועלים ישירות מול פלטפורמות המסחר, ומגישים הוראות ללא כל התערבות אנושית. המחשבים בוחנים מידע מהשוק ומידע רלוונטי אחר במהירות עיבוד גבוהה, ובהתבסס על מידע זה, ועל אלגוריתם שהוזן מבעוד מועד, מבצעים פעולות במסחר. יש להבחין בין מסחר אלגוריתמי לבין מסחר ממוחשב אשר נועד להקל על סוחרים לממש פעולות במסחר, פעולות כגון רכישת סל של ניירות ערך או ביצוע פעולות סימולטניות במספר שווקים. על מנת לחדד את ההבדלים בין מסחר אלגוריתמי לבין מסחר ממוחשב יש לבחון את המאפיינים המרכזיים של המסחר האלגוריתמי:

1. תכנון (תכנות) מראש של אסטרטגיית המסחר, לרוב אלו אסטרטגיות מורכבות;
2. קבלת החלטות אוטומטית על בסיס אסטרטגיית המסחר;
3. ביצוע אוטומטי של החלטות המסחר (הגשת פקודות);
4. יכולת גבוהה של עיבוד מידע;
5. שימוש במידע בזמן אמת;
6. בשימוש משקיעים מתוחכמים (סוחרים המשתמשים במסחר אלגוריתמי: "סוחר אלגו");
7. נטול כל התערבות אנושית;
8. שימוש בשירותי גישה ישירה לשוק.

יש המייחסים למסחר אלגוריתמי השלכות חיוביות על איכות המסחר בכל הנוגע לשיפור הנזילות, בהפחתת עלויות העסקה ובתרומה ליעילות הליך גיבוש המחירים. מצד שני, בנסיבות מסוימות, עלול המסחר האלגוריתמי להוביל לפגיעה ביציבות המסחר או למחסור זמני בנזילות. בנסיבות אלה עשוי המסחר האלגוריתמי להתפס בעיני המשקיעים כפוגע בתקינות המסחר וכגורם שפוגע במוניטין השווקים. באופן כללי, היעדר התבונה האנושית בפעילות האלגוריתמים והמהירות הגבוהה, מהווים יחד גורם סיכון משמעותי במסחר שכן טעות או כשל באלגוריתם עלולה לשבש באופן ניכר את תקינות המסחר ולהסב הפסדים ניכרים למשקיעים (עצמם או אחרים) תוך פרק זמן קצר במיוחד. ההסתמכות הבלעדית על מערכות טכנולוגיות מגבירה משמעותית את הסבירות להתממשות כשל תפעולי. בנוסף לאלו, יש המייחסים למסחר האלגוריתמי שימוש נרחב באסטרטגיות מניפולטיביות המנצלות את מהירויות העיבוד והתגובה הגבוהות שמאפיינות אותו. כל אלו, יחד ולחוד, מגדילים את ההסתברות להתממשותו של תרחיש בעל השלכות מערכתיות.

לנוכח סיכונים אלו, בורסות מובילות בעולם⁶⁷ פיתחו מגוון של מערכות מתוחכמות, כלים ויכולות, על מנת למנוע סיכונים לפגיעה ביציבות המסחר. ניתן למנות בין אמצעים אלו את "מנתקי הזרם", אמצעי הפיקוח, בקרות האשראי, הבקרות התנדוטיות, Kill Switches, בקרי ההודעות ואמצעים נוספים לניהול סיכונים.

⁶⁶ המקורות העיקריים לרשום בהקדמה, בנוסף לדיונים שנערכו בנושא, הם:

"Understanding High Frequency Trading", World Federation of Exchanges, "High-Frequency Trading", goethe university Frankfurt, Deutsche Börse Group, "The Future of Computer Trading in Financial Markets", Government office for Science, England

ניתן לחלק את המסחר אלגוריתמי לשתי קטגוריות עיקריות: מסחר בתדירות גבוהה ומסחר בתדירות נמוכה.

א. מסחר בתדירות גבוהה, HFT - High Frequency Trading

במסגרת ה-HFT נבנות פוזיציות לפרקי זמן קצרים של שניות ספורות עד שעות בודדות. מטרת הפוזיציה היא יצירת רווח (ממוצע) זעיר לעסקה, בתדירות גבוהה ובהיקף של עד עשרות אלפי עסקות ביום. הפוזיציות נבנות באופן אוטומטי באמצעות אלגוריתמים הפועלים במגוון אסטרטגיות. יכולת מימוש הרווחים תלויה במהירות עיבוד הנתונים וביישום אסטרטגיית המסחר, מה שמגדיל את חשיבות היעילות הטכנית. ניתן למנות כמה מאפיינים ספציפיים במסחר ה-HFT:

1. כמות פקודות גדולה;
2. תדירות ביטולי פקודות גבוהה;
3. מסחר לחשבון העצמי של סוחרי HFT;
4. היעדר פוזיציה משמעותית בסוף היום;
5. טווחי החזקה קצרים מאוד – המטרה היא השגת רווח בזמן קצר;
6. שימוש בתשתית שהייה נמוכה (Low Latency Infrastructure) לקבלה ולהעברה של מידע;
7. מהירות עיבוד גבוהה במיוחד;
8. אירוח שרתים בקרבת הבורסה (CO-LOCATION).

כפי שניתן לראות בטבלה הר"מ, חלה התקדמות בקרב רגולטורים לקראת סטנדרטיזציה של הגדרת מאפייני ה-HFT.

HFT definition criteria					
	IOSCO	ESMA	SEC	CFTC*	EU Parliament
Proprietary trading	✓	✓	✓	✗	✓
Sophisticated use of technology	✓	✓	✓	✓	✓
Specific trading characteristics	✓	✓	✓	✓	✓
Specific investment characteristics	✓	✓	✓	✗	✓
Specific strategies implemented	✓	✓	✓	?	✗

Source : WFE

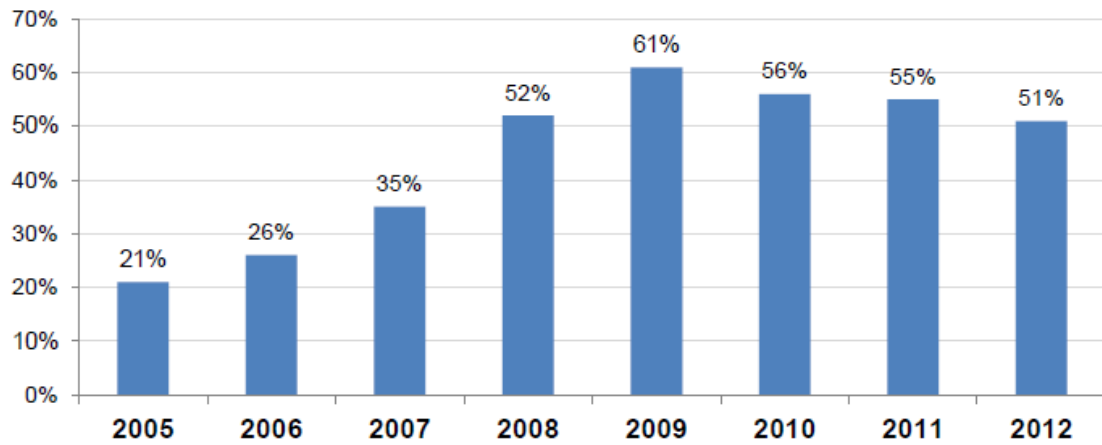
מבחינת היקפי הפעילות, חברת הייעוץ Tabb Group⁶⁸ העריכה בשנת 2012 כי 51% מהעסקאות בשוק ההון בארה"ב (לפי מספר המניות שנסחרו) בוצעו ע"י HFT ואילו בשוק האירופאי כ-39% מנפח המסחר (על פי שווי) בוצע על ידי HFT (ראה גרף 1 וגרף 2). ממצאים מעניינים נוספים שעולים מעבודת החברה מראים כי מחד, כאשר בוחנים נתונים ברי השוואה אשר נלקחו משנים קודמות, עולה כי בשווקים העיקריים בהם פעלו סוחרי HFT לא הסתמנה כל עלייה בהיקף פעילותם, ואף בחלקם הסתמנה מגמה של ירידה. מאידך, בשווקים מתפתחים ניתן לראות כי היקף פעילות ה-HFT

⁶⁷ "Understanding High Frequency Trading", World Federation of Exchanges, "High-Frequency Trading", goethe university Frankfurt, Deutsche Börse Group

⁶⁸ "Understanding High Frequency Trading", World Federation of Exchanges, "High-Frequency Trading", goethe university Frankfurt, Deutsche Börse Group

מצוייה עדיין במגמת עלייה, אם כי נקודת המוצא נמוכה יותר ביחס לשווקים בעלי סביבה טכנולוגית מפותחת. גרף 1

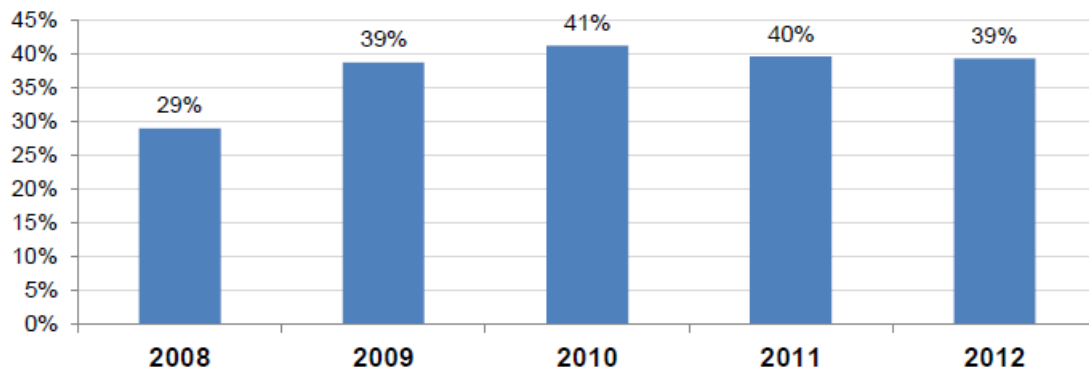
HFT market share in the US (# of shares traded)



Source: TABB Group estimate

גרף 2

HFT market share in the Europe (value traded)



Source: TABB Group estimate

ב. מסחר בתדירות נמוכה, LFT – Low Frequency Trading

ב-LFT נבנות פוזיציות מסחר בנות יום אחד ועד לחודש ימים, כאשר במהלך תקופה זו תוכנת המחשב מחזקת ומתקנת את פוזיציות המסחר על פי אלגוריתם מוגדר מראש.

מאפיינים ספציפיים למסחר LFT:

1. פועל במטרה להשיג תשואה גבוהה מ'בנצ'מרק' מוגדר;
2. מוחזק לתקופות קצרות (בין ימים לחודשים);
3. לרוב משמש ברוקרים ומשקיעים מוסדיים;
4. מנסה להקטין את השפעתו על השוק (לדוגמה חלוקת כמות).

גישת שוק ישירה, 'תחת חסות' ועירומה

הרצון בצמצום זמני ההשהייה הוביל את סוחר ה-HFT לבחון את האופן בו מועברות הפקודות דרך חבר הבורסה אל השרת המרכזי. באופן מסורתי היו הסוחרים מעבירים את הפקודות שלהם אל הברוקר חבר הבורסה אשר היה מרכז אותן ומעביר אותן לזירת המסחר. סידור זה הוא כמובן איטי מכדי שיאפשר מסחר בתדירות גבוהה. בפרקטיקה זו קיימות אלטרנטיבות נוספות להעברת פקודות לשרת הבורסה (IOSCO, 2011B):

ניתוב פקודות אוטומטי (Automated Order Routing). מצב זה הוא מצב בו הברוקר מציע הליך אוטומטי לניתוב הפקודות של הסוחר לשרת הבורסה ללא מגע יד אדם. יתרון פתרון זה על פני אחרים הינו עלותו הנמוכה והיכולת שהוא נותן ביד הברוקר לבצע בקרה אוטומטית על פקודות הסוחר לפני העברתן לשרת הבורסה. החיסרון העיקרי של השירות הוא בכך שהפקודות עדיין צריכות לנוע לשרת הברוקר ורק משם להישלח לשרת הבורסה. הדבר מונע שימוש בשירותי מיקום מחדש (קו-לוקציה - Co-location) ומגדיל בצורה משמעותית את זמני ההשהייה.

גישת שוק ישירה (Direct Market Access, להלן: "DMA"). פתרון הגישה הישירה ("DMA") הוא פתרון מהיר יותר, בו סוחר ה-HFT נרשם ישירות כחבר בורסה, והוא כפוף לכלל הפיקוח והאחריות שנגזרים ממעמד זה. אין לראות במושג חבר בורסה כהגדרה הומוגנית. במרבית הזירות והבורסות בעולם קיים מגוון של סוגי חברות וכל סוג חבר כולל אסדרה ועלויות שונות משלו. אין הכרח בכך שכל חברי הבורסה ידורגו ברמה הגבוהה ביותר מבחינת דרישות הבורסה מחבר, ורוכשי ה-DMA יוכלו להסתפק במדרגה פשוטה וזולה יותר על ידי עמידה בדרישות מופחתות. כחבר בורסה, רשאי הסוחר לשלוח פקודות ישירות לשרת הבורסה ללא כל צורך בשימוש בברוקר כמתווך. הבעיה העיקרית בגישה זו נעוצה בכך שהיא רלוונטית לזירות מסחר (כגון ה-BATS) בלבד, זירות אשר מתירות מספר רב של חברי בורסה והמציבות רף נמוך לצורכי הזכאות במעמד זה.

גישה "תחת חסות" (Sponsored Access להלן: "SA"). - הפתרון "תחת חסות" מהווה מענה זול יותר לצורך לקבלת גישה ישירה לשרת הבורסה. מדובר בשירות שמעניק הברוקר חבר הבורסה, לסוחר ה-HFT. חבר הבורסה מעניק לסוחר את קוד הגישה שלו לשרת הבורסה, ובכך מאפשר לו להעביר פקודות

באופן ישיר ומבחינת הבורסה הוא פועל כאילו היה חבר הבורסה. תת-סוג של חיבור מסוג זה הוא "חיבור עירום" (Naked Access), בו מעניק חבר הבורסה חיבור של הסוחר לבורסה, כאשר לא מבוצעת בקרה רציפה על הפקודות שאותן מעביר הסוחר (Pre-trade Controls). החיבור העירום (Naked Access) מפחית אף יותר את זמני ההשהיה בהשוואה לגישת "תחת חסות" הרגילה. במדינות רבות בעולם קיים היום איסור על חיבור עירום (Naked Access) בשל הסיכון המערכתי שעלול לנבוע ממנו. החיסרון העיקרי בחיבור עירום (Naked Access) הוא בכך שהוא מעניק לסוחר בבורסה, אשר אינו מחויב לבקרות להן מחויב חבר הבורסה, גישה ישירה לשרת הבורסה. הדבר עלול להוביל למצב בו הסוחר גורם נזק למהלך המסחר (בין אם במזיד ובין אם בשוגג) ללא יכולת מצד חבר הבורסה למנוע זאת. דוגמא לכך התקיימה בשנת 2012, כאשר ה-SEC החל בהליכי אכיפה מנהלית נגד מספר חברות ברוקראזי אשר העניקו חיבור עירום (Naked Access) לסוחר ממוצא לטבי, אשר השתמש בחיבור זה על מנת לפרוץ לחשבונות מסחר אחרים ולבצע מניפולציות שוק (ראה SEC, 2012).

היבטים רגולטוריים

העלייה החדה בנתח השוק של המסחר האלגוריתמי מתוך כלל נפח הפעילות במסחר העולמי בניירות ערך לצד אירועי שוק דרמטיים ויוצאי דופן⁶⁹, אשר קושרו בדרך זו או אחרת אל המסחר האלגוריתמי, הביאו ענף זה אל מודעות הציבור ולעיסוק נרחב בו בקרב רגולטורים בעולם.

סקירת הרגולציה (ראה הרחבה בנספח 10) מלמדת כי הרגולציה בנושאי המסחר האלגוריתמי מצוייה עדיין בראשית דרכה. הרגולטורים נדרשים לאזן בין שמירה על תחרותיות השווקים והיקפי המסחר לבין הגנת המשקיעים וישרת השוק. ההסדרה בתחום כוללת שילוב של אמצעים והוראות אשר הבורסות נוקטות והוראות הסדרה של רשויות הפיקוח.

קיום מסחר **בפלטפורמות מסחר** המספקות למשקיעים גישה ישירה למסחר מחייב קביעת כללים ופרוצדורות אשר תפקידם להבטיח מסחר תקין והוגן. ההשענות על "גישה ישירה לשוק" (Direct Market Access) או גישת "תחת חסות" (Sponsored Access) והשימוש הגובר בהן בעקבות שגשוג טכנולוגיות מסחר מהירות ומתוחכמות יותר, העלה את רף האתגרים שניצב בפני קובעי המדיניות. ניתן לזהות שני סוגי בקרות עיקריים הנוהגים בשווקים, אשר מכוונים לשמירה על תקינות המסחר:

1. בקרות סיכון בסיסיות טרום-מסחר,
2. בקרות לאחר המסחר הכוללות אמצעים להגבלה או להפסקה של המסחר, בעיקר בשל תנודתיות חריגה.

הבקות הבסיסיות טרום-מסחר הנהוגות בכל השווקים הן מכלול דרישות בלתי מתפשרות להפעלת בקרות סיכון טרום ביצוע המסחר⁷⁰, כגון דחייה אוטומטית של פקודות החורגות מספי אשראי או הון

⁶⁹ ארועים דוגמת מקרה ה-Flash Crash שארע ב-6 במאי 2010, אז קרס מדד הדאו ג'ונס בכ-6%, ולאחריה קריסת חברת הברוקרים Knights Capital עקב פגם בקוד האלגוריתם אשר גרם לחברה לאבד 440 מיליון דולרים תוך 45 דקות מסחר בלבד.

⁷⁰ חובת הקביעה של בקרות סיכון קיימת בשוקי ארה"ב (Rule 15c3-5), אירופה, גרמניה, הודו והונג-קונג. בארה"ב, כלל 15c3-5 אוסר, באופן אפקטיבי, כל גישה למסחר בבורסה או ב-ATS, בין אם ישירה ובין אם בחסות, כאשר לא מופעלות בקרות סיכון טרום מסחר. הברוקר הוא הגורם שאחראי לכל מי שפועל תחת ה-MPID שלו. בנוסף, דירקטיבת ה-MIFID אוסרת על גישה שהיא "Naked" או "Unfiltered" לפלטפורמת מסחר, דהיינו, מצב בו הוראות הלקוח אינן עוברות דרך

מצטברים שנקבעו מראש, דחיית פקודות החורגות מפרמטרים של מחיר או גודל, הגבלת גישה למערכות המסחר למורשים בלבד וכדומה.

מכיוון שהשווקים פועלים בדרך של "אספקת גישה" לשוק, הכלל הרווח הוא קביעת הסדרים, אשר לפיהם תחול האחריות לקביעת בקרות סיכון על הברוקר המאפשר גישה לשוק, כלפי כל מי שפועל באמצעות קוד הזיהוי שלו. ברוב השווקים, כל פעילות ה-HFT צריכה להיעשות באמצעות גופים שבפיקוח.

באירופה למשל, נקבע כי חברת HFT יכולה להיות חברת השקעות בעצמה, או שהיא יכולה לקבל גישה לשוק באמצעות חברת השקעות. לפיכך, בקרות הסיכון המבוצעות טרום-מסחר יחולו תמיד, לפחות על רמה אחת בתהליך ביצוע העסקה. זוהי גישה של "שומרי סף". על שומרי הסף קיימת גם החובה לבצע בדיקת נאותות (Due Diligence) טרום אספקת הגישה לשוק, וכן נדרש מהבורסה (או מזירת המסחר) שיהיה ביכולתה להתערב במסחר, לרבות לחסום את הגישה של משתתף נתון אל פלטפורמת המסחר.

גם **בהונג-קונג** מופנות הדרישות כלפי המתווכים הרשומים או בעלי הרישיון המנהלים מסחר אלקטרוני בניירות ערך וחוזים הרשומים או הנסחרים בבורסה. ספק הגישה הוא הגורם האחראי לוודא כי הלקוח עושה שימוש במערכות המורשות בלבד, וכי ביכולתו של הלקוח לעמוד בכל הדרישות הרגולטוריות הנדרשות וכי יש לו הסידורים המתאימים לניטור הפקודות שמוזנות במערכת.

בגרמניה, החליט הפרלמנט לנקוט בגישה מחמירה יותר ולדרוש מכל סוחרי ה-HFT לעמוד בדרישות רישוי קפדניות. סמכויות האכיפה של רשויות הפיקוח בגרמניה הורחבו והוחלו גם במקרי משתתפים לא-ישירים במסחר, כלומר כל מי שברשותם גישה אלקטרונית ישירה (Direct Electronic Access) אם באמצעות חבר או משתתף של שוק מוסדר או אם באמצעות זירת מסחר גרמניים. דרישות הרישוי הנהוגות עתה בגרמניה, שלפיהן על הסוחרים להיות בעלי הון עצמי ראשוני מינימאלי של € 730,000, זוכות לביקורות נוקבות בשוק, בשל היותן חסם הפועל כנגד המגמה המבקשת לקדם את הבורסות ואת עידוד הסוחרים, למען יצירת נפח פעילות בשווקים.

בהודו – על הבורסות לוודא שכל פקודות האלגו מנותבות דרך שרתים (Servers) של ברוקרים הממוקמים בהודו, ושמתקיימים מנגנוני בקרת סיכונים (Risk-control Mechanism).

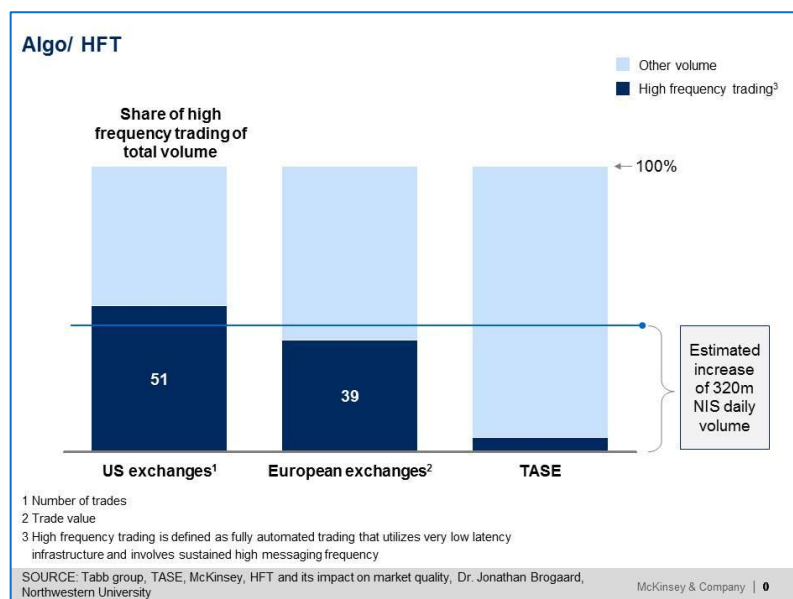
בקרות נוספות לאחר ביצוע המסחר כוללות אמצעים להגבלה או להפסקה של המסחר, בעיקר בשל תנודתיות חריגה. הכוונה היא לממתני התנודות (מנגנונים להשהיית תנודות מחיר קיצוניות בנייר ערך), מנתקי הזרם (מנגנונים להשהיית מסחר במקרים של תנודות קיצוניות בשוק הנמדדות האמצעות מדדי ניירות ערך), וליחס המרבי הנדרש בין פקודות לעסקאות (מגבלות שנועדו לצמצם מקרים של שיגור פקודות בהיקפים העלולים לסכן את קיבולת מערכות המסחר).

בקרות טרום מסחר בטרם הן נשלחות אל הפלטפורמה. לפי כללים אלו, באף מקרה לא יוכל לקוח נתון לשלוח הוראה לפלטפורמת מסחר, מבלי שהוראה זו עברה דרך בקרות טרום מסחר של חברת ההשקעות.

הוראה בדבר **עמלות על שימוש מוגבר** במערכות הבורסה קיימת **בגרמניה**: שם נקבע כי הבורסות ומפעילי הזירות יגבו עמלות נפרדות על שימוש מוגבר במערכות הבורסות, ובפרט על הכנסת מספר לא-פרופורציונלי של פקודות, שינויים וביטולי פקודות. בחוק הגרמני החדש קיימות גם הוראות בדבר **שינוי מחיר מזערי** (Minimum Tick-size) **ויחס פקודה לביצוע**. בורסות מסחר ומפעילי זירות, מחויבים כיום לדרוש שינוי מחיר מזערי נאות למכשירים פיננסיים נסחרים, כדי למזער את ההשפעה השלילית על יושרת השוק ועל הנזילות בו. משתתפי המסחר מחויבים לוודא יחס נאות בין הזנת הפקודות, תיקונים וביטולי פקודות מחד, וביצוע בפועל של עסקאות, מאידך. יש לשים לב לכך שההוראות בדבר Minimum Tick-size, יחס מסחר-לפקודה וכד', מהוות כרגע עקרונות בלבד ויש ליצוק לתוכן תוכן פרקטי, על ידי רשויות הפיקוח על הבורסות. לגבי יחס פקודה-לביצוע קיימת הכוונה מסוימת שאף היא מעט ערטילאית: היחס לגבי מכשירים פיננסיים יקבע על בסיס נפח המסחר והעסקאות בחודש אחד. ההנחה כי יחס נאות של פקודה-לביצוע מתקיים, בין היתר, כאשר יחס זה סביר מבחינה כלכלית, בהתבסס על הנזילות של המכשיר הפיננסי, מצב השוק הספציפי והפונקציה שאותה ממלא התאגיד הסוחר. באירופה, קובעת דירקטיבת ה-MiFID כי על המדינות לחייב את הבורסות, **לכל הפחות**, לכך שמערכתיהן יגבילו את יחס הפקודות שאינן מבוצעות, לכל משתתף, ושמערכתיהן יוכלו להגביל את קצב הפקודות במקרה של הצפה. כמו-כן נקבע כי על הבורסות להבטיח כי חוקי ה-Co-location שלהן ומבנה העמלות שלהן יהיו שקופים, הוגנים ובלתי מפלים.

מסחר אלגוריתמי בבורסה בתל-אביב

בשנים האחרונות חלה עלייה מתמדת בכמות הפקודות שמוגשות למסחר מדי יום בבורסה בתל-אביב. בשנת 2006 עמד הממוצע היומי של מספר הפקודות על כ-270 אלף, והוא הגיע בשנת 2012 לממוצע יומי של כ-2.4 מיליון פקודות. חלק ניכר מעלייה זו ניתן לייחס לעלייה בהיקף הפעילות של מחוללי הציטוטים. פעילות הסוחרים באמצעות אלגוריתמים הפכה למשמעותית יותר בבורסה בת"א במהלך השנים האחרונות בעיקר בנגזרים ובאג"ח⁷¹. לפי אומדנים שבוצעו, חלקם במסחר בשנים האחרונות נע בין 25% ל-40%.



⁷¹ כפי שעולה מניתוחי המחלקה הכלכלית ברני"ע ומעבודתם של פרופ' אבי וואהל וד"ר מני עבדי.

כללי הבורסה והמסחר אלגוריתמי

מנתקי זרם (Circuit Breakers) - בבורסה בתל-אביב, בדומה לבורסות בעולם, מופעלים בשעת הצורך מנתקי-זרם. בבורסה בתל-אביב מופעל מנתק-זרם למקרה של תנועה חדה במדד ת"א-25 שבעקבותיו נדחה מועד מסחר הפתיחה או שמתקיימת הפסקת מסחר. מנגנון זה מקנה לבורסה שיקול דעת בקשר עם משך דחיית/הפסקת המסחר ובאשר למועד חידושו.

מנגנונים למיתון תנודות - החל מה-6 בספטמבר 2012, מפעילה הבורסה מנגנון למיתון תנודות בניירות הערך שנסחרים בבורסה. מנגנון זה בוחן את הפקודות המגיעות למחשב המסחר ומנטר את תנודות השערים בעסקאות העומדות להתבצע בניירות הערך השונים. במידה ותנודת השער הצפויה, גבוהה מהשיעור שנקבע, העסקה לא מתבצעת ובמקומה מתקיים מסחר בשיטת המכרז לפרק זמן של 5-6 דקות. הפעלת המנגנון מאפשרת לסוחרים לשנות פקודות, לבטלן או להזרים פקודות נוספות אשר צפויות למתן את התנועה החדה בשער הנייר. הפעלת מנגנון ממתן התנודות בשלב הפתיחה או בשלב הנעילה גורמת לדחייה של מועד המסחר בפתיחה או הנעילה לפרק זמן של 3-4 דקות, לכל הפחות. מנגנון זה יכול לפעול עד פעמיים ברצף לפי הכללים הקבועים.

בדומה לכך, מנגנון הפתיחה האנגלית במניות מדד ת"א-25 מביא לדחיית מסחר הפתיחה ב-3-4 דקות במידה וחל שינוי של 2.5% או יותר במדד. גם מנגנון זה עשוי לפעול עד פעמיים ברצף.

הסדרת מחוללי ציטוטים – הגדרתו של מחולל ציטוטים לפי תקנון הבורסה היא: "תוכנה באמצעותה ניתן לשלוח למערכות המסחר בבורסה מספר רב של פקודות, תוך פרק זמן קצר, על-פי אלגוריתם שנקבע בתוכנה". בהתאם לכללי הבורסה, חבר בורסה יכול להתיר מסחר במחולל הציטוטים רק לאחר שקיבל את אישורה של הבורסה (גם במקרה של נוסטרו שלו עצמו). הפעילות באמצעות מחולל ציטוטים מסומנת ומפוקחת על ידי הבורסה. כמו-כן, מוטלת מגבלה על לקוח הפועל בנגזרים באמצעות מחולל הציטוטים בקשר ליחס שבין מספר הפקודות שיוגשו למסחר בנגזרים ביום מסחר נתון (היחס שנקבע הוא 7), לבין מספר האופציות ו/או החוזים העתידיים אשר יכללו בעסקאות שינבעו מאותן פקודות באותו יום מסחר. דירקטוריון הבורסה קבע יחס שונה לסוגים שונים של משקיעים (כגון, מי שפועל כעושה שוק זוכה ליחס 8), ומתיר מכסה יומית, שאינה נכללת בחישוב היחס, לסוגים שונים של משקיעים ובחלק מסויים של המוצרים.

הרקע להמלצות הוועדה

כפי שהוצג בחומר הרקע לעיל, היקף המסחר האלגוריתמי בבורסה בתל-אביב, כמו גם בבורסות רבות בעולם, מצוי בעלייה מתמדת. למסחר האלגוריתמי השלכות חיוביות על איכות המסחר בכל הנוגע לשיפור הנזילות, להפחתת עלויות העסקה ולתרומה ליעילות הליך גיבוש המחירים. לצד זה, גדלים הסיכונים לכשלים תפעוליים, עד כדי פגיעה ביציבות המסחר, במוניטין וביצירת מחסור זמני בנזילות. בורסות בעולם פועלות בעניין במספר של מישורים, כגון: שיפור תשתיות התקשורת, הוזלה ושינוי מבנה העמלות, שדרוג מערכות המסחר ושינוי שיטות המסחר, וזאת על מנת לעודד פעילותם של סוחרים אלגו. במקביל, ננקטים צעדים שמטרתם למזער את הסיכונים הכרוכים בפעילות מסוג זה. חלק מהמלצות הוועדה עשויות לעודד את פעילותם של שחקני האלגו ולהגביר את חלקם היחסי במסחר, ועקב כך ההמלצות כוללות אף צעדים שמטרתם לנהל את הסיכון שטבוע בפעילותם.

המלצות

1. מבנה עמלות המסחר והסליקה בבורסה – ראה פרק בנושא
2. מאגר השאלות – גישה למאגר מניות זמינות בשורט – ראה פרק מאגר השאלות
3. נגישות לבורסה – ראה פרק בנושא מערכת המסחר בבורסה
4. הוספת סוגי פקודות נוספים – ראה פרק בנושא מערכת המסחר בבורסה
5. כינון מעמד של חבר בורסה המאפשר גם שחקני נוסטרו גדולים – ראה הפרק סוגי חברויות בבורסה

6. שקיפות המידע בספר

כיום, מציגה הבורסה בתל-אביב את שלושת שכבות הביקוש וההיצע במחירים הטובים ביותר. בחלק מבורסות העולם ניתן לקבל מידע מלא על ספר הפקודות תמורת תשלום. מוצע בזאת כי הבורסה תפעל על מנת להגדיל את כמות המידע המוצגת כיום לציבור בספר הפקודות.

7. שירותי אירוח שרתים (Co-Location)

שירותי אירוח השרתים התפתח בעקבות רצונם של סוחרים ה-HFT להקטין את זמן העברת הנתונים בשליחת ההוראות ובקבלת הפידים (Minimize Latencies), וזאת על ידי קרבה פיזית למיקומה של הבורסה. במסגרת שירות זה, מציעות בורסות המסחר או גופים פרטיים (או שיתוף פעולה בין השניים), אירוח פיזי ושירותי תחזוקה טכנולוגית (קווי תקשורת) בתשלום למחשבי הסוחרים, במיקום סמוך למיקום לבורסה ולעיתים אף בתוך הבורסה עצמה. הביקורות בנושא טוענות לפגיעה בהוגנות השוורת בין הסוחרים וליצירת סיכונים תפעוליים המתעוררים אגב השירות (נושאי אבטחת גישה, גיבוי והתאוששות). מכיוון שהשירות קיים בבורסות מובילות בעולם יש מקום שהבורסה תבחן באופן יסודי יצירה או הרשאה ליצירת שירות דומה.

8. פתרונות למשקיעים מוסדיים

פעילות סוחרים האלגו, ובעיקר סוחרים ה-HFT מקטינה את גודל הפקודה הממוצעת ואת גודל העסקה הממוצעת. קיימת דעה שהקטנה זו עשויה להגדיל את עלויות המסחר בקרב גופים (מרביתם מוסדיים) המעוניינים לבצע עסקאות בכמויות גדולות. לביצוע עסקאות בכמויות גדולות במסחר הרציף (לעומת עסקאות חוץ בורסה) קיימים יתרונות רבים בעבור הגופים המוסדיים, כגון: מהירות ביצוע ולעיתים

אף עלויות תיווך קטנות יותר. יתרה מזאת, ביצוע עסקאות בכמויות גדולות במסחר מוסיף לעילות השוק (תורם מידע לסוחרים בדבר המחיר שגופים מוסדיים מוכנים לבצע בו עסקאות).

בעולם קיימים מספר פתרונות לכך, כגון פלטפורמות לעסקאות גדולות (Block Trades) המאפשרות מסחר ממוחשב ונפרד לסוחרים שמעוניינים במסחר אלקטרוני ומהיר המסוגל להכיל פקודות בכמויות גדולות ללא כל השפעה מהותית על השער ועל עלויות הביצוע. ב-NYSE הקימו בשנת 2009 את ה-NYBE (New York Block Exchange), שהינה פלטפורמת מסחר החיצונית לפלטפורמה הראשית, שפותחה לצורכי מסחר רציף ואנונימי מסך כמות מזערית בלבד⁷². חשוב לציין כי בפברואר 2013 הגישה NYSE הודעה ל-SEC על סגירת הפלטפורמה, כנראה מכיוון שהמשקיעים המוסדיים התרגלו לעבור ב-Dark Pools⁷³. יצויין עוד, כי פלטפורמות אלו עלולות ליצור פרגמנטציה של המסחר וגילוי המחיר עשוי להיפגע. פתרון חלופי לכך הוא הוספתן של פקודות נסתרות אשר יאפשרו לגופים מוסדיים המעוניינים להשתתף במסחר שלא לחשוף את ביקושיהם.

9. שיפור בקרות וניהול סיכונים כלפי שחקני אלגו

גידול בהיקפי פעילות סוחרי האלגו, ובעיקר בפעילות ה-HFT, טומן בחובו פוטנציאל לפגיעה בתקינות המסחר, דוגמת יצירת לולאת היזון חוזר, או יצירתם של כשלים תפעוליים אחרים. על פי ה-MiFID II, ESMA, ארצות הברית⁷⁴, יש להסדיר באופן פורמלי את נושא הבקרות וניהול הסיכונים כאשר סוחר מעוניין לפעול באמצעות מסחר אלגוריתמי.

ככלל, ניתן לחלק את נושא הבקרות וניהול הסיכונים לשלושה רבדי בקרה עיקריים, כאשר הרובד האחרון מצוי באחריותה המלאה של הבורסה:

1. **הרובד הראשון** - מערכת הבקרות שעל הסוחר להקים (למען קבלת גישה ישירה) כדי למנוע הגשת הוראות חריגות.
2. **הרובד השני** - מערכת הבקרות שהוקמה על ידי חבר הבורסה למניעת הגשת הוראות חריגות על ידי סוחרי אלגו, ויצירת פרוצדורת להתמודדות עם הוראות חריגות, כגון הגבלת/הפסקת המסחר. רובד זה אינו אפקטיבי כאשר לקוח פועל באמצעות Sponsored Access מכיוון שהוא אינו עובר במערכות החבר.
3. **הרובד השלישי** - בקרות שמתקיימות במערכות הבורסה ושמטרתן מניעת הזרמת הוראות חריגות, ופעולות ואמצעים שהיא הקימה לצורך ההתמודדות עם הוראות חריגות, כדוגמת הגבלת/הפסקת מסחר. יש לציין שאין הכוונה לממתני-התנודות ומנתקי-הזרם, אלו מהווים בקרות ברמת השוק או הנייר, אלא הכוונה היא בבקרות ספציפיות ללקוחות. חשיבות הבקרות ברמת הבורסה וניהול הסיכונים שלה, הולכת וגדלה ככל שמשתמשים רבים יותר פועלים באמצעות Sponsored Access (ואינם עוברים בבקרות חבר הבורסה).

⁷² 10,000 יחידות מניה או 200 אלף דולרים באגרות חוב.

⁷⁴ <http://www.bloomberg.com/news/2013-02-07/nyse-to-shut-nybx-block-trading-platform-within-exchange.html>
Rule 15c3-5⁷⁴

בבורסה בתל-אביב קיימת התייחסות ספציפית במדריך למסחר בנושא ניתוק מחוללי הציטוטים מהמסחר לפי דרישת הבורסה, ואף קיימת התייחסות להפסקת פעילותם של כל מחוללי הציטוטים ביום נתון. יחד עם זאת, לא קיימים תנאים מפורטים להפעלת סמכות זו. זאת בשונה מה-MiFID II ומה-ESMA, לפיהן נדרשות בורסות להקים הסדרים לדחיית הוראות החורגות ממגבלות שהוגדרו, כגון נפח ומחיר או הוראות שגויות באופן מובהק. כמו כן מתקיימות בקרות כלליות המיועדות לכלל הסוחרים, כגון מגבלה על גודל הפקודה.

על הבורסה בתל-אביב לפרט את התנאים לפיהן יידחו הפקודות של מחולל הציטוטים (למשל מגבלות המחיר והכמות). את התנאים שיקבעו יש להטמיע בהקמת בקרות ופרוצדורות מתאימות.

10. בדיקת נאותות (Due Diligence) של לקוחות על ידי הבורסה וחברי הבורסה

בדיקת נאותות (Due Diligence) של לקוחות על ידי הבורסה וחברי הבורסה מתבצעת כאשר חברי בורסה בבורסות מובילות בעולם⁷⁵ נדרשים להחליט האם לספק שירותי גישה ישירה⁷⁶ (Direct Market Access) ללקוח. במסגרת בדיקה זו עליהם לבחון, בין היתר, את מקורותיו הכספיים, את מהימנותו ואת כשירותו.

בדיקות אלו מהוות למעשה את בדיקת הנאותות (Due Diligence) שחברי הבורסה⁷⁷ מבצעים על פי דרישה מפורשת שקיימת ב-MiFID II⁷⁸, ב-ESMA⁷⁹ וברגולציית הברוקר דילר⁸⁰. דרישות אלו מתרחבות כאשר חברי הבורסה בוחנים הספקת שירות (Sponsored Access)⁸¹, שירות ייעודי ל-HFT⁸², ללקוח. שירותי הגישה הישירה, הם המקבילה למסחר באמצעות מחולל ציטוטים בבורסה בישראל. כללי הבורסה בתל-אביב אינם מסדירים את אופן ההתחברות מבחינה טכנית בין הלקוח לבורסה (אם באמצעות מערכת מסחר שהחבר מעמיד ללקוח, או אם בדרך עצמאית ישירות לבורסה). זאת למרות שכל הרגולציות העיקריות מבחינות בין אופני ההתחברות השונים בין לקוח לבורסה. אופן ההתחברות קובע את חובות החבר והלקוח, מכיוון שלפיה מוגדרת רמת הסיכון בשימוש במסחר אלגוריתמי. חשוב לציין שהעדר הסדרת הנושא נובע בין היתר מהעובדה שלא קיים שירות גישה ישירה רשמי בבורסה בתל-אביב. למרות זאת, נדרשת הבורסה להתייחס לעניין זה במסגרת כלליה על מנת להקטין פערי רגולציה שעלולים להיות מנוצלים על ידי סוחרים. במדריך למסחר של הבורסה לא קיים פירוט לגבי הבדיקות שחבר נדרש לבצע ואילו נתונים הוא נדרש לבחון כאשר הוא מתיר ללקוח לפעול באמצעות מחולל ציטוטים.

⁷⁵ LSE and NASDAQ

⁷⁶ הגדרת ESMA: "הסכם שבאמצעותו חברת השקעה שהיא חבר בורסה או משתמשת של פלטפורמת מסחר **מתירה** ללקוחות ספציפיים להעביר הוראות באופן אלקטרוני למערכת המסחר הפנימית שלה (חבר הבורסה) לצורך מסירתן הלאה לפלטפורמת מסחר ותחת זהות החבר"

⁷⁷ ההתייחסות אינה ייעודית לחבר בורסה אלא לחברת השקעות (אירופה) או ברוקר דילר המספק שירותי גישה ישירה. בהקשר של הבורסה בישראל הדבר מקביל כיום לחברי בורסה.

⁷⁸ ב-MiFID II נקבע כי חברות השקעה המציעות ללקוחותיהן גישה ישירה לשוק (חברי בורסה) תהיינה אחראיות למסחר של לקוחות אלה, ועליהן להבטיח שהמסחר של הלקוחות תואם את כללי פלטפורמת המסחר הרלוונטית בה פועלים הלקוחות. קביעה זו הופכת את חברי הבורסה לשומרי סף, ומכאן נגזר הצורך בביצוע בדיקת הנאותות של חברי הבורסה את הלקוחות המקבילים את השירות.

⁷⁹ בהנחיות ESMA קיימת התייחסות ישירה לנושא בדיקת הנאותות וקיימת חובה על חברת השקעה (החבר) לבצע בדיקת נאותות ללקוח המקבל שירות של גישה ישירה. בין השאר על החבר לבדוק: הכשרת הצוות הסוחר, בקרות גישה לסוחרים, הקצאת אחריות למקרי טעיות מסחר, היסטורית המסחר וההתנהגות של הסוחר.

⁸⁰ חוק SEC rule 15c3-5, העוסק בקביעת בקרות ניהול סיכונים (Risk Management Controls) לברוקר-דילר המספקים גישה ישירה (חבר בורסה), נדרש החבר לבצע בדיקת נאותות ככל שהשליטה לגבי המסחר עוברת לסוחר עצמו. מעצם העברת השליטה גדלים סיכוני הבורסה והחבר ולכן נדרשת בדיקת נאותות.

⁸¹ הגדרת ESMA ל-Sponsored Access: "הסכם שבאמצעותו חברת השקעה שהיא חבר בורסה או משתמשת של פלטפורמת מסחר **מתירה** ללקוחות ספציפיים להעביר הוראות באופן ישיר ואלקטרוני לפלטפורמת מסחר תחת זהות הסוחר של חברת ההשקעה (חבר הבורסה) **וללא צורך לנתב הוראות במערכת המסחר של חברת ההשקעה (חבר הבורסה)**"

⁸² ניתן לראות שכל הפרסומים של ה-LSE וה-NASDAQ, מופנים ל-HFT.

עידוד תחרות בתחום הברוקראז'

פעילות במערכת סגורה

רקע:

נכון להיום, כ-75% מפעילות המסחר בניירות ערך בקרב הלקוחות הפרטיים נעשית באמצעות הבנקים. במצב עניינים זה לא מתקיימת, למעשה, כל תחרות בתחום זה בין הבנקים לבין גורמים שנמצאים מחוץ למערכת הבנקאית דוגמת חברי הבורסה שאינם בנקים (החש"בים).

כבר עתה, מציעים החש"בים תעריפי עמלות ברוקראז' אטרקטיביים ללקוחות הפרטיים, אך למרות זאת אין ביכולתם להתחרות באופן משמעותי במערכת הבנקאית. כניסה אפקטיבית של גורמים נוספים מחוץ למערכת הבנקאית בתחום הברוקראז' עשויה לאפשר ללקוחות קמעונאיים לבחון חלופות נוספות ולהגביר את התחרות בתחום זה.

איגוד החש"בים הצביעו על מספר חסמים אשר מקשים עליהם להתחרות במערכת הבנקאית במגזר משקי הבית. הגורם המרכזי אשר מונע תחרות בתנאים זהים בתחום הברוקראז' בין החש"בים לבנקים הוא היעדר הסינוף של החש"בים אשר יוצר, למעשה, קשיי נגישות של הלקוחות הפרטיים לחש"בים. היום נדרש זיהוי פנים-אל-פנים של הלקוח בעת פתיחת חשבון, דרישה אשר מכבידה על החש"בים בגיוס לקוחות קמעונאיים. גורמים נוספים אשר פוגעים בתחרות כוללים: היעדר ניידות הלקוחות מהמערכת הבנקאית לחש"בים (זמן מעבר ועלויות) והנטייה הטבעית של משקי הבית לקבל שירותי ברוקראז' תחת קורת-גג אחת במסגרת היותם לקוחות הבנק.

הפתרון המוצע נועד להנגיש את החש"בים לפעילות לקוחות קמעונאיים באמצעות מתן אפשרות לחש"בים לנהל חשבונות לקוח במערכת סגורה. פעילות במערכת סגורה משמעה מתן פטורים והקלות לגוף מפוקח בהיבטים מסוימים של חובות הזיהוי המוטלות עליו, בנקודת הזמן בה לקוח מבקש לפתוח אצלו חשבון. ההקלה המרכזית המוצעת היא מתן פטור מחובות זיהוי פנים-אל-פנים. התנאי למתן הקלה זו (שמשמעותה הקלות מנהלתיות רבות מבחינת הזירה ומבחינת הלקוח כאחד) הינו וידוא כי פעילות הלקוח אצל אותו גוף מפוקח תיעשה ב"מערכת סגורה" – כלומר, תחל בהעברת כספים מחשבון הבנק של הלקוח ותסתיים בהחזרת כספים לאותו החשבון בדיוק, של אותו לקוח. הרציונאל הוא בכך שהלקוחות כבר עברו הליך זיהוי מלא בבנק בעת פתיחת החשבון (גם על הבנקים חל צו איסור הלבנת הון ייעודי), ולכן אין צורך בביצוע זיהוי פנים-אל-פנים בשנית. מהלך זה יהווה הקלה משמעותית, דבר העשוי לייצר חלופה למערכת הבנקאית ולהגביר את התחרות בתחום זה.

בנוסף, נדרשים צעדים משלימים עליהם המליץ המפקח על הבנקים במסגרת המלצות הצוות לבחינת הגברת התחרותיות בענף הבנקאות⁸³. צעדים אלה כוללים בעיקר את: (א) הגברת השקיפות בעמלות ניירות ערך (תקרת מקסימום, ביטול עמלת מינימום והקשר בין העמלה התעריפית לעמלה בפועל); (ב) הקלות במעבר של לקוחות בין המערכת הבנקאית לבתי השקעות (מחיר ולוח זמנים).

בנוסף לאלה, המליץ הצוות לבחינת הגברת התחרותיות בענף הבנקאות כי: **"יש להוסיף ולפעול בתיאום עם רשות ניירות ערך לאיתור ולהסרה של חסמים ולעידוד האיום התחרותי מחוץ למערכת הבנקאית. בין היתר, מוצע לפנות לרשות ניירות ערך כדי שזו תשקול אפשרות של פתיחת פיקדונות ניירות ערך בבתי ההשקעות באמצעות אתרי האינטרנט, לרבות פתיחת חשבון במערכת סגורה, בדומה להסדרה המוצעת בדוח זה לעניין פתיחת חשבונות באינטרנט."**

⁸³ המלצות אלה נכללות בדוח המסכם של הצוות לבחינת הגברת התחרותיות בענף הבנקאות, אשר פורסם במרץ 2013, בסעיף 2.2 לפרק הצעדים המשלימים.

יישום המהלך מצריך תיקון להוראת הפעילות במערכת סגורה (סעיף 8) בצו איסור הלבנת הון (חובות זיהוי, דיווח וניהול רישומים של חבר בורסה למניעת הלבנת הון ומימון טרור), תשע"א-2010. תכלית התיקון להרחיב את הפטור הקיים לחשבון במערכת סגורה כך שיחול לא רק על ביצוע פעולות רכישה ומכירה של ניירות ערך ונכסים פיננסיים אלא אף על החזקתם.

בימים אלה, מקדמת רשות ניירות ערך תיקון זה שמטרתו הגברת התחרות בתחום הברוקראז' בין חברי בורסה שאינם בנקים לבין הבנקים. כלומר הגברת תחרות בתחום שירותי המסחר בניירות ערך בעיקר ללקוחות פרטיים. מדובר במהלך שמהווה חלק ממפת הדרכים של רשות ניירות ערך, שבו הגדירה הרשות את פיתוח השוק כיעד מרכזי.

המלצה

הוועדה ממליצה להמשיך במאמצים להגברת התחרות בתחום שירותי המסחר בניירות ערך והחזקתם, בעיקר ללקוחות פרטיים, והיא מעודדת את המפקח על הבנקים בבנק ישראל ואת רשות ניירות ערך, להמשיך לפעול להשגת מטרה זו בהקדם.

מערכת המסחר בבורסה

רקע:

מערכת המסחר הקיימת פותחה והוטמעה בבורסה בת"א לפני למעלה מ-15 שנים. במהלך השנים בוצעו במערכת שדרוגים שונים (אשר כללו, בין היתר, תמיכה בשווקים ובמכשירים חדשים, הקמת שוק נגזרים, תמיכה בפעילות עושי שוק, בקרת מחוללי ציטוטים, השקת מנגנונים למניעת מניפולציות ותנודות שערים חדות, התמודדות עם עשרות מיליוני הוראות ושדרי הפצת מידע ביום וביצוע אלפי הוראות בשניה). כיום, נמצאת הבורסה קרוב לסיום תהליך הבחינה של מערכת המסחר העתידית שלה. בטווח הקצר, לשדרג את יכולות מערכת המסחר הקיימת עד להטמעת המערכת החדשה, ובמקביל להשלים את שנדרש לרכישת מערכת מסחר חדשה. במסגרת השיקולים לרכישת מערכת מסחר חדשה, ראוי להתייחס לפרמטרים להלן:

1. מערכת המסחר בבורסה בת"א אינה תומכת כיום במגוון פקודות מסחר בסיסיות ושכיחות עד מאוד בבורסות זרות, כגון: Take Profit, Stop Loss. מערכות מסחר בחו"ל אף מאפשרות פקודות מסחר מתקדמות כגון ⁸⁴Passive Only, ⁸⁵One Cancels Other Order, ⁸⁶Top of The Book ו- ⁸⁷Order on Event.
2. מערכת המסחר הנוכחית אינה תומכת בביצוע סימולטני של אסטרטגיות מסחר בעלות מספר רגליים (Multi-Legged Orders) ו/או במספר שווקים במקביל (לדוגמא שוק המניות/תעודות הסל ושוק הנגזרים, שוק האג"ח ושוק המניות/נגזרים ועוד).
3. מערכת המסחר מאפשרת הצגת מידע בספר הפקודות עבור 3 שכבות ההיצע והביקוש בלבד. יש לשקול הצגת ספר מפורט שיינתן על פי דרישה (תמורת תשלום) כפי שמתקיים בבורסות זרות.
4. מערכת המסחר הנוכחית אינה מאפשרת בצע עסקאות גדולות (בעיקר על ידי גופים מוסדיים), בין אם באמצעות זירת מסחר נפרדת ובין אם באמצעות פקודות מסחר מתקדמות המשמשות בעיקר גופים המעוניינים לבצע עסקאות בהיקפים גדולים כגון: ⁸⁸Iceberg, ⁸⁹Hidden, ⁹⁰Centre Point orders.
5. נגישות למערכות המסחר - קווי תקשורת הנתונים המחוברים בין מערכת המסחר וחברי הבורסה כיום הינם בטכנולוגיית CTIC. במצב העניינים הנוכחי, הבורסה מגבילה את מתן קשרי ה-CTIC לחברי הבורסה, בכך שאינה מאפשרת לחברי הבורסה לספק קשר CTIC ייעודי לסוחר ספציפי.

⁸⁴ הפקודה מאפשרת ביטול מידי של יתרת פקודת מכירה/קנייה בספר במקרה של ביצוע חלקי של הפקודה. הפקודה אפשרית במערכת המסחר של חברת MillenniumIT אשר משמשת, בין היתר, את בורסות הסחורות בלונדון (London Metal Exchange), ובורסות איטליה (Borsa Italiana), ויהנסבורג ולונדון (LSE).

⁸⁵ שילוב של פקודת Limit ופקודת Stop - כאשר אחת מתבצעת, השנייה מתבטלת. הפקודה אפשרית במערכת המסחר Xetra המשמשת כ-15 בורסות בעולם, ביניהן בורסת פרנקפורט (Deutsche Borse), בורסת האנרגיה האירופאית (European Energy Exchange) ובורסות שנאי, אירלנד, וינה, בולגריה, בודפשט ופראג.

⁸⁶ ההוראה תתקבל רק אם בקבלתה מצטמצם מרווח ה-Bid - Ask.

⁸⁷ ההוראה מאפשרת להגדיר אירועים אשר בהתקיימותם נכנסת ההוראה (קנייה או מכירה) לתוקף. לדוגמא - עלייה או ירידה של נכס בסיס אח מעל/מתחת מחיר מסויים. הוראות Order on Event ו- Top of the Book אפשריות במערכת מסחר Xetra.

⁸⁸ הפקודה כוללת אלגוריתם המאפשר פיצול הוראה בהיקף גדול למספר עסקאות בהיקף קטן יותר בהתאם לקריטריונים קבועים מראש.

⁸⁹ הפקודה מאפשרת לגוף המעוניין להוסיף לספר הפקודות פקודה בהיקף גדול להימנע מלחשוף את מלוא היקף הפקודה ולחשוף רק היקף מינימלי נדרש ממנה.

⁹⁰ הפקודה מאפשרת לברוקר להכניס פקודה נסתר במחיר אמצע פקודות הביקוש וההיצע הטובות ביותר. הפקודה ניתנת לביצוע אך ורק עם פקודה זהה אחרת ולא עם פקודות רגילות בספר הפקודות. הפקודה אפשרית במערכת המסחר ASX Trade של בורסת אוסטרליה.

פעילים אשר ביקשו לקבל קשר CTCI ייעודי נפרד לצורכי מסחר של סוחר ספציפי מול הבורסה, ללא שיתוף עם לקוחות אחרים על אותו קישור לבורסה, ובמטרה לקבל ביצועים טובים יותר, נענו בשלילה. מן הראוי לבחון אפשרות כי הבורסה תגבה סכום כסף על כמות קשרי ה-CTCI שאותם תקצה לחברי הבורסה בעבור תמורה מהלקוח. לקוח אשר המהירות חשובה לו והוא אינו רוצה לחלוק בקו התקשורת ובמשאבי המחשב יחד עם לקוחות אחרים, יאלץ לשלם תמורת אפשרות זו.

המלצות הוועדה:

הבורסה נמצאת לקראת סיום תהליך הבחינה של מערכת המסחר העתידית שלה. הוועדה ממליצה כי המערכת החדשה, תיתן מענה ותמיכה, בין היתר, להיבטים הבאים:

- (1) מגוון של שווקים ומכשירים פיננסיים חדשים;
- (2) מגוון אסטרטגיות מסחר ופקודות מסחר מתקדמות; בטווח המייד, ממליצה הוועדה על יישום פקודות שכיחות בבורסות זרות: Take Profit, Stop Loss.
- (3) מסחר בהיקפים גדולים (Block Trading), בין אם באמצעות זירת מסחר נפרדת ובין אם באמצעות פקודות מסחר מוסתרות ייעודיות;
- (4) הפצת נתוני מסחר עבור כל שכבות הביקוש וההיצע;
- (5) מן הראוי שהמערכת החדשה תאפשר נגישות טכנולוגית למשקיעים הפועלים בשווקים רבים (ברוקרים זרים) ושהיא תעמוד בשורה אחת עם הסטנדרטים של המערכות המובילות בעולם.
- (6) הבורסה מגבילה את מתן קשרי ה-CTCI לחברי הבורסה, בכך שבעיקר מטעמי שיווינויות אינה מאפשרת לחברי הבורסה לספק קשר CTCI ייעודי לסוחר ספציפי. הוועדה ממליצה לבורסה לאפשר קשר כזה לסוחר ספציפי. בד בבד הוועדה ממליצה לבחון אפשרות כי הבורסה תגבה סכום כסף על כמות קשרי ה-CTCI שאותם תקצה לחברי הבורסה בעבור תמורה מהלקוח.

הרחבת פורמט הפצת המידע בסטנדרט – XML

רקע:

הפצת המידע ממערכות ה-Back Office של הבורסה מבוססת על קבצי מידע שנשלחים לצרכנים השונים. קבצי מידע אלו מסווגים למספר קטגוריות:

- א. מידע מרוכז של נתוני סוף יום המסחר שהתקבלו ממערכות המסחר כדוגמת: שערי נעילה, מחזור כולל בנייר, מדדי סוף יום בכל המדדים המחושבים על ידי הבורסה (רציפים ולא רציפים) וכו'.
- ב. מידע פרטני של פעילות חבר הבורסה במערכות המסחר כדוגמת ריכוז העסקאות שבוצעו במסחר על ידי החבר.
- ג. מידע תפעולי לקראת יום המסחר הבא - אוכלוסיית הניירות שייסחרו בכל שוק, פרמטרים למסחר, שערי בסיס וכו'.

קבצים אלו מופקים, בדרך כלל, אחת ליום. הם נשלחים לצרכנים השונים הכוללים, בין השאר, את חברי הבורסה, רשות ניירות הערך, מפיצי מידע מקומיים ובינלאומיים, עיתונים ומנויים נוספים.

המידע נשלח באמצעות רשת התקשורת של מערך ה-Back Office לחברי הבורסה ולרשות נירות ערך ובאמצעות אתר הבורסה המאפשר לגופים אחרים להוריד קבצי מידע. העברת המידע נעשית בממשק ייחודי לבורסה. ממשק זה מכיל כל קובץ (הנקרא בשפה ה"בורסאית" סוג חומר) ורשומות הכוללות את המידע הרלוונטי.

תוכן הרשומה הנ"ל אינו מפרט את הנתונים הכלולים בה. שמות השדות וייצוגם מפורטים במסמך מלווה הנקרא "מבנה סוג חומר". מבנה זה מפרט גם את הקשר בין הרשומות השונות בסוג החומר. לדוגמא, קשר בין רשומת אב לרשומות בנות (לדוגמא רשומת אב שהיא רשומת הנייר הכוללת את פרטי הנייר כדוגמת מספר הנייר ושמו, ורשומת הבת שהיא מחזור מסחר באותו נייר) וכללי עיבוד נוספים הרלוונטיים לאותו סוג חומר. לכל סוג חומר שנשלח באמצעות המערכת קיים זיהוי חד-ערכי הקושר אותו למבנה הרלוונטי. אם צרכן של סוג חומר נתון מעוניין לקלוט את הנתונים למערכתיו, עליו לפתח תוכנית ה"מפרקת" את הרשומה לשדותיה ומעדכנת את השדות הרלוונטיים במערכתיו, ולבצע זאת עבור כל סוג של חומר.

בשנים האחרונות התרחב בעולם השימוש בהפצת קבצי מידע באמצעות תקן XML (Extensible Markup Language). השימוש ב-XML מקל על משימת העברת הנתונים בין מערכות שונות הפועלות על גבי תשתיות שונות. תקן ה-XML אינו מגדיר איזה מידע בדיוק יוצג, אלא הוא מגדיר כיצד יש לייצג באופן כללי את המידע. ה-XML הוא תקן לייצוג מידע באופן טקסטואלי, כאשר גם תיאור הנתונים עצמו כלול יחד עם הנתונים עצמם, ואינו נשמר בנפרד מהם. מאחר ותקן זה גמיש מאד, התווספו לו במהלך השנים כלי-עזר שונים שמגדירים טוב יותר את המידע הכלול בקובץ. כלי מרכזי שכזה הוא ה-DTD (Document Type Definition) שהינו בבחינת מידע נוסף שמצורף אל קובץ, ומטרתו להגדיר את התבנית או את הצורה בה שמורים הנתונים בקובץ. ניתן לומר כי ה-Document Type Definition הוא המסמך שמגדיר כיצד התוכנה הקוראת את הנתונים מצפה לקבל את המידע, על מנת שתוכל לעבד אותו.

תקן ה-XML והתקנים הנוספים שהתווספו לו במהלך השנים, מקלים על עיבוד ממוכן של נתונים ומאפשרים לפתח תוכנה כללית יותר לקליטתם על בסיס ההגדרות שנמצאות בקובץ, אם כי גם הם כמובן מחייבים הכרה של המידע הנכלל בקובץ.

המלצה:

מאחר והפצת המידע בקבצי XML עשויה להקל ולקצר את משך הזמן הדרוש לעיבוד נתוני ה-BackOffice על ידי צרכני המידע, מוצע כי הבורסה תיערך להפצת קבצים גם במתכונת זו, וזאת במקביל למתכונת הקיימת המשמשת את הצרכנים הנוכחיים.

הרחבת טכנולוגיית ההתקשרות של ברוקרים זרים לבורסה בסטנדרט – FIX

רקע:

פרוטוקול ה-FIX הוא פרוטוקול המשמש לשליחה וקבלה של הודעות/פקודות (להלן: הוראות) בין גופים פיננסיים ובין מערכות שונות באותו הארגון. פרוטוקול ה-FIX מוטמע גם בבורסות רבות לצורך שליחת וקבלת הוראות למנוע המסחר, וזאת לצד הפרוטוקול הייעודי של אותן בורסות. בדרך כלל, הפרוטוקול הייעודי מותאם לצורת העבודה של מנוע המסחר הספציפי, ובכך הוא יעיל יותר ומשמש היטב את הסוחרים להם חשובה יעילות הביצוע. פרוטוקול ה-FIX נחשב לפרוטוקול איטי יותר מהפרוטוקולים הייעודיים של הבורסות, מאחר ובהיותו פרוטוקול סטנדרטי, הוא מחייב לדווח שדות כלליים מסוימים בהוראה, כמו-כן הוא דורש שידווח זיהוי השדה לפני כל ערך. כללים אלו מגדילים את כמות הנתונים הנשלחים בכל הוראה, ולכן משפיעים על נפח התעבורה ועל ביצועיה של מערכת המסחר. בחלק מהמערכות בעולם, מערכת המסחר אף מבצעת הסבה של מבנה הוראות ה-FIX למבנה הפרוטוקול הייעודי שלה, ודבר זה משמש אותה בהמשך לעיבוד ההוראה בתוך מערכת המסחר.

בתהליך בחירת מערכת המסחר העתידית לבורסה, מספר בורסות ציינו כי זמני הביצוע של הפרוטוקולים הייעודיים טובים יותר מזה של ה-FIX. רוב הבורסות מציעות תמיכה ב-FIX ללקוחותיהם אך השימוש בו בין חברי הבורסה והסוחרים, חלקי ביותר.

פרוטוקול ה-FIX המיועד לטפל במגוון גדול של נתונים הנדרשים על ידי מערכות מסחר שונות ברחבי העולם, כולל בתוכו, בהגדרת ההוראה, שדות חובה, ושדות שהם שדות רשות המשמשים להעברת נתונים נוספים הנדרשים למערכת המסחר הספציפית. מבני ההוראות הספציפיים שתגדיר כל בורסה לעצמה עשוי להיות שונה מזה של בורסה אחרת. בנוסף, פרוטוקול ה-FIX משתכלל בהדרגה. לכן, נוצר מצב עניינים בו לפרוטוקול ה-FIX קיימות מספר גרסאות שונות, כאשר ההבדל בין הגרסאות עלול להיות כרוך בהבדל במבני ההוראות. בשל מצב זה, כל בורסה בוחרת לעצמה החל מאיזו גרסה ברצונה לתמוך בפרוטוקול. מסיבות אלה, עצם התמיכה ב-FIX אינה מבטיחה חיבור "שקוף" לבורסה, אלא אף היא דורשת בפועל התאמות שונות, שאמנם קטנות יותר בהיקפן מאלו הנדרשות במקרה של הפרוטוקול הייעודי.

פרוטוקול ה-CTCI שקיים בבורסה בתל-אביב ומשרת את העברת ההוראות למסחר הוא פרוטוקול ייעודי ומהיר המאפשר העברת הוראות קצרות ובאופן יעיל. באמצעות פרוטוקול זה פועלים כיום כל חברי הבורסה, לרבות חברים רחוקים, וכל ספקי תוכנות המסחר בארץ, ביניהם: FMR, סברון, שנהב, TRADE1, מטריקס, א-אוניליין. פרוטוקול זה נתמך אף ע"י ספקי תוכנות תקשורת ומסחר בינלאומיים כדוגמת List, ION Trading ו-SunGard, המיישמים חיבור לבורסה באמצעות פרוטוקול ה-CTCI.

בעבר פותח בבורסה פרוטוקול ה-FIX לצורך התקשרות עם ECNs בארה"ב, ועל מנת לקשר חברים מחו"ל. החברים מחו"ל שהצטרפו לבורסה עד כה לא היו מעוניינים להשתמש בפרוטוקול זה ועל כן פיתחו הופסק מבלי שהפך להיות חלק מהמערכת הסטנדרטית של הבורסה. חרף האמור לעיל, הוספת תמיכה בפרוטוקול ה-FIX בבורסה בתל-אביב עשויה להקל על חיבור חברי בורסה פוטנציאליים רחוקים או משקיעים חדשים, ולאפשר את חיבורם למערכת המסחר בזמן קצר יותר. כמו כן, השימוש ב-FIX יכול להקל על חיבור סוחרים מחו"ל למערכות של חברי הבורסה בארץ, שיעבירו הוראות אלו למערכת המסחר

בבורסה. מספר חברי בורסה כבר יישמו מערכות המאפשרות קבלת נתונים מלקוחות בפרוטוקול ה-FIX והעברתם לבורסה בפרוטוקול CTCI וקרוב לוודאי שימשיכו להשתמש בצורת עבודה זו אף אם הבורסה תטמיע את פרוטוקול ה-FIX.

המלצה:

מוצע כי הבורסה תערך לתמיכה בפרוטוקול ה-FIX להעברת הוראות למסחר לצד פרוטוקול ה-CTCI הקיים.

מועדי המסחר בבורסה

רקע:

כידוע לכל, הבורסה בישראל פתוחה למסחר בימים ראשון עד חמישי, בעוד שאר בורסות העולם פתוחות למסחר בימים שני עד שישי. בנוגע למועדי המסחר בבורסה, התרשמה הוועדה כי היעדר חפיפה מלאה בימים בהם פתוחה הבורסה בת"א למסחר ביחס לבורסות המרכזיות בעולם, גורם לפערי מידע ולקושי בקרב הפעילים בשוק להגיב בזמן מתאים למתרחש בשווקים הגלובלים, וכתוצאה מכך, לפגיעה בהיקפים ובנזילות של המסחר בבורסה המקומית. בנוסף לזאת, הועלתה בפני הוועדה הטענה כי מההיבט התפעולי, מערכות ברוקרים זרים בחו"ל מבצעות עיבודים בימי ראשון. העובדה שהבורסה בתל-אביב היא ייחודית מבחינת הפעילות בימי ראשון, מקשה על ברוקרים זרים המעניקים שירותי ברוקראז' ברחבי העולם על הענקת שירותי ברוקראז' בשוק המקומי.

המלצות

1. יש לבחון את התועלת הכרוכה בהחלפת המסחר ביום א' עם מסחר ביום ו' בשבוע לעומת עלות המהלך. הוועדה מציעה לבורסה להוציא שאלון בכתב לכל חברי הבורסה, על מנת לבחון סוגיה זו מבחינת עלות מול תועלת.
2. יש לבחון אפשרות למסחר After Market בחלק מניירות הערך בשוק המקומי, בעיקר במניות בהן קיים עניין למשקיעים זרים ו/או בניירות בהם קיים פוטנציאל למסחר מקביל בבורסה המקומית ובבורסה זרה, באופן אשר יעודד מסחר בארביטראז'.

בדומה למרבית הבורסות האחרות בעולם⁹¹, לא מתקיים בבורסה בתל-אביב מסחר במט"ח. מסחר זה מתבצע מחוץ לבורסה, ובאופן טיפוסי, הוא מתבצע בין הבנקים לבין לקוחותיהם (כשהבנקים, כמובן, מתכסים בעזרת בנקים/סוחרים מט"ח אחרים). להפעלת מסחר במט"ח שקל-דולר ושקל-יורו (ובהמשך מטבעות נוספים) בבורסה בשיטה המקובלת של ספר פקודות ממוחשב מספר תועלות פוטנציאליות:

1. הקלה על משקיעים זרים בהשקעה בניירות ערך ישראלים;
2. הקלה על מסחר הארביטראז' במניות הדואליות. מסחר הארביטראז' מגדיל את נפח המסחר ומשפר את הנזילות בניירות ערך אלה;
3. הפחתת עלויות העסקה של הציבור (חברות, מוסדות פיננסיים ופרטיים) במסחר במט"ח. לדוגמא, כיום אם קרן פנסיה א' מעוניינת לרכוש דולרים על מנת לקנות בעזרתם ניירות ערך זרים, ואם קרן ב' מעוניינת למכור דולרים בעקבות מכירה של ניירות ערך זרים, השתים יכולות לבצע את הקנייה והמכירה מול הבנקים. מכאן שהן בהכרח משלמות מרווח מסוים. מסחר בבורסה יאפשר להן לפעול ישירות אחת מול השנייה ולחסוך מרווח זה. המרווחים הנהוגים כיום בבנקים השונים, גבוהים מאוד. המרווח הנקוב בקרב המטבעות העיקריים בין מחיר הקנייה לבין מחיר המכירה עבור "העברות והמחאות" הינו כ-1.8% (עבור עסקאות מזומן המרווח גבוה יותר) ומעבר לכך, נגבית עמלה על הפעולה. ברור שלקוחות רבים משלמים מרווח קטן יותר, אולם בכל מקרה, נקודת ההתחלה עושה רושם בלתי מוצדק מבחינה כלכלית. לדוגמא, נציין שהמרווחים בבורסה בתחום האג"ח הממשלתי הם בסדר גודל של מאיות האחוז. קיימת סבירות גבוהה שאם יתפתח מסחר במט"ח בבורסה, המרווחים יהיו בסדר גודל זה ואף למטה מכך.
4. שקיפות של הציטוטים והיסטוריית המחירים.
5. שכלול המסחר באופציות המט"ח משום שיתאפשר לבצע במערכת הבורסה את פעולות הארביטראז' או הגדור עם נכס הבסיס.

כנגד התועלות שפורטו לעיל, לא נמצא כל חיסרון למסחר המט"ח בבורסה. עושה רושם שמבחינה טכנית, הפעלת מסחר במט"ח שקל-דולר ושקל-יורו אינה משימה מורכבת, ואף אינה כרוכה בעלויות משמעותיות. נקודה שיש להתייחס אליה הינה העובדה שכיום, מסחר במט"ח אינו נפוץ בבורסות בעולם. עם זאת, יש לזכור שהבורסה בתל-אביב היתה מהראשונות בעולם שהפעילו – ובהצלחה רבה – מסחר באגרות חוב (מדינה וחברות). בשנים האחרונות החלו בורסות נוספות להפעיל מסחר באג"ח וסביר שתהליך זה יתרחב בשנים הבאות. יתכן מאוד שתהליך דומה יקרה גם במסחר במט"ח וחלקו (בעיקר העסקאות הקטנות יותר) יעבור לבורסות.

המלצה:

- א. בצוע מסחר במט"ח בבורסה במתכונת שזוהה למסחר הממוחשב בשאר ניירות הערך: ספר פקודות ממוחשב. מבחינה טכנית, כל מט"ח (דולר, יורו וכו') יוגדר כנייר ערך (גם אם בחוק אינו מוגדר כנייר ערך), עם מספר מזהה ויבוצע מסחר וסליקה.
- ב. מומלץ להתחיל את המסחר במטבעות הסחירים ביותר: הדולר והיורו. לאחר שיתברר שיעור ההצלחה ויושג נפח מסחר מספק ניתן יהיה להרחיב את המסחר במטבעות נוספים.

⁹¹ מסחר במט"ח מתקיים בבורסת קזחסטן, בלרוסיה וארמניה. כמו כן, בורסת מוסקבה מציעה חוזים עתידיים במט"ח גם לטווח מיידי וקצר.

- ג. חברי בורסה בכלל ובנקים בפרט, יוכלו להציע ללקוחותיהם מט"ח מחשבונם שלא מהמסחר בבורסה, הווה אומר, המסחר בבורסה אינו חובה.
- ד. רשות ניירות הערך תפקח על תקינות המסחר בבורסה (למרות שמט"ח אינו מוגדר כנייר ערך) כדי למנוע מניפולציות מחיר.

השקת מוצרים פיננסיים חדשים

רקע:

במסגרת הדיונים שערכה הוועדה עם פעילים מהשוק עלו מספר רעיונות להשקת מוצרים חדשים בבורסה כמפורט בפרק זה, והיא ממליצה לפעול להשקתם של מוצרים כאלה בבורסה לניירות ערך בתל-אביב, וזאת על מנת להרחיב את מגוון המוצרים הזמינים לפעילים בשוק ולעודד נזילות, הן במוצרים החדשים והן במוצרים הקיימים (כחלק מאסטרטגיות מסחר משולבות ו/או גידור סיכונים).

1. שינוי מכפיל נכס הבסיס

מכפיל נכס הבסיס של האופציות על מדד ת"א-25 הוא 100. מכפיל זה נקבע בשנות ה-90 של המאה הקודמת כאשר מדד ת"א-25 (בזמנו "מדד מעו"ף") עמד על כ-200. מאחר שמדד ת"א-25 עומד היום על רמה גבוהה מ-1,000, מכפיל נכס הבסיס גורם לכל חוזה להיות בהיקף של 100,000 ויותר וכך מאלץ משקיעים רבים להישאר מחוץ לשוק. מצב דומה קרה לנגזרי S&P 500, שמכפיל נכס הבסיס שלו הוא \$500, ולאחר שהמדד עלה במאות אחוזים, הציעו חוזים הנקראים "S&P Minis" עם מכפיל נכס בסיס 50 במקום 500.

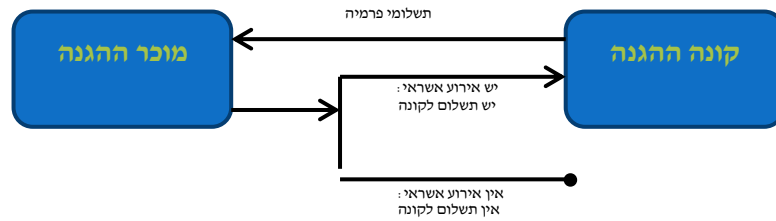
המלצה: לבחון הקטנת מכפיל נכס הבסיס ל-10 או 20, או להשיק נגזרי Minis.

2. מכשירי החלף של סיכוני אשראי⁹² – Credit Default Swaps

מכשיר החלף הפיננסי המכונה Credit Default Swap – CDS, הוצע לראשונה בשוק ההון האמריקאי בשנות ה-90 של המאה הקודמת. זהו מכשיר פיננסי בעזרתו ניתן לגדר ולסחור בסיכון אשראי של איגרות חוב שהונפקו על-ידי גוף פיננסי או כלכלי (Reference Entity - RE) שהוגדר לצורך כך במסגרת עסקת החלף.

בעסקת החלף קיימים שני צדדים לעסקה: קונה הגנה ומוכר הגנה. הצד האחד קונה הגנה על שווי איגרות החוב שהוא מחזיק מפני אירוע אשראי שלילי של ה-RE, והצד השני מוכר לקונה את ההגנה תמורת תשלום תקופתי שנקבע מראש. קונה ההגנה משלם למוכר פרמיה שנתית קבועה מראש (המשולמת בדרך כלל בארבעה תשלומים רבעוניים). התשלום נמשך עד תום חוזה ההתקשרות או עד תאריך אירוע אשראי, כאשר "אירוע אשראי" מוגדר מראש בחוזה. מוכר ההגנה מקבל את הפרמיות מהקונה עד תום חוזה ההתקשרות. בין אם לא מתקיים אירוע אשראי, ובין אם כן מתקיים אירוע אשראי, המוכר מקבל את הפרמיות עד תאריך אירוע האשראי, ובזמן זה עליו לשלם לקונה את המתחייב בהתאם להגדרות החוזה. למעשה, עסקת החלף של סיכון אשראי דומה למדי להסכם ביטוח בו צד אחד (המבוטח) משלם פרמיה לצד השני (המבטח) ומעביר אליו את הסיכון שהוגדר מראש. אולם, בשונה מעסקאות ביטוח, קונה ההגנה אינו חייב להיות הבעלים של הנכס המבוטח. בעת קשירת ההסכם, שני הצדדים מסכימים ביניהם על פרמיית הביטוח, אשר נותרת קבועה, בדרך כלל, במשך כל תוקפו של ההסכם.

⁹² מבוסס במידה רבה על סקירה מאת מחלקת המחקר של Deutsche Bank: Deutsche Bank Research, Credit Default Swaps: Heading Towards a More Stable System, (December 2009).



הסכמי CDS מבטחים, הלכה למעשה, את סיכון האשראי של איגרות החוב. ההסכם מבוסס על "סכום רעיוני" (או Notional Value - NV), שהוא בדרך כלל הערך הנקוב של איגרות החוב שבהסכם, שעל פיו מחושבת הפרמיה שמשלם הקונה למוכר ואליו מתייחס התשלום שמשלם המוכר לקונה במקרה שחל אירוע אשראי⁹³.

המלצה: לפעול לאימוץ מכשירי החלף של סיכוני אשראי.

3. הנפקת STRIPS בישראל

STRIPS - Separate Trading of Registered Interest and Principal Securities – הינו הליך הפשטה של מרכיבי הקרן והריבית מאגרת חוב מקורית (להלן: "אג"ח הבסיס"), ורישום למסחר של כל מרכיב בנפרד, כאג"ח זירו קופון (להלן: "STRIPS" או "STRIPPING").

הנפקת ה-STRIPS מתבצעת כנגד קבלת אג"ח הבסיס, כך שכל אגרת חוב מגבה באופן מלא את תשלומי יחידות ה-STRIPS שמונפקות מכוחה. הנפקת יחידות ה-STRIPS מתבצעת ע"י גוף פיננסי מרכזי כלשהו (הממשלה, בנק מרכזי, מסלקת הבורסה), בתמורה לעמלה מסויימת, ולאחר הנפקתן הן נסחרות בבורסה ומצוטטות באופן קבוע. לאחר הנפקת ה-STRIPS, ובמהלך חיי אג"ח הבסיס, ניתן "ליצור מחדש" את אג"ח הבסיס, בתמורה לכל יחידות ה-STRIPS שמרכיבות אותה (להלן: "היפוך").

נכון להיום, המכשיר קיים במדינות רבות בעולם, כאשר העיקריות שבהן הן: ארה"ב, קנדה, צרפת, איטליה, ספרד, בלגיה, הולנד ובריטניה. מצ"ב כנספח 12 נתוני שוק על הנפקות STRIPS.

מבחינה היסטורית, הליך ה-STRIPPING החל לראשונה בארה"ב, בשנות ה-60 של המאה ה-20, אז בוצע ההליך באמצעות הפרדה פיזית של מרכיבי אג"ח הבסיס. בשנות ה-80 הפך המכשיר לפופולרי יותר, בעיקר בקרב בנקים להשקעות, אשר החלו לרכוש אג"ח ממשלתיות ולבצע להן STRIPPING באמצעות הנפקת תעודות בנקאיות נפרדות לכל מרכיב של האג"ח. לאור הביקוש הרב למוצר הזה מחד, ולאור החסרונות הרבים של שיטה זו מאידך (בהם עלויות גבוהות והיעדר אפשרות ליצור מוצר גנרי שניתן לסחור בו), עבר

⁹³ להרחבה על אופן חישוב פרמיית CDS, הגדרות "אירוע אשראי" בחווי CDS וניתוח כלכלי של מכשיר ה-CDS ראה נספח 11 להלן.

הליך ה-STRIPPING להתבצע באופן רישומי, על ידי המסלקות. לפי מנגנון זה, משקיע אשר מעוניין לבצע STRIPPING, מעביר למסלקות את אג"ח הבסיס, ובתמורה מונפקות לו יחידות STRIPS באמצעות רישום בספרים בלבד. יתרוונות המנגנון הם רבים, בהם עלויות נמוכות, הגברת הנזילות באמצעות שימוש במספרי ניירות ערך גנריים עבור יחידות זהות, פישוט ביצוע היפוך, והאפשרות ליצור ולסחור ב"חבילות של STRIPS" (קיים נכון להיום רק בקנדה). כיום, ברוב מדינות העולם, הליך ה-STRIPPING מתבצע באופן רישומי בלבד (בארה"ב ובקנדה עדיין קיימת אפשרות ל-STRIPPING פיזי אך זה כמעט ולא מתבצע).⁹⁴

כיצד מתבצע הליך ה-STRIPPING – דין משווה

הליך ה-STRIPPING מתבצע באופן הבא :

הגוף המנפיק – ברוב מדינות העולם, המכשיר מונפק ע"י מסלקות הבורסות השונות. בארה"ב המכשיר מונפק ע"י FRBNY (הבנק הפדרלי, סניף ניו יורק), בבגליה ע"י הבנק המרכזי, ובבריטניה יכולים להנפיק משרד האוצר, הבנק מרכזי ומסלקת הבורסה.

אג"ח הבסיס - ברוב המדינות, אג"ח הבסיס אשר מכוחן מתאפשר STRIPPING הן אג"ח ממשלתיות בלבד. בקנדה יש אפשרות לבצע STRIPPING לכל אג"ח שנסחרת בשוק, לכל אג"ח של מנפיק קנדי שהנפיק בבורסות זרות, וגם למק"מים.

מצ"ב כנספח 13 טבלה המסכמת את סוגי האג"ח להן ניתן לבצע STRIPPING.

משטר הגילוי - לגבי STRIPS שאג"ח הבסיס שלהן היא אג"ח ממשלתית –

בקנדה, נציבויות ניירות ערך במחוזות השונים (אונטריו, מניטובה, אלברטה ועוד) פרסמו בשנת 1984 הנחיה, לפיה השימוש הגובר ב-STRIPS והתפתחות שוק משני למכשיר זה מחייבים קביעת כללים להגנת אינטרס המשקיעים. ההנחיה קובעת כי לפני כל השקעה במכשיר, על הברוקרים להעביר למשקיע **מסמך גילוי**, שיאפשר על ידי נציבות ניירות ערך, המתייחס למאפייני המכשיר, הסיכונים הקיימים בהשקעה באמצעותו, דיני המס החלים ועוד. ההנחיה קובעת, כי המכשיר זהה כמעט לניירות הערך שמנפיקה הממשלה, ועל כן יינתן פטור מתשקיף לנייר הערך המונפק בהתאם להנחייה זו (הווה אומר, נדרש פרסום מסמך גילוי העומד בקריטריונים שנקבעו בהנחיה בלבד).⁹⁵

מצ"ב כנספח 14 דוגמא למסמך גילוי שאושר על ידי נציבויות ניירות ערך בקנדה.

מקורות פירעון יחידות ה-STRIPS – בקנדה, מקורות הפירעון הן מכוח אג"ח הבסיס; כל תקבול המגיע מכוח אג"ח הבסיס מועבר למחזיקי יחידות ה-STRIPS הרשומים בספרי המסלקה. בקרות אירוע הפרה או במקרים אחרים (כגון שינוי בדיני המס החלים על יחידות ה-STRIPS), למסלקת הבורסה קמות זכויות כבעלים הרשומים של יחידות ה-STRIPS, לרבות זכות העמדה לפירעון מידי. תחת תנאי אג"ח הבסיס, רק הבעלים הרשום רשאי לפעול למימוש זכויותיו מול ממשלת קנדה (ולכן הזכות הזו קמה למסלקת הבורסה, ולא לחברי המסלקה או ללקוחותיהם). תחת חוקי המסלקה, היא תפעל למימוש הזכויות בהתאם להוראות חברי המסלקה. על פי חוקי ה-Canadian Depository for Securities Limited – CDS, במקרה של חדלות פירעון של מנפיק אג"ח הבסיס, כל תשלום, מלא או חלקי, שיתקבל על ידי ה-CDS יחולק

⁹⁴ המקור : http://www.stripbonds.info/history/history_of_strips.htm

⁹⁵ המקור : Policy 5.4 of the Alberta Securities ; Local Policy 3.17 of the Manitoba Securities Commission

למחזיקי יחידות ה-STRIPS פרו-רטה.

מערכת היחסים בין מנפיק אג"ח הבסיס, מנפיק ה-STRIPS והמשקיעים - בחלק מהמדינות בעולם נקבע בחוק או שהוסדר ברגולציה, כי מחזיקי יחידות ה-STRIPS של אג"ח ממשלתיות הם נושים ישירים של המדינה. במדינות אחרות, כגון קנדה, לא נקבעה יריבות ישירה, והסדרת מקורות המימון של היחידות נקבעת במסגרת חוזית בין המסלקה למשקיע. בקנדה, האמור הוסדר במסגרת חוקי ה-CDS, כאמור בסעיף 2.5 לעיל.⁹⁶ בנוסף לכך, בקנדה חוקי ה-CDS מתייחסים לסיכון תפעולי של ה-CDS (כגון במקרים של אובדן פיזי של נייר הערך, רישום שגוי וכדומה), וקובעים הוראות לעניין אחריות ה-CDS במקרים כאמור.⁹⁷

אופן פיצול אג"ח הבסיס – במרבית המדינות, אג"ח הבסיס מפוצלת כבר בשלב הראשון ליחידות הקטנות ביותר של ריבית וקרן המרכיבות אותה. בניו זילנד, התהליך מתבצע בשני שלבים – בשלב הראשון מתבצע פיצול לשתי יחידות: ליחידת קרן וליחידת ריביות, ובשלב השני, לבקשת משקיע, מתבצע פיצול נוסף של יחידת הריביות ליחידות נפרדות של ריבית.⁹⁸

אופן ביצוע ההנפקה – ברוב המדינות, כבר במועד הנפקת אג"ח הבסיס יקצו המסלקות ISIN עבור כל אחת מיחידות ה-STRIPS המרכיבות את אג"ח הבסיס (בקנדה נדרשת בקשה ממשקיע, לאור העובדה שקיים מגוון רחב של אג"ח בסיס מכוחן ניתן לבצע STRIPPING). החל ממועד זה, יכול כל משקיע להמיר את אג"ח הבסיס שברשותו ביחידות STRIPS. בכל המדינות נקבעו כללים לגבי כמות אג"ח הבסיס המועברת שמכוחה ניתן להמיר ליחידות STRIPS (על פי רוב במרווחים של 1000).⁹⁹

המסחר ב-STRIPS – כל המדינות מאפשרות מסחר ביחידות הריבית שהונפקו ב-STRIPPING כיחידות גנריות (בעלות אותו מספר נייר) ובלבד ש: (1) מנפיק אג"ח הבסיס היא המדינה או סוכנות שלה; (2) מנפיק אג"ח הבסיס הוא זהה; (3) תאריך התשלום הוא זהה; (4) אין סממנים ייחודיים (כגון Indexing). בקנדה מתאפשר מסחר כיחידות גנריות גם ביחידות הקרן שהונפקו ב-STRIPPING, וגם ביחידות STRIPPING שהונפקו מאג"ח של מוסדות דו מהותיים (כגון אוניברסיטאות ובתי חולים).¹⁰⁰

היפוך – כל המדינות מאפשרות ביצוע היפוך לאחר הנפקת ה-STRIPS.

חבילות STRIPS – קנדה היא המדינה היחידה המאפשרת למשקיע להרכיב ולסחור ב"חבילות" של יחידות STRIPS של אותו מנפיק אג"ח בסיס (לדוגמה, חבילה של יחידת הקרן + היחידות האחרונות של הריבית). בהתאמה, מתאפשר גם הליך של היפוך מחבילות STRIPS.¹⁰¹

יתרונות הנפקת STRIPS

יתרונות לרוכשי ה-STRIPS:

1. מקל על ניהול נכסים מול התחייבויות (ברמת המשקיע הבודד).
2. מאפשר ניהול יעיל יותר של ALM (ברמת הגופים המוסדיים).

⁹⁶ המקור: <http://www.stripbonds.info/public/risks.htm>

⁹⁷ Rule 4.2 of the CDS Participant Rules (Release 2012.12.10)

⁹⁸ המקור: http://www.stripbonds.info/public/creating_strips.htm

⁹⁹ המקור: http://www.stripbonds.info/public/creating_strips.htm

¹⁰⁰ המקור: http://www.stripbonds.info/international/international_comparison.htm

¹⁰¹ המקור: http://www.stripbonds.info/international/international_comparison.htm

3. מצמצם את סיכון ההשקעה מחדש של תשלומים המתקבלים לאורך חיי האג"ח.

יתרונות למנפיק אג"ח הבסיס (המדינה):

1. הגברת הסחירות באג"ח ממשלתיות.
2. מתן מענה לביקוש לזירו קופון ללא הצורך בהנפקה ישירה שלהם.
3. שכלול שוק הריביות.

המלצה:

כפי שצוין לעיל, הנפקות STRIPPING קיימות במדינות רבות בעולם, כאשר ברובן המכריע מתבצעות ההנפקות על ידי גופים ממלכתיים בלבד, ועבור אג"ח ממשלתיות בלבד. מומלץ לבחון את האפשרות לבצע בישראל הנפקות STRIPS על ידי מסלקת הבורסה לאג"ח ממשלתיות.

4. Contract for Difference – CFD

חוזה Contract for Difference – CFD הינו חוזה בין שני צדדים לעסקה: "קונה" ו"מוכר", ולפיו מתחייב המוכר לשלם לקונה את הפער בין המחיר השוטף של נכס בסיס שהוגדר מראש לבין מחירו בעת קשירת החוזה. אם הפער שלילי, משלם הקונה את הפער למוכר. החוזה, אם כן, הוא מכשיר נגזר המאפשר למשקיעים להרוויח כאשר מחיר נכס הבסיס עולה (המרוויח בעליית מחיר הוא ה"קונה" המחזיק בפוזיציית "לונג"; המרוויח בירידת מחיר הוא ה"מוכר" המחזיק בפוזיציית "שורט").

חוזה מסוג זה נסחרים בבריטניה, הונג-קונג, הולנד, פולין, פורטוגל, גרמניה, שוויצריה, איטליה, סינגפור, דרום אפריקה, אוסטרליה, קנדה, ניו-זילנד, שוודיה, יפן, ועוד. בארה"ב ה-SEC אוסר על המסחר בחוזה אלה. יתרה מזאת, על אזרחי ארה"ב נאסר לסחור בחוזה CFD גם מחוץ לארה"ב. חוזה CFD נסחרים מעבר לדלפק, מלבד בסידי שבאוסטרליה, שם חוזה CFD נסחרים בבורסה (מאז שנת 2007) על מדדי מניות שונים של אירופה, אסיה וארה"ב וכן על מטבעות. הבורסות באירופה ובאסיה הודיעו על תכניות להציע חוזה כאלה למסחר בבורסה. בשנת 2009 הרגולטור בבריטניה (Financial Services Authority – FSA) הגביר את הפיקוח על חוזה אלו מחשש לשימוש במידע פנים.

בישראל, זירות סוחר (לחשבון העצמי) מציעות בין היתר חוזה CFD. תיקון 42¹⁰² לחוק ניירות ערך נועד להסדיר את הפיקוח על זירות אלו. תוקף התיקון לחוק מותנה בכניסתן לתוקף של תקנות מכוחו.

חוזה CFD מוצע על ידי גוף פיננסי, והוא נפתח כאשר משקיע מייצר פוזיציה בחוזה. לחוזה אין תאריך פקיעה, וכאשר הפוזיציה נסגרת, התמורה מועברת מהמוכר לקונה. הגוף הפיננסי המציע את החוזה מפוצה, בדרך כלל, על ידי מרווח Bid-Ask, עמלה, מימון (Overnight Financing) ודמי ניהול. החוזה אמנם אינו פוקע, אך הוא "מגולגל" כל יום מחדש, במשמעות שבסיום יום המסחר, חשבון המשקיע (לקוח) או מזוכה או מחויב בנטו של הרווח (או ההפסד) שנוצר משינוי מחיר נכס הבסיס ומחויב העמלות והמימון. לאחר מכן

¹⁰² חוק ניירות ערך (תיקון מס' 42), התש"ע 2010.

החוזה "מגולגל" ליום המסחר הבא. הזיכוי או החיוב נעשים בדרך כלל בשעה 10 בלילה.

חוזי CFD נסחרים בדרך כלל במרגיין, כלומר, חוזה CFD הינו מכשיר ממונף. מרגיין זה הוא למעשה הביטחונות שנותן הלקוח (משקיע) ליוצר החוזה והוא מועבר מחשבון הלקוח לחשבון יוצר החוזה. הרווח או ההפסד וכן מצב המרגיין משוערכים ברציפות ומוצגים על ידי הבורסה בזמן אמת ביום המסחר. אם הביטחונות אינם מספיקים המשקיע מקבל דרישה להגדלת ביטחונות (Margin Call), דרישה שחייבת להיענות במהירות, אחרת הפוזיציה נסגרת.

משקיעים בחוזי CFD מרבים לתת פקודת Stop-Loss כדי להגביל את פוטנציאל ההפסד מההשקעה בחוזה. בעיה אפשרית עם פקודות Stop-Loss היא שהמחיר שהמשקיע קובע ליציאה מהפוזיציה עשוי שלא להתקיים בפועל. במסחר במניות ובעיקר במניות בעלות סחירות נמוכה, המחיר עשוי "לדלג" על המגבלה ולעבור אותה במעבר בין שתי עסקאות עוקבות. בעיה זו אינה נפוצה כאשר נכס הבסיס הוא מדד רחב או מטבע, אך כאמור, היא עשויה להוות בעיה בעיקר במניות בעלות סחירות נמוכה. כדי להתגבר על הבעיה, קיימים בין הגופים הפיננסיים המציעים את חוזי ה-CFD מי שמציעים אפשרות "Guaranteed Stop Loss Order" תמורת פרמיה כלשהי. המשקיע משלם פרמיה המבטיחה לו יציאה מהפוזיציה במחיר שנקב, גם אם היה "דילוג" של המחיר במסחר. אלה הם חוזי ה-MINI והם קיימים בקרב מניות, מדדים, ETFs, מטבעות וסחורות¹⁰³.

כידוע, אירוע חברה משפיע, בדרך כלל, על מחיר המניה. לדוגמה, דיבידנד מפחית את מחיר המניה ביום ה-"אקס". לכן, החוזה מגן על המשקיע בכך שביום ה-"אקס" מזוכה חשבון ה-"קונה" בגובה הדיבידנד ומחויב חשבון ה-"מוכר" בסכום זהה. בהשוואה לחוזה עתידי, לחוזה CFD אין תאריך פקיעה קבוע מראש ולכן אין לו שחיקת ערך זמן.

חוזי ה-CFD שנסחרים בבורסה בסידני, נסחרים בשעות מסחר התואמות את שעות המסחר של נכס הבסיס. למשל, חוזי CFD על מדדי מניות אירופאיות נסחרים בשעות שבהן נערך המסחר במניות שבמדדים אלה באירופה. חוזי CFD על מטבעות, נסחרים באופן רציף במהלך 24 שעות.

החוזים עשויים להקטין את חבות המס של המשקיע. לדוגמה, משקיע שמחזיק בנכס הבסיס ויש לו רווח הון. אם רווח ההון ימומש יהיה חיוב מס. כתיבת חוזי CFD על נכס הבסיס מאפשר "לנעול" את רווח ההון ולתזמן את מימוש רווח ההון בזמן עתידי נוח למשקיע.

המלצה:

לבחון את דרך היישום של מסחר ב חוזי CFD על ממדים רחבים של נכסי בסיס ישראליים וזרים בבורסה בתל-אביב.

¹⁰³ ראה לדוגמה: minis@macquarie.com.

5. Depository Receipt

American Depository Receipt (להלן: "ADR" או "ADR's") הינה תעודה סחירה, המונפקת על-ידי תאגידים בנקאיים בארה"ב (להלן: "הבנק המרכז"), והמייצגת מניות של חברות ציבוריות זרות, המופקדות אצל הבנק המרכז (להלן: "החברה הזרה" ו-"מניות המטרה", בהתאמה)¹⁰⁴. מניות המטרה נסחרות בשווקים הזרים בעוד שהבנק המרכז מנפיק את ה-ADR's בארה"ב ואלה נסחרות בשוק זה¹⁰⁵. כל תעודת ADR מייצגת כמות מסוימת של מניות המטרה, או שבריר של מניות המטרה. ככלל, מחיר ה-ADR, באם אין הפרעות סחירות או פיצול חלק מזכויות בעלי המניות (כמוסבר להלן), אמור להיות זהה למכפלת כמות המניות שהוא מייצג במחיר מניית המטרה בשוק הזר¹⁰⁶. לרוב, המשקיעים ב-ADR's מחזיקים בזכויות ההצבעה בגין מניות המטרה, זכויות הממומשות באמצעות מתן הוראות לבנק המרכז כיצד להצביע. כמו כן, במרבית המקרים מחזיקי ה-ADR's זכאים לדיבידנד בגין מניות המטרה, כאשר לצורך זה, ממיר הבנק המרכז את הדיבידנד המחולק בגין מניות המטרה למטבע המקומי ומעביר את הסכום למחזיקי ה-ADR's. המאפיין המרכזי של ה-ADR הוא בכך שמכשיר זה מאפשר למשקיעים בארה"ב לרכוש בשוקי ההון בארה"ב אינטרסים הוניים בניירות ערך של חברות זרות, תוך שימוש בפלטפורמת המסחר הקיימת בארה"ב. בתוך כך, משקיעי ה-ADR יכולים להנות מהיתרונות הבאים:

- מסחר במטבע הפעילות המקומי;
- מסחר בשעות הרלוונטיות למשקיעים;
- במקרה של ADRs הנסחרים בבורסות המרכזיות - מסחר על-פי כללי המסחר בשוק המקומי, אשר מוכרים ונהירים למשקיעים;
- במקרים מסוימים - הימנעות מתשלום מיסים הרלוונטיים לשוק בו נסחרות מניות המטרה.

5.1. סוגי ADR's

5.1.1. קיימות שתי קטגוריות מרכזיות של ADR's:

1.1.1. Sponsored ADR

Sponsored ADR's הינן תעודות המונפקות על ידי הבנק המרכז, בתיאום עם החברה הזרה ולאחר שזו התקשרה עם הבנק המרכז בהסכם להפקדת מניות המטרה לצורך ההנפקה האמורה. החברות משמשות למעשה כצד להנפקה, ביחד עם הבנק המנפיק, ומשכך הן שולטות בתנאי ניירות הערך, ובכלל זה במספר ניירות הערך שנרשמו למסחר והזכויות הנלוות להם (זכויות הצבעה ו/או הזכות לקבלת דיבידנד).

2.1.1. Un-sponsored ADR

Un-sponsored ADR's הן תעודות המונפקות על-ידי הבנק המרכז ביוזמתו, ללא תיאום עם החברה שמנפיקה את מניות המטרה. לרוב, הנפקת ה-ADR במגוון זה נעשית בתגובה

¹⁰⁴ לעיתים, נעשה שימוש זהה במונחים ADR ו-ADS (American Depository Shares). נבהיר, כי ה-ADR מייצג את התעודה הסחירה המשמשת כראיה ל-ADS (כפי שתעודת מניה משמשת כראיה למניה), בעוד ה-ADS הוא נייר הערך שמייצג את זכויות הבעלות במניות המטרה המופקדות אצל הבנק (כפי שמניה מייצגת את זכויות הבעלות בחברה המנפיקה אותה) SEC, International Investing (14.8.2014).

¹⁰⁵ Corporate Finance and securities Laws (fourth edition); Charles J. Johnson, JR, Joseph Mclanghlin עמ' 9-51.

¹⁰⁶ הסבר באתר ה-SEC למכשיר ה-ADR. ראה - <http://www.sec.gov/answers/adrs.htm>

לביקוש מצד משקיעים בארה"ב לנייר הערך הקונקרטי, אשר אינו נסחר ב-NYSE או ב-NASDAQ.

הנפקה של Un-sponsored ADR אינה דורשת את הסכמת החברה הזרה אשר הנפיקה את מניות המטרה, ואף לא הסכמה שבשתיקה. הבנק המרכזי מנפיק את ה-ADR, מבלי לייצר מערכת יחסים פורמאלית עם החברה הזרה. בהתאם, ה-ADR מהווה מעין חוזה בין הבנק המנפיק לבין המשקיע המחזיק ב-ADR, כאשר לרוב, לפי מערכת היחסים החוזית בין הצדדים, מחזיק ה-ADR נושא בעול מרבית העלויות והתשלומים הקשורים ל-ADR, ולבנק המנפיק אין כל מחויבות שהיא להעביר למחזיק ה-ADR דיווחים של החברה הזרה¹⁰⁷.

לצד האבחנה כאמור בין שני הסוגים העיקריים של ה-ADR's, מקובל לסווג את ה-ADR's ל-3 רמות:

1.1.1.2.א. – (OTC) Level I

ADRs ברמה זו אינם יכולים להיסחר בבורסות בארה"ב (NYSE או NASDAQ) אלא ב-OTC בלבד. כמו כן, החברה הזרה אינה יכולה לגייס הון בארה"ב באמצעות הנפקת ה-ADR's. ADR's המסווגים ברמה זו יכולים להיות מסוג Sponsored או Un-sponsored.

1.1.2.ב. – (Exchange Listed) Level II

ADRs ברמה זו נרשמים למסחר בבורסות בארה"ב, אך החברה הזרה אינה יכולה לגייס הון בארה"ב באמצעות הנפקתם (קרי, ה-ADR's מונפקים כנגד מניות קיימות ולא מניות חדשות). ADR's המסווגים ברמה זו יכולים להיות מסוג Sponsored או Un-sponsored בלבד.

1.1.2.ג. – (Public Offering) Level III

הנפקת ADR's ברמה זו מאפשרת לחברה הזרה לגייס הון באמצעות הצעת מניותיה לציבור בארה"ב, כאשר ה-ADR's נרשמים למסחר בבורסות בארה"ב. ADR's המסווגים ברמה זו יכולים להיות מסוג Sponsored או Un-sponsored בלבד.

5.2. ADR : נתונים סטטיסטיים

להלן מספר נתונים סטטיסטיים אודות ה-ADRs, הממחישים את היקף השימוש במנגנון זה ואת מידת הפופולאריות שלו¹⁰⁸:

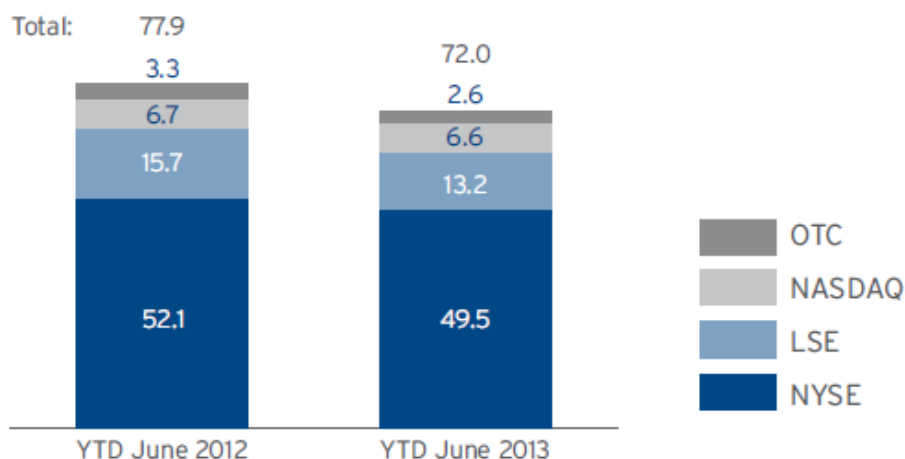
5.2.1. Sponsored + Un-sponsored ADR's

5.2.1.1. סך נפח המסחר ב-ADRs הסתכם, בחציון הראשון לשנת 2013, בכ-59 מיליארד דולרים,

¹⁰⁷ Corporate Finance and securities Laws, ה"ש 2 לעיל, עמ' 9-53.
¹⁰⁸ חלק מהנתונים מתייחסים גם ל-DR הנסחרים בלונדון (LSE).

כאשר עיקר המסחר ב-ADRs נעשה ב-NYSE. עם זאת, יש לציין כי בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, נפח המסחר ב-ADRs ירד בכ-5%¹⁰⁹. להלן גרף המתאר את נפח המסחר ב-DR (מתייחס גם ל-Depository Receipt שנסחרים בלונדון), במחצית הראשונה לשנת 2013 בהשוואה למחצית הראשונה בשנת 2012, בפילוח לפי הזירות בהן נסחר הנייר¹¹⁰:

DR Trading Volumes^{1, 2} (in DR billions)



Source: Bloomberg Financial Markets and Depository Data Interchange

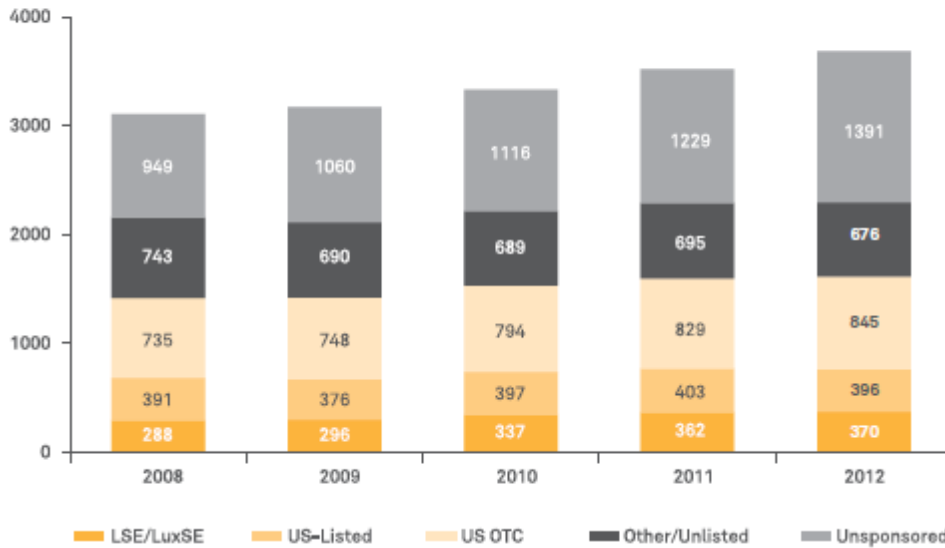
5.2.1.2. עוד יצויין, כי על-פי פרסומים פומביים של ה-SEC¹¹¹, נכון לאוגוסט 2012, רשומים למסחר בארה"ב למעלה מ-2000 תכניות ADR's, כאשר מניות המטרה בגינן, הונפקו על-ידי חברות זרות הממוקמות ביותר מ-70 מדינות שונות בעולם. להלן גרף המתאר את מספר תכניות ה-DR (מתייחס גם ל-Depository Receipt – הנסחרים בלונדון) בשנים 2008-2012, בפילוח לפי זירות המסחר בהן נסחר הנייר:

¹⁰⁹ מתוך: City Depository Receipts Services, 2013 Mid-Year Report (July 2013).

¹¹⁰ ש.ס.

¹¹¹ ראו – SEC Investor Bulletin, ה"ש 11 לעיל.

TOTAL DR PROGRAMS - SPONSORED AND UNSPONSORED



:Un-sponsored ADR's .5.2.1.3

5.2.1.3.1 נפח המסחר ב-Un-sponsored ADR's הסתכם במחצית הראשונה של שנת

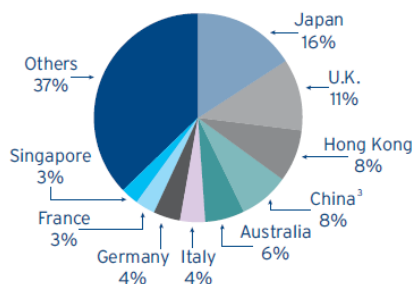
2013, בכ-822 מיליון דולרים, כאשר סך תכניות ה-Un-sponsored ADR's הסתכם בכ-1,543 מיליון דולרים, נכון לחודש יוני 2013. **זהינו, המסחר ב-Un-sponsored ADR's היווה במחצית הראשונה לשנת 2013 כ-1.4% בלבד מנפח המסחר הכולל בתוכניות ה-ADR (Sponsored → Un-sponsored) בתקופה זו ושבריר שבשבריר מנפח המסחר בבורסות המרכזיות.**

5.2.1.3.2 להלן גרפים המתארים את מספר תכניות ה-Un-sponsored ADR's ונפח

המסחר בהן, בפילוח לפי המדינות בהן נסחרות מניות המטרה:

Un-sponsored Programs

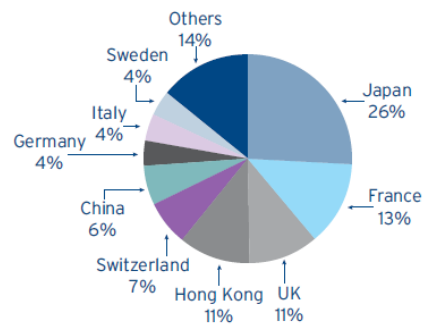
Number of Programs^{1,3}



Un-sponsored Program Count: 1,543

Source: Bloomberg Financial Markets and Depository Data Interchange

Trading Volume²



Un-sponsored Trading Volume: 822 million DRs

Source: Bloomberg Financial Markets and Depository Data Interchange

5.2.1.3.3. בנוסף, על-פי נתונים סטטיסטיים פומביים¹¹², סך כל המסחר ב-ADR's ובמניות

של תאגידים זרים היווה, נכון ליום 31.12.2012, כ-77% מסך נפח המסחר ב- OTC

(OTC Pink ו-OTCQB, OTCQX).

5.3. היתרונות והאתגרים שבאימוץ מנגנון ה-IDR מסוג Un-sponsored

5.3.1. הוועדה ביקשה לבחון את האפשרות לאמץ בישראל מנגנון להנפקת DR's מהסוג שאינו מחייב את אישור מנפיק מניות המטרה בהנפקתן (Un-sponsored), כאשר בניגוד למקביליהן בארה"ב, הללו ייסחרו בבורסה. הנפקתן, כמו גם רישומן למסחר בבורסה, ייעשו על-פי פטור מכללי הגילוי הקיימים.

5.3.2. היתרונות שבאימוץ מנגנון ה-IDR's מתבטאים, בעיקר, בגיוון המכשירים הנסחרים בבורסה, בשיפור ובעידוד נגישות המשקיעים בישראל לאינטרסים בחו"ל, בהגברת עניין המשקיעים בבורסה הישראלית ובמניעת זליגת משקיעים לבורסות זרות. כמו כן, אימוץ מנגנון זה עשוי אף להביא להנפקת IDRs בגין מניות של חברות ענק הנסחרות בבורסות זרות בהיקפים גדולים (כדוגמת Google), ובכך טומן בחובו פוטנציאל להגדלת נפח המסחר בבורסה. בנוסף, על בסיס אותו המנגנון, ובהתאמות הנדרשות, יהיה ניתן גם להנפיק DR's על מכשירים נוספים כגון ETF¹¹³ (כדוגמת ה-SPDR). כפועל יוצא, הרי שאימוץ מנגנון ה-IDR עשוי להרים תרומה לא מבוטלת בשיפור הנזילות בבורסה בישראל.

על אף היתרונות הטמונים באימוץ מנגנון ה-IDR's, הרי שמאפייניו מציבים גם לא מעט אתגרים, כדלהלן:

5.3.3. עקרון הגילוי

כידוע, עקרון הגילוי הנאות הוא עקרון מרכזי בדיני ניירות ערך הישראלים, והוא מהווה אבן יסוד הן בשוק הראשוני והן בשוק המשני. אימוץ מנגנון ה-IDR משמעו, בין היתר, מתן הסכמה שלא להחיל את דיני ניירות ערך הישראלים, ובכלל זה את דרישות הגילוי המעוגנות בהם, בכל הנוגע לדיווחיהן של החברות הזרות, אלא להסתפק בדרישות הגילוי החלות על-פי דיני המדינה הזרה, וברמת האכיפה של הרגולטור הזר, על כל המשתמע בכך.

עניין זה מציף קשיים במספר היבטים:

(א) איכות הגילוי שיינתן על-ידי החברות הזרות

היקף וסוג הגילוי אשר יינתן על-ידי חברות אלו ייגזר מהדין המקומי שחל על החברה הזרה. דה-עקא, דיני ניירות הערך במדינות רבות עשויים להיות בסטנדרטים נמוכים מאלו המנחים את דיני ניירות הערך בישראל.

לאיכות הגילוי שיינתן על-ידי החברות הזרות ישנה חשיבות ממשית שכן מחיר ה-IDR נגזר ממחיר מניות המטרה, ומחירן של אלו נגזר מן הגילוי אודות פעילותה של החברה הזרה. לכן,

¹¹² PR Newswire – OTC Market (6.3.2013) –

<http://www.prnewswire.com/news-releases/otc-markets-group-reports-2012-trading-statistics-and-highlights-195532511.html>

¹¹³ ETF (Exchange Traded Fund) - היא קרן נאמנות סחירה הכפופה לחוקים ולתקנות של קרנות הנאמנות בארה"ב (The 1940 Investment Company Act)

גילוי שאינו מספק אודות החברה הזרה עלול לפגוע ביכולת המשקיעים בישראל לקבל החלטות מושכלות בקשר עם רכישת ה-IDR.

(ב) רמת הפיקוח והאכיפה של הרגולטור לו כפופות החברות הזרות

אף אם נניח, לצורך הדיון, כי במדינות מסוימות דיני ניירות הערך המקומיים מתווים סטנדרטים גבוהים לאיכות הגילוי הנדרש על-ידי החברות הזרות, כאלו שאינם נופלים (וייתכן ואף עולים) על הסטנדרטים של דיני ניירות הערך הישראליים, עדיין איננו יודעים מהי רמת הפיקוח והאכיפה של הרגולטור הזר והאם היא כזו המבטיחה את יישומם של כללים אלו על-ידי החברה הזרה. במקום בו רמת הפיקוח והאכיפה של הרגולטור הזר אינה גבוהה, עלול להיווצר מצב בו איכות הגילוי שיינתן ע"י החברה הזרה יהא ירוד, ושוב, ההשלכות לכך תהיינה פגיעה בציבור המשקיעים בישראל בבואם לקבל החלטות השקעה ב-IDR's.

דוק: פתרון חלקי לבעיות אלו עשוי להימצא בהגבלת הבורסות בהן רשומות מניות המטרה של החברות הזרות אשר בקשר עימן מבקשים להנפיק את ה-IDR's, וזאת בהתאם לסטנדרט הגילוי בו הן מחוייבות. בהתאם לזאת, ניתן יהיה להגביל את מנגנון ה-IDR למקרים של חברות זרות אשר מניותיהן נסחרות רק בקרב מדינות בהן כללי הגילוי ורמת האכיפה נבחנו על-ידינו ונמצאו מספקים ונאותים לצורכי הגנה על ענייניו של הציבור. הוועדה אומר, המדינות שמצוינות בתוספת השניה או השלישית לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "**חוק ניירות ערך**") לעניין מנגנון הרישום הכפול. ברם, מגבלה זו תפחית את היתרונות הגלומים באימוץ מנגנון ה-IDR כאמור, שכן היא תצמצם את מגוון החברות הפוטנציאליות להנפקת IDRs. כמו-כן, הגבלת מנגנון ה-IDR לבורסות מסוימות בלבד, כפי שנאמר לעיל, לא תרפא את הבעיות האחרות שמנגנון זה מעורר, בעיקר ביחס להיעדר האחריות כלפי המשקיעים ב-IDR's בגין נזקים שנגרמו להם עקב גילוי לקוי על אודות החברה הזרה (ראו סעיף קטן (ג) להלן). לבסוף, יצויין כי גם במודל זה ה-IDR's ייסחרו בבורסה, ולפיכך החשיפה לאפשרות ההשקעה בהם תהיה רחבה, היות ולא ישררו המשוכות הטכניות העומדות בפני ההגעה להשקעה בהם, דוגמת אלו הקיימות ב-OTC¹¹⁴.

(ג) אחריות כלפי המשקיעים ב-IDR's בגין נזקים אשר נגרמו להם עקב פגמים בגילוי על אודות פעילות החברה הזרה

הנפקת ה-IDR מציבה שאלה מהותית באשר לזהות האחראי בגין נזקים אשר נגרמו למשקיעים ב-IDR's בעקבות פגמים בגילוי על אודות פעילות החברה הזרה (דבר אשר יש לו השפעה, מטבע הדברים, על מחיר ה-IDR's), כדוגמת פרט מטעה, לרבות חסר. שאלה זו אף מקבלת משנה חשיבות לאור הקשיים שתוארו לעיל בקשר עם אי-הוודאות השוררת בכל הנוגע לאיכות הגילוי ורמת האכיפה ביחס אליו.

חוק ניירות ערך כולל מספר הוראות הקובעות אחריות אזרחית ופלילית בגין נזקים אשר נגרמו למשקיעים בנסיבות מסוימות. ככלל, כאשר נגרמים למשקיעים בניירות ערך בישראל נזקים עקב הפרת הוראות גילוי מסוימות בחוק ניירות ערך, עומדת ביד המשקיעים הזכות לתבוע את התאגיד אשר הנפיק אותן ניירות מכח הוראות החוק. לעומת זאת, במקרה דנן, מונפקים IDR's

¹¹⁴ בהקשר זה יצוין, כי גם חלופה לפיה יוגבל המסחר ב-IDR's לרצף המוסדי, שהינו פלטפורמת מסחר המוגבלת למשקיעים מוסדיים בלבד, מצריכה תיקון כללים, וזאת לאור תקנון הבורסה הקובע, בין היתר, כי במתכונת זו ניתן לסחור בתעודות התחייבות ובניירות ערך מסחריים בלבד (החלק השלישי לתקנון הבורסה "מדריך המסחר בבורסה" תחת הגדרת "ניירות ערך מוסדיים").

על-ידי גוף נפרד שאינו החברה הזרה שמנפיקה את מניות המטרה, וללא כל תיאום עמה. קרי, זהות המנפיק שונה מזהות החברה אשר המידע על אודותיה משפיע על מחיר נייר הערך שמוחזק בידי המשקיעים.

משכך הם פני הדברים, הרי שמחד, אין זה סביר להטיל את האחריות על המנפיק שמשמש כמתווך בלבד בגין הגילוי שניתן על-ידי החברה הזרה כלפי המשקיעים, אך מאידך, החברה הזרה כלל אינה כפופה להוראות חוק ניירות ערך ועל כן לא יכולה להימצא אחראית מכוחו.

בחינת האפשרות לאמץ בישראל מנגנון השקעה ב-Depository Receipt, בדומה למנגנון ה-Unsponsored ADR המיושם בארה"ב, קרי, מנגנון המאפשר לגופים מסויימים להנפיק תעודות המייצגות מניות של חברות זרות, ואשר ייסחרו בבורסה בתל-אביב, ללא צורך בהסכמתן של החברות הזרות או בשיתוף פעולה עמן, וללא צורך בהכפפת ההליך לדיני ניירות הערך הרגילים לעניין רישום נייר ערך למסחר, מעמידה מספר סיכונים. מן הראוי להדגיש, כי הכוונה שה-IDR ייסחרו בבורסה בתל-אביב, בשונה מארה"ב שם נסחר ה-Unsponsored ADR ב-OTC בלבד, והמסחר בה חשוף באופן אפריורי וגלוי לסיכונים גבוהים ביחס לבורסות בארה"ב. לכן, עולה הצורך לתת מענה לקשיים באימוץ של מכשיר זה בהיבטים הבאים:

- היקף ואיכות הגילוי אשר יינתן בגין נכס הבסיס אותו מייצג ה-IDR (מניות המטרה) אינו מקיים את דרישות הגילוי המעוגנות בדיני ניירות הערך הישראליים אלא את דרישות הגילוי בהן מחויבת החברה הזרה במדינה בה נסחרות מניות המטרה;
- יישום הוראות הגילוי בהן מחויבת החברה הזרה אינו נאכף על-ידי רשות ניירות ערך הישראלית כי אם על-ידי הרגולטור הזר; וגם-
- החברה הזרה אינה אחראית כלפי המשקיעים הישראליים בגין קיומו של פרט מטעה במידע שהיא מפרסמת.

המלצה: בשל הסיכונים המפורטים לעיל, ממליצה הוועדה לבחון הנפקת מכשיר זה למשקיעים מסווגים.

6. Multi-Currency ETFs

הבורסה של לונדון מציעה מכשירי ETF הנסלקים לא רק בליש"ט אלא גם בדולרים ובאירו. הבורסה של שוויצריה מציעה מכשירים דומים. היתרון של מכשירים אלה הוא בכך שמשקיעים זרים אינם נדרשים להמרת מטבע וכך מגבירה הבורסה את האטרקטיביות של המסחר בבורסה. הצעת מכשיר דומה בבורסה בתל-אביב תאפשר למשקיעים בארה"ב, באירופה ובאנגליה לבצע השקעות בתעודות סל על מדדים ישראליים במטבע הבית של המשקיעים הזרים, ובכך להגביר את אטרקטיביות ההשקעה.

המלצה: לבחון סליקת תעודות סל מבוקשות, בדולרים, ליש"ט ובאירו, בנוסף לסליקה בשקלים.

מודל עמלות לעידוד נזילות בבורסה

רקע:

הבורסה בתל-אביב, בדומה לבורסות נוספות רבות ברחבי העולם, מכסה את ההוצאות הכרוכות בהפעלת המסחר, הסליקה ופעולותיה האחרות באמצעות גביית עמלות. עמלות המסחר והסליקה¹¹⁵ שגובה הבורסה בעבור כל קנייה או מכירה של ניירות ערך, מחברי הבורסה הסוחרים באמצעותה, מהווה מרכיב עיקרי בהכנסות הבורסה¹¹⁶.

עמלות המסחר והסליקה בבורסה, בניירות הערך השונים, זהות לקונה ולמוכר והן נקבעות כאחוז מהתמורה הכספית של כל עסקה, בהתאם לסוג נייר הערך. עם זאת, בגין עסקה אשר אינה עוברת רף תמורה מזערי נגבית עמלת מינימום, ובגין עסקה אשר עוברת רף תמורה מרבי נגבית עמלת מקסימום. בשונה מניירות ערך שאינם נגזרים, בנגזרים נגבות עמלות בסכום קבוע הן מהקונה והן מהמוכר בעבור כל יחידה בעסקה הכוללת אופציה או חוזה עתידי.

להלן טבלה מרכזת של עמלות המסחר והסליקה (לפני מע"מ) אשר גובה הבורסה מחבריה (נכון לדצמבר 2013):

<u>שיעור/סכום העמלה</u>	<u>עמלה מקסימלית</u> (רף התמורה הכספית לגביית עמלת המקסימום)	<u>עמלה מינימלית</u> (רף התמורה הכספית לגביית עמלת המינימום)	<u>נייר הערך/הנגזר</u>
0.0035%	₪ 119.00 (₪ 3,400,000)	₪ 1.19 (₪ 34,000)	מניות ותעודות סל
0.0010%	₪ 119.00 (₪ 11,900,000)	₪ 1.78 (₪ 178,000)	אג"ח ממשלתיות מסוג "שחר", "ממשלתית שקלית" ו"ממשלתית קצרה"
0.0015%	₪ 119.00 (₪ 7,933,333)	₪ 1.19 (₪ 79,333)	אג"ח ממשלתיות אחרות
0.0027%	₪ 119.00 (₪ 4,407,407)	₪ 1.19 (₪ 44,074)	אג"ח קונצרניות
0.0010%	₪ 119.00 (₪ 11,900,000)	₪ 1.19 (₪ 119,000)	מק"מ
0.0010%	₪ 119.00 (₪ 11,900,000)	₪ 1.19 (₪ 119,000)	ניירות ערך מסחריים
₪ 0.25	אין	אין	אופציה או חוזה עתידי על מדד ת"א-25
₪ 0.50	אין	אין	אופציה על מניה, אופציה על מדד ת"א-בנקים וחוזה עתידי על מדד ת"א-בנקים

¹¹⁵ בשונה מבורסות רבות בעולם, הבורסה בתל-אביב אינה מבחינה בין עמלת המסחר לעמלת הסליקה.

¹¹⁶ בשלוש השנים האחרונות עמלות המסחר והסליקה היוו כ- 60% מסך הכנסות הבורסה.

0.50 ₪	אין	אין	אופציה על תעודות התחייבות מסוג שחר
0.15 ₪	אין	אין	אופציה על נכס בסיס שאינו מניה, אינו תעודת התחייבות מסוג שחר, אינו מדד ת"א-25 ואינו מדד ת"א בנקים וכן חוזה עתידי שנכס הבסיס שלו אינו מדד ת"א-25 ואינו מדד ת"א-בנקים

על אף שבורסות רבות בעולם נוהגות לגבות עמלות מסחר במבנה פשוט בדומה לבורסה בתל-אביב, בשנים האחרונות אנו עדים למגמה של יותר ויותר יוזמות בקרב בורסות ומערכות מסחר בעולם לכלול מודלים שונים לגביית עמלות, וזאת כתגובה לתחרות הגוברת בין הבורסות ומערכות המסחר על הנזילות.

אחד המודלים הנפוצים הוא מודל המבחין בין פקודות של משקיעים "המספקים נזילות" (Makers), לבין פקודות של משקיעים אשר "לוקחים נזילות" (Takers). מודלים אלה כוללים גביית עמלות נמוכות יותר או יישום מנגנונים להחזרי עמלות במקרה של ספקי הנזילות, וגביית עמלות גבוהות יותר או ביטול יישום המנגנון להחזרי העמלות במקרה של צרכני הנזילות במסחר. מודלים מסוג זה ודומיו נועדו לתמרץ את הסוחרים בזירה להגביר את הנזילות.

יישום מודל ה- Maker-Taker בעולם

מודל ה-Maker-Taker פותח בשנת 1997 על ידי זירת המסחר האלקטרונית Island ECN במטרה לעודד את פעילותם של עושי שוק כספקי נזילות במסחר. לפי מודל זה, עושי שוק "המספקים נזילות" (Maker's) נהנים מהחזרי עמלות בגין פעילותם. לעומתם, עושי שוק אשר "צורכים נזילות" (Taker's) מחוייבים בעמלה. המרווח בין החוזרים המשולמים לספקי הנזילות לבין העמלות הנגבות מצרכני הנזילות הוא הרווח של זירת המסחר.

בשנת 2007, מספר בורסות ברחבי ארה"ב החלו באימוץ של המודל, כאשר החלוצות שבהן היו הבורסות הקטנות, כגון: NYSE Arca Options ו-Boston Options Exchange. הסיבה לאימוץ המודל הייתה השאיפה להגדיל את נתח השוק של אותן הבורסות בשוק האופציות ובעיקר בקרב אלה הפחות סחירות. שלוש שנים לאחר-מכן, הצטרפו למשתמשים במודל זה גם בורסות המוגדרות כ"מסורתיות", כגון: Nasdaq OMX PHLX ו-The International Securities Exchange (ISE)¹¹⁷. בשלב ראשון, הוחל המודל על אופציות בודדות, אך עם הזמן התרחב לעשרות אופציות ואינדקסים הנסחרים בבורסות אלה. המעבר למודל Maker-Taker הוגדר על ידי הבורסות כהצלחה, והן דיווחו על גידול משמעותי בנתח השוק במסחר באופציות.

NYSE Euronext אימצו שיטת תגמול דומה באופן הבא: צרכני הנזילות משלמים עמלות נמוכות מהמקובל בבורסות המיישמות מודל Maker-Taker, וספקי הנזילות פטורים לחלוטין מתשלום העמלות.

¹¹⁷ ראה: Traditional Options Exchanges Embrace Maker-Taker Model

<http://www.tradersmagazine.com/news/options-exchanges-maker-taker-105596-1.html>
השינוי אינו חל במקרה של לקוחות קמעונאים, אשר המשיכו ליהנות מהעדפות במסחר ומפטור מעמלות.

ב- 2006 בורסת טורונטו (TSX) Toronto Stock Exchange אימצה את המודל במלואו¹¹⁸. בנוסף, גם Chi-X Europe ו-Chi-X Australia¹¹⁹ הודיעו על שינוי בשיטת התגמול ומעבר למודל maker-taker, וזאת על מנת להציע תנאים אטרקטיביים יותר לחברות HFT.

בשנת 2008 הבורסה בניו זילנד (NZX) החילה את המודל, לתקופה מוגבלת של 3 חודשים, על חברות אוסטרליות שהיו רשומות ברישום כפול גם בבורסה באוסטרליה¹²⁰. בשנים 2007-2008 השימוש במודל התרחב למדינות אירופה, וזאת כתוצאה של התגברות התחרות עקב אימוץ של MiFID¹²¹. בשנת 2008 LSE¹²² שינו את שיטת תמחור העמלות בהתאם למודל Maker-Taker. בשנת 2009 LSE החליטו להחליף את שיטת התגמול ממודל Maker-Taker לשיטה המסורתית, לפיה מספקי ומפחיני הנזילות משלמים את אותן העמלות¹²³. יחד עם זאת, על מנת להמשיך ולעודד גידול בהיקף המסחר נהנים סוחרים בהיקפים גדולים מעמלות נמוכות בהשוואה לסוחרים בהיקפים נמוכים יותר. בבורסת SWX Europe אימצו את התמחור הא-סימטרי¹²⁴, בדומה לשיטת התמחור של NYSE Euronext.

לצד המצדדים במודל האמור, עולות גם טענות כי יישומו עשוי לגרום לתמריצים בעלי מאפיינים פחות רצויים. טענה מרכזית אחת היא כי יישום המודל מייצר העדפה של ברוקרים לזירות מסחר בהן מיושם המודל על פני זירות אחרות, גם אם המחיר פחות אטרקטיבי באותן זירות בהן המודל מיושם. כתוצאה מכך, הביצוע ללקוחות אינו מיטבי ופוגע במשקיעים וגורר עלויות למשקיעים. מנגד, טוענים אחרים כי עידוד הנזילות באמצעות המודל מקטין את העלויות לכלל המשקיעים. יש לציין לגבי טענה זו כי היא פחות רלבנטית למקרה של הבורסה בתל-אביב, שכן בישראל אין מצב של ריבוי זירות וריבוי נכסים הנסחרים במקביל במספר זירות מקומיות. טענה אחרת מתייחסת לאפליה כלפי משקיעים מוסדיים, סוחרים קטנים ושחקני ארביטראז' (Price Takers), אשר חלק ניכר מפעילותם מאפיין את צרכני הנזילות. כנגד טענה זו, בורסות בעולם אמצו את המודל באופן סלקטיבי, כך שלגבי חלק מהסוחרים המודל אינו תקף.

המשותף לכל אלו הוא ניסיון הבורסות לעודד נזילות באמצעות יישום מודלים המבחינים בין ספקי נזילות לבין צרכני נזילות, בדגש על שחקני ה-HFT וכן בין פעילים שונים, על פי היקפי המסחר. בהמשך לני"ל, במסגרת דיוניה, נטען בפני הוועדה כי עמלת המינימום הנגבית כיום על עסקאות בבורסה עשויה להוות חסם לפעילות שחקני ה-HFT אשר פעילותם מתאפיינת במספר רב של פעולות, ובעסקאות קטנות יחסית. ביטול עמלה זו עשוי להסיר חסם לפעילותם ובכך לעודד נזילות.

המלצה:

- ¹¹⁸ מקור: Canada to Get New HFT-Free Stock Exchange, <http://www.tradersmagazine.com/news/Canada-to-Get-New-HFT-Free-Stock-Exchange-111299-1.html>
- ¹¹⁹ כתגובה להודעה על אימוץ מודל ה-Maker-Taker באוסטרליה בשנת 2011, The Australian Securities Exchange (ASX) הפחיתה עמלות והשקיעה בשיפורים טכנולוגיים, אשר אפשרו להגביר את מהירות המסחר, וזאת במטרה לעודד מסחר של HFT.
- ¹²⁰ מקור: (2011) Maker-Taker Exchange Fees and Market Liquidity: Evidence from a Natural Experiment: Boyle.pdf http://ir.canterbury.ac.nz/bitstream/10092/5693/1/12633224_Boyle.pdf
- ¹²¹ The Markets in Financial Instruments Directive
- ¹²² The London Stock Exchange
- ¹²³ מקור: The London Stock Exchange Bets Against Maker-Taker Pricing <http://www.tradersmagazine.com/news/lse-pricing-maker-taker-104141-1.html>
- ¹²⁴ מקור: The Effect of Maker-Taker Pricing on Market Liquidity in Electronic Trading Systems M. Lutat - Empirical Evidence from European Equity Trading http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1752843

- הוועדה ממליצה שהבורסה תפחית מיידית את עמלת המינימום במידה משמעותית ותבחן את ההשפעה של ההפחתה על היקף המסחר בבורסה, על תקינותו ועל מערכות המסחר בבורסה ואצל חברי הבורסה. בהתאם לתוצאות הבחינה תשקול הבורסה את המשך ההפחתה בתהליך מהיר, אף עד כדי ביטול עמלת המינימום.
- אימוץ מודל עמלות מסחר שמעודד הספקת נזילות ובכלל זה מודל עמלות אשר מעודד מסחר בתדירות גבוהה.

שיעורי מס המוטלים על ניירות ערך סחירים

רקע:

בעשור האחרון חלו שינויים רבים בנוגע לשיעורי המס המוטלים על ניירות ערך סחירים. השינויים הם הן ביחס לשיעורי המס החלים על ניירות ערך הנסחרים בבורסה בת"א והן ביחס למיסוי ניירות הערך כאמור בהשוואה למיסוי נכסים אחרים, בעיקר ניירות ערך זרים אך גם מניות בחברות שאינן רשומות למסחר. השינויים נערכו על בסיס המלצות של וועדות ייעודיות שדנו בנושא ובמסגרות חקיקתיות נוספות.

בתחילת שנת 2003¹²⁵, נכנסה לתוקפה הרפורמה במיסוי שוק ההון, בעקבות המלצות וועדת רבינוביץ. במסגרת הרפורמה בוטלו רוב הפטורים שחלו לגבי רווח הון בבורסה בתל-אביב ולגבי ריבית באפיקי השקעה, והוטל על יחידים מס בשיעור של 15% על רווח הון ריאלי ועל ריבית ריאלית באפיקי השקעה צמודים, ו-10% על הכנסות ורווחים באפיקי השקעה נומינליים.

וועדת רבינוביץ¹²⁶ המליצה שלא לאחד, לפחות בשלב הראשון, את שיעורי המס לגבי ניירות ערך נסחרים בישראל למול ניירות ערך זרים, מתוך הבנה כי חשיפה לא מבוקרת ולא מדורגת מבלי שניתן לבקר את השינויים במגמות, עשויה להזיק לשוק ההון הישראלי. תקופת ההסתגלות, במסגרת הוראת המעבר, שהייתה אמורה להתלוות לרפורמה, שהוצעה על ידי וועדת רבינוביץ, על מנת לבחון השפעות שינוי שיעור המס, קוצרה באופן משמעותי לשנת 2005 (במקום שנת 2007).

וועדת מצא-קפוטא¹²⁷, שהוקמה ביוני 2005 במסגרת ההמלצות לתכנית מיסים רב שנתית, התרכזה בצורך בניטרליות של מערכת המס בהחלטות המשקיע נוכח בחירה בהכנסות חלופיות. הוועדה ראתה קשר הדוק בין ביטול הגבלות הפיקוח על המטבע ומתן האפשרות לישראלים להשקיע את כספם בחו"ל ללא כל צורך בהיתר מיוחד. לטענת הוועדה, הליברליזציה לא הייתה שלמה כל עוד נותרו חסמי מיסוי שהקשו על השקעה בחו"ל. על פי המלצות הוועדה (שאומצו בתיקון 147 לפקודת מס הכנסה) יחיד (שאינו בעל שליטה) יהיה חייב במס בשיעור של 20% על רווח ההון הריאלי, ריבית ריאלית ודיבידנד. הוועדה ביטלה את ההבחנה בין נכס סחיר לנכס שאינו סחיר בבורסה ובין אפיקי השקעה המנוהלים על ידי מוסד בנקאי ובין אם לאו.

תיקון 169¹²⁸ לפקודת מס הכנסה המשיך את מגמת הפטורים שקבעה וועדת רבינוביץ בנוגע לעידוד השקעות של תושבי-חוץ. בתיקון זה ניתן, בין היתר, פטור על הכנסה מריבית, דמי ניכיון והפרשי הצמדה בגין איגרת חוב נסחרת בבורסה בידי תושב חוץ, וזאת במטרה לעודד תושבי חוץ להשקיע באג"ח תאגידי שנסחר בבורסה בישראל¹²⁹ ובכך להגביר את הנזילות באג"ח תאגידי.

וועדת טכנטברג¹³⁰, הוקמה בספטמבר 2011 ונועדה לעסוק בנושאים כלכליים חברתיים. בעקבות המלצות הוועדה עלה שיעור המס על יחיד (שאינו בעל שליטה) ל-25% על רווח ההון הריאלי.

לסיכום, נושא קביעת שיעור המס על הכנסות מפעילות בורסאית עבר שינויים רבים במהלך העשור האחרון. האתגר המרכזי שעמד במרבית הרפורמות בנושא היה מציאת שיעור המס האופטימלי אשר יביא את בסיס המס הנגבה לגודלו המקסימלי (והאופטימלי), תוך פגיעה מזערית ביעילות הכלכלית למשק הישראלי.

¹²⁵ דוח הוועדה לתוכנית המסים הרב שנתית – פרק ה, מבוא.

¹²⁶ דוח הוועדה הציבורית לרפורמה במס הכנסה.

¹²⁷ דוח הוועדה לתוכנית המסים הרב שנתית.

¹²⁸ חוק לתיקון פקודת מס הכנסה (מס' 169 והוראת שעה), התשס"ט-2008.

¹²⁹ דוח מינהל הכנסות המדינה 2008 - פרק יז - שינויי חקיקה בשנת 2008 תיקון 169 לפקודת מס הכנסה.

<http://ozar.mof.gov.il/hachnasot/doch08/docs/perek17.pdf>

¹³⁰ הוועדה לשינוי חברתי כלכלי - <http://hidavrut.gov.il/content/4209> - חלק

המלצה:

הוועדה סבורה שלצד הרפורמות הרבות, ועל אף שעברו כשנתיים מאז הרפורמה האחרונה, הפחתת שיעור המס יהיה בו כדי לעודד את המסחר בבורסה בתל אביב. לפיכך, הוועדה ממליצה לממשלה על הפחתת שיעור המס על רווחי הון. הפחתה של שיעורי המס תעודד חברות לגייס הון בבורסה ועשויה לגרום דווקא לעליה בתקבולי המס לממשלה מרווחי הון.

רגולציה

במסגרת דיוניה, שמעה הוועדה טענות מגורמים שונים על כך שאחת מהסיבות המרכזיות לירידה בפעילות בשוק ההון בכלל ובבורסה בפרט נובעת מהתגברות הרגולציה בשנים האחרונות. מנגד, קיימת גם טענה הפוכה, לפיה המשבר בשוק ההון והירידה בפעילות בבורסה נגרמו בין היתר כתוצאה מפגיעה בציבור המשקיעים ומהיעדר רגולציה מספקת להתמודדות עם בעיות שנצפו בשוק ההון המקומי כגון הסדרי חוב, שכר בכירים מופרז, וכדומה. לפי הגישה האחרונה, הרגולציה שנעשתה מאז המשבר הייתה הכרחית, ומוטב היה לו נעשתה קודם לכן. כידוע, ישנם גם קולות הקוראים להחמרה נוספת ברגולציה.

רשות ניירות ערך הציגה בפני הוועדה את מפת הדרכים שפרסמה בחודש ספטמבר 2012, שהיא התכנית האסטרטגית הרב-שנתית של הרשות. המהלכים המתוכננים במסגרת תכנית זו נוגעים לשלושה נדבכים:

1. רגולציה;
2. דה-רגולציה (הקלות ברגולציה); וגם
3. פיתוח שוק.

באותו המועד, פרסמה הרשות מתווה מוצע להקלות ברגולציה למען הערות הציבור. מתווה זה הוא אחד המהלכים המשמעותיים של הרשות כיום, ומשקף את תפישתה בדבר הצורך באיזון ומידתיות ברגולציה. המתווה כולל עשרות הצעות להקלות לגורמים המפוקחים בתחומים שונים. לשם המחשה בלבד, הוצעו הקלות בדרישות הגילוי בתשקיפים (ביטול הדרישה להכללת דוחות כספיים ביניים הערוכים במתכונת שנתית בתשקיפי הצעה ראשונה לציבור - IPOs - והשוואת מתכונת עריכת הדוחות הכספיים לזו הקיימת בקשר עם תאגידים מדווחים), הקלות למנהלי קרנות נאמנות וליועצי ומנהלי השקעות. כמו כן, הוצעה הקלה בתחום אפשרויות הגיוס מהציבור (הארכת התקופה להצעת ניירות ערך על פי תשקיף מדף מ-24 חודשים ל-36 חודשים). כן הוצעו הקלות בקשר עם הדיווח השוטף כגון ביטול החובה לפרסם דוח על הבקרה הפנימית - iSox - ודוח רואה החשבון המבקר על הבקרה הפנימית לחברות קטנות.

עוד הציגה הרשות במתווה ההקלות האמור, כי בכוונתה לערוך שינויים בהתנהלות הרשות בקשר עם יוזמות חדשות להסדרת הפעילות בשוק ההון: הרחבת שיתוף הציבור בהליכי חקיקה באמצעות נוהל מסודר, לפיו תקיים הרשות הליכי חקיקה תוך דגש על מתן זכות אפקטיבית לציבור להשמיע דברו במהלך גיבוש דברי החקיקה, עוד טרם הבאתם לכנסת; קביעת ופרסום כללים שעניינם תקופות היערכות ארוכות יותר בקשר עם הוראות חדשות; ריכוז מרבית פרסומי הרשות בתחומי ההסדרה השונים למספר מועדים ידועים מראש שייקבעו על-ידה, על-מנת להקל במעקב וביישום הפרסומים. הקלות אלו יושמו כבר בחודשים האחרונים על ידי הרשות. כן יושמו מספר הקלות שאינן טעונות חקיקה, אם כי החלק הארי של ההקלות טעון חקיקה וטרם בוצע.

על פי הסברי הרשות, מתווה ההקלות פורסם לאחר עבודת הכנה ארוכה ומקיפה שכללה דיונים עם גורמים חיצוניים רבים. מטרת המתווה הייתה לזהות עניינים בהם ניתן להקל ברגולציה מבלי לפגוע בהגנה הניתנת לציבור המשקיעים, ולפיכך נדרשה בחינה מדוקדקת של כל הצעה והצעה. בנוסף השקיעה הרשות מאמצים רבים בקידום המתווה, ומקבץ החקיקה הראשון, הכולל הקלות משמעותיות, צפוי להגיע לשולחנה של הכנסת עם שובה מפגרת הקיץ, במגמה לאשרו בהקדם האפשרי. הרשות ציינה כי הערות הציבור שהתקבלו בתגובה לפרסום מתווה ההקלות תמכו הן במהלך ההקלות עצמו הן במתכונת שהציעה לטפל בשורת נושאים ספציפיים וממוקדים ברגולציה הקיימת, וכי היא ממשיכה לקדם הקלות אפשריות נוספות.

ככלל, הוועדה לא עסקה בנושאי רגולציה כלליים של הפיקוח על שוק ההון, אלא רק בענייני רגולציה הקשורים ישירות לסוגיית הסחירות בבורסה. יחד עם זאת, הוועדה רואה בחיוב את מהלך ההקלות של הרשות ואת הגישה העומדת בבסיסו, וסוברת שיש לקדמו במהירות האפשרית, ואף קוראת לרגולטורים ולגורמי שלטון אחרים הקשורים בשוק ההון לבחון נקיטת הקלות ופעולות לפיתוח השוק כבר עתה, דבר שיסייע בעידוד הפעילות וביצירת רווחה כלכלית.

המלצה:

הוועדה ממליצה לרשות, לממשלה ולמחוקקים להאיץ את מתווה ההקלות המוצעות ואף להעמיק בהן, וזאת מבלי לפגוע באופן בלתי מידתי בציבור המשקיעים. בין היתר הוועדה ממליצה לבחון הקלות גם בתחום הממשל התאגידי.

רגולציה אגף שוק ההון

רקע

תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות), התשס"ח-2008 (להלן: "תקנות הוצאות ישירות") קובעות סוגי הוצאות שניתן לנכות במישרין מחסכונות, בנוסף לדמי הניהול. הסדרה זו מאפשרת לגופים מוסדיים להשקיע באפיקי השקעה שאין להם המומחיות הנדרשת להשקעה בהם. דוגמאות להוצאות מסוג זה הן הוצאות השקעה בניירות ערך לא סחירים, בקרנות נאמנות הנסחרות בחו"ל ובקרנות השקעה, ובלבד שהוצאות אלה אינן משולמות לצד קשור לגוף המוסדי. על-כן, גוף מוסדי המשקיע בנכסים כאמור יכול לנכות במישרין מהחסכונות את ההוצאות הנובעות מההשקעה.

המצב בפועל

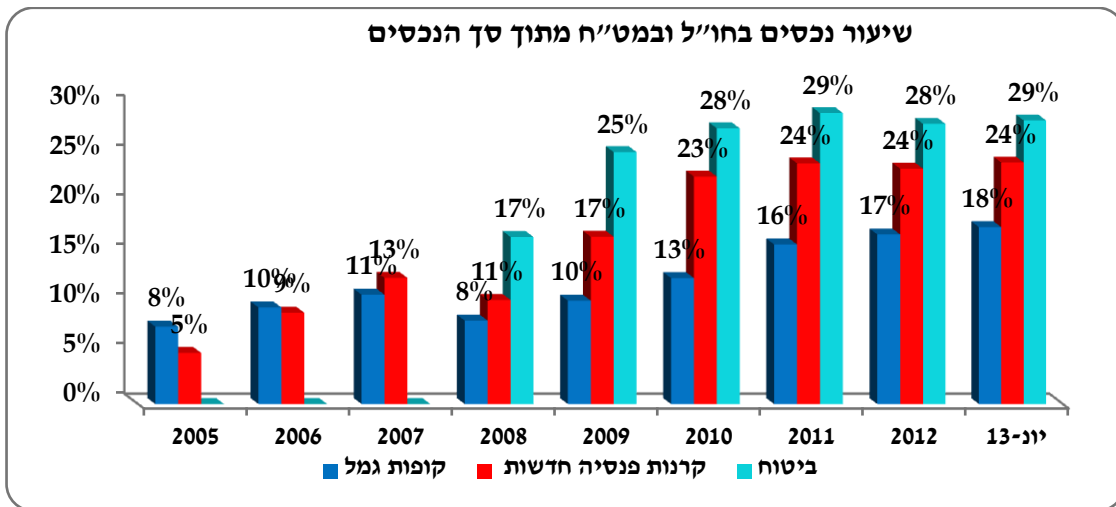
החל משנת 2005, חלה עליה בשיעור ההשקעה של גופים מוסדיים מחוץ לישראל, כאשר נכון לחודש יוני 2013, שיעור ההשקעה בנכסים בחו"ל על ידי חברות הביטוח עמד על כ-29% מסך הנכסים; שיעור ההשקעה של קרנות הפנסיה החדשות עמד על כ-24% מסך הנכסים; ואילו שיעור ההשקעה של קופות הגמל עמד על כ-18% מסך הנכסים. מגמת גידול זו התרחשה, בין היתר, עקב התקנת תקנות הוצאות הישירות, שעודדו את הגופים המוסדיים להשקיע מחוץ לישראל; בשל הגידול בהיקף הנכסים המנוהלים, שהוביל את הגופים המוסדיים למצוא אפיקי השקעה נוספים מחוץ לישראל; ובעקבות הגברת התחרות על התשואות בקרב מנהלי הגופים המוסדיים.

לאחרונה פירסם אגף שוק ההון תיקון להוראת השעה שנקבעה בתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות), התשס"ח-2008 (להלן: "תקנות הוצאות ישירות") (תיקון מספר 2). התיקון מוצע מאפשר לגוף המוסדי לגבות הוצאות ישירות בגין סוגי הנכסים הנכללים כיום בתקנות עד לתקרה בשיעור של 0.25% מהשווי המשוער של הנכסים. ההחלטה לגבי החלוקה הפנימית בין סוגי ההוצאות הישירות, בתוך מגבלת סך ההוצאות, תיעשה על פי שיקול דעתו של הגוף המוסדי.

בפני הוועדה נשמעו טענות על הטיה לטובה של ההשקעות בחו"ל ביחס להשקעות בישראל. כך לדוגמא, בהשקעות בתעודות סל הנסחרות בבורסה על מדדים בישראל מוצע כי לא ניתן יהיה לגבות הוצאות ישירות על ההשקעה בתעודות הסל, בעוד שבהשקעות בתעודות סל על מדדים בחו"ל מוצע לגבות הוצאות ישירות בכפוף למגבלה האמורה.

טענות נוספות אשר עלו ביחס לתקנות המוצעות התייחסו להבחנה בין ההוצאות הישירות בהשקעה בנכסים הסחירים לנכסים שאינם סחירים, כך שמתן היתר לנכות הוצאה בהשקעה בנכסים שאינם סחירים עלול ליצור העדפה להשקעה בנכסים לא סחירים על פני השקעה בנכסים סחירים בישראל.

להלן תרשים המתאר את התפתחות השקעות גופים מוסדיים מחוץ לישראל:



המלצה

הוועדה ערה לחשיבות של מניעת אפליה בין הכללים החלים על השקעות בישראל לבין הכללים החלים על השקעות בחו"ל ולפיכך המלצתה היא כי יש לתת מענה לחששות בדבר ההטייה של השקעות בחו"ל על פני השקעות בישראל ושל השקעה בנכסים שאינם סחירים על פני נכסים סחירים בישראל.

עשיית שוק בחשבון הנוסטרו על ידי בנקים מסחריים בישראל

רקע:

משבר מניות הבנקים אשר התרחש בישראל בשנת 1983, הוביל להלאמת הבנקים הגדולים בישראל, ולהקמת ועדת חקירה ממלכתית ברשות שופט ביהמ"ש העליון משה בייסקי (להלן: "ועדת בייסקי"). בעקבות דוח מסקנות ועדת בייסקי הודחו מתפקידם¹³¹ והועמדו לדין¹³² ארבעה מבין ראשי הבנקים המסחריים שוויסתו את מניותיהם¹³³. כמו כן, הועלו הצעות שונות לרפורמה בשוק ההון במטרה לצמצם את דומיננטיות פעילות המערכת הבנקאית ולאפשר פיתוח שוק אשראי חוץ בנקאי חלף המבנה הריכוזי אשר היה קיים.¹³⁴ בעקבות משבר מניות הבנקים ומסקנות ועדת בייסקי התחייבו הבנקים באופן וולנטרי כלפי בנק ישראל (התחייבות לפיה הם נוהגים מאז בפועל) שלא לסחור במניות במסגרת המסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב.

בשנת 2004, הוקמה ועדת בכר אשר אימצה את מסקנות ועדת בייסקי והמליצה, בין היתר, להפריד בין ניהול הבנקים ובין ניהול קרנות נאמנות וקופות גמל ולאפשר מתן הלוואות לציבור גם על-ידי גורמים חוץ בנקאיים, כגון חברות ביטוח, קרנות פנסיה וקופות גמל. מסקנות ועדת בכר אושרו על-ידי הממשלה והכנסת ונכנסו לתוקף בסוף 2006.

המצב כיום:

ניהול חיסכון טווח קצר ובינוני (קרנות נאמנות, קופות גמל):

כתוצאה מאימוץ המלצות ועדת בכר, מכרו הבנקים עד לסוף שנת 2006 את רוב מניות חברות ניהול קרנות הנאמנות וקופות הגמל לחברות ביטוח וחברות פרטיות.

שוק האשראי החוץ בנקאי ואפשרות הבנק לעשות שימוש במידע פנים עודף:

כתוצאה מקבלת מסקנות ועדת בכר, בשילוב גורמים כלכליים ורגולטוריים נוספים¹³⁵, צמח במהלך העשור האחרון האשראי החוץ בנקאי לסקטור הפרטי פי שתיים בעוד האשראי הבנקאי גדל בכ-10% בלבד. כפועל יוצא מכך, עומד האשראי החוץ בנקאי למשקי בית ולסקטור העסקי בישראל על כ-400 מיליארד ש"ח, בהשוואה לכ-700 מיליארד ש"ח ממקורות בנקאיים¹³⁶. בחינת התפלגות מקורות האשראי בניכוי אשראי משקי בית (בעיקר משכנתאות) מעלה כי בשנים האחרונות גדל היקף איגרות החוב הסחירות מסך האשראי למגזר העסקי מכ-7% לכ-30% וכי סה"כ שיעור המימון הבנקאי עבור המגזר העסקי עומד על כ-50%¹³⁷. בהקשר זה יש לציין כי בשנים האחרונות עלה סך ההלוואות הישירות אשר העניקו גופים מוסדיים למגזר העסקי במשק מ-10 מיליארד ש"ח בשנת 2008 ל-36 מיליארד ש"ח כיום.

¹³¹ כמו כן, נקבע כי יותר לא ימלאו כל תפקיד בכיר שהוא במערכת הבנקאות הישראלית, על כל שלוחותיה, בארץ ובחו"ל.
¹³² בשנת 1990, הועמדו ראשי הבנקים וחמישה רואי חשבון לדין פלילי בבית המשפט המחוזי בירושלים, ונמצאו אשמים בעבירות שונות על ידי כבוד השופט הגב' מרים נאור. מרבית המורשעים ערערו על הרשעתם בפני בית המשפט העליון, וזה קיבל חלק מערעורם ודחה אחר, והקל בעונשם של המורשעים.

¹³³ בפעולה זו נעזרו הבנקים בכספי המשקיעים והחוסכים בבנקים, שאותם הם שכנעו לרכוש את מניות הבנקים כ"השקעה סולידית" ובטוחה, וכן בכספי נוסטרו הבנק וקופות הגמל וקרנות הנאמנות, שאותן ניהלו עבור הציבור.

¹³⁴ מסקנות הוועדה בתחום המנהלי היו כי מגוון פעילויות הבנקים טומן בחובו ניגוד עניינים הנובע מהיות הבנקים פעילים דומיננטיים במסחר בניירות ערך (באמצעות קרנות הנאמנות, קופות הגמל והנוסטרו) מחד, ופעילים מרכזיים בתחום ההפצה והייעוץ (כחמתי הנפקות, יועצי השקעות וברוקרים) מאידך. על-כן, המליצה הוועדה להפריד בין עסקי ההפצה והייעוץ (חתמות, ייעוץ השקעות), ניהול השקעות (בעלות בקרנות נאמנות וקופות גמל) והבעלות (השקעה ומסחר לחשבון הבנק).

¹³⁵ כגון הרפורמה בקרנות הפנסיה (ביטול אג"ח מיועדות), גאות כלכלית בסביבת ריביות נמוכה והקשחת הקריטריונים למתן אשראי על ידי הבנקים (דרישות הלימות הון (באזל), מגבלות חבות לווה וקבוצת לווים, מגבלת חבות ענפית).

¹³⁶ <http://www.ibank.org.il/admin/ArticleSummary2/PDF/9810794.pdf>
¹³⁷ <http://www.boi.org.il/he/BankingSupervision/Survey/DocLib/chap2.pdf>

שאר מקורות המימון הינם ממקורות מימון זרים ומהלוואות פרטיות מגופים מוסדיים.

לאור העובדה כי בשנים האחרונות חלה הצטמצמות מתמדת בשיעור האשראי הבנקאי מסך האשראי העסקי במשק, ולאור התרחבות הרגולציה בקשר עם דרישות הגילוי בהם חייב המגזר העסקי במסגרת הנפקת אשראי חוץ בנקאי (ועדת חודק), קיימת סבירות נמוכה יותר כי תאגיד בנקאי יוכל לעשות שימוש לרעה במידע פנים עודף הקיים בבנק, אשר מקורו בפעילות מתן אשראי למגזר העסקי, במסגרת פעילות הבנקים במסחר בניירות ערך בבורסה, בעיקר בקשר עם מסחר ו/או עשיית שוק במניות החברות בעלות שווי השוק הגדול בישראל (מניות מדד המעו"ף).

המלצה

הוועדה סבורה כי עשיית שוק במניות בבורסה על ידי הבנקים עשויה לשפר את הנזילות. עם זאת, הוועדה ערה לכך שעשיית השוק במניות על ידי הבנקים מעלה שוב את סוגיית ניגודי העניינים. אך, לאור צמצום ניגודי העניינים בבנקים, בשנים האחרונות, הוועדה סבורה כי ניתן, מחד, לאפשר לבנקים לבצע עשיית שוק במניות הנסחרות בבורסה בתל-אביב ומאידך להסדיר את הטיפול בסוגיית ניגוד העניינים.

מגבלת האחזקות במניות הבנקים (5%) והשפעתה על היקף המסחר

על פי כללי בנק ישראל, גוף המגיע להיקף אחזקה של מעל 5% בבנק ישראלי נדרש להיתר שליטה מבנק ישראל. קבלת היתר שליטה מבנק ישראל הינו הליך מורכב, הניתן באופן מוגבל ומחייב את בעל השליטה לעמוד במגבלות רבות.

בשנים האחרונות הגופים הפיננסיים הפועלים בשוק צמחו באופן מואץ, וזאת בין היתר כחלק מהליך קונסולידציה שהתרחש בענף שוק ההון (ראה נספחים 3-5). בעקבות הליך זה, קיימים בשוק ההון הישראלי מספר גופים גדולים המרכזים סכומים מהותיים מתיק הנכסים של הציבור. בין הגופים הגדולים המנהלים סכומים שמעל 100 מיליארד ש"ח, ניתן למנות את אקסלנס - הפניקס, דש-מיטב, פסגות, הראל ומגדל. מרבית הגופים הללו, נושקים לאחזקה של 5% בחלק ממניות הבנקים בישראל (או שאף עברו במקצת את המגבלה).

הגופים הגדולים בשוק פנו באופן בלתי פורמאלי לבנק ישראל לצורך קבלת היתר שליטה, אך בנק ישראל חייב את החברות לתנאים מורכבים שהובילו לכך שבשנתיים האחרונות לא ניתנו היתרים חדשים לגופים פיננסיים. כמו כן, הובהר כי במידה שיינתן היתר, הוא יתייחס לבנק אחד בלבד, וזאת בעוד מרבית הגופים קרובים לאחזקה של 5% במספר בנקים. בהתאם לכך, הגופים בהם ישנה אחזקה בשיעור הקרוב ל-5% ממניות בנקים, נמנעים מלבצע פעילות במניות הבנקים בארץ ומסיטים פעילות זו לאפיקים אחרים.

יצוין כי האחזקה במניות בנקים בגוף פיננסי גדול מחושב כסכום האחזקות של יחידות שונות בגוף הפיננסי המנוהלות באופן נפרד האחד מהשני כגון: קופות גמל, קרנות נאמנות, תעודות סל ותיק נוסטרו ביטוח שכל אחד בנפרד מחזיק שיעור הנמוך מהותית מ-5%. קבלת החלטה שתאפשר הגדלה של אחזקה במניות בנקים בארץ ע"י הגופים הגדולים, צפויה להגדיל באופן מידי את הפעילות במניות הבנקים בארץ.

על פי המלצות ועדת מראני משנת 2002, נקבע כי גוף המבקש להחזיק למעלה מ-5% ממניות בנק בישראל, נדרש לקבלת היתר שליטה מידי בנק ישראל. בעקבות צמיחת ענף תעודות הסל, שהיקף נכסיו עומד כיום על כ-90 מיליארד ש"ח, ומגמת המיזוגים שניכרה בשוק ההון המקומי, בין היתר בשל עלויות רגולציה ההולכות ומאמירות, נוצר מצב בו רוב הגופים המוסדיים - בעיקר אלו בעלי חברות תעודות סל - הגיעו להחזקה של 5% ברוב מניות הבנקים. בין הגופים שהגיעו לרף האחזקות המרבי ניתן למצוא את פסגות, הפניקס, מיטב-דש והראל. המפקח על הבנקים אינו מוכן להגמיש את התנאים ולנפק את ההיתר וטוען כי סוגיית ההחזקה במניות הבנקים הינה סימפטום לריכוזיות שנוצרה בשוק.

מגבלת ההחזקה בתאגידים בנקאיים שחלה כיום על הגופים המוסדיים מקשה על הגופים הפיננסיים הגדולים בתחום הרכב תיקי ההשקעה, כיוון שהם מוגבלים ברכישת מניות הבנקים עבור לקוחותיהם, וזאת ללא קשר להיקף הנכסים אותם הם מנהלים.

נראה כי מסקנות ועדת מראני לא לקחו בחשבון את התפתחות ענף תעודות הסל. כדי להבין את ההשלכות של רף ההשקעה במניות הבנקים, נתבונן בלוח הבא המציג את משקל מניות הבנקים השונים בארבעה מדדי מניות מרכזיים (מדד הבנקים, מדד תא-25, מדד תא-100 ומדד פיננסיים):

**משקל מניות הבנקים השונים בארבעה מדדי מניות מרכזיים
(תחילת אוגוסט 2013)**

משקל מניות הבנקים בארבעה מדדים				מניה
פיננסים	ת"א-100	ת"א-25	בנקים	
15.2%	7.5%	10.1%	38.3%	פועלים
14.1%	7.3%	9.4%	37.4%	לאומי
15.2%	2.1%	3.3%	10.8%	מזרחי טפחות
15.0%	2.1%	3.2%	10.5%	דיסקונט א
5.2%	0.6%	0.9%	3.0%	בינלאומי
64.6%	19.6%	26.9%	100.0%	סה"כ

מהלוח שלעיל עולה כי משקל מניות הבנקים במדדי ייחוס (בנצימארק) ישראליים בו מתרכזים השקעות המוסדיים והזרים, הוא גבוה: מניות הבנקים מקבלים משקל של כ-27% במדד ת"א-25, ומשקל של קרוב ל-20% במדד ת"א-100 (הנתונים לתחילת אוגוסט 2013).

נתבונן כעת, למשל, באחזקות חברת תעודת הסל קסם בתעודות על ארבעת המדדים שהוצגו (קסם היא חברת בת של אקסלנס המוחזקת ע"י הפניקס ומהווה כ-31.6% משוק תעודות הסל) כפי שפורסמו באתר הרשות לניירות ערך:

שם התעודה	שווי אחזקות במיליוני ש"ח בתעודה
קסם ת"א-25	1,151
קסם ת"א-100	3,169
קסם ת"א נקים	1,182
קסם ת"א פיננסים	105
סה"כ	5,607

אם ניקח בחשבון את משקולות מניות הבנקים בכול אחד מהמדדים, נקבל את האחזקות הבאות של קסם בכל מניה (גם אם לא לוקחים בחשבון תעודות שאחזקת הציבור בהן איננה גבוהה כמו תעודות לונג ממונפות):

אחזקות קסם במניות הבנקים לפי מדדים (מיליוני ₪)

אחזקות קסם במניות הבנקים לפי מדדים (מיליוני ₪)					מניה
סה"כ	פיננסים	תא-100	תא-25	בנקים	
821.89	15.92	237.36	116.14	452.48	פועלים
797.62	14.83	232.29	108.17	442.34	לאומי
247.92	15.92	66.87	37.71	127.43	מזרחי טפחות
242.12	15.70	65.28	36.80	124.35	דיסקונט א
70.03	5.45	18.70	10.47	35.41	בינלאומי
2,179.60	67.81	620.49	309.29	1,182.01	סה"כ

הלוח שלהלן מציג נתונים על שני גופים פיננסיים: הפניקס (באמצעות חברת הבת קסם) והראל (באמצעות הראל-סל). הלוח מראה את מגבלת 5% באחזקות מניות הבנקים לכל אחד משני הגופים, את האחזקות בחברת תעודות הסל ואת היתרה המותרת לאחזקה ביתר פעילויות הפניקס והראל בהתאמה.

האחזקות בפועל של תעודות הסל של קסם (הפניקס) ושל הראל-סל (הראל), מגבלת 5% באחזקות מניות הבנקים והיתרה המותרת לאחזקה ביתר פעילויות הפניקס והראל

מגבלת אחזקות בבנקים ביתר הפעילויות של הגוף הפיננסי (מיליארדי ש"ח)	אחזקות מניות בנקים בתעודות סל בפועל בגוף מנהל (מיליארדי ש"ח)		שווי אחזקה מרבי על פי מגבלת 5%	שווי שוק של הבנק (מיליארדי ש"ח)	בנק	
	הפניקס	הראל סל				קסם
0.74	0.32	0.40	0.82	1.15	22.90	פועלים
0.50	0.09	0.39	0.80	0.89	17.80	לאומי
0.32	0.19	0.12	0.25	0.44	8.79	מזרחי טפחות
0.20	0.08	0.12	0.24	0.32	6.40	דיסקונט א
0.25	0.21	0.03	0.07	0.28	5.62	בינלאומי
2.01	0.90	1.06	2.18	3.07	61.50	סה"כ

ענף תעודות הסל נמצא במגמת צמיחה מהירה. היקף התעודות שעוקבות אחר מדד הבנקים עומד כיום על כ-4.6 מיליארד ש"ח. ביקוש נוסף למניות הבנקים מצד חברות תעודות הסל נובע מתעודות סל העוקבות אחר מדדים אחרים שכן מניות הבנקים מהוות כ-27% ממדד ת"א-25, כ-20% ממדד ת"א-100 וכ-65% ממדד ת"א-פיננסים. הלוח לעיל מראה, בהתאם לשווי השוק בתחילת אוגוסט 2013, את שווי האחזקה המרבי המותר בכל גוף למניות הבנקים השונים (כגון, כ-1.1 מיליארד ש"ח בבנק הפועלים, כ-890 מיליון ש"ח בבנק לאומי, ושווי האחזקות הכולל המותר בכל מניות הבנקים יחד הוא כ-3 מיליארד ש"ח).

הלוח להלן ממחיש ביחס לארבעה גופים פיננסיים גדולים מהי השפעת מגבלת ה-5% על היקף התפתחות השוק. בלוח זה, גוף א' דומה בפרופיל הרכב הנכסים (לפי נתוני אמצע אוגוסט, 2013) למבנה הרכב הנכסים של הפניקס-אקסלנס; גוף ב' דומה לפסגות; גוף ג' דומה להראל וגוף ד' דומה למיטב-דש.

אומדן השפעת מגבלת ה-5% על היקף התפתחות השוק

אצל ארבעה משקיעים מוסדיים גדולים

(מיליארדי ש"ח)

גופים מנהלים גדולים				
גוף ד	גוף ג	גוף ב	גוף א	
110.00	143.00	170.00	128.00	ס"ה נכסים (מיליארדי ש"ח)
7.00	3.10	6.50	7.00	נכסים מנוהלים בתעודות סל על מדדי מניות מקומיים (מיליארדי ש"ח)
103.00	139.90	163.50	121.00	נכסים שאינם תעודות סל (מיליארדי ש"ח)
1.15	1.15	1.15	1.15	אחזקה מרבית מותרת במניית בנק הפועלים (מיליארדי ש"ח)
0.32	0.32	0.32	0.32	אחזקה מרבית מותרת במניית בנק דיסקונט (מיליארדי ש"ח)
0.53	0.23	0.49	0.53	אחזקה נדרשת במניית בנק הפועלים לצורך תעודות סל (*)
1.39	1.89	2.21	1.63	אחזקה נדרשת במניית בנק הפועלים לצורך אפיקים אחרים (**)
0.77	0.97	1.54	1.01	אי רכישת מניית בנק הפועלים עקב מגבלת 5%
0.144	0.064	0.134	0.144	אחזקה נדרשת במניית בנק דיסקונט לצורך תעודות סל (*)
0.382	0.519	0.606	0.449	אחזקה נדרשת במניית בנק דיסקונט לצורך אפיקים אחרים (**)
0.206	0.263	0.420	0.273	אי רכישת מניית בנק דיסקונט עקב מגבלת 5%

הערות ללוח:

(*) הונח משקל של 7.5% למניה שהינו המשקל במדד ת"א-100, למרות שבמדד הבנקים משקלה גבוה יותר. הנתון הוא מכפלת המשקל בסך הנכס המנוהל בתעודות סל על מדדי מניות מקומיים. מניית בנה"פ מייצגת את הבנק הגדול ביותר.

(**) הונח כדלקמן: רכיב המניות הינו כ-30% מהתיק, כשמתוכו 60% מושקע במניות בישראל, כשמתוך אלו משקל המניה במדד המניות המקומי הוא 7.5% (המשקל במדד ת"א-100). דבר זה גוזר השקעה של 1.35% מהנכסים המנוהלים במניית בנה"פ.

(***) הונח משקל של 2.06% למניה שהוא המשקל במדד ת"א-100, למרות שבמדד הבנקים משקלה גבוה יותר. הנתון הוא מכפלת המשקל בסך הנכס המנוהל בתעודות סל על מדדי מניות מקומיים.

(****) הונח כדלקמן: רכיב המניות הינו כ-30% מהתיק, כשמתוכו 60% מושקע במניות בישראל, כשמתוך אלו משקל המניה במדד המניות המקומי הוא 2.06% (המשקל במדד ת"א-100). דבר זה גוזר השקעה של 0.37% מהנכסים המנוהלים במניית בנק דיסקונט.

העיוותים שנוצרים כתוצאה מהחסם של 5%

- א. כפי שניתן לראות, כל בתי ההשקעות הגדולים נמנעים כבר היום מלהשקיע במניות הבנקים, את המשקל של הבנקים בתיק השוק, וזאת עקב החסם של 5%. למעשה, בתי ההשקעות נותנים משקל חסר למניות הבנקים, קרי משקיעים בו מתחת למשקל הנגזר ממשקלם בתיק השוק, וזאת עקב אילוץ רגולטורי של מגבלת 5%.
- ב. הצמיחה העתידית הצפויה בתיק נכסי בתי ההשקעות הגדולים לא תתורגם לגידול בהשקעות ובמחזורים במניות הבנקים, מהסיבה הפשוטה שהם חסומים מלרכוש אותם.
- ג. מוצרי המדדים על מדדי מניות בישראל חסומים בהתפתחות שלהם בתחום תעודות הסל על מדדי הבורסה. יתרה מזאת, כך לדוגמא, הרצון להשיק מוצר חדש ע"י רשות ניירות ערך של קרן הסל שעוקבת אחרי מדדים, וכן הרצון של משרד האוצר להשיק מוצר מקביל ל-IRA שהינו חיסכון פנסיוני באמצעות מדדים ובעלויות נמוכות, עלולים להיתקל בחסם משמעותי כתוצאה מהמגבלה האפקטיבית של 5% בהחזקת מניות בנקים.

סוואפים וחוזים על מדד הבנקים

כחלק מהניסיון לפתור את בעיית מגבלת האחזקות במניות הבנקים, מבצעים חלק מהגופים את הפעולות הבאות:

1. מנהלי ההשקעות האקטיביים מצמצמים את המסחר במניות הבנקים הישראליים, דבר הפוגע במחזורי המסחר בבורסה וכמובן במשקיעים עצמם, וחלף זאת מגדילים את היקף ההשקעות שלהם בבנקים בחו"ל.
2. מנהלי תעודות הסל נאלצים לבצע פתרונות "מעוותים" כגון רכישת סוואפים על מניות הבנקים (קבלת ביצועי המניה כנגד תשלום ריבית על היקף נכס נתון) או רכישת חוזים סינטטיים על מניות בנקים (קניית אופציית רכש ומכירת אופציית מכר עם מחיר מימוש זהה למועד פקיעה זהה) ששחירותם דלה מאוד. פתרונות אלה מצמצמים בצורה משמעותית את המסחר הישיר במניות הבנקים.

טענות בנק ישראל

בנק ישראל מציג שתי טענות מרכזיות:

1. סימפטום הריכוזיות גורם למצב בו בתי ההשקעות יכולים למכור את פעילות תעודות הסל, כדי להימנע מהבעיה. בתי ההשקעות טוענים מנגד, כי שוק מוצרי המדדים מהווה רגל בלתי נפרדת מבית ההשקעות שמבוצע בנוסף לניהול האקטיבי המסורתי, ואין זה ריאלי שבית ההשקעות ימכור פעילות אסטרטגית בתחום שוק מוצרי המדדים, בעוד הוא עצמו מהווה אחד ממנועי הצמיחה בארץ ובעולם.
2. בתגובה להצעה למנוע מחברות תעודות הסל את זכות ההצבעה בגין המניות שבחזקתן, טוען בנק ישראל כי אם תעודות הסל לא יוכלו להצביע, המשמעות הינה חיזוק כוחם של שאר בעלי המניות.

המלצה

הוועדה סבורה כי מגבלת 5% היא מגבלה אפקטיבית שעם הסרתה עשויים מחזורי המסחר בבורסה לגדול. הוועדה מודעת לדיונים המתקיימים, בימים אלה, בין הרגולטורים במטרה למצוא פתרון לסוגייה זו ומדגישה את הצורך למצוא פתרון כאמור, בהקדם.

אנליזות

חברי הוועדה סוברים כי לאנליזות תפקיד חשוב הן בעבור הפעילים המוסדיים, הן בעבור ציבור המשקיעים והן בעבור החברות הנסחרות. הוועדה סבורה כי יש לעודד פרסום אנליזה על החברות הנסחרות. בדומה להמלצת הוועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המו"פ (להלן – "ועדת המו"פ")¹³⁸ אשר המליצה על עידודה של אנליזה בלתי תלויה לחברות הייטק, וכן לקדם קורסים להרחבת הידע בתחומי ההיי-טק, ממליצה הוועדה הנוכחית להמתין ליישום המלצות וועדת המו"פ ולבחון יישום בסקטורים בהתאם לניסיון שייצבר¹³⁹.

¹³⁸ ועדת אורגד - שטרית בך לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המו"פ הגישה את דוח הביניים ליו"ר רשות ניירות ערך ביוני 2013.

¹³⁹ המלצות ועדת המו"פ לקידום תוכנית אנליזה בלתי תלויה מופיעות באתר הרשות WWW.ISA.GOV.IL.

שיווק

נזילות במניות אינה באה, בדרך כלל, מאליה. מאמצי שיווק נדרשים כבר לפני ההנפקה לציבור ומאמצים במסגרת Road Show הם בגדר סטנדרט מקובל ונדרש. גם לאחר שהנפקה יוצאת לדרך, ובמשך השנים שלאחר ההנפקה, נדרשת החברה למאמץ שיווקי כדי לקיים ולקדם ביקוש למנייתה. בכדי להצליח באופן מיטבי, על מאמצי השיווק להישען על ממשל תאגידי איתן, על אסטרטגיה ברורה ומוגדרת, על מימוש האסטרטגיה לאורך זמן, על Best Practice ועל עזרת הבורסה. בורסות שונות ברחבי העולם משקיעות מאמצים רבים במטרה לסייע בידי החברות הרשומות לשווק את עצמן ואת המניות הרשומות בהן למסחר, להביא אותן להתעניינות ציבור המשקיעים בעיקר סביב אירועים חיוביים מיוחדים. מומלץ שהבורסה לניירות ערך בתל-אביב תגביר את מאמציה לשיתוף פעולה עם החברות הרשומות למסחר במאמץ ליחצן את החברות הראויות ולעודד ביקוש למניותיהן.

כמו כן, על פי עבודת Mckinsey שהתבצעה בנושא, הגדלת כמות החברות בבורסת תל אביב, צפויה להגדיל את אטרקטיביות הבורסה בעיני משקיעים זרים ולתרום למחזורי המסחר בחברות קיימות וחברות חדשות.

החברות הקיימות בבורסת תל אביב סווגו בעבודת Mckinsey ל-4 קבוצות, על פי שווי השוק ומהירות המחזור (turnover) שלהן:

- **'שוורים'** - אלו הן 25 חברות בעלות ערך שוק גבוה בעלות מהירות המחזור הגבוה ביותר המהוות כ- 54% מהיקף המסחר בבורסת תל אביב.
- **'פילים'** - 44 חברות גדולות בעלות turnover rate נמוך המהוות 27% מהיקף המסחר.
- **'ארנבות'** - 94 חברות mid-cap עם turnover גבוה המהוות 15% מהיקף המסחר.
- **'צבים'** - 349 חברות קטנות בעלות היקפי מסחר נמוכים המהוות כ- 4% בלבד מהיקף המסחר בבורסת תל אביב.

שילוב של מאמצי שיווק ממוקדים, מתן פתרונות להגברת נזילות ועידוד הרישום למסחר בהתאם לצרכים של כל אחת מהקטגוריות (ובעיקר שלושת הקטגוריות הראשונות לעיל) עשויה להגביר את הנזילות בבורסה.

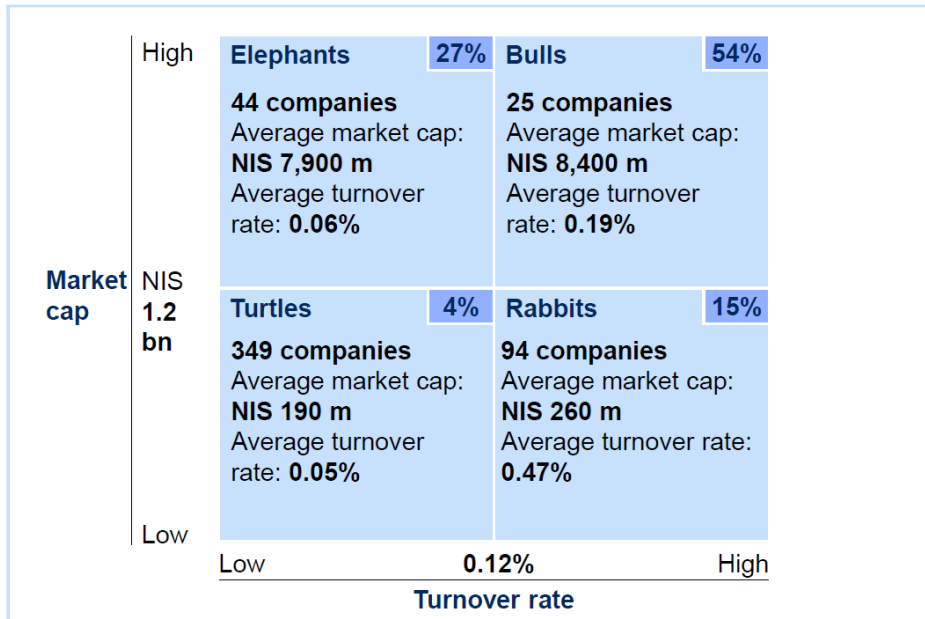
The TASE's issuers can be segmented into 4 groups...

Issued on the TASE

■ Percentage of volume

TASE listed companies (equity only) segmentation

January- August 2013, segmented by weighted average of cap and turnover rate



SOURCE: ISA data, team analysis

McKinsey & Company | 63

הקמת יחידת מחקר והוראה

ההתפתחויות בשוקי ההון בעולם מתרחשות במהירות רבה בהרבה מבעבר והמעקב אחר שינויים כגון מבנה הבורסות, מבנה ההכנסות וההוצאות, הנוף התחרותי, נדידת נזילות בין שווקים, מכשירים פיננסיים חדשים, אסטרטגיות לניהול סיכונים, סיכונים של ניירות ערך חדשים או שילובים ביניהם, כל אלה ועוד נדרשים ללימוד מדוקדק על ידי הבורסה וציבור המשקיעים. הבורסה גם נדרשת לניתוח מעמיק ושוטף של הצלחת או אי הצלחת מכשירים חדשים שהושקו בבורסות בתל-אביב ובח"ל. עליה גם לחקור ולחתור להבנת הגורמים להצלחת המכשירים הפיננסיים החדשים ולשפר את יכולתה לאתר פוטנציאל להצלחת מכשירים פיננסיים חדשים לטובת ציבור המשקיעים. כמו כן, נדרשת הבורסה לנתוח ההשלכות של שינויים בסביבת המסחר (מוצרים חדשים, כללי מסחר, מבנה עמלות וכו') על הנזילות ויעילות המסחר.

הוועדה ממליצה לבורסה להקים יחידת מחקר משמעותית בעלת אוריינטציה יישומית לצורך הבנת ההתפתחויות במסחר ובמוצרים הפיננסיים החדשים, ולהציב לה לפחות ארבע מטרות:

1. לשמש מרכז למחקר מעמיק ויישומי בנושאי שוק ההון בישראל, אולי בשיתוף עם מוסד אקדמי (אחד או יותר) או עם גוף ייעודי שיוקם למטרה זו;
2. נתוח ההשלכות של שינויים בסביבת המסחר (מוצרים חדשים, כללי מסחר, מבנה עמלות וכו') על הנזילות ויעילות המסחר;
3. לשפר את היכולת להעריך את סיכויי הצלחת השקת מכשירים פיננסיים חדשים;
4. להרחיב את הפעילות בתחום ההוראה (סמינרים, מפגשי לימוד וכדומה) במטרה לחנך את ציבור המשקיעים להתנהגות פיננסית נכונה והשקעה מניבה לטווח ארוך ולהסביר את השימוש במכשירים הפיננסיים החדשים על הפוטנציאל והסיכונים הטמונים בהם.

פרויקטים לפיתוח שוק ההון

במסגרת יישום מפת הדרכים של רשות ניירות ערך, מבצע סגל הרשות בחינה יזומה של חלופות לפיתוח שוק ההון. במסגרת זאת, פועלת הרשות להסרת חסמים ולפיתוח של מודלים מימוניים, שיפתחו אלטרנטיבה מימונית באמצעות שוק הון לתחומים שהינם עתירי צורכי מזומנים, שכיום מתממנים בעיקר באמצעות המערכת הבנקאית והלוואות פרטיות מגופים מוסדיים. פרויקטים אלה מחייבים תשתית רגולטורית מורכבת ויצירתית, שכוללת בין היתר תמריצי מס ותמיכות ממשלתיות. לשם כך פועלת רשות ניירות ערך בשיתוף עם משרדי הממשלה הרלוונטיים במטרה לגבש מתווה כולל, עם היתכנות כלכלית גבוהה להצלחתו. במסגרת פרויקטים אלו נכללים:

אג"ח מוניציפלי - הרשות בוחנת את החסמים הרגולטוריים להנפקת אגרות חוב מוניציפליות על ידי הרשויות המקומיות והתאגידים העירוניים שבבעלותן ורישומן למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. כיום, המערכת הבנקאית מהווה את מקור המימון הכמעט בלעדי של הרשויות המקומיות. פתיחת האפשרות של הנפקת אגרות חוב מוניציפליות, אפיק מימון שנפוץ במדינות מפותחות ברחבי העולם, מיועדת לגוון את מקורות האשראי של הרשויות, לאפשר להן גיוס מימון לתקופות ארוכות ולהוזיל את עלויות המימון שלהן. בנוסף, אפיק המימון הבורסאי עתיד להצמיח תועלות נוספות, לבר מימוניות, בדמות הגברת השקיפות של הרשויות המקומיות, שיפור תהליך קבלת ההחלטות אצלן ותמרוצן יתר אחריות, יעילות והתייעלות. במסגרת הבחינה שמקיים סגל הרשות נבדקים סוגים שונים של אגרות חוב שהרשויות והתאגידים העירוניים יוכלו להנפיק ובכלל זאת: אגרות חוב כלליות (General Obligation bonds) בהן מקור החזר החוב הינו ההכנסות השוטפות של הרשות המקומית, ללא שיריון של תזרים מסוים להבטחת החוב; אגרות חוב ייעודיות (revenue bonds) המובטחות בתקבולי ארנונה בגין קבוצת נכסים מוגדרת או בתקבולים מהפעלת פרויקט שאגרות החוב שימשו למימון הקמתו.

קרנות השקעה בתשתיות - הרשות בוחנת את התשתית הרגולטורית הנדרשת להקמתן של קרנות נסחרות להשקעה בתשתיות בפרויקטים ציבוריים בשיתוף המגזר הפרטי (בעיקר פרויקטים מסוג Public Private Partnership). מקור האשראי של פרויקטים אלו הינו אשראי של המערכת הבנקאית והלוואות פרטיות של הגופים המוסדיים הגדולים ומקור ההון הינו הזימים של הפרויקטים וקרנות השקעה פרטיות הפועלות בתחום. כלומר, הציבור אינו מעורב במימון ישיר של הפרויקטים, חרף היקפם הכספי שהינו למעלה מ- 30 מיליארד ש"ח. על רקע האמור, מקיים סגל הרשות בחינה נרחבת של מאפייני הפרויקטים והמימון שלהם בישראל ובעולם ובדק שורה של אמצעים ומהלכים שונים המתייחסים, בין היתר, למבנה התאגידי ולהסדר המיסוי, על מנת לעודד הקמת קרנות נסחרות להשקעה בתשתיות בפרויקטים כאמור אשר יגדילו את מקורות המימון העומדים לרשות פרויקטים אלה, יפחיתו את עלויות האשראי וההון שלהם ויאפשרו לציבור וכן למשקיעים זרים להיות שותפים להשקעות בשוק זה.

קרנות השקעה במקרקעין - נציג הרשות עומד בראש צוות משנה בין-משרדי שיבחן את החסמים הרגולטוריים לפעילות קרנות השקעה במקרקעין (להלן - "קרנות ריט") במימון, הקמה ותפעול של פרויקטי דיור להשכרה, ויציע פתרונות לחסמים אלה כך שקרנות ריט יוכלו להוות מקור מימון משמעותי לדיור להשכרה במסגרת פרויקט הדיור הלאומי. חברים נוספים בצוות - נציגי אגפי התקציבים, החשב הכללי ושוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר, וכן נציגי היועץ המשפטי לממשלה, רשות המיסים, הבורסה ונציג המועצה הלאומית לכלכלה.

מימון נדל"ן יזמי - הרשות בוחנת דרכים ואמצעים להפיכת הבורסה לאלטרנטיבה יעילה ונוחה למערכת הבנקאית במימון פרויקטי נדל"ן יזמי, כולל ייזום נדל"ן למגורים. במסגרת זו, בוחן סגל הרשות את כלל היבטי הגילוי, אופן ההצעה, ממשל תאגידי וכללי הרישום למסחר, על מנת להבטיח את התאמתם בנוגע לגיוס אגרות חוב מן הציבור לשם מימון נדל"ן יזמי.

ניירות ערך מסחריים - הרשות בוחנת את החסמים לפיתוח שוק ניירות ערך מסחריים (סחירים ושאינם סחירים). נייר ערך מסחרי מהווה חלק משוק הכסף. מנקודת מבט הפירמות (המציעים), נייר ערך מסחרי מתחרה במישרין באשראי הבנקאי לזמן קצר ומספק לפירמות העסקיות אשראי שוטף לניהול פעילותן. מנקודת מבטם של המשקיעים (הניצעים), נייר ערך מסחרי מהווה תחליף ישיר לפיקדון בנקאי, המספק תשואה גבוהה יותר. בארצות הברית ובאירופה מהווה שוק ניירות הערך המסחריים רכיב מרכזי בשוק הכסף, ולעומתם שוק ניירות הערך המסחריים בישראל אינו מפותח, והוא אינו מהווה תחרות לאשראי הבנקאי, גם לא בעבור החברות היציבות במשק. נכון למועד זה, היקף ניירות הערך המסחריים המונפק זניח ועומד על סך של כמיליארד ₪, מתוכו כשש מאות מיליון ₪ מוחזקים על ידי קרנות הנאמנות (בעיקר הכספיות).

קרנות אשראי לעסקים קטנים ובינוניים - הרשות בוחנת הקמת קרנות נסחרות אשר מטרתן ליצור מקור מימון נוסף ויעיל לעסקים קטנים ובינוניים על מנת להקל על קשיי גיוס ההון של עסקים אלה (בין היתר, עקב קשיי נגישות לשוק ההון וכללי באזל החלים על המערכת הבנקאית). במסגרת זו, נבחן גיבוש מודל המתבסס על שילוב של שני מודלים המקובלים בארצות הברית לעניין זה – Development Business Company - המפוקח על ידי רשות ניירות ערך האמריקאית ומשמש ככלי לגיוס כספים מן הציבור לשם מימון עסקים קטנים; Company Small Business Investment - המפוקח על ידי הסוכנות לעסקים קטנים בארצות הברית ומהווה כלי למתן תמריצי מדינה לשם מימון עסקים קטנים.

הנפקת מכשירים מובנים בישראל - הרשות בוחנת לאחרונה אם ובאיזה אופן לפתוח את שוק המוצרים המובנים. קשה למצוא הגדרה אחת ממצה למוצר מובנה. יחד עם זאת הכוונה לענייננו הינה למכשיר האורז או מחקה שני מכשירים פיננסיים או יותר כאשר בדרך כלל אחד מהמכשירים יהיה נגזר אשר נכס הבסיס שלו הנו מניות, אג"ח, מדדים, ריביות, מטבעות, או סחורות. מוצרים מובנים מגלמים מספר סיכונים למשקיע. שני המרכזיים הם - מורכבות התימחור של המכשיר וסיכון האשראי של המוסד הפיננסי מנפיק ה-Note שמגבה את המוצר המובנה. סיכונים נוספים כוללים בין היתר סיכון נזילות למשקיע וסיכון סיסטמי. ואולם, למכשירים אלו יתרונות למשקיעים בכך שהם מגוונים את אפיקי ההשקעה ומנגישים אסטרטגיות השקעה בנגזרים לציבור הרחב לעיתים תוך הגנה ולו חלקית על קרן השקעתו. בנוסף, לחדשנות פיננסית בכלל, תפקיד חשוב בשכלול שוק הון, ומכשירים אלו נסחרים בשווקי העולם. כחלק מהמאמץ הכולל של הרשות לפיתוח שוק ההון והתחרותיות על ידי עידוד כניסתם של שחקנים חדשים, גיוון המכשירים הפיננסיים ושיכלול תשתיות השוק, מחויבת היא להסתכלות מחודשת, כוללנית יותר על שוק ההון, אשר מתחשבת בצרכי השוק, הן מצד הביקוש והן מצד ההיצע, תוך התחשבות מתמדת במצב שוק ההון ובחלופות השונות הקיימות בשוק. הוועדה מברכת על קידום פרויקטים אלו לפיתוח שוק ההון בישראל.

נספח 1 – כתב המינוי של הוועדה

י"ג באייר התשע"ג

23 באפריל, 2013

לכבוד:

פרופ' משה בן חורין, יו"ר הוועדה

פרופ' אבי וואהל

מר יהודה בן אסאייג

מר דוד ברוך

רו"ח יורם סירקיס

רו"ח איציק שורקי, רשות ניירות ערך

ד"ר גיתית גור-גרשגורן, רשות ניירות ערך

רו"ח הילה בן חיים, אגף שוק ההון, משרד האוצר

מר רובי גולדנברג, הבורסה לניירות ערך בתל-אביב

מכובדי,

הנדון: כתב מינוי לוועדה לשכלול המסחר ולעידוד הנזילות בבורסה

שוקי ההון בעולם חוו בשנים האחרונות טלטלות סוערות. המשבר הפיננסי שפרץ בשנת 2008 טרם חלף, והשלכותיו ניכרות עדיין בכלכלה המערבית. אחד מתוצרי המשבר הוא ירידה עקבית בהיקפי המסחר בבורסות ברחבי העולם. השלכות המשבר לא פסחו על הבורסה בישראל, ואנו עדים בארבע השנים האחרונות לקיטון במחזורי המסחר במניות ובאגרות חוב בהשוואה לתקופה שקדמה למשבר.

שוק ההון הישראלי הוא כלי חשוב לצמיחה כלכלית ומכשיר חיוני להקצאת מקורות יעילה במשק. לפיכך הגדירה הרשות את פיתוח השוק כיעד מרכזי באסטרטגיה הרב-שנתית שפורסמה לאחרונה תחת הכותרת "מפת הדרכים". במסגרת זו גילתה הרשות דעתה כי יש בכוונתה לבחון, בין היתר, חלופות להקלת הנגישות של חברות ציבוריות לשוק ההון; גיוון מכשירי ההשקעה העומדים לרשות המשקיעים; הגברת הנזילות והסחירות בשוק; קידום מעמדו של שוק ההון הישראלי בעולם; ועוד.

מצב בו מחזורי המסחר בבורסה נמוכים פוגע בנזילות וביעילות השוק משני לניירות ערך, ומשפיע בעקיפין גם על השוק הראשוני. תוצאה זו עלולה לפגוע בנגישות של שוק ההון כחלופה בת קיימא לגיוס מקורות הון על ידי המגזר העסקי. על כן מבקשת הרשות לשקול כלים לעידוד המסחר והסחירות בבורסה, מתוך מטרה להגן על עניינם של ציבור המשקיעים ולהבטיח קיומו של שוק הון יעיל בישראל.

לאור האמור, הנכם מתמנים בזאת לכהן כחברי ועדה שתפקידה לבחון ולהציע חלופות לשכלול המסחר ועידוד והסחירות בניירות הערך הרשומים למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב. בכלל זה הוועדה מתבקשת לבחון ולהתייחס, בין היתר, לנושאים אלה:

1. השקת מוצרים פיננסיים חדשים ;
2. מסחר אלגוריתמי בתדירות גבוהה (High Frequency Trading);
3. שיטות מסחר ופקודות מסחר ;
4. מבנה עמלות מסחר ;
5. הקמת מאגר השאלות לניירות ערך ;
6. עידוד משקיעים זרים.

סדרי עבודה

בראש הוועדה יעמוד פרופ' משה בן חורין. ר"ח אורלי קורן תשמש כמרכזת הוועדה.

יושב ראש הוועדה יקבע את סדרי עבודתה. הוועדה תתייעץ ותשמע גורמים רלוונטיים לפי שיקול דעתה. הוועדה מתבקשת להגיש המלצותיה לח"מ עד ליום 31 באוגוסט, 2013.

הרשות תעמיד לרשות הוועדה את האמצעים המנהליים שיהיו דרושים לעבודתה.

אני מודה לכם על נכונותכם ליטול חלק בצוות ומאחלים לכם הצלחה ועבודה פורייה.

בברכה,

פרופ' שמואל האוזר

העתק:

מר שאול ברונפלד, יו"ר הבורסה לניירות ערך בתל-אביב

גב' אסתר לבנון, מנכ"ל הבורסה לניירות ערך בתל-אביב

פרופ' עודד שריג, הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון

נספח 2 - רשימת הנציגים שהופיעו בפני הוועדה

בועז שוורץ - מנכ"ל דויטשה ניירות ערך ישראל בע"מ.

אדר אושרת - ממונה על המסחר במניות בדויטשה ניירות ערך ישראל בע"מ.

אבנר חזד - מנכ"ל קסם תעודות סל.

אמנון ריפטיין - מנכ"ל גילפיש.

ענת פייר - אגף שוק ההון.

אלדד תמיר - מנכ"ל ונשיא תמיר פישמן.

יואב ליבל - מנכ"ל AONLINE.

פורום CFO.

אלדד בנבגי וענת פרומקיס - יו"ר איגוד החשבים.

אמיר הסל - מנהל חטיבת השקעות בקבוצת הראל.

אורי רבינוביץ - מנהל השקעות ראשי הראל פיננסים.

אילן פלטו - מנכ"ל איגוד החברות הציבוריות.

יהלי רוטנברג - סגן בכיר לחשב הכללי משרד האוצר וצוותו.

ענת לוין - משנה למנכ"ל בנק הפועלים.

סם ברונפלד - יושב ראש הבורסה לניירות ערך.

אמיר וסרמן - יועץ משפטי רשות ניירות ערך.

קרן גיחז, סיון חן - מחלקת תאגידיים רשות ניירות ערך.

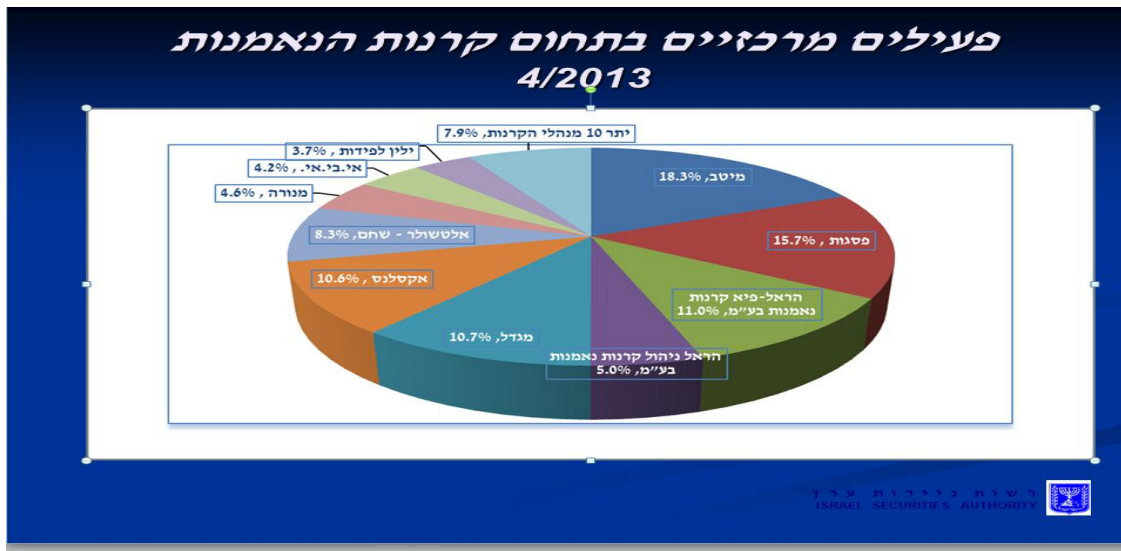
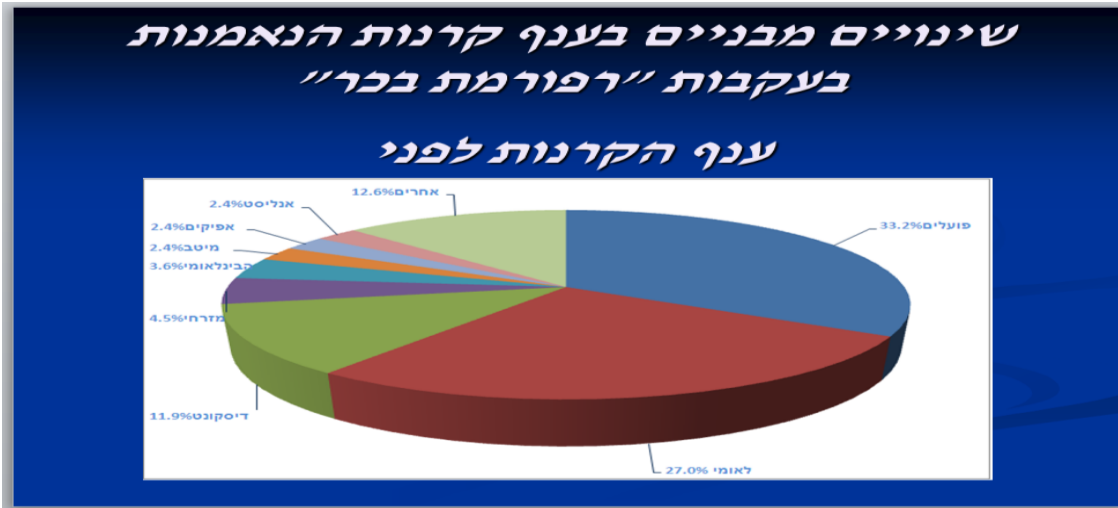
נספח 3 - מבנה ענף מנהלי קרנות נאמנות בשנים 2003-2012

נתונים מתוך ענף קרנות הנאמנות לשנים 2003-2012 מתוך הדוח השנתי של רשות ניירות ערך

שנה	מספר קרנות דוח (לפי שנת)	גידול או במספר באחוזים המנהלים	מספר קרנות נאמנות	גידול או במספר קרנות הנאמנות	סך כספים מנהלים (מיליארד ₪)	גידול או באחוזים בשווי נכסים מנהל	ממוצע נכסים מנהלים פר מיליארד ₪	גידול או ירידה בממוצע נכסים פר מנהל קרן	שווי נכסים החברות הגדולות (מיליארד ₪)	אחוז שווי נכסים מנהל של 5 החברות הגדולות ביחס לשך נכסים מנהל	שווי נכסים החברות הגדולות (מיליארד ₪)	אחוז שווי נכסים מנהל של 10 החברות הגדולות ביחס לשך נכסים מנהלים
2003	41	-10.9%	652	11.1%	82.8	80.4%	2.02	-	65.5	79%	75.1	90.7%
2004	41	0%	795	21.9%	100.9	21.9%	2.46	22%	75.5	75%	89.9	89%
2005	42	2.4%	918	15.5%	124.8	23.7%	2.97	21%	90	72%	103.9	83%
2006	36	-14.3%	1035	12.7%	111.8	-10.4%	3.11	5%	69.5	62%	92.7	83%
2007	40	11.1%	1167	12.8%	120.4	7.7%	3.01	-3%	74.6	62%	97.6	81%
2008	37	-7.5%	1185	1.5%	98.1	-18.5%	2.65	-12%	62.7	64%	84.3	86%
2009	31	-16.2%	1202	1.4%	133.2	35.8%	4.30	62%	83.9	63%	115.3	87%
2010	27	-12.9%	1247	3.7%	156.8	17.7%	5.81	35%	95.3	61%	140	89%
2011	22	-18.5%	1261	1.1%	142.3	-9.2%	6.47	11%	92.4	65%	130.2	91%
2012	21	-4.5%	1277	1.3%	170.1	19.5%	8.10	25%	104.2	61%	153.4	90%

מנהלי קרנות נאמנות – ניתן לראות כי בין השנים 2003-2005 נרשמה מגמה יציבה במספר מנהלי קרנות הנאמנות (41,41 ו-42 בהתאמה) וחל גידול ניכר בהיקף שווי הנכסים המנוהל של כ-50%, כאשר בשנת 2005, היווה אחוז שווי הנכסים המנוהל של חמשת מנהלי הקרנות הגדולים בענף כ-77% מהיקף הנכסים המנוהלים¹⁴⁰. בשנת 2006, חלה ירידה במספר מנהלי הקרנות, עם זאת הפיזור של הנכסים עלה (כפי שעולה מהנתון אודות שווי נכסים מנוהל של חמשת החברות הגופים הגדולים). מגמה זו נבעה בעיקר כתוצאה משינויים מבניים בענף, לאור החוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות, וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל (חוק בכר), אשר חייב העברת הקרנות מניהול בידי חברות שבשליטת הבנקים לגופים אחרים. בשנת 2007, חל גידול במספר מנהלי קרנות נאמנות לאחר כניסת שחקנים חדשים לענף, וזאת לאור פתיחת השוק לתחרות מצד גופים נוספים שאינם בנקים לאחר ועדת בכר.

¹⁴⁰ ארבעה מחמשת מנהלי הקרנות הגדולים בענף, היו בשליטת שני בנקים, בנק הפועלים ובנק לאומי אשר שלטו למעשה על כ-60% מהיקף הנכסים המנוהל בתעשייה.



בשנת 2008, עם פרוץ המשבר הפיננסי העולמי, חל צמצום במספר השחקנים, כאשר משנת 2008 ועד לשנת 2012, חלה ירידה של 43% במספר מנהלי קרנות הנאמנות. על-פי הדוח השנתי של הרשות לשנת 2008, הצמצום הן במספר מנהלי קרנות הנאמנות והן בשווי היקף הנכסים המנוהלים, נבע בעיקרו מהמשבר הכלכלי העולמי, אשר הביא לירידה משמעותית בשווי היקף הנכסים המנוהלים של כ-20%¹⁴¹ וכנגזרת מכך, חלה גם ירידה בהכנסות מדמי הניהול. בנוסף לירידה החדה בשווי היקף הנכסים המנוהלים חל שינוי בטעמו של ציבור המשקיעים, אשר הסיט כספים רבים בעיקר לקרנות הכספיות בהן דמי הניהול נמוכים מאוד, ובכך העלה את הצורך בביצועם של תהליכי הצטמצמות ושל התייעלות בתחום ניהול הקרנות. גורמים אלה הביאו לקונסולידציה בענף.

שנת 2009, התאפיינה כשנה בה התבצע המספר הגדול ביותר (ביחס לשנה קלנדרית) של מיזוגים ופירוקים של מנהלי הקרנות. בסוף שנת 2009, פעלו 32 מנהלי קרנות נאמנות (6 מנהלים חדלו לפעול בשנה זו). הירידה במספרם של מנהלי הקרנות הנה פועל יוצא של התהליך שתואר לעיל, שבו מספר מנהלי קרנות

¹⁴¹ הירידה נבעה ברובה מירידות החדות בשוויים של הנכסים המוחזקים בקרנות הנאמנות כתוצאה מהמשבר הכלכלי העולמי וכן מפדיונות רבים בענף. עודף הפדיונות בשנה זו הסתכם בכ- 8.8 מיליארד ש"ח.

התמזג עם מנהלי קרנות אחרים ומספר מנהלים אחרים החליטו להפסיק בפעילות ניהול הקרנות ועל פירוק הקרנות שבניהולם, כך שמספר החברות שנותרו פועלות בענף קטן יותר. שווי הנכסים המנוהל בשנת 2009 עלה בכ-35% מ-98.1 מיליארד ש"ח ל-133.2 מיליארד ש"ח. עלייה חדה זו בשווי הנכסים נבעה ברובה מעודף יצירות (כ-21.1 מיליארד ש"ח) ובחלקה מהעליות החדות בשוויים של הנכסים המוחזקים בקרנות הנאמנות, כחלק מתהליך ההתאוששות שלאחר המשבר העולמי. בנוסף, בשנה זו חלה הסטת כספים משמעותית מהקרנות הכספיות לקרנות פחות סולידיות, בעיקר לקרנות האג"ח. עודף הפדיונות בקרנות הכספיות בשנת 2009 הסתכם בכ-17 מיליארד ש"ח.

בשנים 2010 עד 2012, המשיך תהליך הקונסולידציה בענף קרנות הנאמנות. התהליך מאופיין בירידה במספר מנהלי קרנות הנאמנות, אך לצד זה, שווי הנכסים המנוהל בענף גדל בעיקר כתוצאה מעודף יצירות ובחלקו מעליית שוויים של הנכסים המנוהלים. שווי הנכסים המנוהל הגיע לשיאים חדשים כאשר בשנת 2012 הגיע שווי נכסים המנוהל לכ-170 מיליארד ש"ח (במהלך חודש יוני 2013 חצה שווי הנכסים המנוהלים בענף את רף 200 מיליארד ש"ח).

ניתן לראות מהטבלה שלעיל ("אחוז שווי נכסים מנוהל של 5 החברות הגדולות ביחס לסך נכסים מנוהלי") כי הריכוזיות של חמשת מנהלי הקרנות הגדולים בענף במהלך השנים 2003-2006 פחתה מרמה של כ-72% לרמה של כ-62%, נתון זה מוסבר על ידי השינויים שחוה הענף בעקבות וועדת בכר.

בשנים 2006 ועד שנת 2012, על אף הירידה במספר מנהלי הקרנות ועלייה בהיקף שווי נכסים מנוהל, הריכוזיות של חמשת מנהלי הקרנות הגדולים בענף נותרה יציבה בשיעור של בין 61% ל-65%. נתון זה מצביע כי עודפי היצירות ועודפי הפדיונות שחלו במהלך שנים הללו התפזרו במידה פחות או יותר שווה בין הגופים המנהלים ולא חלה עלייה או ירידה בריכוזיות של הגופים המובילים. בנוסף, חל גידול של כ-300% בממוצע נכסים מנוהלים עבור מנהל קרן במהלך השנים 2008-2012, גידול זה מוסבר על ידי ירידה בכמות מנהלי הקרנות במקביל לגידול בהיקף הנכסים המנוהל. גורמים אלה הביאו את הענף למיזוגים של מנהלי קרנות אשר נבעו בעיקר מהליכי התייעלות של ענף קרנות הנאמנות לאור השחיקה בהכנסות מדמי הניהול, הגדלת התחרותיות בין המנהלים והחמרת הרגולציה בנושאים מסוימים כגון בקרה, ממשל תאגידי ומכרזי ברוקראז'. לצד המיזוגים נצפו בענף פירוקים של מנהלי קרנות קטנים שלא שרדו את השחיקה בהכנסות מדמי הניהול.

נספח 4 - מבנה ענף חברות לניהול תיקים בשנים 2003 - 2012

נתונים מתוך ענף חברות ניהול תיקים לשנים 2003 - 2012 מתוך הדוח השנתי של רשות ניירות ערך

שנה	מספר חברות לניהול תיקים (לפי דוח שנתי)	גידול או ירידה באחוזים במספר החברות	סך כספים מנוהלים (מיליארדי ₪)	גידול או ירידה באחוזים בשווי נכסים מנוהלים (₪)	ממוצע נכסים מנוהלים פר חברה מיליארד (₪)	גידול או ירידה בממוצע נכסים מנוהלים פר חברה	שווי נכסים מנוהלים ע"י 5 החברות הגדולות	אחוז נכסים המנוהלים על ידי 5 החברות הגדולות	שווי נכסים מנוהלים ע"י 10 החברות הגדולות	אחוז נכסים המנוהלים על ידי 10 החברות הגדולות
2003	139	4.5%	44.8	7.2%	3.2	-	17.67	39%	28.80	64%
2004	146	5.0%	74.8	67.0%	0.51	-84%	36.62	49%	45.00	60%
2005	159	8.9%	102.7	37.3%	0.64	25%	48.53	47%	61.70	60%
2006	177	11.3%	115.5	12.5%	0.65	2%	32.7	28%	50.20	43%
2007	205	15.8%	127.6	10.5%	0.62	-5%	46.1	36%	69.60	55%
2008	198	-3.4%	118	-7.5%	0.59	-5%	51.57	44%	70.50	60%
2009	176	-11.1%	198	67.8%	1.12	90%	102.96	52%	135.60	68%
2010	164	-6.8%	232	17.2%	1.41	26%	129.98	56%	169.30	73%
2011	144	-12.2%	223	-3.9%	1.54	9%	118.83	53%	159.60	72%
2012	134	-6.9%	237	6.3%	1.76	14%	127.5	54%	174.50	74%

חברות ניהול תיקי השקעות – ניתן לראות כי בין השנים 2003 ועד ל-2007, נרשם גידול של 47% במספר החברות לניהול תיקי השקעות מ-139 חברות בשנת 2003, ועד ל-205 חברות בשנת 2007. שנים אלו אופיינו כשנות הגאות בבורסה לניירות ערך, כאשר מחודש מרץ 2003 עד סוף שנת 2007 היה מדד ת"א 25 במגמת עלייה חזקה, מרמה של קרוב ל-300 נקודות בתחילת התקופה, ועד לרמת שיא של 1,237 ב-31 באוקטובר 2007, עלייה של למעלה מ-300%. עלייה זו הניבה עלייה בהכנסות מדמי הניהול של חברות שנהנו מעלייה מתמשכת בשווי הנכסים המנוהלים של כ-פי 2.8 משנת 2003 עד שנת 2007, ומחסימי כניסה לא גבוהים לחברות קטנות שחפצו להיכנס לענף ניהול תיקי השקעות.

ניתן לראות כי המגמה של עליית מספר חברות לניהול תיקי השקעות השתנתה במהלך שנת 2008, כאשר משנת 2007 ועד שנת 2012, חלה ירידה של 34.6% במספר חברות לניהול תיקי השקעות. בשנת 2008 חווה העולם משבר כלכלי פיננסי נרחב אשר הביא לירידה בשווי התיק הנכסים המנוהלים של החברות של כ-8% מרמה של 127.6 מיליארד ש"ח בשנת 2007 ל-118 מיליארד ש"ח בשנת 2008, וכנגזרת לכך גם לירידה בהכנסות מדמי הניהול. במקביל לירידה בשווי התיק הנכסים המנוהלים, באותה תקופה עלו החששות בקרב ציבור המשקיעים באשר לאיתנותן הפיננסית של גופים פיננסיים רבים והסקטור הפיננסי נפגע קשות במשבר¹⁴². בנוסף לכך בתקופה זו טעמו של המשקיעים הוסט לאפיקים בטוחים יותר כגון פיקדונות וקרנות כספיות.

בדומה לענף קרנות הנאמנות, שינויים אלה העלו את הצורך בביצוע תהליכי הצטמצמות והתייעלות בתחום חברות ניהול התיקים, דבר שגרם בחלקו לרכישתן של חברות לניהול תיקים קטנות, למיזוגן של חברות ניהול תיקים בינוניות או לסגירתם של חברות ניהול תיקים קטנות.

¹⁴² ביום 1.1.2008 עמד מדד ת"א פיננסי על 1,216 נקודות וביום 31.12.2008 עמד המדד על 523 נקודות, ירידה של 57%.

ניתן לראות כי משנת 2009 החלה עלייה משמעותית בהיקף הנכסים המנוהלים של חברות ניהול תיקים, מרמה של 118 מיליארד ש"ח ב-2008 עד ל-237 מיליארד ש"ח בשנת 2012, עלייה של כ-100%. עוד ניתן לראות כי על אף הגאות בהיקף שווי הנכסים המנוהלים בשנים אלה, חלה ירידה הדרגתית במספר חברות לניהול תיקים מרמה של 198 חברות בשנת 2008 עד ל-134 חברות בשנת 2012, ירידה של כ-33%. נתון זה מסביר את העלייה החדה בממוצע נכסים מנוהלים עבור מנהל תיקים בשנים 2008 עד 2012, עלייה מרמה של 0.56 מיליארד ש"ח ל-1.76 מיליארד ש"ח בממוצע עבור חברה לניהול תיקים, עלייה של למעלה מ-200%.

על אף הירידה במספר חברות לניהול תיקים ועלייה בהיקף שווי נכסים מנוהלים, ניתן לראות מהטבלה לעיל ("אחוז שווי נכסים מנוהלים של 5 החברות הגדולות מסך שווי נכסים מנוהלים כולל") כי הריכוזיות של חמשת חברות ניהול תיקים הגדולות ביותר אשר עמדה בשנת 2007 על כ-44% מסך הנכסים המנוהלים ובשנת 2012, על סך של 54% מסך הנכסים המנוהלים, גדלה באופן מצומצם במהלך השנים בהן חלה התכווצות מספר החברות. תוצאה זוהי ניתן לראות גם בממד הריכוזיות שנבדק עבור עשרת החברות לניהול תיקים הגדולות, אשר עלתה מרמה של כ-55% בשנת 2007 ל-74% בשנת 2012.

נספח 5 - נתונים אודות ענף החיסכון הפנסיוני לשנים 2003 – 2012

נתונים על אודות ענף החיסכון הפנסיוני בין השנים 2003-2012

סקירה זו מתייחסת למבנה הענפי בשוק החיסכון לטווח הארוך: קופות גמל (ללא קרנות ההשתלמות), קרנות פנסיה וביטוחי חיים.

התפתחות הענף

שנה	מספר חברות מנהלות של קופות גמל	מספר קופות גמל	מספר קרנות פנסיה ותיקות	מספר קרנות פנסיה חדשות (מקיפות וכלליות)	מספר חברות ביטוח הפועלות בענף ביטוח חיים
2003	50	378	18	27	13
2004	55	417	18	29	12
2005	58	439	18	22	14
2006	62	446	18	23	13
2007	65	473	18	24	13
2008	68	453	18	26	13
2009	92	419	18	26	13
2010	92	386	18	26	13
2011	82	250	18	26	13
2012	77	242	18	26	13

*הנתונים לקוחים מתוך דוחות שנתיים של הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון לשנים 2003-2012

ניתן לראות כי בשנת 2003 היו פעילות בשוק 50 חברות מנהלות של קופות גמל שניהלו 378 קופות גמל, 18 קרנות פנסיה ותיקות, 27 קרנות פנסיה חדשות, ו-13 חברות ביטוח הפועלות בענף ביטוח חיים.

בקרוב ענף קרנות הפנסיה החדשות, חלה בשנת 2005 ירידה במספר הקרנות החדשות, וזאת בעקבות מיזוגים של קרנות כתוצאה מרכישות ושינויים במבנה ההחזקה. בשנת 2005 פעלו 22 קרנות פנסיה חדשות (ירידה של כ- 24.1% לעומת שנת 2004).

בענף קופות הגמל, מספרן של קופות הגמל הצטמצם בכל שנה וכמוהו גם מסלולי ההשקעות. הירידה במספר קופות הגמל ומסלולי ההשקעה הייתה תולדה של מדיניות אגף שוק ההון לצמצום מספר הקופות בשוק במטרה להקל על העמיתים את ההשוואה בין קופות הגמל. בחודש ינואר 2011, נכנס לתוקפו תיקון 4 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005. השינוי אוסר על חברות מנהלות לנהל יותר מקופת גמל אחת מכל סוג, כלומר חברות מנהלות, שניהלו באותה תקופה יותר מקופה אחת מאותו סוג, צמצמו את מספרן. נראה שחוק זה היה אחת הסיבות לירידה שחלה בשנים 2010-2011 במספר קופות הגמל מ-419 קופות בשנת 2009 ל-250 קופות בשנת 2011, ירידה של כ- 40% במספר קופות הגמל. מגמת הצמצום במספר קופות הגמל צפויה להימשך עד סוף שנת 2013, שכן התאריך שנקבע לסיום מיזוג

קופות הגמל המתופעלות אצל מתפעלים שונים הוא 1.1.2014. כמו כן, ניתן לזהות מגמת צמצום במספר החברות המנהלות של קופות גמל עקב קונסולידציה בענף.

בענף ביטוח החיים, ניתן לראות כי לא חל שינוי מהותי במספר חברות הביטוח הפועלות בענף בשנים 2006-2011, ומספרן נותר יציב לאורך השנים ונתקבע על 13 חברות הפועלות בתחום.¹⁴³

התפתחות הנכסים בענף

הטבלה שלהלן מציגה את הנכסים של כל אחד ממוצרי החיסכון הפנסיוני. הנכסים מייצגים את הכסף שצברו החוסכים באותו מוצר. בקרנות הפנסיה (הוותיקות והחדשות), הנכסים משקפים את סך נכסי הקרן המיועדים למימון התחייבויותיה הפנסיוניות כפי שנצברו מיום הקמתן. בקופות הגמל הנכסים משקפים את סך הכספים שנצברו לזכות העמיתים ומהווים חיסכון בלבד. בפוליסות החיים, הנכסים משקפים את החיסכון שנצבר לזכות המבוטחים.

שנה	קופות גמל - סך נכסים מנוהלים	השינוי באחוזים בשווי נכסים מנוהלים	קרנות פנסיה - סך נכסים מנוהלים	השינוי באחוזים בשווי נכסים מנוהלים	ביטוחי חיים - סך נכסים מנוהלים	השינוי באחוזים בשווי נכסים מנוהלים	סה"כ נכסים מנוהלים	שינוי באחוזים בשווי נכסים מנוהלים
2003	134.5	12.6%	138.4	2.9%	114	31.94%	386.9	13.6%
2004	146.7	9.1%	148.4	7.2%	106	-7.0%	401.1	3.7%
2005	165.3	12.7%	175.6	18.3%	118	11.3%	458.9	14.4%
2006	175.8	6.3%	204.5	16.5%	134.1	13.6%	514.35	12.1%
2007	188.6	7.3%	223	9.0%	150	11.9%	561.6	9.2%
2008	147.2	-22.0%	209.3	-6.1%	144.7	-3.5%	501.2	-10.8%
2009	181.7	23.4%	357.45	70.8%	182.25	26.0%	721.4	43.9%
2010	193.0	6.2%	398.9	11.6%	182.2	-0.03%	774.1	7.3%
2011	181.0	-6.2%	431.1	8.1%	218.3	19.81%	830	7.2%

* הנתונים לקוחים מתוך דוחות שנתיים של הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון לשנים 2003-2011
** הסכומים במיליארדי ש"ח

נכון לסוף שנת 2003, סך נכסי הציבור המנוהלים בקופות גמל, קרנות פנסיה וביטוחי חיים עמד על כ- 387 מיליארד ש"ח.

משנת 2004 עד לסוף שנת 2007, ניתן לראות גידול בנכסים המנוהלים בשלושת הענפים. בענף קופות הגמל נצפה גידול של כ-40% מ-134.5 מיליארד ש"ח ב-2003, עד ל-188.6 מיליארד ש"ח בסוף שנת 2007. בענף קרנות הפנסיה רואים גידול של כ-61%, מ-138.4 מיליארד ש"ח בשנת 2003, עד ל-223 מיליארד ש"ח בסוף שנת 2007. את הגידול בסך הנכסים בקרנות הפנסיה בין שנת 2004 ל-2007 ניתן לייחס לתשואה, לגידול במספר העמיתים, וכן להגדלת שיעור ההפרשה הכולל לקרנות הפנסיה הוותיקות שבהסדר ב-3% בעקבות תיקון מס' 10 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח). בענף ביטוחי חיים היה גידול של כ-31.6%, מ-114 מיליארד ש"ח בשנת 2003, עד ל-150 מיליארד ש"ח בסוף שנת 2007.

סך נכסי הציבור המנוהלים בקופות גמל, קרנות פנסיה וביטוחי חיים גדל משנת 2003 עד לתום שנת 2007 בכ-45.3%.

¹⁴³ בתחילת שנת 2006 התמזגו חברות הביטוח הדר והפניקס הישראלי (חברה בת ואם), כך שמספר החברות פחת ל-13.

בשנת 2008 נכנס לתוקפו צו ההרחבה להסכם פנסיה חובה, כך שמשנה זו הוא חל על כלל המעסיקים במשק, דבר אשר הביא להגדלה משמעותית של מספר העמיתים עבורם מופקדים כספים למוצרי החיסכון הפנסיוני. כמו כן, נקבעה העלאה הדרגתית של שיעור ההפקדה הכולל את הפרשות העובד, הפרשות המעביד, והפרשות המעביד לפיצויים – השיעור הכולל עמד על 2.5% בשנת 2008 וצפוי להתייצב על 17.5% משנת 2014 ואילך. העלאה זו מביאה אף היא להגדלת סך הנכסים בחיסכון הפנסיוני.

מנגד, תיקון 3 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), אשר קובע כי כספי החיסכון הפנסיוני אשר ייצברו החל מה-1.1.2008 מיועדים לתשלום קצבה בגיל הפרישה ולא ניתן למשוך אותם בצורה הונית (למעט סכומים מעבר לסכום המבטיח תשלום קצבה מינימלית כפי שקבוע בחוק), הביא לצמצום הפקדות לקופות גמל בקרב עמיתים-עצמאים. למרות העליה במספר המפקידים, בשנת 2008 חלה ירידה בסך נכסי שוק החיסכון הפנסיוני בשיעור של כ-11%. הירידה בנכסי החיסכון הפנסיוני נובעת בעיקר מהתשואות השליליות על נכסי החיסכון הפנסיוני בעקבות המשבר שפקד את שוקי ההון ובנוסף כתוצאה ממשכת כספים, בעיקר בתחום הגמל.

נכון לסוף שנת 2008, סך הנכסים של כלל **קרנות הפנסיה** בישראל (ותיקות, חדשות וכלליות), עמד על כ-147.2 מיליארד ש"ח (ירידה של כ-22% משנת 2007). סך הנכסים המנוהלים **בקופות הגמל** עמד על כ-209.3 מיליארד ש"ח (ירידה של כ-5.7% משנת 2007). סך נכסים מנוהלים **בביטוחי חיים** עמד על כ-144.7 מיליארד ש"ח (ירידה של כ-3.53% משנת 2007). סך נכסי הציבור המוחזקים בידי קופות גמל, קרנות פנסיה וביטוחי חיים עמד בסוף שנת 2008 על כ-501.2 מיליארד ש"ח (ירידה של כ-10.75% משנת 2007).

בשנים 2009-2011 חלה עלייה בסך נכסי שוק החיסכון הפנסיוני, כך שבסוף שנת 2009 עמד סך נכסי החיסכון הפנסיוני על כ-721.4 מיליארד ש"ח ואילו בסוף שנת 2011 עמד סך נכסי החיסכון הפנסיוני על כ-830 מיליארד ש"ח. חלק מהגידול בנכסים נובע מכך, שהחל משנת 2009 הנתונים בנוגע לנכסי הקרנות הוותיקות שבהסדר כוללים את הסיוע העתידי שניתן להן במסגרת ההסדר, בסך של כ-78 מיליארד ש"ח. יתר הגידול בנכסי חיסכון הפנסיוני נבע מהגידול בהפקדות החוסכים, ומהתשואה שהושגה על הנכסים של הקופות.

ריכוזיות בענף

אגף שוק ההון משתמש בשני מדדים למדידת הריכוזיות בענף. האחד הוא מדד הרפינדל-הירשמן (H.H.I) (להלן: "**מדד H.H.I**") הבוחר את סכום ריבועי נתחי השוק של הגופים בענף. המדד נע בין 1 (ריכוזיות מלאה) לבין $1/n$ (פיזור מקסימלי). "ת" הוא מספר הגופים הפעילים בענף, למשל, בהינתן כי בענף מסוים ישנם 10 גופים, המדד לפיזור מקסימלי יהיה 0.1. המדד השני הוא מדד CR3 הבודק את סכום נתחי השוק של שלושת הגופים הגדולים (להלן: "**מדד CR3**"). שני המדדים מוחשבים ביחס לנכסים או להתחייבויות הביטוחיות בענף.

ענף קופות גמל										
2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	
0.06	0.06	0.06	0.08	0.06	0.06	0.07	0.09	0.13	0.14	HHI
33%	34%	35%	36%	31%	32%	37%	47%	54%	55%	CR3

*הנתונים לקוחים מתוך הדוח השנתי של הממונה על שוק ההון לשנת 2011.

ענף קרנות פנסיה חדשות										
2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	
0.24	0.25	0.26	0.25	0.27	0.28	0.29	0.27	0.29	0.3	HHI
78%	80%	81%	82%	83%	83%	85%	71%	76%	75%	CR3

*הנתונים לקוחים מתוך הדוח השנתי של הממונה על שוק ההון לשנת 2011.

ענף ביטוחי החיים										
2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	
0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	HHI
74%	74%	74%	74%	74%	74%	74%	74%	74%	75%	CR3

*הנתונים לקוחים מתוך הדוח השנתי של הממונה על שוק ההון לשנת 2011.

קופות גמל – בשנים 2003 - 2004 עמד מדד H.H.I בענף קופות הגמל על כ- 0.14 – 0.13, בהתאמה. נתונים אלו מצביעים על ריכוזיות יחסית גבוהה בענף, אשר בו כ- 55 חברות מנהלות (נכון לסוף שנת 2004). בפיזור מלא היה המדד עומד על כ- 0.018 (זהו המצב האופטימלי). על פי מדד CR3 שלושת הבנקים הגדולים (בנק הפועלים, בנק לאומי ובנק דיסקונט) החזיקו בשנת 2003 בכ- 55% מנכסי ענף קופות הגמל, וששת הבנקים הגדולים (כולל את בנק יהב, בנק המזרחי והבנק הבינלאומי) מחזיקים בכ- 68% מהענף.

ניתן לראות כי הריכוזיות ירדה בהדרגה לאחר שנת 2006. משנה זו ואילך מדד H.H.I עמד על 0.06 בקירוב ומדד CR3 ירד בהדרגה מ-47% בשנת 2005 ל-34% בשנת 2011.

יצוין, כי רפורמת בכר הביאה לשינוי מבני בענף קופות הגמל אשר התחולל בעיקר בשנים 2006-2008 – התאגידים הבנקאיים מכרו את קופות הגמל שבבעלותם ואלו עברו לבעלות של בתי השקעות וחברות ביטוח.

בענף קרנות הפנסיה החדשות הריכוזיות שנמדדה בשנת 2003 הייתה גבוהה יותר מאשר בענף קופות הגמל. מדד H.H.I עמד על 0.298, המעיד על ריכוזיות גבוהה מאוד בענף, פי 14 מחישוב המדד האופטימלי בפיזור מלא (בפיזור מלא המדד עומד על כ-0.021). באשר למדד CR3, בשנים 2003-2004 חלשו שלושת הגופים הגדולים על כ-75% מענף קרנות הפנסיה. בשנים אלה נעשו צעדים רבים להגברת התחרות בשוק. בשנת 2006 ישנה עליה בריכוזיות, שההסבר לה נובע בעיקר מרכישת קרנות הפנסיה "מיטבית" ו"עתודות" על ידי כלל. משנת 2006 ואילך ניתן לזהות מגמת ירידה בריכוזיות בענף קרנות הפנסיה החדשות, אשר מוסברת בין היתר בשכלול אפשרות הניוד ומעבר עמיתים בין קרנות הפנסיה ובמתן האפשרות לכל עובד להצטרף לכל קרן פנסיה או קופת גמל לפי בחירתו.

ענף ביטוחי החיים - הריכוזיות הגבוהה בשנים 2003-2004 אפיינה גם את ענף ביטוח החיים אשר עמדה על פי מדד H.H.I סביב 0.23, נתון המעיד על ריכוזיות גבוהה מאוד בענף, הגבוהה פי 2.76 מחישוב המדד

האופטימלי בפיזור מלא (בפיזור מלא הממדד עומד על כ-0.083). באשר למדד CR3, באותן שנים חלשו שלושת הגופים הגדולים (קבוצות מגדל, כלל והפניקס) על כ-75% מענף ביטוחי החיים ואילו חמשת הגופים הגדולים (מדד CR5) חלשו על 96.8% מענף זה (קבוצות מגדל, כלל, הפניקס, הראל ומנורה). ניתן לראות כי במהלך השנים לא חל שינוי של ממש בתוצאות מדדי הריכוזיות של חברות הביטוח בענף ביטוח החיים והריכוזיות הגבוהה נותרה. מדד H.H.I ומדד CR3 לשנת 2012 עמדו על כ- 0.23 ו- 74% בהתאמה.

נספח 6 - דויטשה בורסה

DEUTSCHE BOERSE	
338 prime standard, 221 general standard, 185 entry standard	מספר חברות רשומות למסחר ושווי שוק מצרפי
<ul style="list-style-type: none"> • Traders • Designated Sponsor (עושי שוק ו-Specialists) 	סוגי חברי בורסה
כ-250 חברי בורסה הרשאים לסחור.	מס' חברי בורסה
<ul style="list-style-type: none"> • רשאים להגיש בקשה: גופים פיננסיים, גופים המספקים שירותים פיננסיים וחברות העוסקות בפעילויות פיננסיות. על שני הסוגים הראשונים להיות מאושרים ע"י רשות רגולטורית. על חברות העוסקות בפעילות פיננסית (מסחר) לספק הוכחה מרו"ח או יועץ מס מאושר כי הינה בעלת הון עצמי של מעל 50 אלף אירו. • על האנשים המנהלים את החברה להוכיח אמינות ולפחות אחד מהם חייב להיות בעל ההכשרה לבצע עסקות בבורסה לניי"ע (הכשרה הניתנת ע"י הבורסה לסוחרים). • על החברה להוכיח אפשרות לבצע סליקה והתחשבות של העסקאות (חוזים מחייבים בין החבר והמסלקה המרכזית או עבור ניי"ע שאינם נסלקים ע"י המסלקה המרכזית – חוזה מחייב עם בנק סולק). • על אחד מהסוחרים של החברה לפחות לעבור הכשרה ולעמוד בבחינה של הבורסה. 	תנאי כשירות לחבר בורסה
מניות, ETF, ETC, ETN, Funds – מסחר רציף בקרנות נאמנות באמצעות 2 עושי שוק עיקריים, אג"ח – אג"ח קונצרני, ממשלתי (כ-2000 סדרות) וכ-60 אג"ח מוניציפאלי גרמניים נסחרים בבלטפורמת מסחר רציף עם Specialists, Warrants ומוצרים מובנים, Reit's.	מוצרים פיננסיים
<p><u>Connection Types</u>¹⁴⁴:</p> <p>A. Xetra Multi-Interface Channel: Dedicated leased line connection</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Enhanced Transaction Solution 2. Xetra FIX Gateway 3. Xetra Market Data interface 4. VALUES API <p>B. Consolidated connection</p> <p>C. Internet</p> <p><u>Connection location</u>:</p> <p>A. Co-location</p> <p>B. Proximity</p> <p>C. Access point</p> <p>עלויות¹⁴⁵: מ-1500 עד 4500 אירו לשירות הוסטינג (תלוי במהירות החיבור), כ-900 אירו בחודש לקישוריות אינטרנט.</p>	שירות קישור למערכות המסחר והמידע של הבורסה

¹⁴⁴http://xetra.com/xetra/dispatch/en/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/31_trading_member/xetra_connectivity_release14.pdf

¹⁴⁵

http://xetra.com/xetra/dispatch/en/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/31_trading_member/60_FWB_Admission/20_Admission_Xetra/30_Fee_and_Pricing_Model/Anbindungsentgelte_FWB_EDV.pdf

<p>1. Xetra Midpoint¹⁴⁷ - עבור פקודות מסחר גדולות מ-100 אלף יורו ניתן להזין פקודות במחיר האמצע בין מחיר הביקוש וההיצע הטובים ביותר. על הפקודה לשהות בספר 30 שניות לפחות. Block Agents משווים את הפקודות לפקודות הנמצאות אצלם ובמקרה וקיימת התאמה הפקודות יתבצעו במחיר האמצע.</p> <p>2. Xetra Best¹⁴⁸ - המערכת מאפשרת לעושי שוק ייעודיים לבצע עבור לקוחות פרטיים עסקאות במחיר עדיף על מחיר האמצע בספר וזאת לפני העברת הפקודה לספר הפקודות - מודל היברידי המשלב אלמנטים של מסחר בספר הפקודות יחד עם עשיית שוק. המערכת מאפשרת ביצוע מלא של ההוראות או מבטלת אותן ובכך מונעת אפשרות לארביטראג'. בנוסף, על עושי השוק וספקי הנזילות לשרד למערכת הצעה לעסקאות במחיר מועדף קודם להגעת ציטוט של משקיע פרטי. ההוראות מסומנות כהוראות Best ואינן מופיעות בספר הפקודות הרגיל. בנוסף, קיימים עושי שוק למערכת המחויבים לספק נזילות במחירי אמצע. במידה וגודל ההוראה המשודרת לספר גדולה מסך ההוראות הנגדיות הקיימות בספר באותו הזמן, עליה להיות כזאת המשפרת את המחיר הממוצע משוקלל נפח עסקאות הקיימות בספר באותו הזמן.</p> <p>3. Stop Market Orders</p> <p>4. Stop Limit Orders</p> <p>5. Hidden Orders</p> <p>6. One Cancels Other Order – שילוב של פקודת Limit ופקודת Stop – כאשר אחת מתבצעת, השנייה מתבטלת.</p> <p>7. Iceberg Orders – זמינה רק בזירת המסחר הרציף.</p> <p>8. Book or Cancel 149 – אם ניתן לבצע את ההוראה מיידית בזמן העברת ההוראה מתבטלת. זמינה רק במסגרת המסחר הרציף.</p> <p>9. Top of the Book – ההוראה תתקבל רק אם בקבלתה מצטמצם מרווח ה-Bid – Ask</p> <p>10. Xetra strike match order 150 – הוראה זמינה רק עבור מניות המשמשות כנכס בסיס עבור אופציות על מניות בבורסת ה-Eurex.</p>	<p>פקודות מסחר מתקדמות¹⁴⁶</p>
--	--

¹⁴⁶ ככלל, מתבצע המסחר במסגרת אחד מ-4 מודלים: (1) עבור נכסים סחירים ביותר (מניות, אג"ח ו-ETP) – מסחר רציף עם מכרזי פתיחה וסגירה; (2) מסחר במתכונת של מכרז פעם ביום בנכסים הממונים להם עושי שוק ו/או Specialists; (3) Xetra Best; (4) Xetra International Market – מסחר בכ-900 ניירות ערך של מנפיקים מכ-14 מדינות. סליקת העסקאות מתבצעת בשווקים המקומיים של המנפיקים או דרך הבנקים הסולקים.

¹⁴⁷ thereby, "Block Agents" match their trading places' liquidity with the Xetra MidPoint order book increasing the probability for Xetra participants of their large MidPoint orders being executed. a volume in excess of EUR 100,000 and a time span of more than 30 seconds spent in the Xetra MidPoint order book offer ideal execution chances. A "Xetra Block Agent" is a Xetra trading MTF) – and increases the liquidity of participant who himself operates a multilateral trading facility the XetraMidPoint order book. The "Block Agent" continually compares Xetra orders with orders from his liquidity pool, thereby significantly increasing the probability of their being executed in the Xetra MidPoint order book. Liquidnet Europe became the first "Xetra Block Agent". With an average executed order size of over EUR 1.2m and a trading network embracing in excess of 700 buy-side clients, the MTF, which operates in 42 markets, is the world's biggest institutional network of large-scale equity trading opportunities.

http://xetra.com/xetra/dispatch/en/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/31_trading_member/10_Products_and_Functionalities/80_Xetra_Midpoint/Xetra_Blockage_nt.pdf

¹⁴⁸http://xetra.com/xetra/dispatch/en/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/31_trading_member/10_Products_and_Functionalities/20_Stocks/85_Xetra_BEST/XB_Pre_sentation.pdf

http://xetra.com/xetra/dispatch/en/kir/navigation/xetra/300_trading_clearing/100_trading_platforms/100_xetra/500_xetra_best

¹⁴⁹http://xetra.com/xetra/dispatch/en/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/31_trading_member/10_Products_and_Functionalities/20_Stocks/BR_Xetra.pdf

150

http://xetra.com/xetra/dispatch/en/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/31_trading_member/Xetra_Strike_Match_Order.pdf

<p>ע"מ לאפשר לסוחרים לנהל פוזיציות בדלתא 0 ולהימנע ממצב של מימוש אופציות במקרה והאופציות נסחרות קרוב מאוד למחיר המימוש בזמן קרוב לתחילת מכרז הסגירה, ניתן להכניס הוראות לימיט אשר ייכנסו לפועל רק במקרה של עלייה/ירידה ממחיר המימוש ויהיה להם קדימות בזמן הואיל וההוראה הוקלדה מראש, לפני תחילת מכרז הסגירה.</p> <p>11. Order on Event – ניתן להגדיר אירועים אשר בהתקיימותם נכנסת ההוראה (קנייה או מכירה) לתוקף. לדוגמה: עלייה או ירידה של נכס בסיס אחר מעל/מתחת מחיר מסוים.</p>	
<p>מניות, ETF, ETC, קרנות: 08:00am - 08:00pm , אג"ח: 09:00am - 05:30pm , מוצרים מובנים: 08:00pm - 09:00am</p>	שעות מסחר
<p>בתוספת תשלום, באמצעות מערכות ספקי קישוריות לבורסה¹⁵¹</p>	קבלת נתוני מסחר

נספח 7 - בורסת אוסטרליה

ASX	
<p>מספר חברות רשומות למסחר ושווי שוק מצרפי</p>	<p>2149 חברות רשומות למסחר¹⁵² בעלות שווי שוק של כ- 1,347,186 מיליון דולר ארה"ב¹⁵³</p>
<p>סוגי חברי בורסה</p> <ul style="list-style-type: none"> • Market Participants – חבר בורסה הרשאי לסחור בשוק המניות והנגזרים בפלטפורמת מסחר ה-ASX ו-ASX24 עבור חשבון עצמי ועבור לקוחותיו. • Market Participant (Principal Traders) – חבר בורסה המורשה לסחור עבור חשבון עצמי בלבד. • שני סוגי החברים חייבים להיות חברי מסלקה או להיות מסוגלים לסלוק באמצעות חבר סולק אחר. • Principal Traders – Making Markets או Warrants אשר הינם עושי שוק בשוק ה- Warrants ו/או הנגזרים. • Direct Participant of ASX Clear – חבר סולק הרשאי לסלוק עסקאות עבור חשבונו האישי וחשבונות לקוחותיו בלבד. • General Participant of ASX Clear – חבר סולק הרשאי לסלוק עסקאות עבור חשבונו האישי, חשבונות לקוחותיו, חשבונות חבר בורסה אחר וחשבונות לקוחותיו. • General Participant of ASX Settlement – חבר הרשאי להחזיק, להעביר ולבצע התחשבות בקשר עם עסקאות בני"ע. • Account Participants – חבר הרשאי לבצע רק חלק מפעילויות ההתחשבות וההעברה של ני"ע מאושרים. 	<p>תנאי כשירות לחבר בורסה</p>
<p>1. Market Maker ו- Market Participants</p> <ul style="list-style-type: none"> • חברות בבורסה אפשרית עבור חברות בלבד, הרשומות כחברות אוסטרליות או זרות ברשם החברות האוסטרלי. • החברה מחזיקה באישור Australian Financial Services License המאפשר לה להיות חבר בורסה. • על החבר לשכנע את הבורסה כי הינו בעל יכולות אירגוניות, ניהוליות ותפעוליות מתאימות • על החבר להיות בעל יכולת סליקת עסקאות, בין בעצמו ובין באמצעות חבר סולק אחר. • על החבר לעמוד בדרישות הון המוגדרות בפרק 8 לחוקי הבורסה. <p>2. Market Participant (Principal Traders)</p> <p>כללים זהים להוציא דרישות ההון – חבר הסוחר לחשבון אישי בלבד אינו חייב לעמוד בדרישות הון.</p> <p>3. General Participant of and Direct Participant of ASX Clear</p>	

¹⁵² <http://www.asx.com.au/asx/research/listedCompanies.do>
¹⁵³ http://www.asx.com.au/research/historical_equity_data.htm#No. of Companies and securities listed on ASX

<p>ASX Clear</p> <p>1. עמידה בדרישות סי' (1), (2), (5) (דרישות ההון מופיעות בפרק 5 לכללי הבורסה).</p> <p>2. בעל יכולות אירגוניות, מערכתיות, כוח אדם, מערכות ניהול סיכונים לניהול סיכונים האשראי הכרוכים בפעילות הסליקה ובעל הון עצמי ואמצעים כלכליים מספיקים לעמוד בדרישות הבורסה.</p> <p>3. בעל ביטוח בהיקף העומד בדרישות סעיף 4.3 לכללי הבורסה.</p> <p>4 : General Participant of ASX Settlement</p> <p>המבקש עומד באחד מאלה :</p> <ul style="list-style-type: none"> • דרישות סי' (2)1, (1)2 ו-(2)2 לעיל. • המבקש הוא קסטודיאן מוכר. • נמצא תחת רגולציה של APRA או רגולציה זרה אחרת המאושרת בהתאם לחוק החברות האוסטרלי. • חברת נאמנויות. • חברה בת בבעלות מלאה של בנק אוסטרלי אשר כל עיסוקה מתן שירותי קסטודיאן ושירותים נלווים קשורים. 	
<ul style="list-style-type: none"> • מניות, (2) אופציות, חוזים עתידיים ואופציות על חוזים עתידיים : על מניות, מדדים, ריביות¹⁵⁴, סחורות¹⁵⁵, • קרנות ריט¹⁵⁶, קרנות תשתיות¹⁵⁷ • WARRANTS : MINI's¹⁵⁸, Knock Out, Structured Investment Products • ETP's • CFD's¹⁵⁹ • אג"ח קונצרני, אג"ח בריבית משתנה ואג"ח להמרה. • HYBRID SECURITIES¹⁶⁰ : Convertible Notes, Reset, Perpetuals, Step up Preference Shares, Preference Shares 	<p>מוצרים פיננסיים</p>

¹⁵⁴ ריביות קצרות - 30 יום, ועסקאות החלף 90 יום, עם שער הריבית הבינ-בנקאית (Overnight), אופציות וחוזים עתידיים על אג"ח ממשלתי ל-3 ו-10 שנים וחוזי החלף על הריביות ל-3 ו-10 שנים. בנוסף קיימות אופציות קצרות טווח הנסחרות למשך לילה אחד בזירת ה-ASX24. נכס הבסיס הינו החוזים העתידיים על אג"ח ממשלתי ל-3 ו-10 שנים. בנוסף קיימות אופציות קצרות טווח הנסחרות למשך לילה אחד בזירת ה-ASX 24. נכס הבסיס הינו חוזים העתידיים על אג"ח ממשלתי ל-3 ו-10 שנים.

http://www.asx.com.au/products/3_10_year_australian_ir_swap_futures.htm

¹⁵⁵ ASX Grain Futures and Options facilitate price discovery in track markets for Australian wheat, feed barley, sorghum, wool and canola. Futures contracts are exchange-traded forward contracts that are standardized, centrally cleared and deliverable. ASX Grain Futures and Options can provide investors with a way to manage price risk, payment security, improved hedge correlation, reduced foreign exchange risk and reduced production risk.

<http://www.asx.com.au/products/about-a-reits.htm>

¹⁵⁶ מאפשרות השקעה בנדל"ן מסחרי, שירותים, קניונים ועוד.

¹⁵⁷ Infrastructure funds invest in public infrastructure assets. These assets are the essential goods and services of our economy utilized by companies and individuals during their ordinary activities.

Examples include toll roads, airports, oil/gas pipelines and broadcasting towers.

¹⁵⁸ MINIs are a highly leveraged share-tracking warrant. They enable investors to participate in the movement of an underlying asset on a one to one basis for a fraction of its price. MINIs offers unlimited upside returns with a safety net. They can be considered as a CFD - style product with an embedded stop loss feature that ensures that an investor cannot lose more than their initial outlay

MINIs are American style instruments, meaning they can be exercised at any time. MINIs have the quality of being an open-ended contract for the purposes of trading. As a result, MINIs are low maintenance leveraged investments minimizing the hassles of expiries and rollovers

<http://www.asx.com.au/products/asx-cfds-product-description.htm>

<ul style="list-style-type: none"> • אג"ח ממשלתי אוסטרלי • אופציות וחוזים עתידיים על חשמל באוסטרליה¹⁶¹, חשמל בניו זילנד, אנרגיה מתחדשת¹⁶² וגז טבעי¹⁶³. SMSF's. • Closed end funds : Managed funds¹⁶⁴, קרנות נאמנות ו- Absolute return funds (יחידות השתתפות של קרנות גידור אשר גובות דמי הצלחה)¹⁶⁵ 	
<ul style="list-style-type: none"> • ASX Australian Liquidity Centre¹⁶⁶: חוות שרתים ייעודית של הבורסה המאפשרת שירותי Hosting לשרתי לקוחות במבנה ייעודי 5 ק"מ מהבורסה. חבילות ה- Hosting והקישוריות המוצעות תפורות ע"פ צרכי הלקוח. • ASX NET¹⁶⁷: חיבוריות מסוג Point-to-Point למערכות המסחר והמידע של הבורסה באמצעות רשת כבלי רשת אופטיים ומערכת .Eternet • מידע לגבי המסחר מתקבל ממערכת MarketSource¹⁶⁸ 	<p>שירות קישור למערכות המסחר והמידע של הבורסה</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Centre Point orders¹⁶⁹ • Centre Point Crossing¹⁷⁰ • Undisclosed Orders¹⁷¹ • Iceberg Orders¹⁷² • ASX TRADE¹⁷³: פלטפורמת המסחר במניות. כוללת מס' ספרי פקודות: Pure Match, TradeMatch¹⁷⁴ • ASX BEST¹⁷⁵: מערכת מסחר מתקדמת המאפשרת מסחר במספר זירות מסחר במניות ובנגזרי מניות ואשר כוללת אלגוריתמים המגדירים דרישת 	<p>פקודות מסחר מתקדמות</p>

http://www.asx.com.au/products/types-of-interest-rate-securities.htm#convertible_notes¹⁶⁰

ASX Australian Electricity Futures and Options are standardized and centrally cleared financial contracts. They are structured as cash-settled CFDs against the New South Wales, Victorian, Queensland and South Australian regional reference nodes in the Australian National Electricity Market (NEM). ASX Australian Electricity Futures and Options provide a robust mechanism for companies that have an interest in or have exposure to the Australian electricity market to anonymously manage their price and counterparty risks¹⁶¹

ASX Renewable Energy Certificate (REC) Futures are standardized and centrally cleared forward contracts for delivery of Large-Scale Generation Certificates via the Office of the Renewable Energy Regulators (ORER) Register. ASX REC Futures provide a robust mechanism for companies with interest in or exposure to the Large-Scale Renewable Energy Target scheme to manage their REC price and counterparty credit exposures. a contract size of 1,000 Renewable Energy Certificates.¹⁶²

Victorian Wholesale Gas Futures and options on futures¹⁶³

<http://www.asx.com.au/products/listed-investment-companies-listed-investment-trusts.htm>¹⁶⁴

<http://www.aurorafunds.com.au/investment-funds/absolute-return-fund/abw-listed/>¹⁶⁵

http://www.asx.com.au/trading_services/asx_australian_liquidity_centre.htm¹⁶⁶

http://www.asx.com.au/trading_services/asx-net.htm¹⁶⁷

Direct access is established by ASX's <http://www.asx.com.au/professionals/marketsource.htm>¹⁶⁸ proprietary NASDAQ Genium API interface, or ASX FIX™ messaging standard Connection is established by either a dedicated link into ASX-Net, where a router and gateway must be installed at the customer's premises in Australia, or a VPN link into ASX http://www.asx.com.au/trading_services/asx-centre-point.htm¹⁶⁹

מאפשרת להכניס פקודה נסתרת ללא הגבלה למסחר במחיר אמצע פקודות הביקוש וההיצע הטובות ביותר. הפקודה ניתנת לביצוע אך ורק עם פקודה זהה אחרת ולא עם פקודות רגילות בספר הפקודות.

¹⁷⁰ הפקודה מאפשרת לברוקר להזין פקודה נסתרת באמצע פקודות הביקוש וההיצע הטובות ביותר, אשר מיקומה נשמר 30 שניות בהן גם נתונה לברוקר אפשרות לבטל את הפקודה. שינויים בציטוטי הספר יגרמו לשינוי אוטומטי במחיר הפקודה.

¹⁷¹ פקודות מעל חצי מיליון דולרים אוסטרליים. כאשר יתרת הפקודה יורדת מתחת 0.5 מיליון דולר אוסטרלי יתרת הפקודה מופיעה בנוסף לשער הפקודה. בנוסף, קיימת אינדקציה בספר הפקודות כי מדובר בפקודה מסוג Undisclosed.

http://www.asx.com.au/ebrochures/new_order_types/index.html¹⁷²

http://www.asx.com.au/trading_services/asx-trade.htm¹⁷³

PureMatch® is an additional order book within our trading platform aimed at meeting the needs of latency sensitive traders, which will provide trading in a subset of ASX listed securities¹⁷⁴

ביצוע הוראות בהתאם להגדרות חשיבות מחיר/נזילות (מהירות ביצוע) מוגדרות מראש.	
7am - 4pm local time	שעות מסחר
הבורסה מאפשרת התחברות ישירה אליה באמצעות Market Source וקבלת נתוני מסחר תמורת תשלום נוסף.	קבלת נתוני מסחר

נספח 8 - בורסת לונדון

הערות	בורסה - LSE	
	London Stock Exchange	
	2,451 חברות רשומות למסחר בעלות שווי שוק מצרפי של 3,971,111 מיליון פאונד ¹⁷⁶	מספר חברות רשומות למסחר ושווי שוק מצרפי
(1) בישראל עושי שוק אינם בהכרח חברי בורסה (2) כיום אין בישראל אפשרות למסחר וסליקה של DR's	<p>1. חברות מלאה (Full Member Firm)¹⁷⁷ - חבר בורסה הרשאי לסחור ישירות בני"ע ומוצרים פיננסיים במגוון זירות המסחר של הבורסה, הכוללות מניות ו-ETP's ב-DR's, SETS (תעודה נגזרת מניית חברה זרה) בזירת המסחר הבינלאומית (International Order Book) ותעודות התחייבות בזירת המסחר הייעודית לאג"ח קונצרני (Order Book for Retail Bonds)¹⁷⁸.</p> <p>2. חברות כללית במסלקה (General Clearing Member) - התקשרות בהסכם חברות במסלקה עם המסלקה המרכזית (Central Clearing Party - CCP) לפיו החבר רשאי לסלוק במסלקה המרכזית עסקאות של חבר הבורסה עצמו או חבר בורסה אחר לו מעניק חבר הבורסה שירות סליקה¹⁷⁹.</p> <p>3. עושה שוק באג"ח ממשלתי (Gilt Edged market maker)¹⁸⁰.</p> <p>4. עושה שוק בתעודות התחייבות קונצרניות (Fixed Interest Market Maker)¹⁸¹.</p>	סוגי חברי בורסה
(3) חברי בורסה בישראל: 12 בנקים ישראלים, 13 ברוקרים, בהם 3 בתי השקעות בינלאומיים, 3 בנקי חוץ ו-1 חבר רחוק	<p>922 חברי בורסה¹⁸² (סה"כ, כולל כל סוגי חברי הבורסה המפורטים לעיל), מתוכם 188 עושי שוק (כ-20%). ל-291 חברים רשיון לסחור בזירת המסחר הראשית לנכסים נוזלים ביותר (SETS) (כ-32%).</p> <p>ל-2 חברים רישיון לסחור ב-International Board (מניות סינגפור, מדד STI 30 ו-MSI סינגפור).</p> <p>ל-128 חברים רישיון לסחור ב-International Order book (זירת המסחר ל-DR's), 124 סוגי DR's מ-46 מדינות.</p>	מס' חברי בורסה

<http://www.londonstockexchange.com/statistics/companies-and-issuers/companies-and-issuers.htm> ¹⁷⁶

Rules of the London Stock Exchange, Rule 1000.1 ¹⁷⁷

<http://www.londonstockexchange.com/traders-and-brokers/becoming-a-member/becoming-a-member.htm> ¹⁷⁸

Rules of the London Stock Exchange, Rule 1000.2 ¹⁷⁹

Rules of the London Stock Exchange, Rule 1000.3, need to be approved by the UK Debt Management Office ¹⁸⁰

Rules of the London Stock Exchange, Rule 1000.4 ¹⁸¹

<http://www.londonstockexchange.com/exchange/traders-and-brokers/membership/member-firm-information-sheets/member-firm-information-sheets-details.html?issueNumber=2013/120> - see excel spreadsheet ¹⁸²

	<p>ל-70 אין הרשאת גישה לזירות המסחר (No Market Access) – כנראה חברי מסלקה בלבד.</p> <p>ל-394 הרשאה למסחר מחוץ לספר הפקודות (Off Book Trading) – כנראה מסחר OTC וסליקה באמצעות הבורסה.</p> <p>ל-34 הרשאת מסחר בספר הפקודות לאג"ח קונצרני (Order book for Retail bonds).</p>	
<p>4) בניגוד לדרישת הנחיות פרק ב' לתקנון הבורסה (תנאי כשירות ונוהל קבלת חברים) למינימום מספר לקוחות מזערי ב-12 החודשים שקדמו להגשת הבקשה לחברות¹⁸⁶, תנאי הכשירות לחבר ב-LSE אינם כוללים דרישה למספר מינימלי כלשהו של לקוחות.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • חברות בבורסה אפשרית עבור חברות בלבד¹⁸³. • תישקל חברות של גופים המאושרים כחברת השקעה (Investment Firm) או חברה העוסקת במתן אשראי (Credit Institution) על ידי רשות רגולטורית באזור הסחר האירופאי המשותף¹⁸⁴. חברות של חברות המאושרות על ידי רגולטורים באזורים נוספים תישקל בכפוף לשיקולים נוספים. בין היתר ייבחן אופי האישור הרגולטורי והאם בחנה הרשות הרגולטורית את ההגיינות, היושר והיכולות הפיננסיות של המבקש¹⁸⁵. • על החבר לעמוד בתנאי חוקי בורסת LSE – נדרש להיות בעל מערכות מתאימות לביצוע, תיעוד ודיווח של המסחר, צוות מתאים בעל הכשרה, ידע וניסיון, נהלים פנימיים מתאימים ומינימום קצין ציות אחד. • על החבר להיות בעל יכולת סליקת עסקאות, בין בעצמו ובין באמצעות חבר סולק אחר. 	<p>תנאי כשירות לחבר בורסה</p>
<p>5) בישראל הבורסה לא מציעה ללקוחות שירות קישוריות וכל קישוריות מהירה עם הבורסה (מחולל ציטוטים) נעשה באמצעות חבר הבורסה דרכו פועל הלקוח. בנוסף, הבורסה אינה מאפשרת Hosting למערכות לקוחות HFT.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • שירות Hosting¹⁸⁷: הבורסה מאפשרת ללקוחות (גם כאלו שאינם חברים) להציב את מערכות המחשוב שלהם בחוות שרתים בסמוך לבורסה ובצמידות לשרתי חברי הבורסה. השירות כולל חיבוריות של 10 Gb לפלטפורמת המסחר של הבורסה (Millennium Exchange platform) אשר מאפשר Latency Round Trip במהירות של 125 מיקרו-שנייה. • Extranex¹⁸⁸: שירות חיבור ייעודי מסוג Point to Point של מערכות הלקוח¹⁸⁹ למערכות המסחר והמידע של הבורסה. • Network Service Providers (NSPs)¹⁹⁰: כאלטרנטיבה לשירות ה-Extranex ניתן להתקשר בהסכם עם שותפים של הבורסה לקבלת שירות קישוריות (Accredited Network Partners) ולהתקשר עם הבורסה בנפרד בהסכם לקבלת מידע השוק ושירותי המסחר (חוסך את הצורך בהקמת 	<p>שירות קישור למערכות המסחר והמידע של הבורסה</p>

<http://www.londonstockexchange.com/traders-and-brokers/becoming-a-member/becoming-a-member.htm> ¹⁸³

European Union, Iceland, Liechtenstein and Norway ¹⁸⁴

Rules of the London Stock Exchange, Rule 1010, Guidance 1-5. ¹⁸⁵

¹⁸⁶ מינימום 200 לקוחות (בעלי תיק ניירות ערך בהיקף מינימאלי של 100 אלף ש"ח) או מינימום 100 לקוחות אשר ל-40 מהם לפחות תיק ניירות ערך בהיקף של מיליון ש"ח לפחות כל אחד, או 50 לקוחות ובלבד שהיקף העמלות ששילם החבר בגין המסחר בבורסה בשלושת החודשים שקדמו למועד הבדיקה עמד על לפחות 1% מכלל עמלות המסחר והסליקה שנגבו מכלל חברי הבורסה בתקופה זו.

<http://www.londonstockexchange.com/products-and-services/connectivity/hosting/hosting.htm> ¹⁸⁷

<http://www.londonstockexchange.com/products-and-services/connectivity/extranex/extranex.htm> ¹⁸⁸

services/connectivity/extranex/extranex.htm

¹⁸⁹ לא ברור אם רק חבר בורסה או כל לקוח.

<http://www.londonstockexchange.com/products-and-services/connectivity/nsps/nsps.htm> ¹⁹⁰

	<p>תשתית קישוריות).</p> <ul style="list-style-type: none"> Vendor Access Network providers (VAN)¹⁹¹: קישוריות לבורסה ניתן לקבל גם באמצעות התקשרות עם ספקים מאושרים על ידי הבורסה לקבלה והפצה של מידע שוק וקישוריות למערכות המסחר של הבורסה (לדוגמא בלומברג). 	
<p>על פניו לא נראה יש עדיפות לשיטת חישוב מחירי הסגירה בבורסת LSE בכדי למנוע מניפולציות של שערי הסגירה</p>	<p>זירת מסחר: SETS (1) : ממוצע מחירי עסקאות משוקלל כמות יחידות בכל עסקה (Volume Weighted Average Price - VWAP)¹⁹² ב-10 הדקות האחרונות של המסחר, קרי בין השעות 04:20 עד 04:30 אחה"צ. במידה ואין עסקאות במהלך 10 הדקות האחרונות, מחיר הסגירה יהיה מחיר העיסקה האחרונה קודם לתחילת 10 הדקות האחרונות של יום המסחר. מחירי הסגירה מחושב (2) SEAQ, SEATS and AIM : מחיר הסגירה מחושב ממחירי ה-BID, ASK ו-MID הטובים ביותר של עושי השוק בכל ני"ע או נכס פיננסי רלוונטי¹⁹³.</p>	<p>שיטת חישוב שער נעילה</p>
<p>פקודות מסחר מתקדמות אפשריות כיום בישראל רק באמצעות מערכות מסחר מתקדמות של הברוקר אך לא הבורסה.</p>	<p>פלטפורמת מסחר חדישה בשם מילניום (Millennium) מאפשרת פקודות מסחר כגון ¹⁹⁴Iceberg, ¹⁹⁵Hidden, Stop Loss Stop Limit. בנוסף, המערכת מאפשרת פרק זמן למסחר במחירי סגירה לאחר שאלו נקבעו במכרז הסגירה. החל מנובמבר 2012, מאפשרת המערכת פקודת מסחר פאסיבית (a Passive Only order type). הפקודה מאפשרת ביטול מידי של יתרת פקודת מכירה/קנייה במקרה של ביצוע חלקי של הפקודה.</p>	<p>פקודות מסחר מתקדמות</p>
	<p>שני-שישי, 08:00 עד 16:30 שעות GMT</p>	<p>שעות מסחר</p>
	<p>השירות ניתן ע"י מספר ברוקרים / ספקי מידע "האורזים" את השירות במערכות המידע שלהם.</p>	<p>קבלת נתוני מסחר</p>

¹⁹¹ <http://www.londonstockexchange.com/products-and-services/connectivity/vendor-access-network/vendor-access-network.htm>

¹⁹² <http://www.londonstockexchange.com/about-the-exchange/media-relations/press-releases/1998/1998-exchangemodifiesorderbookclosingpricecalculation.htm>

¹⁹³ <http://www.londonstockexchange.com/global/glossary/c.htm>

¹⁹⁴ לא ברורה בדיוק המתודולוגיה לחישוב.

¹⁹⁴ A large single order that has been divided into smaller lots, usually through the use of an automated program, for the purpose of hiding the actual order quantity - <http://www.investopedia.com/terms/i/icebergorder.asp>

¹⁹⁵ Allow participants to enter a non-displayed Limit Order where both the price and volume are hidden. This means that unlike an Iceberg Order (where there is a continual refresh in the visible peak size), other participants have no idea if it is there or not. Hidden Limit Orders can only be entered where it meets the Large Order Threshold as laid down in Millennium Exchange Business Parameters.

Trading Service	Description	Coverage
SETS	Order book with Executable Quotes	FTSE100, FTSE250 and the FTSE Small Cap Index constituents as well as other liquid AIM, Irish and London secondary listed securities
Securitized Derivatives	Order book with Executable Quotes	Covered Warrants and other structured products
SETSqx - with Market Makers	Non electronically-executable quotes (Firm Quotes) with electronic order book auctions at 8am, 11am, 3pm & 4:35pm	Main Market securities not traded on SETS or less liquid AIM securities that have registered Market Makers
SETSqx -no Market Makers	Electronic order book auctions at 8am, 11am, 3pm & 4:35pm	Main Market securities not traded on SETS and AIM securities that are not supported by a registered Market Maker
SEAQ	Non electronically-executable quotes (Firm Quotes)	Less liquid AIM securities with at least 2 market
Fixed Interest (SEAQ)	Non electronically-executable quotes (Firm Quotes)	Sterling bonds & convertibles with market maker support
Fixed Interest (trade reporting only)	trade reporting only	Non UK Government debt with no market maker support
Gilts	trade reporting only	UK Government debt
Trade Reporting only	trade reporting only	Non-MIFID, miscellaneous securities with no market maker support
European Quoting Service	Non electronically-executable quotes (Firm Quotes)	All Liquid EU Regulated Market securities (as defined by MiFID and excluding those traded on SETS and SETSqx)
European Trade Reporting	Off Book Trade Reporting	Trade reporting service for MiFID securities that are defined as non-liquid and are not on SETS or SETSqx
International Order Book (IOB)	Order book with Executable Quotes	International depositary receipts, 46 countries, 124 DR's, about 29 billion dollars traded during June, 2013 ¹⁹⁶ .
International Board	Order book with Executable Quotes	Initially constituents of Straits Times Index (STI 30) and MSCI Singapore Free Index
Order book for Retail Bonds	Order book with Executable Quotes	Selection of UK and international debt denominated in retail size

נספח 9 - בורסת סינגפור

SGX - Singapore stock exchange	
מספר חברות רשומות למסחר ושווי שוק מצרפי	1020 חברות רשומות למסחר בעלות שווי שוק של כ-800 מיליארד דולר סינגפורי (כ-640 מיליארד דולר ארה"ב)
סוגי חברי בורסה	<ol style="list-style-type: none"> 1. Trading member 2. Clearing member 3. Derivatives trading member 4. Derivatives Clearing member 5. Derivatives Trading member (Proprietary) 6. Trading Member (Individual)¹⁹⁷
מס' חברי בורסה	כ-60 חברי בורסה
מוצרים פיננסיים	<ol style="list-style-type: none"> 1. מניות 2. ADR¹⁹⁸ 3. Warrants 4. global depository receipt – GDR's¹⁹⁹ 5. REITS's 6. Securities borrowing and lending²⁰⁰ – מאגר השאלות מרכזי באמצעותו כל משקיע יכול לזכות בתשואה נוספת על אחזקותיו. אין עלויות השתתפות, סודיות מובטחת, וקיים אלגוריתם באמצעותו מבטיחה המסלקה סיכוי שווה להשאלה לכל משקיע המעוניין להציע ניירות להשאלה. כיום ישנם מעל 11600 משאילים רשומים למאגר, וכ-600 נכסים פיננסיים הניתנים

197

http://www.sgx.com/wps/wcm/connect/390cc78048e8fd8da6c7efdd0ab5b648/SGX%2BTMP%2Bactsheet%2Bwo%2BComparison_Eng_Feb2011_FA%2BnoCropmarks.pdf?MOD=AJPERES
 ניתן להירשם כחבר בורסה גם כסוחר עצמאי (ולא חברה), אין דרישה להון עצמי מינימלי. חובה להתקשר עם חברה סולקת. Traded on GlobalQuote. Some of the ADR's are sponsored and some are not. All are governed by the same regulation as the ADR's in the U.S markets. There are currently 19 ADR's traded.

http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/products/securities/adrs/adrs!/ut/p/c5/04_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os3gjR0cTDwNnA0sDjwBTA09DSy9XCwsDI4tgQ6B8JJK8u7uhm4FnaEiYi2OY17GrlzIFus0I6PbSj0rPyU8CutLPz83VT9SP8ocp3pHM_3lnNT0xORK_YLc0lhK53RFAiBiU9o/dl3/d3/L0lJsklna2shL0lCakFBTXIBQkVSO0IBISEvWUZOOzFOS18yN3chLzdfMkFBNEgwQzA5MEhQNTBJMTIKRTg4MDI4QTY!/?WCM_PORTLET=PC_7_2AA4H0C090HP50I19JE88028A6017268_WCM&WCM_GLOBAL_CONTEXT=/wps/wcm/connect/sgx_en/home/products/securities/adrs/education/

http://www.sgx.com/wps/wcm/connect/235bee804785eae58937eb643e0ae495/SGX%2BADR%2B brochure_Final_as%2Bat%2B2%2BNov%2B2010.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=235bee804785eae58937eb643e0ae495

<http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/products/securities/gdr>¹⁹⁹

<http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/products/securities/sbl>²⁰⁰

<p>להשאלה במאגר (כולל יחידות השתתפות של Reit's).</p> <p>7. Certificates – 201 Discount Certificate ,Zero Strike Warrants ,Short Term Double Chance ,Daily Lock-In Certificates Certificates - מוצרים מובנים, חלקם קצרי טווח.</p> <p>8. ETF's</p> <p>9. ETN's</p> <p>10. אג"ח: (1) ממשלתי (2) קונצרני (3) מניות בכורה (4) הלוואות פרטיות של מוסדיים.</p> <p>11. נגזרים: חוזים עתידיים ואופציות על מדדים (מדד הודו, יורוסטוק 50, ניקי, טייואן, סינגפור, אינדונזיה, סין), חוזים עתידיים על מדד תשואת הדיבידנדים של מדד הניקיי היפני²⁰², חוזים עתידיים ואופציות על ריביות אג"ח ממשלתי יפני (10 שנים וחווה מיני על 10 שנים), אג"ח ממשלתי סינגפור 5 שנים, יורו-דולר, יורו-יין, ריבית קצרה על הדולר הסינגפורי.</p> <p>12. סחורות: חוזים עתידיים על גומי, נפט, נחושת, אלומיניום, אבץ.</p> <p>13. סליקה של עסקאות החלף בברזל, אופציות על תעריפי ההובלה העולמיים (בסוגי מיכליות ואפשרויות הובלה נוספות) 203</p> <p>14. לבורסה חברה בת המאפשרת סליקה של נגזרים ועסקאות החלף OTC.</p> <p>15. מסחר בחוזי החלף על נפט גולמי (מדובאי) וחוזי החלף על בנזין.</p>	
<p>1. Order Routing API ID²⁰⁴</p> <p>2. Market Data API ID</p> <p>3. SGX Co-Location²⁰⁵</p> <p>4. Managed Network Service²⁰⁶</p> <p>5. Partners: Independent Software Vendors (ISV), Network Service Providers (NSP)</p>	<p>שירות קישור למערכות המסחר והמידע של הבורסה</p>
<p>אין</p>	<p>פקודות מסחר מתקדמות</p>
<p>17:00 – 09:00</p>	<p>שעות מסחר</p>
<p>²⁰⁷ אפשרי תמורת תשלום</p>	<p>קבלת נתוני מסחר</p>

²⁰⁸SGX Securities Lending Programme

בשנת 2001, הקימה הבורסה בסינגפור חברה בת²⁰⁹ המנהלת מאגר השאלות בניירות ערך. בתחילה מנה השירות כ-200 ני"ע הניתנים להשאלה וכיום היקף המאגר עומד על 634 ניירות ערך²¹⁰. ההרשמה למאגר ההשאלות ע"י משאילים הינה חינם ומספר המשאילים הפוטנציאליים הרשומים היום לשירות עומד על למעלה מ-11,000.

²⁰¹ <http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/products/securities/certificates>
²⁰² http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/products/derivatives/dividend_index/nikkei

²⁰³ <http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/products/asiaclear/freight>
²⁰⁴ http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/services/market_access/securities
²⁰⁵ http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/services/market_access/colocation
²⁰⁶ http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/services/market_access/network_services
²⁰⁷ <http://www.realtick.com/data.aspx?at=117&id=1153>

²⁰⁸ <http://www.sgx.com/wps/wcm/connect/e2f8f9804ed87c149e1b9f140e87772/Lender+T++C+Effective+1+Apr+2013.pdf?MOD=AJPERES>

²⁰⁹ CDP – Central Depository Limited
²¹⁰ <https://www1.cdp.sgx.com/scdcint/sbl/viewLendingPool.do>

מרגע כניסת הסכם ההשאלות לתוקף בין המשאיל והחברה המפעילה, השאלת ניה"ע מחשבון ניה"ע של המשאיל על ידי החברה המפעילה מתבצעת ללא כל צורך בהתראה מוקדמת למשאיל ו/או קבלת הרשאה מהלקוח, וזאת באמצעות השאלה ישירה מחשבון ניה"ע שלו (Book Entry Transfer). הודעה על השאלת ניירות ערך כאמור תועבר למשאיל ע"י החברה המפעילה לא יאוחר מיום עסקים אחד לאחר ביצוע ההשאלה. המשאיל מתחייב כי כל עוד קיימת השאלה בפועל בחשבון ניירות ערך שלו, לא יפעל בשום צורה לסגירת חשבון ניירות הערך שלו המופיע בהסכם המסגרת בינו ובין החברה המפעילה. במקרה של חלוקת דיבידנד/מניות הטבה/זכויות ו/או כל הטבה אחרת חייבת החברה המפעילה כלפי המשאיל להעברת הזכויות כאמור. במקרה ועומדת למשאיל זכות הצבעה ו/או אופציה כלשהיא למימוש הנובעת מאחזקותיו המושאלות, עליו להודיע לחברה המפעילה על רצונו ואופן מימוש זכותו לא יאוחר מ-5 ימים קודם למועד האחרון למימוש הזכות כאמור והחברה המפעילה תפעל למימוש זכותו כאמור.

מועד סיום ההשאלה הינו המוקדם מבין: (1) מועד החזר ניירות הערך המושאלים לחשבון המשאיל; (2) בקשה של המשאיל לסיים את ההשאלה בנייר הערך (בתנאי ונייר הערך אינו מושהה למסחר בבורסה לניירות ערך); (3) בעקבות בקשת החברה המפעילה לסיים את הסכם ההשאלה עקב שהיית נייר הערך ממסחר; (4) בעקבות החברה המפעילה עקב מחיקת נייר הערך או סבירות גבוהה למחיקה של נייר הערך מהמסחר בבורסה;

הוראת המשאיל למכירה ו/או כל העברה של נייר הערך נשוא ההשאלה מחשבונו כמוה כהודעה לחברה המפעילה על סיום הסכם ההשאלה.

לחברה המפעילה קיימת הזכות, במקרים מסוימים, לשלם למשאיל את ערך ניירות הערך המושאלים נכון ליום סיום ההשאלה חלף העברת ניירות הערך נשוא ההשאלה לחשבונו.

נספח 10 - סקירה בינלאומית בנושא אלגוריתמי

אירופה

• MiFID II

באוקטובר 2011 פורסם נוסח חדש לדירקטיבת ה-MiFID האירופית (Market in Financial Instruments Directive), הקרוי MiFID II. נוסח זה מסדיר, בין היתר, את נושא המסחר האלקטרוני המהיר, ובמיוחד ניהול הסיכונים הכרוכים במסחר האלגוריתמי וה-HFT.

ההגדרה של מסחר אלגוריתמי (אשר נכללה כבר בגרסה הראשונה של ה-MiFID) הינה רחבה והיא מכסה את כל העסקאות במכשירים פיננסיים הנקבעות על ידי אלגוריתם ממוחשב.

לפי ההגדרה²¹¹, "מסחר אלגוריתמי" הוא מסחר במכשירים פיננסיים כאשר אלגוריתם ממוחשב קובע באופן אוטומטי פרמטרים אינדיבידואליים של פקודה, כגון: האם לשגר פקודה, תזמון הפקודה, מחיר וכמות או איך לנהל את הפקודה לאחר שיגורה, ללא התערבות אנושית, או בהתערבות מוגבלת. הגדרה זו אינה כוללת מערכות המשמשות לצורך ניתוב הזמנות לאחד או יותר ממרכזי המסחר או לאישור של הזמנות בלבד;

ב-MiFID II נוספה הגדרה חדשה, המגדירה "טכניקת מסחר אלגוריתמי בתדירות גבוהה" (High Frequency Algorithmic Trading Technique)²¹².

פעילות זו משמעה כל טכניקת מסחר אלגוריתמית המתאפיינת בפרמטרים הבאים:

(א) תשתית אשר נועדה למזער השהיות רשת ושאר סוגי עיכובים, הכוללת לפחות אחד מהאמצעים הבאים להזרמת פקודות אלגוריתמיות: Proximity Hosting, Co-location, או גישה ישירה אלקטרונית במהירות גבוהה או גישה ישירה לשוק במהירות גבוהה;

(ב) קביעת מערכת בנוגע לשיגור פקודות, יצירה, ניתוב או ביצוע ללא התערבות אדם, של עסקאות או פקודות אינדיבידואליות; וגם

²¹¹ סעיף 4(2)(30) ל-MiFID II:

'Algorithmic trading' means trading in financial instruments where a computer algorithm automatically determines individual parameters of orders such as whether to initiate the order, the timing, price or quantity of the order or how to manage the order after its submission, with limited or no human intervention. This definition does not include any system that is only used for the purpose of routing orders to one or more trading venues or for the confirmation of orders;

²¹² סעיף 4(2)(30)(a) ל-MiFID II:

'High frequency algorithmic trading technique means any algorithmic trading technique characterised by

(a) Infrastructure intended to minimise network and other types of latencies, including at least one of the following facilities for algorithmic order entry: co- location, proximity hosting, or high speed ;direct electronic access or high speed direct market access

(b) System determination of order initiation, generating, routing or execution without human intervention for individual trades or orders; and

(c) High message intraday rates which constitute orders, quotes or cancellations

(ג) שיעורים גבוהים של פקודות, ציטוטים או ביטולים במשך יום מסחר.

הוראות ה-MiFID החדשות מופנות הן כלפי חברות ההשקעה המאפשרות ביצוע מסחר אלקטרוני ואלגוריתמי והן כלפי פלטפורמות המסחר (בורסות מוסדרות או זירות מסחר רב-צדדיות) בהן מתקיים מסחר כאמור.

כללי ה-MiFID הנוכחיים מכילים פטור כללי מהוראות הדירקטיבה לחברות שסוחרות לחשבון העצמי בלבד. מסחר אלגוריתמי, הכולל HFT, הוא סוג של מסחר לחשבון עצמי. כתוצאה מכך, חברות שעוסקות באופן בלעדי ב-HFT כרגע פטורות מכללי ה-MiFID.

הגישה לפי MiFID II הינה שונה, ומתבססת על ההכרה בכך שחברות HFT זקוקות לגישה לפלטפורמות מסחר. חברה יכולה לקבל נגישות למסחר באופן ישיר, על ידי כך שתהיה חברה בבורסה (או בזירת המסחר); או על ידי כך שתהיה לקוחה של חבר בורסה שיאפשר לה גישה מהירה למערכת מסחר. הצעת MiFID II מבקשת להוציא מתחולת הפטור את חברי הבורסה והמשתתפים במסחר. כתוצאה מכך, כל פעילות HFT צריכה להיעשות באמצעות גופים שבפיקוח: חברת HFT יכולה להיות חברת השקעות בעצמה, או לקבל גישה לשוק דרך חברת השקעות. בקרות הסיכון למסחר, לכן, תמיד יחולו לפחות על רמה אחת בתהליך ביצוע העסקה. זוהי גישה של שומרי סף.

במאמר מוסגר יצוין כי נוסח הדירקטיבה עדיין אינו סופי וצריך לקבל את אישור ה"Triologue" (אישור שלוש הגופים האירופיים: European Commission, European Parliament וה-Council).

הדירקטיבה קובעת בסעיפים 17 ו-51, את העקרונות הכלליים, כאשר הסטנדרטים הטכניים היוצקים תוכן לכללים אלה, נקבעים, בהתאם להוראות הדירקטיבה, על ידי ה-ESMA. סטנדרטים אלה פורסמו בתחילת 2012, והם מפורטים בהמשך המסמך.

סעיף 17, שכותרתו: "מסחר אלגוריתמי, עשיית שוק ואספקת גישה ישירה לשוק" קובע, בתמצית, כי על חברות השקעה המבצעות מסחר אלגוריתמי, להיות בעלות מערכות מתאימות, קיבולת הולמת ויכולת מספקת, בעלות כושר התאוששות ונתונות למגבלות המכוונות למנוע משלוח פקודות שגויות העוללות להפריע למהלך התקין של המסחר בשוק. על החברה לקבוע בקרות סיכון והסדרי רציפות אשר יוכלו להתמודד עם כשל אפשרי במערכת, ולהבטיח שהמערכות נבדקות מראש ומנוטרות בזמן אמת כדי לוודא שהן עומדות בתנאים הנדרשים.

על חברה המבצעת מסחר אלגוריתמי להודיע לרשויות המפקחות במדינת הבית שלה ובמדינה בה היא מקיימת מסחר, על קיומו של מסחר אלגוריתמי, ואלו רשאיות לבקש מידע באופן רגיל או אד-הוק בנוגע לאלגוריתם ולאסטרטגיית המסחר בה משתמשת החברה, פרטים בקשר לפרמטרים של מסחר ומגבלות שלהן כפופה המערכת, פרטים על בקרות הסיכון וכד'.

עוד קובע הסעיף, כי חברה המבצעת מסחר אלגוריתמי המיישם אסטרטגיה של עשיית שוק, תהיה מחויבת לספק שירותים אלה במשך זמן ספציפי שייקבע, מתוך שעות המסחר של השוק בו היא פועלת. בנוסף, נקבע כי חברות השקעה המציעות ללקוחותיהן גישה ישירה לשוק (Direct Market Access) (הסדר לפיו חברת ההשקעות מאפשרת ללקוחות להזרים פקודות לשוק באמצעות מערכות המסחר שלה

עצמה), תהיינה אחראיות למסחר של לקוחות אלה, ועליהן להבטיח שהמסחר של הלקוחות תואם את כללי פלטפורמת המסחר הרלוונטית, בה הם פועלים. על החברות לבצע ניטור ולהפעיל בקרות טרום מסחר, שיאפשרו להן לעמוד בהתחייבויותיהן החוקיות.

סעיף 51 לדירקטיבה, עוסק ב"חוסן המערכת, מנתקי זרם (Circuit Breakers) ומסחר אלקטרוני". בשונה מסעיף 17, הכולל הוראות המכוונות לחברות השקעה המספקות שירותי מסחר אלגוריתמי, סעיף 51 כולל הוראות המופנות כלפי השווקים המוסדרים (Regulated Markets), (להלן: בורסות).

ככלל, הוראות הסעיף קובעות כי המדינות ידרשו מהבורסות המוסדרות כי מערכות המסחר האלקטרוני שלהן יהיו איתנות דיין על מנת להבטיח רציפות מסחר וסדירות ביצועים, תוך התמודדות אפקטיבית עם נפחי הפקודות המועברות דרכן והתמודדות עם כשלים פוטנציאליים.

הבורסות נדרשות לקיים תכניות לתמרוץ עשיית שוק, שתמדוד את הביצועים ותתגמל בהתאם (פרסום ציטוטים ומחירים תחרותיים שיביאו לתוצאה של אספקת נזילות לשווקים באופן רציף וניתן לצפייה). חברות ההשקעה נדרשות לחתום על הסכמים בנושא הזכויות והחובות הנובעות מהשתתפות בתכניות עשיית שוק.

נדרש כי לבורסות יהיו הסדרים לדחיית הוראות החורגות ממגבלות שהוגדרו (כגון נפח ומחיר), או שהן שגויות באופן מובהק, והסדרים לעצירת המסחר או להגבלתו במקרה של תנודות משמעותיות במחיר בזמן נתון.

בנוסף, קובעת הדירקטיבה כי על המדינות לחייב את הבורסות, לכל הפחות, לכך שמערכותיהן יגבילו את יחס הפקודות שאינן מבוצעות, לכל משתתף, ושמערכותיהן יוכלו להגביל את קצב הפקודות במקרה של הצפה. בורסות המאפשרות אספקת גישה ישירה מחויבות לדאוג לכך שמערכותיהן מאפשרות גישה מורשית בלבד.

עליהן לדרוש מהבורסות המאפשרות גישה אלקטרונית ישירה לשוק לקבוע פרוצדורות והסדרים על-מנת להבטיח שהמשתתפים מורשים לספק שירות זה, רק אם הם נופלים להגדרת "חברת השקעה" הנכללת בדירקטיבה, ושקיימים קריטריונים ראויים לבחינת התאמתם של הגופים/היחידים שניתנת להם גישה כאמור. בנוסף, עליהן לוודא קביעת קריטריונים ראויים הנוגעים לבקרות סיכון וספים מוגדרים.

על הבורסות להבטיח כי חוקי ה-Co-location שלהן ומבנה העמלות הוא שקוף, הוגן ולא מפלה.

כמו-כן, הן מחויבות לזהות, בעזרת איתותים (Flagging), פקודות שהוזנו באמצעות מסחר אלגוריתמי, את האלגוריתמים השונים בהם נעשה שימוש ליצירת הפקודות ומי יזם את הפקודה. מידע זה יהיה זמין לרשויות במקרה הצורך.

הנציבות (Commission) מוסמכת לקבוע חוקים בנושאים שונים, ובין היתר, תנאים להפסקת המסחר במקרה של תנודתיות משמעותית במחיר מכשיר פיננסי או השוק כולו; יחס מכסימלי של פקודות לביצוע שניתן לאמץ וגודל מינימלי של פקודה; וחוקים הנוגעים להוגנות של כללי עשיית שוק בשוק המאפשר מסחר אלגוריתמי במערכות שלו.

• ESMA Guidelines

בפברואר 2012 פרסמה ESMA הנחיות (Guidelines) בנוגע להפעלה ושימוש במערכות מסחר אלקטרוניות. ההנחיות מופנות הן לפלטפורמות המסחר והן לחברות השקעה.

ההנחיות עוסקות בארבעה נושאים עיקריים:

- דרישות ארגוניות ממערכות מסחר אלקטרוניות;
- קידום מסחר תקין;
- מניעת Market Abuse ומניפולציה;
- אספקת גישה לשוק (גישה ישירה או גישת חסות).

דרישות ארגוניות ממערכות מסחר אלקטרוניות

מערכות מסחר אלקטרוניות של חברות השקעה ושל פלטפורמות מסחר (כולל בורסות מוסדרות וזירות) נדרשות לעמוד בכללים הבאים:

1. איתנות המערכות, והסדרי רציפות אשר יבטיחו חידוש בזמן של המסחר, במצבים שונים (ובכללם במצבים של כשל במערכות).
2. יכולת מספקת של מערכות המסחר להכיל נפחים צפויים של מידע, ולהתמודד עם תנאי חירום העשויים לאיים על התפעול התקין.
3. ניטור בזמן אמת של מערכות המסחר וביצוע פעולות לתיקון ליקויים.
4. הגנה על המערכות מפני שימוש לא ראוי או מפני גישה בלתי מורשית.
5. שמירת מידע וניהול רישומים באופן שיאפשר לרשויות לבחון את מידת הציות לדרישות הרגולציה. (זירות מסחר וחברות השקעה – נדרשות לשמור מידע לחמש שנים, שווקים מוסדרים – על פי דרישת המדינה בה הם פועלים).
6. בנוסף, נדרש מהחברות לבצע סימולציות של ביצועים ולבחון את פעולת האלגוריתם לפני שימוש בו, הן בסביבת מבחן והן בסביבת מסחר "חיה" באופן מבוקר, למשל באמצעות הצבת מגבלות על מספר המכשירים שייסחרו.

א. קידום מסחר תקין

פלטפורמות המסחר נדרשות בעיקר לבצע בדיקת נאותות (Due diligence) למי שמבקש לפעול בהן באמצעות מסחר האלגוריתמי (ואינו בנק או חברת השקעות אשר הינם גופים מוסדרים);

לקבוע נהלים באשר להולמות טכנולוגיות המידע;

לקבוע כללים בעניין בקרות טרום-מסחר ולאחר-מסחר, ובכלל כך בקרות בנוגע לסינון של מחיר וכמות ובקרות על מנת להבטיח שכל הפועלים בשוק הם בעלי הרשאה.

כמו-כן, נדרש שתהיה להן יכולת למנוע, באופן מלא או חלקי, גישה (של חבר/משתתף) לשווקים ולבטל או לשנות עסקאות; ואמצעים להתמודדות עם הצפה של ספר המסחר, בפרט באמצעות הגבלה של נפח הפקודות פר משתתף.

בנוסף, נדרש כי יתקיימו הסדרים להפסקת או הגבלת מסחר במכשיר פיננסי אחד או יותר. (מנתקי זרם, דחייה אוטומטית של פקודות מחוץ להגדרות מחיר או כמות מסוימים וכד').

מחברות השקעה נדרש -

1. יכולת לחסום או לבטל, באופן אוטומטי, הוראות שאינן תואמות מחיר או גודל שנקבעו ;
2. יכולת לחסום או לבטל הוראות המעמידות בסיכון את החברה בהתאם לגדרי ניהול הסיכונים שלה ;
3. החברות נדרשות לדווח לרשות לגבי סיכונים משמעותיים שעשויים להשפיע על מסחר תקין והוגן, ועל תקריות מהותיות.

ב. מניעת Market Abuse ומניפולציה

מקרים פוטנציאליים של מניפולציה שעשויים לעורר דאגה בסביבת מסחר אוטומטית הם :

- **Ping orders** - הכנסה של הוראות קטנות ע"מ לברר ולחשוף הוראות חבויות.
 - **Quote stuffing** - הכנסה של מספר גדול של הוראות וביטולן על מנת ליצור חוסר וודאות, להאט את התהליכים של האחרים ולהסוות אסטרטגיות.
 - **יצירת מומנטום** - הזרמת פקודות המכוונות ליצירה או החרפה של מגמה, (ולעידוד משתתפים אחרים להאיץ או להרחיב את המגמה כדי ליצור הזדמנות לפתוח פוזיציה במחיר מועדף).
 - **Layering and Spoofing** - הזרמת פקודות מרובות בצד אחד של הספר (לרוב במחיר רחוק מהמחיר שבספר), מתוך כוונה לבצע עסקאות בצד השני. ברגע שהעסקה מתבצעת, ההוראות המניפולטיביות יוסרו.
- ההסדרים והפרוצדורות בנושא זה צריכים לכלול הוראות בדבר כח אדם מספק ומיומן, המסוגל לזהות התנהגות המעלה חשש ל-Market Abuse; ניטור של המערכות ויכולת לבצע מעקב לאחור אחר עסקאות, הסדרים לזיהוי ודיווח על עסקאות חשודות²¹³; סקירות תקופתיות וביקורות פנימיות שיבצעו על ידי פלטפורמת המסחר לזיהוי התנהגויות העשויות להצביע על Market Abuse, והן על ידי החברה בנוגע לפרוצדורות והסדרי ציות. החברה נדרשת גם לנטר פעילות של יחידים, של האלגוריתמים המופעלים ושל פעילות המסחר של הלקוחות על מנת לזהות התנהגויות המעלות חשד.

ג. אספקת גישה לשוק - גישה ישירה או גישת חסות

"גישה ישירה לשוק" (Direct Market Access - DMA) - מתייחסת להסדר לפיו חבר בורסה/ברוקר מאפשר ללקוחות להזרים פקודות לפלטפורמת מסחר (בורסה או זירה), באמצעות מערכות המסחר שלו עצמו בטרם הגיען למסחר. הגדרת ESMA: "הסכם באמצעותו חברת השקעה שהינה חבר בורסה או משתמשת של פלטפורמת מסחר מתירה ללקוחות ספציפיים להעביר הוראות באופן אלקטרוני למערכת המסחר הפנימית שלה (חבר הבורסה) לצורך מסירתן הלאה לפלטפורמת מסחר ותחת זהות החבר".

"גישת חסות" (Sponsored Access - SA) - מתייחסת להסדר לפיו הברוקר מאפשר ללקוחות להזרים פקודות לשוק אשר עוקפות את מערכות המסחר שלו ומנותבות ישירות לפלטפורמת המסחר, כאשר במקרים מסוימים התהליך נתמך על ידי ספק שירותי טכנולוגיה שהינו צד שלישי. הגדרת ESMA ל-Sponsored Access: "הסכם שבאמצעותו חברת השקעה שהיא חבר בורסה או

²¹³ STR - Suspicious Transaction Report - דיווח המחויב ע"פ סעיף 6(9) לדירקטיבת Market Abuse Directive - מקום בו המארגן עסקאות באופן מקצועי חושד, באופן סביר, שעסקה עשויה להוות שימוש במידע פנים או מניפולציה.

משתמשת של פלטפורמת מסחר, מתירה ללקוחות ספציפיים להעביר הוראות באופן ישיר ואלקטרוני לפלטפורמת מסחר, תחת זהות הסוחר של חברת ההשקעה (חבר הבורסה) וללא צורך לנתב הוראות במערכות המסחר של חברת ההשקעה (חבר הבורסה)."

חברות ההשקעה המציעות SA/DMA ללקוחות, הן האחראיות הבלעדיות לכל התמסורת והפקודות המוזנות תחת הקוד המזהה שלהן. הן נדרשות לקבוע מדיניות ופרוצדורות על מנת להבטיח שהמסחר של לקוחות אלה תואם את כללי פלטפורמת המסחר הרלוונטית, שאליה נשלחות ההוראות של הלקוחות, ומאפשר לחברת ההשקעה לעמוד בהתחייבויותיה החוקיות. במסגרת זו, עליהן לוודא קיום מערכות מתאימות ובקורות טרום-מסחר ולאחר-מסחר, והן אחראיות לאפקטיביות של הבקורות, ואחראיות באופן בלעדי לקביעת הפרמטרים המרכזיים שלהן. בנוסף, עליהן לבצע בדיקת Due Diligence ללקוחות טרום אספקת הגישה לשוק, וצריכה להיות להן יכולת לסרב לבקשת משתתף לאפשר ללקוח לקבל שירותי גישה, ויכולת להשהות או להסיר גישה שניתנה. כמו-כן, צריכה להיות להן היכולת להפסיק, באופן מיידי, מסחר של לקוח הסוחר באמצעות SA/DMA.

פלטפורמות מסחר נדרשות לקבוע כללים ופרוצדורות שנועדו להבטיח כי במצב בו הן מאפשרות למשתתפים לספק גישה אל השוק, אכן מתקיים מסחר תקין והוגן.

עליהן להבהיר שהמשתתפים אחראים באופן בלעדי לכל התמסורת, כולל הפקודות, המוכנסות תחת הקוד המזהה שלהם, ולפיכך עשויים להיות נתונים להתערבות (לרבות חסימת הגישה).

בנוסף, עליהן להיות בעלות יכולת לסרב לבקשת משתתף לאפשר ללקוח לקבל שירותי SA, עליהן להיות בעלות הכוח לעצור הוראות מאדם הסוחר באמצעות גישת חסות, ובעלות היכולת להשהות או להסיר SA משניתנה. חשוב לציין שדירקטיבת ה-MIFID אוסרת על גישה שהיא "Naked" או "Unfiltered" לפלטפורמת מסחר, דהיינו, מצב בו הוראות הלקוח אינן עוברות דרך בקורות טרום מסחר בטרם הן נשלחות לפלטפורמה. לפיכך, לקוח לא יוכל, בשום מצב, להיות בעל אפשרות משלוח הוראה לפלטפורמת מסחר, מבלי שההוראה תעבור דרך בקורות טרום מסחר של חברת ההשקעות (גם אם היא אינה עוברת דרך מערכת המסחר של החברה).

ארצות-הברית

בארצות הברית לא קיימת רגולציה המכוונת ישירות ל-HFT²¹⁴, אלא זו מהווה חלק מהרגולציה החלה על כל השוק. יחד עם זאת, בעקבות השינוי שנוצר בשווקים, כאשר סביבת המסחר הפכה אלקטרונית ומהירה, עודכנה הרגולציה הקיימת כך שתתאים לתנאים המשתנים.

כפי שנקבע באירופה, גם בארה"ב שמו הרגולטורים דגש על חובת קביעת בקורות ניהול סיכונים, בפרט בתנאים של אספקת גישה לשוק. בנוסף, עקב התנאים המשתנים ובעקבות אירועי ה-Flash Crash בחודש מאי, 2010, עודכנו הכללים בדבר מנתקי זרם ונקבעו כללים בדבר רצועות מחיר למניה.

בנוסף, קיימת יוזמת רגולציה, המתייחסת לשוק הנגזרים, שהיא רלוונטית במיוחד לשחקני המסחר המהיר והאלגוריתמי. הצעה זו מתייחסת לאיסור על "Spoofing" (הזרמת פקודות, מתוך כוונה לבטלן לפני ביצוע). איסור זה רלוונטי לשוק הנגזרים, כפי שיפורט להלן.

²¹⁴ על פי התכתבות עם אנשי NYSE ושיחה עם נציג CFTC.

יש לשים לב כי חלק מהכללים המפורטים להלן מצויים בתקופת פיילוט שהחלה רק בחודשים האחרונים.

א. חובת קביעת בקורות ניהול סיכונים - Risk Management Controls

בחודש נובמבר, 2010, אומץ כלל Rule 15c3-5 שנועד לתת מענה לסיכונים העשויים להיווצר כתוצאה משימוש באסטרטגיות מסחר אוטומטיות מהירות אלקטרוניות. הכלל מחייב ברוקר-דילרס לקבוע בקורות ניהול סיכונים בנוגע לאספקת גישה לשוק (Market access).

כאמור, ההסתמכות על "גישה ישירה לשוק" (Direct Market Access) או "גישה חסות" (Sponsored Access) והשימוש הגובר בהן, באו בעקבות השגשוג של טכנולוגיות מסחר מהירות ומתוחכמות והשינוי שהן יצרו בדרך שבה ברוקר-דילרס סוחרים בחשבונותיהם ובחשבונות לקוחותיהם, ובעקבות השימוש שעושים לקוחות (בעיקר מוסדיים) בכלים טכנולוגיים על מנת לשלוח פקודות לשוק.

הרעיון הוא, כי הברוקר-דילרס מאפשרים ללקוחותיהם, בין אם מוסדיים, פרטיים או ברוקר-דילר אחר, להשתמש בסימן הזיהוי שלהם (MPID) על מנת לזהותם כמשתתפים בשוק, לצורך ביצוע מסחר אלקטרוני בבורסה או בזירת מסחר.

על פי ההסדרים שנקבעו, בכל המקרים הללו הברוקר-דילר אחראי מבחינה משפטית לכל פעילות המתרחשת תחת ה-MPID שלו.

על פי הכלל, ברוקר-דילר בעל גישה לשוק, או המספק גישה לשוק, באמצעות קוד הזיהוי שלו, חייב להקים, לנהל רישום ולשמר (Maintain) מערך בקורות והליכי פיקוח שנועדו לנהל סיכונים פיננסיים, סיכוני רגולציה וסיכונים אחרים (כגון משפטיים ותפעוליים) של פעילות עסקית זו.

באופן אפקטיבי, הכלל האמור אוסר כל גישה למסחר בבורסה או ב-ATS, בין אם מדובר בגישה ישירה ובין אם בגישה בחסות, כאשר לא מופעלות בקורות טרום מסחר.

לצורך כך נקבעו סטנדרטים מקיפים הכוללים את האלמנטים הבאים:

א. בקורות ניהול סיכונים פיננסיים ונהלי פיקוח

בקורות ניהול הסיכונים ונהלי הפיקוח יגובשו כך שיגבילו באופן שיטתי את החשיפה הפיננסית של הברוקר-דילר, העשויה לנבוע מגישה לשוק, לרבות:

- מניעת הזרמה (או דחייה) של פקודות החורגות מספי אשראי או הון מצטברים שנקבעו מראש, עבור כל לקוח, ברוקר או דילר. מקום שמתאים יוגדר סף ספציפי יותר לפי סקטור או נייר ערך.
- מניעת הזרמת פקודות שגויות, על ידי דחיית פקודות החורגות מפרמטרים של מחיר או גודל מתאימים על פני תקופת זמן קצרה, או המצביעים על פקודות משוכפלות.

ב. בקורות ניהול סיכוני רגולציה והליכי פיקוח

בקורות ניהול הסיכונים ונהלי פיקוח יגובשו כך שיבטיחו ציות לכל הדרישות הרגולטוריות, כולל:

- מניעת הזרמה של פקודות, אלא אם חלה עמידה בכל הדרישות הרגולטוריות על בסיס בדיקה טרם פקודה (Pre-order Entry Basis).
 - מניעת הזרמה של פקודות על ידי אדם (לקוח, ברוקר, דילר או אחר) אם חלה הגבלה על אותו האדם בקשר עם מסחר בניירות ערך אלה.
 - הגבלת גישה למערכות מסחר וטכנולוגיה המספקות גישה לשוק לידי אנשים וחשבונות המאושרים מראש ומורשים על ידי הברוקר-דילר.
 - הבטחת צוות פיקוח מתאים שיקבל דוחות ביצוע מידיים (Post-trade Execution Reports) הנובעים ממתן גישה לשוק.
- נהלי בקורות ניהול הסיכונים הפיננסיים, הרגולציה והפיקוח שתוארו לעיל יהיו בשליטה הישירה והבלעדית של ברוקר-דילר המספק גישה לשוק.

על אף זאת, רשאי הברוקר-דילר להקצות, בחוזה בכתב, לאחר בדיקת נאותות יסודית (Due Diligence), ללקוח שהינו ברוקר-דילר רשום, שליטה על בקורות ספציפיות של ניהול סיכונים ורגולציה וכן על נהלי פיקוח, ובלבד שיש בסיס סביר לקביעה כי ללקוח כזה יש גישה טובה יותר מהברוקר-דילר ללקוח הסופי ולאיןפורמציית המסחר שלו, בהתבסס על תפקידו בעסקה ומערכת היחסים שלו עם הלקוח הסופי, כך שהוא יכול באופן אפקטיבי יותר ליישם את הבקורות והנהלים שצוינו.

העברה כזו לא תשחרר את הברוקר-דילר מהתחייבויות אחרות הכלולות בחוק, כולל מהחובה לקבוע, לנהל רישום ולשמר מערכת של ניהול בקורות סיכונים הקשורה לגישה לשוק. יעילותה של מערכת זו תהיה נתונה לפיקוח רגולטורי.

הברוקר-דילר נדרש לערוך ביקורת, לפחות פעם בשנה, בנוגע לפעילות העסקית שלו, הנוגעת לגישה לשוק, על מנת לוודא את יעילותן הכללית של הבקורות. ביקורת כזו תיערך בהתאם לפרוצדורות כתובות ותתועד. התיעוד יישמר כחלק מחובות ניהול הרישומים של הברוקר-דילר.

ה- CEO (או אדם בעל פונקציה דומה) של הברוקר-דילר יוודא, באופן שנתי, שבקורות ניהול הסיכונים ופרוצדורות הפיקוח עומדים בדרישות החוק ושהברוקר-דילר ערך ביקורת כנדרש.

רשות ניירות ערך רשאית, בצו, לפטור מדרישות חוק זה, תוך התנאה בתנאים או ללא התנאה כאמור, כל ברוקר-דילר, אם הרשות משוכנעת שפטור כזה נחוץ או תואם את האינטרס הציבורי, ועולה בקנה אחד עם הגנת המשקיעים.

• מנתקי זרם - Circuit Breakers

בעקבות השינויים בשווקים והמעבר לסביבת מסחר מהירה ואלקטרונית, נוצר צורך בשיפור מנגנון ניתוק הזרם הקיים בשוק, באופן שיהפוך אותו למשמעותי ורלוונטי יותר בשווקים המהירים ובתנאים הקיימים בשוק.

באפריל 2013 נכנס לתוקפו תיקון לכללים הנוגעים למנתקי זרם, אשר אושר על ידי ה-SEC, בהתאם להצעתם של SROs (ארגוני רגולציה עצמאית) הנמנים על ה- National (NMS) Market System.

על ארגונים אלה נמנים FINR ומספר גדול של בורסות ראשיות בארה"ב כדוגמת NYSE (New York Stock Exchange), NASDAQ, CBOE (Chicago Board Options Exchange) וכד.²¹⁵

בהתאם לכללים החדשים, המסחר ייעצר בכל ניירות הערך הנסחרים ב-National Market System במקרה של תנודתיות חריגה בשוק. השינויים נוגעים לרמות הטריגרים שיפעילו את מנתקי הזרם, אורך הזמן שבו תתרחש עצירת המסחר ופרמטרים נוספים שיפורטו להלן.

השינויים העיקריים בכללים החדשים בהשוואה לכללים הקיימים:

1. מדד הייחוס יוחלף מ- "Dow Jones Industrial Average (DJIA)" - ל- "S&P 500".
ה-S&P 500 הוא מדד רחב יותר ולכן מהווה אמת מידה משמעותית יותר בהשוואה ל-30 הרישומים למסחר המרכיבים את ה-DJIA.
2. ערכי הטריגרים יחושבו באופן יומי במקום כל רבעון קלנדרי. (כאחוזים משער הנעילה של היום הקודם, בשונה מהמודל הקודם שהשתמש בממוצע שערי הנעילה של החודש שקדם לסוף הרבעון). שינוי זה מבקש לשפר את הכיול והרגישות של מנגנון ניתוק הזרם.
3. הפחתת רמות הסף (טריגרים).
עצירת המסחר תופעל כאשר מדד ה-S&P 500 יצנח מתחת למחיר הסגירה של היום הקודם, ב:

Level 1 Halt (רמה 1): 7%. (הופחת מ-10% הנהוגים במודל הקודם).

Level 2 Halt (רמה 2): 13%. (הופחת מ-20% הנהוגים במודל הקודם).

Level 3 Halt (רמה 3): 20%. (הופחת מ-30% הנהוגים במודל הקודם).

4. קיצור אורך הזמן שבו מופעלת עצירת המסחר בכל רמת סף.

ככלל, משך הזמן של עצירת המסחר קוצר מפרק זמן הנע בין 30 דקות לשעתיים, לפרק זמן של 15 דקות בלבד.²¹⁶

²¹⁵ הרשימה המדויקת כוללת את:

BATS Exchange, Inc.; BATS Y-Exchange, Inc.; NASDAQ OMX BX, Inc.; Chicago Board Options Exchange, Incorporated; C2 Options Exchange, Incorporated; Chicago Stock Exchange, Inc.; EDGA Exchange, Inc.; EDGX Exchange, Inc.; Financial Industry Regulatory Authority, Inc.; International Securities Exchange LLC; The NASDAQ Stock Market LLC; New York Stock Exchange LLC; NYSE Amex LLC; NYSE Arca, Inc.; National Stock Exchange, Inc.; NASDAQ OMX PHLX LLC;

²¹⁶ על פי הכללים הקודמים, עצירת המסחר הופעלה כדלקמן:

רמה 1 - לפני 14:00: עצירת מסחר לשעה. ב-14:00 או אחרי, אך לפני 14:30: 30 דקות. ב-14:30 או אחרי: המסחר ממשיך, אלא אם מתקיימת רמה 2.

רמה 2 - לפני 13:00: עצירת מסחר לשעתיים. ב-13:00 או אחרי אך לפני 14:00: עצירה לשעה. ב-14:00 או אחרי: מסחר נעצר ולא מתחדש עד לסוף היום.

5. שינוי לוח הזמנים בו יכולה להיות מופעלת עצירת המסחר. לאור העובדה שהטריגרים לא הופעלו באירועי ה-6 במאי, 2010, כאשר השווקים בארה"ב חוו תנודתיות שוק יוצאת דופן, ה-SROs סברו כי ספי אחוז נמוכים במעט (7%, 13%, 20%) מתאימים יותר, כך שמנתקי הזרם יהיו משמעותיים יותר. עם זאת בהתחשב באופיו המאד מהיר ואוטומטי של המסחר ובשיפור התקשורת והקישוריות לשוק, עצירת מסחר של 15 דקות תספיק כדי לאפשר למשתתפים במסחר לבצע הערכה של נפילה רצינית בשוק ולבטא בהתאם את עניינם במסחר, כאשר ההפרעה לשווקים תהיה פחותה מהנהוג כיום.

ה-SEC אימצה את עמדתם של ה-SROs וסבורה כי ההצעה משפרת את פעולתם של מנתקי הזרם בשוק, לאור השינויים בשווקי המסחר ולקחים שהופקו מאירועי העבר. בעוד שהמנתקים צפויים להיות מופעלים בתדירות גבוהה יותר מאשר קודם לכן, הרשות סבורה כי עצירת מסחר תמשיך להיות אירוע נדיר יחסית שנועד לטפל בנפילות שוק חריגות בלבד.

ההצעה אומצה לתקופת פיילוט של שנה, החל מ- 8 באפריל 2013.

ה-SEC וה-SROs ימשיכו לשקול את הסוגיות השונות בתקופת הפיילוט, ותילקח בחשבון גם פעולתם במקביל להפעלת מנגנון ה-Limit up-Limit down (המפורט להלן) המסדיר הפסקות מסחר בניירות ערך בודדים. מנגנון זה אושר במקביל על ידי ה-SEC ויכנס לתוקף גם הוא לתקופת ניסיון באפריל 2013.

• Market-wide limit up/ limit down

באפריל 2013 נכנסה לתוקף תכנית²¹⁷ המציגה פרוצדורות להתמודדות עם תנודתיות חריגה במניות. כמו הכללים שהוצגו לעיל, גם תכנית זו אומצה על מנת להתאים את הרגולציה לסביבת המסחר האלקטרונית המהירה אשר התפתחה בשווקים.

רמה 3 - בכל זמן: מסחר נעצר ולא מתחדש עד לסוף היום.

על פי הכללים החדשים, עצירת המסחר תופעל כדלקמן:

רמה 1 - לפני 15:25: עצירת מסחר ל-15 דקות. ב-15:25 או אחרי: המסחר ממשיך, אלא אם מתקיימת רמה 3.

רמה 2 - לפני 15:25: עצירת מסחר ל-15 דקות. ב-15:25 או אחרי: המסחר ממשיך, אלא אם מתקיימת רמה 3.

רמה 3 - בכל זמן: מסחר נעצר ולא מתחדש עד לסוף היום.

²¹⁷ התכנית, PLAN TO ADDRESS EXTRAORDINARY MARKET VOLATILITY, פותחה בהתאם לכלל (3)(a)608 של Regulation NMS תחת ה- Securities Exchange Act of 1934, אשר מאפשר לבורסות המשתתפות לשתף פעולה בהכנה ויישום של תכניות שוק לאומי – national market system plans.

התכנית הוגשה ל- SEC על ידי SROs הנמנים על ה- National Market System (NMS), ומכוונת למניות NMS בלבד. הרשימה המדויקת של הארגונים מגישי התכנית כוללת את: Chicago Board Options Exchange; Chicago Stock Exchange, Inc.; EDGA Exchange, Inc.; EDGX Exchange, Inc.; Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (FINRA); NASDAQ OMX BX, Inc.; NASDAQ OMX PHLX; The Nasdaq Stock Market LLC; National Stock Exchange, Inc.; New York Stock Exchange LLC; NYSE Amex LLC; NYSE Acra, Inc.

התכנית מכוונת לשיפור מנגנון דחיית פקודות בהתאם לאחוז הסטייה מהמחיר, על ידי מניעת מסחר במניות ספציפיות אשר ציטוט מחירן מצוי מחוץ לרצועת מחיר שנקבעה. גבולות הרצועה מכונים limit up/ limit down והם תקפים לשוק ה-NMS²¹⁸ בכללותו (market-wide). בשונה ממנגנון ניתוק הזרם, אשר עוצר את המסחר בשוק כולו, הרי שתכנית זו עוסקת בהפסקות מסחר במניות ספציפיות. **עצירת המסחר לגבי מניה ספציפית תהיה תקפה בכל שוק ה-NMS, ולא רק בבורסה ספציפית.** מגבלות אלה באות בנוסף להפסקות מסחר (Trading Pauses) אשר נועדו לטפל בתנודות מחיר משמעותיות יותר.

הוראות התכנית²¹⁹ נכנסו לתוקף ב- 8 באפריל 2013, בשני שלבים, לתקופת פיילוט של שנה, וכאמור ייבחנו במקביל לכללי ניתוק הזרם המפורטים לעיל.

פירוט דרישות market-wide limit up/ limit down בשוק האמריקאי

באפריל 2013 תיכנס לתוקף תכנית²²⁰ שהגישו SROs (ארגוני רגולציה עצמאית) הנמנים על ה-NMS) National Market System²²¹, המציגה פרוצדורות להתמודדות עם תנודתיות חריגה במניות NMS.

הפרוצדורות כוללות קביעת גבולות רצועת מחיר למניה ספציפית (limit up - limit down) שיהיו תקפים לשוק ה-NMS בכללותו (market-wide), אשר ימנעו מסחר במניות NMS ספציפיות מחוץ לרצועת המחיר שהוגדרה.

מגבלות אלה באות בנוסף להפסקות מסחר (Trading Pauses) אשר נועדו לטפל בתנודות מחיר משמעותיות יותר. פרוצדורות אלה נועדו, בין היתר, להגן על המשקיעים ולקדם מסחר מסודר והוגן.

בשונה ממנגנון ניתוק הזרם, אשר עוצר את המסחר בשוק כולו, הרי שתכנית זו עוסקת בהפסקות מסחר במניות ספציפיות. **עצירת המסחר לגבי המניה הספציפית תהיה תקפה בכל שוק ה-NMS, ולא רק בבורסה ספציפית.**

על פי התכנית, רצועת המחיר לכל מניה נקבעת על ידי "עיבוד מרכזי" (Processor)²²², אשר יפיץ לציבור את מחירי גבולות הרצועה (העליון והתחתון) שיקבעו על סמך העסקאות במניה בחמש הדקות שקדמו לעסקה.

התכנית מגדירה הגבלות על מסחר וציטוטים מחוץ לרצועת המחיר:

²¹⁸ NMS = National Market System.

²¹⁹ ניתן לקבל פירוט מורחב של הוראות התכנית במחלקה הבינלאומית.

²²⁰ התכנית, PLAN TO ADDRESS EXTRAORDINARY MARKET VOLATILITY, פותחה בהתאם לכלל (3)(a)608 של Regulation NMS תחת ה-Securities Exchange Act of 1934, אשר מאפשר לבורסות המשתתפות לשתף פעולה בהכנה ויישום של תכניות שוק לאומי – national market system plans.

²²¹ הרשימה המדויקת כוללת את: BATS Exchange, Inc.; BATS Y-Exchange, Inc.; Chicago Board Options Exchange; Chicago Stock Exchange, Inc.; EDGA Exchange, Inc.; EDGX Exchange, Inc.; Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (FINRA); NASDAQ OMX BX, Inc.; NASDAQ OMX PHLX; The Nasdaq Stock Market LLC; National Stock Exchange, Inc.; New York Stock Exchange LLC; NYSE Amex LLC; NYSE Acra, Inc.

²²² "Processor" shall mean the single plan processor responsible for the consolidation of information for an NMS Stock pursuant to Rule 603(b) of Regulation NMS under the Exchange Act.

Rule 603(b): Consolidation of information. Every national securities exchange on which an NMS stock is traded and national securities association shall act jointly pursuant to one or more effective national market system plans to disseminate consolidated information, including a national best bid and national best offer, on quotations for and transactions in NMS stocks. Such plan or plans shall provide for the dissemination of all consolidated information for an individual NMS stock through a **single plan processor.**

- כל מרכזי המסחר במניות NMS (הן משתתפים בתכנית והן חברי משתתפים) (למשל חברי בורסה המאפשרים מסחר) מחויבים להקים, לשמר ולאכוף מדיניות כתובה ופרוצדורות שנועדו למנוע מסחר במחירים החורגים מהרצועה. (מסחר פתיחה, פתיחה מחודשת ומסחר סגירה פטורים ממגבלות אלה).
- כל מרכזי המסחר במניות NMS (הן משתתפים בתכנית והן חברי משתתפים) מחויבים להקים, לשמר ולאכוף מדיניות כתובה ופרוצדורות שנועדו למנוע תצוגה של מחירים החורגים מרצועות המחיר שהוגדרו. כל מחיר שחורג יופץ עם תגית זיהוי לפיה ההצעה אינה ברת-ביצוע.
- כאשר ה-National Best Bid²²³ נמוך מרצועת המחיר התחתונה עבור מניה מסוימת, או כאשר ה-National Best Offer גבוה מרצועת המחיר העליונה, ה-Processor יפיץ את המחירים הללו עם תגית זיהוי (flag) לפיה הם אינם ברי ביצוע. אם ה-National Best Bid וה-National Best Offer שווים למחירי רצועת המחיר, הם יופצו עם תגית זיהוי לפיה מדובר במחירי גבול "Limit State Quotation".

במקרה כזה יפסיק ה-Processor לחשב ולהפיץ מחירי גבול לרצועה עד אשר המסחר יצא ממצב הגבול (limit state) או שהמסחר יחל במחיר פתיחה או פתיחה מחדש (opening or re-opening).

המסחר יצא ממצב הגבול אם תוך 15 שניות מכניסה למצב זה, כל ציטוטי הגבול יבוצעו או יבוטלו.

במקרה ולא תתרחש תוך 15 שניות, יציאה ממצב גבול תוך כדי מסחר, מצב הגבול יפסק כאשר הבורסה הראשית בה נסחרת המניה (Primary Listing Exchange) תכריז על הפסקת מסחר, כמוסבר להלן.

הפסקות מסחר – Trading Pauses

1. כאמור, במקרה ולא תתרחש תוך 15 שניות, יציאה ממצב גבול תוך כדי מסחר, הבורסה הראשית בה נסחרת המניה (Primary Listing Exchange) תכריז על הפסקת מסחר במניה ותודיע על כך ל-Processor.
2. הבורסה הראשית רשאית להכריז על הפסקת מסחר במניית NMS גם כאשר מתקיים מצב אוכף - Straddle State, היינו כאשר ה-National Best Bid or Offer חורג מרצועת המחיר והמסחר במניה חורג מהמאפיינים הרגילים, כך שההכרזה על הפסקת המסחר תשרת את מטרות התכנית למתן מענה לתנודתיות חריגה בשוק.
על הבורסה הראשית לפתח מדיניות ופרוצדורות להחלטה מתי תוכרז הפסקת מסחר בנסיבות אלה. במקרה ומוכרזת הפסקת מסחר כאמור, על הבורסה המכריזה להודיע ל-Processor.
3. ה-Processor יפיץ לציבור את המידע בדבר ההכרזה על הפסקת המסחר במניה. במשך הפסקת המסחר – לא יתרחש מסחר במניה, אך ניתן להציג ציטוטי קניה ומכירה.
4. חמש דקות לאחר ההצהרה על הפסקת מסחר, ובמקרה שלא הכריזה עצירת מסחר – Regulatory Trading Halt, הבורסה הראשית בה נסחרת המניה תפתח את המסחר, תוך שימוש בפרוצדורות שקבעה לצורך פתיחה מחודשת של המסחר.²²⁴

²²³ National Best Bid / National Best Offer: מונח המתייחס לדרישת ה-SEC לפיה ברוקרים חייבים להבטיח מחיר ה-ask או ה-bid הזמינים הטובים ביותר כאשר הם קונים או מוכרים עבור לקוחותיהם.

²²⁴ הבורסה תודיע ל-Processor אם לא הצליחה לפתוח את המסחר במניה מכל סיבה שהיא, פרט לחוסר איזון בפקודות. ה-Processor יפיץ את המידע לציבור והמסחר במניה יכול להתחיל בכל מרכזי המסחר הסוחרים בה. במידה ולא הוכרז על

מידע בנוגע ל trading halt נכלל בפרק על circuit breakers.

הוראות התכנית יכנסו לתוקף ב- 8 באפריל 2013, בשני שלבים. השלב הראשון של יישום התכנית יחול מיד במועד הראשוני להפעלתה, ויכללו בו רק מניות שכלולות ב- Tier 1 (אלה כוללות את המניות הכלולות במדד S&P 500, מדד Russel 100 ומוצרים נוספים הנסחרים בבורסה הכלולים בנספח לתכנית). השלב השני, בו יהיה יישום מלא של התכנית יחול לאחר 6 חודשים. התכנית תאומץ לתקופת ניסיון (פיילוט) של שנה, במקביל לכללי מנתקי הזרם.

• שוק הנגזרים

איסור על "spoofing": הזנת פקודה מתוך כוונה לבטלה

במסגרת רפורמת Dodd-Frank (2010) תוקן, בין היתר, ה- Commodity Exchange Act (CEA). בפרט, נוסף לחוק סעיף²²⁵ המגדיר איסור על כל אדם להיות מעורב במסחר, פרקטיקה או התנהלות אשר ידועה כ- "spoofing" (רמאות/הונאה), והכוונה היא להזנת פקודה מתוך כוונה לבטלה לפני ביצועה.

במסגרת התיקון האמור ניתנה ל- CFTC, שהוא הרגולטור האחראי על ה- CEA, סמכות לקבוע כללים הנחוצים על מנת למנוע פרקטיקות מסחר שהן משבשות ומפריעות למהלך התקין של המסחר.

ב- 18.3.11 פרסמה ה- CFTC הצעת "הוראה פרשנית" (interpretive order) המספקת למשתתפי השוק ולציבור הנחיה והכוונה בקשר להיקף האיסורים הנכללים בחוק.

על פי פרשנות ה- CFTC, כדי להפר סעיף זה, המפר חייב להיות בעל דרגה מסוימת של כוונה או יסוד נפשי להיות מעורב ב- spoofing, כלומר כוונה להפר את הפקודה לפני ביצוע. לכן, התנהלות פזיזה כשלעצמה (reckless conduct) אינה מהווה הפרה של הסעיף. כמו כן, ביטול פקודה בתום לב, או כחלק מניסיון לגיטימי לסיים מסחר, לא ייחשב spoofing, בפרט אם חלק מהפקודה מולאה. (יחד עם זאת, נאמר במפורש כי מילוי חלקי של פקודה לא מונע אוטומטית מהסוחר מלהיחשב כמבצע spoofing).

ה- spoofing כולל, אך לא מוגבל ל: (i) הזנה או ביטול של פקודות על מנת להציף את מערכת הציטוטים של ישות רשומה; (ii) הזנה או ביטול של פקודות על מנת לדחות את ביצוע המסחר של אדם אחר; ו- (iii) הזנה או ביטול של פקודות מרובות על מנת ליצור מצג שווא של "עומק" שוק.

פתיחה מחדש של המסחר במנייה בתוך 10 דקות מההכרזה על הפסקת המסחר, וכן לא הוכרזה עצירת מסחר – ניתן לסחור במנייה בכל מרכזי המסחר. מחירי הרצועה יעודכנו בהתאם, על פי האמור בתכנית (Section V(c)1)

²²⁵ סעיף 4c(a)(5)(C) ל- CEA.

האיסור תקף לפעילותם של כל הגופים הרשומים ב- CFTC, כולל כל ה-futures אופציות וסוואפים המוסדרים. (יצוין כי הגדרת swap ב- Dodd Frank היא רחבה ביותר ומתייחסת למספר רב של הסכמים, עסקאות ומכשירים, הנגזרים בתורם מ(כמעט) כל נכסי הבסיס המוכרים).

ב- 15 במאי 2013 נכנס לתוקף חוק ה High frequency trading, המגדיר מהי הרגולציה שעל הבורסות ורשויות הפיקוח לאמץ, על מנת לפקח על תחום המסחר האלקטרוני.

החוק מציג דרישת רישיון לסוחרים בתדירות גבוהה, מטיל התנהלות של כללים עסקיים ודרישות ארגוניות למסחר אלגוריתמי ומציין את ההגדרה של Market Abuse.

דרישות רישוי לסוחרי HFT (כולל משתמשים בגישה ישירה למסחר):

סוחרי HFT שאינם חברות אשראי או מוסדות שירותים פיננסיים ולפיכך אינם כפופים לפיקוח, יחויבו בעתיד לקבל רישיון לפעילותם מ-BaFin. מדובר הן בסוחרים בשוקים המוסדרים והן בסוחרים בזירות מסחר רב-צדדיות.

הדרישה לרישוי נקבעה על ידי הכללת פעילות המסחר האלקטרוני בהגדרת "שירותים פיננסיים" בחוק הבנקאות²²⁶. על פי ההגדרה, פעילות המסחר האלקטרוני הינה:

"רכישה או מכירה של מכשירים פיננסיים לחשבון עצמי, כמשתתף ישיר או שאינו-ישיר של שוק מוסדר מקומי או זירת מסחר רב-צדדית באמצעות טכנולוגיות אלגוריתמיות בתדירות גבוהה, המאופיינות בשימוש בתשתיות המכוונות למזער השהיות, כמו גם מערכות היוצרות, מעבירות ומבצעות פקודות ללא מעורבות אנושית לפקודות או עסקאות בודדות, ועל ידי כמות מסר תוך-יומי גבוהה באופן של פקודות, ציטוטים או ביטולים גם מבלי לספק שירותים לאחרים (מסחר לחשבון עצמי)."

החידוש הוא בכך שדרישות הרישוי הוחלו גם על משתתפים בשוק שאינם ישירים. החוק אינו מגדיר באילו נסיבות ייחשב אדם כ"משתתף שאינו ישיר" (indirect participant) בשוק. על פי דברי ההסבר של ממשלת גרמניה ביטוי זה מתייחס לאנשים שיש להם גישה אלקטרונית ישירה (Direct Electronic Access) באמצעות חבר או משתתף של שוק מוסדר או זירת מסחר גרמניים. הכוונה להסכם עם החבר להזרמת פקודות לשוק תחת הקוד המזהה שלו. דברי ההסבר אינם מכילים הבחנות נוספות כגון Direct Market Access או Sponsored Access, הכלולות בהנחיות ESMA, כפי שפורטו לעיל.

גם אנשים או ישויות שאין להם נוכחות פיזית בגרמניה עשויים להיות כפופים לחובת קבלת רישיון מ-BaFin. יחד עם זאת, תאגידיים שהתאגדו במדינות ה-EU/EEA המחזיקים ברישיון מתאים לסחר בחשבונם העצמי (בעלי רישיון של מוסד אשראי או חברת השקעות באיחוד האירופי), לא יידרשו לרישוי נוסף בגרמניה על פי מדיניות ה single passport הקבועה ב-MiFID.

section 1 (1a) sentence 2 No. 4 d of the Banking Act: ²²⁶

"The purchase or sale of financial instruments on own account as a direct or indirect participant of a domestic organised market or multilateral trading system via high-frequency algorithmic trading technologies, which are characterized by the usage of infrastructures that intend to minimize latency, as well as systems creating, transmitting and executing an order without any human intervention for single trades or orders and quotes, and by a high intraday message amount in form of orders, quotes or cancellations also without providing services for others (proprietary trading)."

BaFIN רשאי לוותר על חובת הרישיון במקרים מסוימים (case by case basis) לישויות שאינן יכולות להסתמך על מדיניות ה"דרכון האחיד" ב-MiFID או שמצויות מחוץ לאיחוד האירופי, אם לדעתה של BaFIN, הישות, בשל אופי העסק שלה ורגולציה דומה במדינת הבית שלה, אינה דורשת פיקוח על ידי BaFin.

ישויות שמושכן מחוץ לגרמניה ואינן יכולות להסתמך על הפטור האמור, צריכות להגיש בקשה לרישיון בתוך תשעה חודשים לאחר פרסומו של החוק ברשומות. גופים אלה ידרשו להקים סניף גרמני או חברה בת גרמנית לשם הגשת הבקשה לרישיון. גופים גרמניים הכפופים לדרישות הרישיון נדרשים להגיש את בקשתם בתוך שישה חודשים.

גופים המגישים בקשה לרישיון לבצע מסחר HFT נדרשים להיות בעלי הון עצמי ראשוני שלא יפחת מ-€730,000. הם חייבים למנות לפחות דירקטור מנהל (Managing Director) אחד אמין ומוכשר כראוי. (reliable and appropriately qualified).

ביקורת רבה נמתחה על הצורך ברישוי בנקאי עבור סוחרי HFT, אשר הוא סוג של חסם ולפיכך הבורסות, אשר מבקשות לעודד את הסוחרים על מנת לייצר נפח מסחר בשווקים שלהן, מתנגדות לו.

בנוסף לדרישות הרישוי, סוחרים בתדירות גבוהה יכללו בגדר ההגדרה של "חברת השקעות" של חוק המסחר בניירות הערך הגרמני, ועקב כך יהיו כפופים לכללי קוד התנהגות – Conduct of business rules.

דרישות מסוחרים במסחר אלגוריתמי (אשר HFT מהווה מקרה פרטי שלו):

מסחר אלגוריתמי מוגדר כמסחר במכשיר פיננסי כאשר אלגוריתם ממוחשב קובע אוטומטית פרמטרים של פקודות, למעט מערכות המשמשות רק למטרת אישור פקודות או ניתוב פקודות למסחר באחת או יותר מזירות המסחר.

יעילות מערכות ואמצעי בקרת סיכון: חברת השקעות המקיימת מסחר אלגוריתמי חייבת לדאוג לקיומן של מערכות יעילות ואמצעי בקרת סיכון כדי להבטיח שמערכות המסחר שלה:

- a. הן גמישות, בעלות קיבולת מספקת וכפופות למגבלות מסחר מתאימות;
- b. מונעות משלוח פקודות שגויות או תפקוד לקוי של המערכת, באופן שעשויה ליצור או לתרום לאי סדרים במסחר;
- c. לא ניתן להשתמש בהן לכל מטרה שהיא בניגוד לחוקים אירופיים או מקומיים (לאומיים) העוסקים ב market abuse, או חוקי זירת המסחר או הבורסה שלהן הן מקושרות.

חברת השקעות המבצעת מסחר אלגוריתמי חייבת גם בניהול הסדרי רציפות יעילים על מנת להתמודד עם כשלים בלתי צפויים של מערכות הסחר שלה וחייבת לוודא שהמערכות שלה נבדקות ומפוקחות באופן מלא וראוי.

דרישות מפלטפורמות המסחר:

מחויבות לאיתותי זיהוי (flagging): כללי הבורסות לניירות ערך חייבים לכלול סעיפים שנוגעים לזיהוי (באמצעות איתותים) של פקודות המבוצעות באמצעות מסחר אלגוריתמי ואלגוריתם – המסחר

שבו משתמשים. בנוסף, מפעילי זירות מסחר (Multilateral Trading Facilities=MTF) יחויבו לקבוע כללים מתאימים.

עמלות על שימוש מוגבר במערכות הבורסה: מפעילי בורסות ומפעילי זירות יגבו עמלות נפרדות על שימוש מוגבר במערכות הבורסות, בפרט על הכנסת מספר לא-פרופורציונלי של פקודות, שינויים וביטולי פקודות.

מנתקי זרם - (Circuit Breakers): מפעילי בורסות וזירות ינקטו באמצעי זהירות נאותים על מנת לוודא קביעת מחירים מסודרת בבורסה, גם כאשר קיימת תנודתיות גבוהה במחירים. אמצעי זהירות נאותים כוללים, במיוחד, התערבות במסחר לשם הורדת תנודתיות.

המערכת בגרמניה אינה מפסיקה את המסחר כאשר קיימת תנודתיות חריגה, אלא משנה את מודל המסחר למודל של מכרז (מסחר רב-צדדי), על מנת להבטיח קביעת מחיר ריאלי בשוק. הרעיון העומד בבסיס הפעולות הללו הוא אי-הידיעה של השוק מתי המסחר חוזר למודל דו-צדדי רגיל, והוא נועד כדי למנוע או להקשות על ביצוע מניפולציות.

בשלב כלשהו שקלו הגרמנים לבצע את שינוי מודל המסחר באופן תדיר יותר ורנדומלי על מנת להאט את המסחר ולהגביל במעט את המסחר האלקטרוני המהיר, אך בינתיים לא ננקטו צעדים בכיוון זה.

יחס פקודה-למסחר (ביצוע): במטרה למנוע סיכונים לתקינות המסחר, משתתפי המסחר יחויבו לוודא יחס נאות בין הזנת פקודות, תיקונים וביטולי פקודות מחד, וביצוע בפועל של עסקאות, מאידך.

יחס פקודה-למסחר לגבי מכשירים פיננסיים יקבע על בסיס נפח המסחר והעסקאות בחודש אחד. הנחה כי מתקיים יחס נאות של פקודה-למסחר תתקיים בעיקר כאשר יחס זה סביר מבחינה כלכלית, בהתבסס על הנזילות של המכשיר הפיננסי, מצב השוק הספציפי והפונקציה אותה ממלא התאגיד הסוחר.

שינוי מחיר מינימלי (minimum tick size): בורסות ומפעילי זירות, יחויבו לדרוש שינוי מחיר מינימלי נאות למכשירים פיננסיים נסחרים, על מנת למזער את ההשפעה השלילית על יושרת השוק (market integrity) והנזילות בשוק.

יש לציין שההוראות בדבר minimum tick-size, יחס מסחר-לפקודה וכד', הם כרגע בגדר עקרונות בלבד ויש ליצוק לתוכם תוכן פרקטי, על ידי רשויות הפיקוח על הבורסות.

הרחבת סמכויות הפיקוח והאכיפה:

סמכויות האכיפה של רשויות הפיקוח בגרמניה הורחבו, והוחלו גם על משתתפים לא-ישירים במסחר (כפי שהוגדרו לעיל) אשר פועלים בשווקים המוסדרים.

הסמכות לדרוש מידע: לרשות ניירות ערך הגרמנית (BaFin) ולרשויות הפיקוח על הבורסות ועל המסחר, תהיה סמכות לדרוש ממשותתפי המסחר, המבצעים מסחר אלגוריתמי, מידע על המסחר האלגוריתמי ועל המערכות שבהן הם משתמשים, כמו גם תיאור של אסטרטגיות המסחר, ופרמטרים של המסחר או מגבלות (limits) המסחר שלהן המערכות הללו נתונות. ל-BaFin ניתנת סמכות כזו כלפי חברות ההשקעה.

יש לציין כי רשויות הפיקוח על הבורסה בגרמניה הן רשויות הפועלות ברמה המקומית - מדינתית. (קיימות 16 מדינות ברפובליקה הפדרלית של גרמניה). הן מפקחות על הבורסה באופן ישיר – כלומר על המסחר. רשות ניירות ערך (BaFin) מתערבת רק אם ישנה סבירות למקרה של מניפולציה בשוק. חקירת אלגוריתמים תתבצע כנראה על ידי ה- Trade Surveillance Office של הבורסה הגרמנית – Deutsche Boerse, הממלאת פונקציות של פיקוח. בפועל, אפשרויות הפיקוח שלהם על אלגו היא מוגבלת עדיין, כיוון שאין להם את המומחיות המספיקה.

הגדרת Market Abuse

החוק אף הוסיף הבהרה לכללים המפרטים את האיסור על Market Abuse: הזנת פקודות קנייה או מכירה לשוק באמצעות אלגוריתם ממוחשב שקובע באופן אוטומטי את הפרמטרים של הפקודה יכולה להיחשב כ market abuse ובלבד שהזנת הפקודות מתרחשת ללא כוונה מסחר, אלא: (א) על מנת לשבש או לעכב את תפקודה של מערכת המסחר, (ב) על מנת להקשות על צד שלישי לזהות פקודות אמיתיות של קנייה או מכירה במערכת המסחר, או (ג) כדי ליצור מצג כוזב או מטעה לגבי הביקוש או ההיצע של מכשיר פיננסי.

דרישות רגולטוריות אלה עוקבות למעשה בחלקן הגדול אחר ההוראות הצפויות של ה- MiFID, ה- Market Abuse Directive וכללי ESMA, פרט לדרישת הרישוי המחמירה שהיא ייחודית.

רשות ניירות הערך ההודית (SEBI) קבעה במרץ 2012 הנחיות הנוגעות למסחר אלגוריתמי, לאחר התייעצות עם הבורסות במדינה, בעקבות עליה שזוהתה אצלם בשימוש בטכנולוגיה לצורך מסחר במכשירים פיננסיים. ההנחיות נכתבו במסגרת יישום סמכותה של הרשות להגן על המשקיעים בניירות ערך ולקדם פיתוח והסדרת השווקים. בשלב זה מדובר בהנחיות כלליות (broad guidelines) בלבד.

הבורסות נדרשות להפיץ את הכללים בחוזר לכל חברי הבורסה, וכן לדאוג ליישום ההתחייבויות הנוגעות למערכות שלהן. (דוגמאות לחוזר שהופץ קיים אצל המחלקה הבינלאומית).

תמצית ההנחיות שנקבעו מובאת להלן:

- הגדרה: "כל פקודה שנוצרת באמצעות ביצוע אוטומטי של לוגיקה (logic) מהווה מסחר אלגוריתמי".
- על הבורסות לוודא את העניינים הבאים, כאשר הן מאפשרות ביצוע מסחר אלגוריתמי:
 - עליהן לוודא את ההסדרים, הפרוצדורות והיכולת המערכתית לנהל את העומס על המערכות שלהן, כך שתושג תגובה עקבית ובמועד לכל הברוקרים. על הבורסות ללמוד את המערכות שלהן באופן רצוף ולבצע שדרוג, כאשר נדרש, למערכות הפיקוח שלהן, על מנת לעמוד בקצב המסחר המהיר והיקף הנתונים שעשויים להופיע במסגרת המסחר האלגוריתמי.
 - על מנת להבטיח שמירה על תקינות המסחר, הבורסות צריכות ליישם תמריצים שליליים אפקטיביים בנוגע ליחס פקודה-לביצוע (order to trade ratio) של הברוקרים. כמו כן על הבורסות לקיים ניטור על מנת לזהות ולסכל הצפת המערכת בפקודות, על ידי סוחרי אלגו.
 - עליהן לוודא שכל פקודות האלגו מנותבות דרך סרוורים (servers) של ברוקרים הממוקמים בהודו, ושיש להן מנגנוני בקרת סיכונים (risk-control mechanism).
- בקורות סיכון ברמת הפקודות, יכללו, לכל הפחות:
- בדיקת מחיר: כך שהמחיר המצוטט לא יפר את רצועות (bands) המחיר שהוגדרו על ידי הבורסה. אם לא מוגדרות רצועות מחיר – יוגדרו מסנני-דמה (dummy filters) שישמשו כמערכת התראה מוקדמת לזיהוי תנודות פתאומיות במחירים.
- בדיקת מגבלות כמות: כך שהכמויות המצוטטות בפקודה לא יפרו את המכסימום המותר לנייר הערך על פי כללי הבורסה.
- הבורסות יישמו מערכות לזיהוי אלגוריתמים שאינם מתפקדים כראוי (למשל: אלגוריתמים שיוצרים "לופ") ולנקיטת צעדים מתאימים להסרת פקודות מהמערכת שנבעו משימוש באלגוריתמים כאמור. במצבי דחיפות, על הבורסה להיות בעמדה שתוכל לסגור את מסופו של הברוקר.
- מסופי ברוקרים שמושבתים עקב מיצוי בטוחות (collaterals) - יופעלו ידנית על ידי הבורסה, בהתאם לתהליכי ניהול הסיכונים שלה, על מנת להקטין את הסיכון.
- הבורסה עשויה לבקש פרטים של אסטרטגיות מסחר המצויות בשימוש של סוחרי האלגו למטרות חקירה, מעקב וכד'.
 ○ הבורסה תכלול דוח על המסחר האלגוריתמי בדוח הפיתוח החודשי (MDR) אשר היא מגישה לרשות, אשר יכלול פרטים כגון מחזורי המסחר האלגוריתמי, המסחר האלגוריתמי כאחוז מהמסחר כולל, מספר הברוקרים/ לקוחות העושים שימוש במסחר אלגוריתמי, פעולות שנקטו כנגד אלגוריתמים שאינם מתפקדים כראוי, מצב קובלנות, אם התקבלו וכד'.

- על הבורסה לסנכרן את שעון המערכת שלה עם השעון האטומי (atomic clock) לפני תחילת המסחר, כך שיתקבל דיוק (precision) של לפחות 1 מיקרו-סקנד ונכונות (accuracy) של לפחות 1 מילי-סקנד.
- על הבורסות לוודא שברוקרים מספקים תשתית לביצוע מסחר אלגוריתמי רק לאחר שקיבלו היתר מהבורסה. לגבי ברוקרים שכבר מספקים שירותי מסחר אלגוריתמי – על הבורסה לוודא קיומם של מנגנוני בקרת סיכון, כפי שהוזכרו לעיל.
- בנוסף, דוח הביקורת השנתי של המערכת, שמגיש הברוקר לבורסה, יכלול דוח ספציפי המוודא קיומן של בקרות רלוונטיות המפורטות להלן. דוח כזה ייערך על ידי מבקר מערכות מידע מוסמך, המצוי ברשימת הבורסות.
- על ברוקר המעוניין לבצע מסחר אלגוריתמי, להוכיח לבורסה כי הוא מיישם את בקרות הסיכון הבאות:
 - **בקרת מחיר:** לא ישוחררו (released) פקודות אלגו במחיר המפר את רצועות (bands) המחיר שהוגדרו על ידי הבורסה.
 - **בדיקת כמויות:** לא ישוחררו פקודות אלגו המפרות את ספי הכמות שהוגדרו על ידי הבורסה.
 - **בקרת ערך פקודה:** פקודות אלגו לא ישוחררו אם הן מפרות את "ערך לכל פקודה" (value per order) שהוגדר על ידי הבורסה.
 - **ערך מצטבר של פקודות פתוחות:** הברוקר רשאי לקבוע ערך פקודות פתוחות מצטבר עבור לקוח בודד.
 - **בקרת ביצוע אוטומטי:** מערכת האלגו תהיה "אחראית" לכל פקודה מבוצעת, שאינה מבוצעת ושאינה מאושרת, אשר הוזנה על ידה, טרם הזנת פקודה חדשה. מערכת האלגו תכיל פרמטרים מוגדרים מראש שיפעילו מעצור במקרה שהאלגוריתם יוצר "לופ" או מצב כשל אחר.
 - כל פקודות האלגו יוזנו עם תגיות מזוהות שיסופקו על ידי הבורסה, על מנת לאפשר מעקב וביקורת.
- הברוקר יספק לבורסה הצהרה לפיה –
 - קיימים אצלו נהלים תקינים, מערכות ויכולת טכנית לבצע מסחר אלגוריתמי.
 - קיימים נהלים והסדרים להגנה על אלגוריתמים משימוש או גישה לא מורשים.
 - קיימות מערכות ניטור בזמן-אמת לזיהוי אלגוריתמים אשר אינם מתנהלים כצפוי. הברוקר חייב להודיע לבורסה מיידית על מקרים כאלה.
 - הברוקר ינהל רישום של כל פעולות המסחר כדי להקל על ביצוע ביקורות.
 - הברוקר יודיע לבורסה על כל תיקון או שינוי באלגוריתמים המאושרים או המערכות.
- במידה ונדרש, יבקשו הבורסות אישור שאלגוריתמים או מערכות ששונו או תוקנו עומדים בדרישות המופצות בחוזר.
- הבורסות מונחות כדלקמן:
 - לנקוט בצעדים הדרושים על מנת ליישם את העקרונות המנויים בחוזר תוך תקופה של חודש אחד ממועד פרסומו. (פורסם ב- 30 במרץ 2012)
 - לבצע תיקונים דרושים לתקנון, כללים ותקנות הרלוונטיים ליישום ההחלטה לעיל.
 - להביא את הוראות החוזר לידיעתם של הברוקרים ולהפיצן גם באתר האינטרנט.
 - לגבי ברוקרים שכבר מבצעים מסחר באמצעות אלגוריתמים – תינתן לבורסה תקופת זמן של שלושה חודשים שבמהלכם יושלם הליך האישור ויבוססו בקרי-סיכון.

○ לדווח לרשות ניירות ערך באשר לסטטוס היישום של הוראות החוזר בדוח הפיתוח החודשי.
(MDR).

הונג-קונג

רשות ניירות הערך של הונג-קונג פירסמה במרץ 2013 שיפורים למסגרת הרגולטורית בנושא מסחר, כך שתכלול התייחסות ספציפית לנושא המסחר האלקטרוני. לתיקוני חקיקה אלה קדמו חודשים של התייעצות עם התעשייה וקבלת הערות מהציבור למתווה המשופר, כולל ברוקרים, בנקים להשקעות ויחידים.

מטרת הרשות, כפי שהצהירה בנייר, היא לאזן בין שמירה על התחרותיות של שוקי הונג-קונג והקלת אפשרויות הפעולה של השווקים נוכח התפתחותם, לבין שמירה על יושרת השוק והגנת המשקיעים.

היוזמות שאומצו מיועדות לספק בהירות למתווכים (ברוקרים וספקי גישה למסחר), בקשר לסטנדרטים שבהם הם נדרשים לעמוד, כאשר הם מנהלים מסחר אלקטרוני. הדרישות מופנות כלפי מתווכים רשומים או בעלי רישיון המנהלים מסחר אלקטרוני בניירות ערך וחוזים הרשומים או נסחרים בבורסה.

ככלל, הם נדרשים לאמץ מדיניות מתאימה, נהלים ובקורות כדי להבטיח שפעילויות המסחר האלקטרוניות שלהם לא ייצרו סיכון לשווקים. צעד זה נועד לחזק את אמון המשקיעים בשווקים.

הדרישות הרגולטוריות כוללות עקרונות כלליים של מסחר אלקטרוני; דרישות ספציפיות למסחר אינטרנטי ומתן גישה ישירה למסחר (DMA); ודרישות ספציפיות למסחר אלגוריתמי.

בביטוי "מסחר אינטרנטי" הכוונה היא להסדר שבו פקודות/הוראות נשלחות לבעל הרישיון דרך מערכת המסחר שלו המבוססת-אינטרנט.

ההיבטים המרכזיים²²⁷ של המבנה הרגולטורי כוללים:

עקרונות כלליים למסחר אלקטרוני

ניהול ופיקוח: יש להבטיח ציות לדרישות הרגולטוריות באמצעות קצין ציות או נושא משרה בכיר אחר. כמו כן, יש לוודא שקיים הליך פורמלי לבחינת הציות לדרישות.

הלימות המערכת: על הגופים המתווכים להבטיח שמערכות המסחר האלקטרוני שלהם כפופות לבדיקה ועומדות בכל הסטנדרטים הרגולטוריים בנוגע לאמינות, בקורות, בטחון וקיבולת מתאימים וכי קיימים צעדי חירום למקרה הצורך.

ניהול רישומים: (record keeping): על הגופים המתווכים לנהל רישום מתאים בקשר לעיצוב, הפיתוח, ההטמעה והתפעול של מערכות המסחר האלקטרוני שלהם.

ניהול סיכונים: על הגופים המתווכים לנהל בקורות סיכונים ובקורות פיקוח על מנת לנטר פקודות ועסקאות, לרבות בקורות טרום מסחר אוטומטיות ומעקב שלאחר מסחר.

לגבי מסחר אינטרנטי ואספקת גישה – נקבע שהגוף המספק (שהינו יישות רשומה או בעל רישיון) יהיה אחראי לוודא כי כל הפקודות מועברות על ידי מערכת מורשה, הכפופה לבקורות ראויות של ניהול סיכונים לפני מסחר ולניטור רגולטורי לאחר המסחר.

²²⁷ ניתן לקבל מידע מפורט על הרגולציה בהנג קונג, הנושאים מוסברים בהרחבה בחלקים אחרים של המסמך.

מספק הגישה אחראי לוודא כי הלקוח עושה שימוש במערכות המורשות בלבד, כי יש ללקוח יכולת לעמוד בכל הדרישות הרגולטוריות וכי יש לו סידורים מתאימים לנטר את הפקודות המוזנות במערכת.

לגבי מסחר אלגוריתמי – הרגולציה קובעת דרישות לכך שכח האדם המפתח או מאשר את האלגוריתם יהיה כח אדם "מוכשר בצורה הולמת" (suitably qualified), וכן על המפעיל לוודא את בחינת (testing) המערכת שלו באופן הולם, טרם הפעלתה.

כאשר מערכת המסחר האלקטרוני או האלגוריתם מסופקים על יד ספק חיצוני (צד שלישי), על בעל הרישיון מוטלת חובה לערוך בדיקת נאותות (due diligence) על מנת לוודא שהם עומדים בדרישות המפורטות.

המתווה החדש ייכנס לתוקף ב- 1 בינואר, 2014.

נספח 11 - CDS

הפרמיה שמשלם הקונה למוכר מחושבת כך שהיא תכסה את תוחלת ההפסד שעלול להיגרם למוכר בהתרחשות אירוע אשראי וכן פיצוי לסיכון שנוטל עליו מוכר ההגנה. תוחלת ההפסד תלויה בשני פרמטרים: ההסתברות לאירוע אשראי (להלן DP - Default Probability) וגודל ההפסד אם יתקיים אירוע כזה. נסמן ב-RR את שיעור הפירעון מסך ההתחייבות (Recovery Rate - RR) במקרה שיש אירוע אשראי, ואת הפרמיה שמשלם הקונה למוכר ניתן לבטא באופן הבא:

$$CDS\ Premium = DP \cdot (1 - RR) + \pi$$

נניח, לדוגמה, שההסתברות לאירוע אשראי בשנה נתונה הוא 5% ושם יתרחש אירוע כזה, שווי איגרות החוב ירד ויהיה שווה ל-40 דולר לכל 100 דולר ערך נקוב. בדוגמה זו, $DP=0.05$ ו- $RR=0.4$. תוחלת ההפסד לכל שנה מאירוע אשראי הוא, אם כן 3% מהערך הנקוב:

$$Expected\ Loss = DP \cdot (1 - RR) = 0.05 \cdot (1 - 0.4) = 0.03 = 3\%$$

על שיעור זה מתווספת פרמיית סיכון ולכן הפרמיה שמשלם הקונה למוכר תהיה גבוהה מ-3% לשנה. אם פרמיית הסיכון היא בשיעור של 2%, קונה ה-CDS ישלם למוכר פרמיה בשיעור של 5% לשנה, על פי רוב בתשלומים רבעוניים:

$$CDS\ Premium = DP \cdot (1 - RR) + \pi = Expected\ Loss + \pi = 3\% + 2\% = 5\%$$

הגדרת "אירוע אשראי"

חווה ההתקשרות בין קונה ההגנה למוכר ההגנה מגדיר במדויק מהו "אירוע אשראי". בדרך כלל אירוע אשראי כולל את המקרים הבאים:

- **פשיטת רגל של הגוף הכלכלי שהוגדר כ-Reference Entity.** אירוע פשיטת רגל רלבנטי כאשר הגוף הוא חברה או מדינה ריבונית אשר אין לה יכולת לבצע הרחבה של היצע הכסף במשק (לדוגמה מדינות חברות באיחוד האירופאי אשר בו רק לבנק המרכזי האירופאי מנדט להרחיב את היצע המטבע ברחבי האיחוד) אך אינו רלבנטי כאשר הגוף הוא מדינה ריבונית אשר יש לה יכולת לבצע הרחבה של היצע הכסף במשק
- **הקדמת החזר החוב.** הקדמת החזר החוב מתקיימת, בדרך כלל, כאשר הריבית על החוב גבוהה מהריבית הנדרשת על פי תנאי השוק השוטפים. הקדמת החזר החוב במצב זה פוגעת בבעלי החוב כיוון שהתקופה שבה הם אמורים לקבל ריבית גבוהה על פי חוזה ההלוואה המקורי, מתקצרת. החלופה השוטפת הפתוחה בפניהם היא בריבית נמוכה יותר.
- **אי עמידה בהתחייבות.** אי עמידה בהתחייבות, גם אם אינה פוגעת ישירות בתזרים המזומנים אלא נובעת מבעיה "טכנית" במהותה, כגון אי עמידה בהתחייבות החוב ("תנאים מסייגים"), מהווה עילה מספקת לקיומו של "אירוע אשראי".
- **חדלות פירעון.** אי עמידה בהתחייבות לשלם ריבית ו/או קרן לבעלי החוב. חדלות פירעון מתקיימת כאשר הגוף שהנפיק את החוב אינו משלם את מלוא הסכום הנכלל בהתחייבות או שאינו עומד בלוח הזמנים של תשלומי הריבית ו/או הקרן.
- **עצירת תשלומים.** עצירת תשלומים (Repudiation/Moratorium), זמנית או מלאה, מתייחסת לצעד שנוקטת מדינה לגבי חוב שהנפיקה. עצירת התשלומים מהווה "אירוע אשראי", בין אם היא זמנית ובין אם היא מלאה.
- **הסדר חוב.** הסדר חוב (Restructuring) מהווה גם הוא "אירוע אשראי". הסדר חוב כולל הפחתה בתשלומים לבעלי החוב ("תספורת") או שינוי בתנאי החזר החוב (כגון פריסת תשלומים על פני תקופה ארוכה מהפריסה המקורית של החוב) אשר, בדרך כלל, נועד לשפר את נזילות מנפיק החוב. החל משנת 2009, חווי CDS בארה"ב אינם כוללים אירועים של הסדרי חוב.

בהעדר אירוע אשראי עד לפירעון החוב בידי המנפיק, חווה ההתקשרות פוקע בזמן הפדיון הסופי של איגרות החוב. אם מתקיים אירוע אשראי, יישב (Settlement) חוזה ה-CDS מתבצע באחת משתי דרכים חלופיות כפי שנקבע בתנאי ההתקשרות בין הקונה למוכר:

- הקונה מוסר את איגרות החוב למוכר תמורת תשלום השווה לערך הנקוב של האיגרות,
- המוכר משלם לקונה סכום השווה לפער בין הערך הנקוב של איגרות החוב לבין שווי השוק שלהן.

עד שנת 2005 מרבית החוזים יושבו במסירה פיזית, בעיקר עקב העובדה שלעתים קרובות קשה לקבוע מהו שווי איגרת החוב לאחר אירוע אשראי. אף על פי כן, מאז שנת 2005 הולך ועולה חלקם של החוזים המיושבים בהעברה כספית.

בתקופה הראשונה שלאחר כניסת ה-CDS לשוק ההון האמריקאי, הוא היה בשימוש בעיקר להגנה מפני אירועי אשראי. הגידול בשכיחות המקרים של חדלות פירעון ופשיטות רגל (ביניהם החברות Enron ו-Worldcom), הגבירו מאוד את הצורך של בעלי החוב לנהל את סיכוני האשראי שלהם באופן אקטיבי. חשיבותו הרבה של ה-CDS היא בכך שהוא מאפשר הגנה מפני סיכון אשראי במנותק מסיכון הריבית. יש לזכור שבעלי החוב אינם מעוניינים, בדרך כלל, למזער את הסיכון של השקעותיהם באופן כללי, כיוון שמזעור הסיכון גורר גם מזעור של שיעור התשואה הצפוי. במקום זאת, הם מעדיפים לקחת סיכונים מחושבים ולהימנע מסיכונים שאי הוודאות לגביהם גבוהה וקשה לאמידה. אך בעוד השימוש העיקרי בתקופת הראשונה שלאחר כניסת מכשיר ה-CDS לשוק היה הגנה מפני סיכוני אשראי, הרי שעם הזמן משקיעים הרחיבו מאוד את השימוש במכשיר החדש כדי לקחת פוזיציות בקשר עם סיכוני האשראי של המנפיקים ולא דווקא כדי לתת הגנה על פוזיציות קיימות. ואמנם, סך הערך הנקוב (NV) של עסקות ההחלף גדל מכ-2 טריליון דולר בשנת 2002 עד כ-60 טריליון דולר בשנת 2007²²⁸. לשם השוואה, סך כל הערך הנקוב של איגרות החוב בעולם בשנת 2007 היה כ-80 טריליון דולר.

ניתוח כלכלי של מכשירי ה-CDS

למכשירי ה-CDS יש תרומה כלכלית אמיתית לשוקי ההון והיא זו שהביאה לכך שמכשירים אלה תפסו את מקומם בשוק כמכשיר שימושי. יש למכשיר חסרונות אשר חלקם היו ידועים לפני משבר 2008 וחלקם התבררו בעת המשבר, אך אלה אינם מוחקים את חשיבותו הבסיסית של המכשיר.

מכשירי החלף של סיכוני אשראי ככלי לניהול סיכונים. מכשירי החלף משפרים את אפשרויות פיזור סיכוני האשראי בשוק ההון בהשוואה לפיזור הסיכונים שניתן להשיג ללא המכשירים האלה. כדי להדגים זאת, נניח שחברה בעלת איתנות פיננסית טובה מעוניינת לקחת הלוואה עסקית מבנק מקומי, בנק A, עמו היא בקשרי עבודה. במסגרת ניהול הסיכונים של הבנק, הנהלת הבנק קבעה לעצמה מדיניות שנועדה לשלוט על מידת הריכוזיות של תיק ההלוואות של הבנק מתוך הנחה שריכוזיות גבוהה מגדילה את "סיכון הריכוזיות" (Concentration Risk) של הבנק. סיכון זה מתייחס לחשיפת תיק האשראי של הבנק לפלח שוק צר, מגור מוגדר, ענף פעילות מסוים וכן הלאה. במילים אחרות, הבנק אינו מעוניין לרכז את תיק האשראי שלו אלא לפזר אותו באופן שימזער את החשיפה שלו לסיכוני אשראי בעת מצוקה פיננסית במשק. כדי ליישם זאת, הנהלה הציבה, בין היתר, מגבלות על היקף ההלוואות המאושרות ל"לווה יחיד". נניח שתיק ההלוואות של החברה בבנק A הגיע לרמה המרבית מבחינת הבנק במסגרת מדיניות האשראי שלו. אי לכך, הבנק אינו יכול להעניק את ההלוואה מבלי לחרוג מהמגבלות שהוא קבע לעצמו.

עם זאת, בנק A, מעוניין להיענות לבקשת החברה כדי לשמור על הפעילות הכוללת של החברה בבנק וגם כדי ליהנות מהתשואה על מרכיבי סיכון אחרים של האשראי לחברה, כגון התשואה הצפויה על סיכון הריבית. מבחינת הבנק, הפתרון הרצוי למצב הוא להעניק את ההלוואה לחברה ובמקביל לקנות הגנה מפני סיכון האשראי שלה. הבנק יכול לעשות זאת על ידי קניית CDS מבנק אחר, B, שאולי אינו יכול להעניק את האשראי ישירות לחברה מסיבות כלשהן, אך מעוניין בכל זאת בחשיפה לסיכון האשראי של החברה תמורת הפרמיה המתאימה. בדרך זו מאפשר מכשיר ה-CDS לבנק A לפצל את הסיכון הכרוך במתן ההלוואה, להסיר ממנו את סיכון האשראי ולקבל תחתיו את סיכון האשראי של בנק B.

מבחינת שוק ההון כולו, מכשיר ה-CDS מאפשר פיזור טוב של סיכון האשראי בשוק על ידי כך שהוא מעביר את סיכון האשראי מפעילים שיש להם תיק ההלוואות מרוכז לפעילים אחרים שתיק ההלוואות שלהם מפוזר יותר.

המסחר במכשירי החלף של סיכוני אשראי. קונה ה-CDS אינו חייב להחזיק באיגרות החוב של ה-RE. המכשיר מאפשר לפתוח פוזיציה על סיכון האשראי של ה-RE ולנצל על ידי כך התפתחויות בשוק האשראי על בסיס תחזית מוקדמת. המכשיר מועיל גם למוכרי ה-CDS בכך שהוא מאפשר להם לפתוח פוזיציה בשוק האשראי ולהיחשף לסיכון האשראי בלבד מבלי ליטול על עצמם את סיכון הריבית. השתתפותם של קונים ומוכרים שאין להם את איגרות החוב מוסיפה נזילות לשוק ובכך מגבירה את יעילות התמחור של המכשיר. יש טענה שפוזיציות "עירוניות" כאלה, היינו, פוזיציות שאינן מלוות בהחזקת איגרות החוב של ה-RE, משבשות את התמחור של המכשיר ובכך פוגעות ביעילותו. אם זה נכון, זה גורם ללווים לשלם ריבית גבוהה מדי על הלוואות שהם נוטלים. בסוגיה זו נדון בהמשך.

²²⁸ ערכים אלה הם במונחי ברוטו ואילו היקף השוק במונחי נטו קטן בהרבה. בהמשך נבחין בין הערכים ברוטו ונטו, כאשר נעמוד על הליך "דחיסת המסחר", או Trade Compression.

מרווח ה-CDS כמדד לסיכון האשראי. בשוק ההון יש נטייה ליחס את מרווחי התשואה לסיכון האשראי. אבל מרווחי התשואה מושפעים גם מגורמי סיכון אחרים שהעיקריים בהם הם סיכון הריבית וסיכון הנזילות. מרווח ה-CDS הוא מדד מדויק יותר לסיכון האשראי כי הוא מבודד את סיכון האשראי מיתר גורמי הסיכון של איגרות החוב. עם זאת, המרווח אינו מדד להסתברות למחדל פירעון כי המרווח מושפע הן מההסתברות למחדל פירעון והן משיעור ההפסד שיגרם במקרה של מחדל פירעון. מחקרים מראים ששוק ה-CDS מקדים לזהות סימני מצוקה בשוק ההון.

חולשות שוק ה-CDS. במשבר הפיננסי של 2008 התברר שעצם קיומו של שוק ה-CDS אינו תנאי מספיק ליציבותו של השוק. יתכן שהוא יצר אחידות בחשיפת מוסדות פיננסיים לסיכונים אשראי ועל ידי כך הוא הגביר את הסיכון השיטתי שלהם, כלומר, גרם להם להיות חשופים למקור משותף של סיכון (Vulnerability to common shocks). בנוסף, יתכן שהמכשיר הביא לידי כך שחלק גדול מסיכון האשראי התרכז במוסדות פיננסיים מסוימים, דוגמת חברת הביטוח AIG, במידה שהייתה מעבר ליכולתם להכיל את הסיכון שנטלו על עצמם. המוסדות פיננסיים שקנו הגנה בעזרת מכשירי CDS, החליפו את סיכון האשראי של ה-RE בסיכון האשראי של מוכר ה-CDS מבלי שידעו להעריך את רמת הסיכון שהמוכר נטל על עצמו. כללי רגולציה חדשים נדרשים כדי לצמצם את הסיכונים הללו.

במשך השנים חווי ה-CDS נעשו יותר ויותר סטנדרטיים בעקבות יוזמות וולונטריות של התעשייה. הסטנדרטיזציה של החוזים שנסחרים מעבר לדלפק סייעה להקטנת הסיכון התפעולי וריבוי הסוגים השונים של החוזים. כבר בשנת 1999 הגוף המרכזי (הוולונטרי) בענף, ה-International Swaps and Derivatives Association – ISDA, קבע כללים ותנאים לחוזה סטנדרטי. הכללים הללו חידדו מאוד את ההגדרות של אירוע אשראי ואופן מילוי ההסכמים בין הצדדים כדי למנוע מחלוקות בשאלה האם התרחש אירוע אשראי ואם כן, כיצד מתבצע יישוב (Settlement) ההסכם. בשנת 2009 הוכנסו השינויים והתיקונים האחרונים בתקנות והללו חידדו עוד יותר את ההגדרות של יישוב החוזים בהליכי מכרז. שינויים אלה מתייחסים הן למקרים של פשיטת רגל והן למקרים של הסדרי חוב. המטרה היא להגיע ליישוב ההסכם על ידי תהליך של מכרז שקובע את השווי ההוגן של החוזה.

בהסכמי CDS הנתונים שמורים אצל הצדדים לעסקה ואינם מרוכזים במאגר נתונים מרכזי כמו בבורסה רגילה. קיומו של מאגר נתונים מרכזי מאפשר מידע עקבי ומלא על כל הפוזיציות הפתוחות. לכן, מאגר נתונים מרכזי יסייע לקבל תמונה מדויקת על הפוזיציות נטו ולמוזער את מספר החוזים על ידי ביצוע Trade Compression. מאגר כזה ייתן גם תמונה מדויקת על המסחר, הציטוטים והחשיפה של המערכת כולה ושל כל אחד מבעלי הפוזיציות הפתוחות. מידע כזה יגביר את השקיפות לצדדים לעסקה ולרגולטורים וכן גם לציבור הרחב.

יוזמות וולונטריות של הענף הובילו לייצור מאגר נתונים מרכזי גם בשוק הנגזרים שנסחרים מעבר לדלפק. מאז שנת 2008 ניתן לקבל מה-DTCC נתונים על הפוזיציות הפתוחות ברוטו ונטו של חווי CDS על RE יחידים. אמנם המאגר אינו מאגד את כל החוזים, אך הוא מכיל 80% עד 90% מהם. מצב זה משפר במידה רבה את השקיפות בשוק ואת יציבותו.

יש הסכמה רחבה לגבי החשיבות של פעילות ה-CCPs. פעילות ה-CCPs תגדיל את חלקם של החוזים הסטנדרטיים תפשוט את תהליך המעבר לחשיפות נטו (במקום ברוטו) על ידי ביטול (netting) חוזים נגדיים ועל ידי הקטנת החשיפה הכוללת של המערכת ל-CPR. החל מחודש מרץ 2009, החלה סליקה של חוזים סטנדרטיים בידי מספר גופים המשמשים CCPs. עם כל היתרונות של CCPs יש בכך גם אתגרים חדשים. השאלות הן: מי יהיה הגוף שיחליט ויגדיר את כשירותו של גוף לשמש CCP? ואיזה מכשירים פיננסיים יורשו להיסחר בבלטפורמות מרכזיות כאלה? מאחר שלמשתמשים חשוב מאוד שהחוזים יתאימו לצרכים שלהם, הגדרת החוזים המורשים בסליקה מרכזית חייבת להיעשות בזירות רבה כדי שענות על צרכי המשתמשים.

לצד היתרונות של פעילות ה-CCPs יש, כמובן, גם סוגיות שיש לתת עליהן את הדעת. ראשית, מה קורה ל-CCP כאשר מתרחש אירוע של חדלות פירעון של הצד שמכר הגנה ל-CCP? איתנותו של ה-CCP במקרה כזה תלויה בשלושה גורמים. ראשית יש ל-CCP ביטחונות ממוכר ההגנה. על כן, יציבותו של ה-CCP תלויה במידה רבה ביכולתו להפעיל שיקול דעת נכון מראש לגבי איתנותו הפיננסית של מוכר ההגנה, ולדרוש ביטחונות בהתאם. שנית, חשוב שה-CCP יוכל לנהל את תהליך חדלות הפירעון בדרך נכונה כך שהיא תחלף את תזרים המזומנים המרבי הניתן לקבל ממוכר ההגנה, ושלישית, רמת ההון העצמי של ה-CCP חייבת להיות גבוהה מלכתחילה. חשוב שרמת הדרישות מה-CCP לא תהיה תלויה בשאלה מיהו הגורם המפקח עליו... זאת ניתן להשיג על ידי כך שכל רשויות הפיקוח הפוטנציאליות ידרשו דרישות אחידות. כאשר הדרישות אינן אחידות עלולה להתפתח "תחרות לתחתית" (Race to the Bottom) כאשר ה-CCPs עוברים מגורם מפקח הדורש דרישות מחמירות לגורם מפקח הגורם דרישות מקלות, ואולי המקלות ביותר. חשוב גם מבנה הבעלות על ה-CCP כי במקרה שהפסדי ה-CCP עולים על מקורותיו, חשוב לדעת שהבעלים יכולים להתערב ולהזרים הון ל-CCP כדי לחלצו ממצוקה. מבחינת המערכת כולה חשוב גם לקבוע מהו מספר ה-CCP האופטימלי ולהבטיח קשר תפעולי יעיל בין הפלטפורמות השונות.

נספח 12 – STRIPS

1. נתונים לגבי מועדי תחילת הנפקות STRIPS בעולם²²⁹

Start dates for strip bond services

Country	Stripping started	Reconstitution started	Physical strip bond deposits	Strip bond packages
United States of America	Feb. 1985	1985	not published	not offered
Canada	Jan. 1987	Jun. 1993	Jan. 1987	Jun. 1993
France	Jun. 1991	Jun. 1991	not offered	not offered
Belgium	Oct. 1992	Oct. 1992	not offered	not offered
The Netherlands	Feb. 1993	Feb. 1993	not offered	not offered
Austria	Oct. 1996	Oct. 1996	not offered	not offered
Spain	Jul. 1997	Jul. 1997	not offered	not offered
Germany	mid 1997	mid 1997	not offered	not offered
United Kingdom	Dec. 1997	Dec. 1997	not offered	not offered
Italy	1998	1998	not offered	not offered
South Africa	Jan. 2002	Jan. 2002	not offered	not offered

²²⁹ מקור: http://www.stripbonds.info/international/international_development.htm

Start dates for strip bond services

Country	Stripping started	Reconstitution started	Physical strip bond deposits	Strip bond packages
India	Oct. 2009	Oct. 2009;	not offered;	not offered;
Japan	Jan. 2003	Jan. 2003	not offered	not offered
Korea	Jan. 2004 - announced intention to develop service			

2. נתונים לגבי גודל שוק הנפקות ה-STRIPS:

Stripped underlying bonds by country

Country	Total face value of stripped underlying bonds (local currency - millions)	Total face value of stripped underlying bonds in USD (millions) *	As of date	% fed. govt. domestic market bonds stripped	Value (USD) per 1,000 population
Canada	86,560	63,864	2003/06/30	11.88%	2.03
United States of America	177,577	177,577	2003/07/31	7.42%	0.06
France	43,435	49,963	2003/06/30	8.64%	0.83
Spain	13,061	15,264	2003/6/10	5.19%	0.37
United	1,469	2,424	2003/06/27	0.87%	0.04

Stripped underlying bonds by country

Country	Total face value of stripped underlying bonds (local currency - millions)	Total face value of stripped underlying bonds in USD (millions) *	As of date	% fed. govt. domestic market bonds stripped	Value (USD) per 1,000 population
Kingdom					
The Netherlands	3,072	3,534	2003/06/30	1.83%	0.22
Germany	4,175	4,690	2003/07/31	1.14%	0.06
Belgium	5,104	5,778	2003/06/30	2.55%	0.56
Austria	187	216	2003/06/30	0.17%	0.03
Italy	2,409	2,736	2003/08/06	2.45%	0.48

* Currencies converted using [Bank of Canada](#) U.S. dollar closing rates for the date shown.

3. במונחים אבסולוטיים, השוק בארה"ב הוא הגדול ביותר ולאחריו השוק הקנדי. יחד עם זאת, השוק הקנדי הוא המתקדם ביותר מבחינת הנפקות STRIPS - בקנדה מבוצעות הכי הרבה הנפקות STRIPS (יותר מ-4000), קיים המגוון הרחב ביותר של אג"ח בסיס מכוחן מבוצע STRIPPING (מעל 400), ואג"ח בסיס עם YTM הכי ארוך (מעל 93 שנים). בנוסף, קנדה היא השוק היחיד שמאפשר STRIPPING של מק"מים והפיכת יחידות STRIPS למק"מים. כל זאת, למרות שהשוק הקנדי מייצג פחות מ-20% משוק ה-STRIPPING העולמי.

Issues eligible for stripping

Country	Federal government issues	Government agency issues	Provincial, state, and government agency issues	local / Corporate issues
Austria	Yes			
Belgium	Yes			
Canada	Yes	Yes	Yes	Yes
France	Yes			
Germany	Yes			
India	Yes			
Italy	Yes			
Japan	Yes			
Korea	Yes (future)			
The Netherlands	Yes			
New Zealand	Yes			
South Africa	Yes			

²³⁰ המקור : http://www.stripbonds.info/international/international_comparison.htm

Issues eligible for stripping

Country	Federal government issues	Government agency issues	Provincial, state, and local government agency issues	Corporate / issues
Spain	Yes			
Sweden	Yes			
United Kingdom	Yes			
United States	Yes	Yes		

STRIP BONDS AND STRIP BOND PACKAGES

INFORMATION STATEMENT

INVESTMENT

DEALERS

ASSOCIATION

OF CANADA

This Information Statement is being provided as required by securities regulatory authorities in Canada to describe certain attributes of "strip bonds" and "strip bond packages".

Strip Bonds and Strip Bond Packages

In this Information Statement, the term "strip bond" refers to an interest in (i) the amount payable on account of principal, and/or (ii) an amount payable on account of interest, in respect of "Underlying Bonds". Underlying Bonds are certain government bonds which can be traded pursuant to an exemption from the registration and prospectus requirements of applicable securities legislation. For a trade in bonds not expressly exempted by the applicable securities legislation, an order or other form of acknowledgment may be sought from the applicable securities commission to proceed without complying with registration and prospectus requirements.

The following is a summary of certain government bonds which can be traded pursuant to an exemption from the registration and prospectus requirements of applicable securities legislation in particular provinces or territories (or in the case of the Yukon Territory, from the prospectus requirements only).

Canada, Provincial and Territorial Bonds

- In all provinces and territories, bonds issued or guaranteed by the Government of Canada or a province of Canada.
- In Alberta, British Columbia, New Brunswick, Nova Scotia, Newfoundland, Ontario, Prince Edward Island, Saskatchewan, the Northwest Territories, Nunavut and the Yukon Territory, bonds issued or guaranteed by a government of a territory in Canada.

Foreign Country Bonds

- In Alberta, Newfoundland, Nova Scotia, Ontario, Prince Edward Island, the Northwest Territories, Nunavut and the Yukon Territory, bonds issued or guaranteed by the government of any foreign country or a political division thereof.

- In British Columbia and Saskatchewan, bonds issued or guaranteed by the Government of the United Kingdom, the Government of the United States of America, a state or territory of the United States of America, or the District of Columbia in the United States of America.
- In Manitoba, bonds issued or guaranteed by the Government of the United States of America or the Government of the United Kingdom.

A strip bond entitles the holder to a single payment of a fixed amount in the future without the payment of any interest in the interim. The purchase price or present value of a strip bond is determined by discounting the amount of the payment to be received on the payment or maturity date of the strip bond by the appropriate interest rate or yield factor. Strip bonds are therefore different from conventional interest-bearing debt securities and purchasers of strip bonds should be aware of the special attributes of strip bonds as described in this Information Statement. Strip bonds may be purchased in various different forms as described below under "Custodial Arrangements".

In this Information Statement the term "strip bond package" refers to a security comprised of two or more strip bonds which are combined to make up a "bond-like" strip bond package or an "annuity-like" strip bond package. A bond-like strip bond package consists of a lump-sum payable at maturity, which is backed by an interest in a strip bond payable in respect of one or more Underlying Bonds, together with one or more interests in other strip bonds (usually interest payments) related to one or more Underlying Bonds, thereby creating an instrument that resembles, in its payment characteristics, a conventional bond. An annuity-like strip bond package differs from a bond-like strip bond package only to the extent that it does not include a lump-sum payment at maturity. Strip bond packages may be purchased in the form of several separate strip bonds or as one security in one of the forms described below under "Custodial Arrangements".

Price Volatility

As with conventional interest-bearing debt securities, the market price of strip bonds and strip bond packages will fluctuate with prevailing interest rates. Generally, the market price of conventional interest-bearing debt securities and of strip bonds and strip bond packages will fluctuate in the same direction: when prevailing interest rates rise above the yield of these instruments, their market price will tend to fall; conversely, when prevailing interest rates fall below the yield of these instruments, their market price will tend to rise.

However, the market price of a strip bond will be significantly more volatile than the price of a conventional interest-bearing debt security with the same credit risk and term to maturity. When prevailing interest rates rise, the market price of a strip bond will tend to fall to a greater degree than the market price of a conventional interest-bearing debt security with the same credit risk and term to maturity. Conversely, when prevailing interest rates fall, the market price of a strip bond will tend to rise to a greater degree than the market price of a conventional interest-bearing debt security with the same credit risk and term to maturity. The primary reason for such volatility is the fact that no interest is paid in respect of a strip bond prior to its maturity. There is, therefore, no opportunity to reinvest interest payments at prevailing rates of interest prior to maturity.

The table below compares changes in the prices of conventional interest-bearing debt securities and strip bonds. The table shows, on a hypothetical basis, the difference in price fluctuation as a result of fluctuations in prevailing interest rates between, on the one hand, 5-year and 20-year \$100 face amount conventional bonds bearing interest at 6% payable semi-annually, and, on the other hand, 5-year and 20-year \$100 face amount strip bonds priced to yield 6%. It will be noted that the longer the term to maturity of the bond or the strip bond, the more volatile its market price will be.

Market Price Volatility

	Market price	Market yield	Price with rate drop to 5%	% price change	Price with rate increase to 7%	% price change
6% 5 Year Bond	\$100.00	6.00%	\$104.38	+ 4.38%	\$95.84	- 4.16%
5 Year Strip Bond	74.41	6.00	78.12	+ 4.99	70.89	- 4.73
6% 20 Year Bond	100.00	6.00	112.55	+ 12.55	89.32	- 10.68
20 Year Strip Bond	30.66	6.00	37.24	+ 21.49	25.26	- 17.61

In contrast to strip bonds, the income stream received on a strip bond package prior to maturity or the final payment date may be reinvested at the then prevailing interest rates. Therefore, the market price of a strip bond package will not be as volatile as the market price of a strip bond with the same credit risk and term to maturity or final payment date. However, it may be more volatile than the market price of a conventional interest-bearing debt security with the same credit risk and term to maturity.

Secondary Market and Liquidity

Strip bonds, strip bond packages and Underlying Bonds do not trade in Canada in an auction market similar to that for shares listed on a stock exchange. Instead, strip bonds, strip bond packages and Underlying Bonds trade in dealer or over-the-counter markets similar to those for most conventional debt securities.

Certain strip bonds and strip bond packages that are available in Canada are offered by groups of investment dealers or financial institutions which may make markets for the strip bonds and strip bond packages they offer, although they are not obligated to do so. **There can be no assurance that a market for particular strip bonds or strip bond packages will be available at any given time.** In such circumstances, purchasers may have to hold their strip bonds and strip bond packages to maturity or final payment date in order to realize their investment.

The market for Underlying Bonds is more liquid than the market for strip bonds and strip bond packages. Total turnover in Canadian federal and provincial bonds totalled \$3.6 trillion in 2000, with trading in Canadian federal bonds accounting for 92 percent of this amount. The average daily turnover of Government of Canada bonds amounted to \$13 billion in 2000, in proportionate terms roughly equivalent to the average daily turnover of U.S. treasury bonds which is generally considered to be the most liquid market in the world.

Government of Canada bonds with 2, 5, 10 and 30-year maturities (i.e., the so-called benchmark issues) account for most of the trading activity in this market and are the most liquid Government of Canada securities. The benchmark issues trade with the tightest bid-offered spread, with spreads widening for securities with different maturities than the benchmark issues. The market for provincial and territorial government securities is less liquid than the market for Government of Canada securities. Securities issued by the larger provinces with significant borrowing requirements are more liquid than securities issued by the smaller provinces, or the territories.

Custodial Arrangements

Purchasers may purchase strip bonds and strip bond packages in four forms:

- A book-entry position created by The Canadian Depository for Securities Limited (CDS) which represents an undivided interest in the relevant interest and/or principal payment(s) to be made in respect of one or more Underlying Bonds held by CDS. This is the most common form of ownership today.
- A deposit receipt or certificate issued by a custodian where the receipt or certificate represents an undivided interest in a pool of interest coupons or principal residues held by the custodian or in interest or principal payments to be made in respect of one or more Underlying Bonds held by the custodian (non alter-ego receipts).
- A deposit receipt or certificate issued by a custodian where the receipt or certificate represents the relevant segregated underlying interest coupon(s) or principal residue(s) held by the custodian (alter-ego receipt).
- In limited circumstances, physical delivery of the actual coupon(s) or residue(s) (in specie).

Each of these forms has different characteristics:

- Holders of book-entry positions and non alter-ego receipts are not entitled to take physical delivery of the underlying coupon(s) or residue(s), except in cases where specifically allowed by the rules of CDS or the custodial arrangements, as the case may be.
- Holders of book-entry positions, alter-ego receipts and non alter-ego receipts and holders of physical coupon(s) and residue(s), may be limited in their right to enforce the terms of the Underlying Bond(s) directly against the issuer. Further, such holders may have their rights under applicable custodial arrangements and in respect of the Underlying Bond(s) affected by a specified majority of such holders. Voting rights may be allocated to holders of strip bonds and strip bond packages based on a formula specified as part of the relevant custodial arrangement or as specified in the terms of the Underlying Bond(s). Each purchaser should review the relevant custodial arrangements and the purchaser's rights thereunder.
- For non alter-ego receipts and alter-ego receipts, registered certificates may be available to the holder on request. Where registered certificates are not available, the holder should receive periodic statements showing the security position from his or her investment dealer or other financial institution.

- Alter-ego receipts may entitle the holder to take physical delivery of the underlying coupon(s) or residue(s). If the holder decides to take physical delivery, the holder should be aware of the risks (including the risk of lost ownership) associated with holding a bearer security which cannot be replaced. The holder also should be aware that the secondary market for physical strip bonds may be more limited than for other forms of strip bonds and strip bond packages, due to the risks involved.

The facilities of CDS are available for custody and settlement of strip bonds and strip bond packages for any CDS participant.

In some cases the Underlying Bonds are redeemable or callable prior to maturity. Purchasers of strip bonds or strip bond packages relating to interest payments to be made in respect of Underlying Bonds that are redeemable or callable should satisfy themselves that such interest payments do not relate to interest payment dates that may occur after the Underlying Bond's earliest call or redemption date.

Canadian Income Tax Summary

The Canadian income tax consequences of purchasing strip bonds and strip bond packages are complex. Purchasers of strip bonds and strip bond packages should consult their own tax advisors for advice relating to their particular circumstances. The following summary is intended to be a general commentary on the attributes of strip bonds and strip bond packages under the *Income Tax Act* (Canada) ("Tax Act") and the regulations thereunder ("Regulations") for purchasers who hold their strip bonds and strip bond packages as capital property for purposes of the Tax Act. The summary also comments on the attributes under applicable similar provincial or territorial taxation laws.

Qualified Investments

Strip bonds and strip bond packages relating to Underlying Bonds that are issued or guaranteed by the Government of Canada or issued by a province or territory of Canada are "qualified investments" under the Tax Act and are therefore eligible for purchase by trusts governed by registered retirement savings plans ("RRSPs"), registered retirement income funds ("RRIFs"), registered education savings plans ("RESPs") and deferred profit sharing plans("DPSPs").

Annual Taxation of Strip Bonds

The Canada Customs and Revenue Agency has indicated that purchasers of strip bonds will be treated as having purchased a "prescribed debt obligation" within the meaning of the Regulations. Accordingly, a purchaser will be required to include in income in each year a notional amount of interest, notwithstanding that no interest will be paid or received in the year (see example below). Therefore, these instruments may be more attractive to non-taxable accounts, such as self-directed RRSPs, RRIFs, DPSPs, RESPs, pension funds and charities, than to taxable accounts.

In general terms, the amount of notional interest deemed to accrue each year will be determined by using that interest rate which, when applied to the total purchase price(including any dealer mark-up or commission) and compounded at least annually, will result in a cumulative accrual of notional interest from the date of purchase to the date of

maturity equal to the amount of the discount from face value at which the strip bond was purchased.

For individuals and certain trusts, the required accrual of notional interest in each year is generally only up to the anniversary date of the issuance of the Underlying Bond. For example, if a strip bond is purchased on February 1 of a year and the anniversary date of the issuance of the Underlying Bond is June 30, only five months of notional interest accrual will be required in the year of purchase. However, in each subsequent year, notional interest will be required to be accrued from July 1 of the previous year to June 30 of the subsequent year.

The table below sets out the income tax treatment of a taxable individual investor resident in Canada who purchases a \$5,000 strip bond on February 1, 2002 at a total purchase price of \$3,742.96. The anniversary date of the issuance of the Underlying Bond is June 30. The strip bond is due on June 30, 2007 (i.e. 5 years and 149 days later) and the investor holds it to maturity. Thus, the effective annual interest rate on the strip bond for purposes of the interest accrual rules will be 5.5%. The investor's marginal tax rate (determined after taking into account applicable provincial or territorial taxation laws) is assumed for illustrative purposes only to be 45%. Investors should determine their actual marginal tax rate after discussion with a professional tax advisor.

Year	Base for interest compounding (i.e. purchase price plus previously accrued notional interest)	Accrued notional interest for year (i.e. 5.5% of the base for interest compounding except in the first year)	Tax liability at 45%
2002	\$3,742.96	\$ 82.71{•}	\$ 37.22
2003	3,825.67	210.41	94.68
2004	4,036.08	221.98	99.89
2005	4,258.06	234.20	105.39
2006	4,492.26	247.07	111.18
2007	4,739.33	260.67	117.30
		1,257.04	

{•}[(1.055)^{149/365} x \$3,742.96] - \$3,742.96. February 1, 2002 to June 30, 2002 = 149 days because the investor is not credited with interest for the day of purchase.

In some circumstances the anniversary date of the issuance of the Underlying Bond may not be readily determinable. In these circumstances individual investors may wish to consider accruing notional interest each year to the end of the year instead of to the anniversary date.

A corporation, partnership, unit trust or any trust of which a corporation or partnership is a beneficiary is required for each taxation year to accrue notional interest to the end of the taxation year and not just to an earlier anniversary date in the taxation year.

Disposition of Strip Bonds Prior To Maturity

Upon the disposition of a strip bond prior to maturity, purchasers will be required to include in their income for the year of disposition notional interest to the date of disposition. If the amount received on such a disposition exceeds the total of the purchase price and the amount of all notional interest accrued and included in income, the excess will be treated as a capital gain. If the amount received on disposition is less than the total of the purchase price and the amount of all notional interest accrued and included in income, the difference will be treated as a capital loss. As of the date of this Information Statement, a taxpayer was required to take in to account one half of the capital gain or loss in determining taxable income.

The table below sets out the income tax treatment for the individual investor in the previous example where the investor sells the strip bond on September 30, 2004 for an assumed sale price of \$4,361.31.

Proceeds of disposition		\$4,361.31
Base for calculation of capital gain		
• initial purchase price	\$3,742.96	
• accrued income for 2002 (see previous table)	82.71	
• accrued income for 2003 (see previous table)	210.41	
• accrued income for 2004		
• to anniversary date (see previous table)	221.98	
• to September 30	57.85{•}	4,315.91
	_____	_____
Capital gain		45.40
Taxable capital gain (1/2 of capital gain)		22.70

{•}[(1.055)^{92/365} x \$4,258.06] - \$4,258.06

Strip Bond Packages

Because a strip bond package consists for tax purposes of a series of separate strip bonds, the interest inclusion rules will be satisfied if an annual notional interest inclusion is determined in respect of each separate strip bond as outlined above. However, the calculation of such annual notional interest inclusion may be very complex. In addition, the calculation may be impossible to perform for individual purchasers to the extent that the anniversary dates of the Underlying Bonds are unknown.

As an alternative, purchasers of strip bond packages may wish to consider accruing notional interest to the end of each year at the internal rate of return or yield of the strip bond package determined by reference to the total purchase price (including any dealer mark-up or commission) and on the assumption that each component of the strip bond package is held to maturity or final payment date. The use of this method may in some circumstances result in a marginally less favourable income tax result to an individual purchaser than the calculation of an annual notional interest inclusion in respect of each separate strip bond comprising the strip bond package.

Upon the disposition of a strip bond package prior to maturity, purchasers will be required to include in their income for the year of disposition notional interest to the date of disposition. If the amount received on such a disposition exceeds the sum of the total purchase price and the amount of all notional interest accrued and included in income, the excess will be treated as a capital gain. If the amount received on disposition is less than the sum of the total purchase price and the amount of all notional interest accrued and included in income, the difference will be treated as a capital loss. As of the date of this Information Statement, a taxpayer was required to take into account one half of the capital gain or loss in determining taxable income.

Non-Residents of Canada

Non-residents of Canada for the purposes of the Tax Act who purchase strip bonds or strip bond packages relating to Underlying Bonds issued or guaranteed by the Government of Canada or issued by a province or territory of Canada and which were issued after April 15, 1966 will not be liable for income tax in Canada (including withholding tax) on any amounts paid or credited with respect to the strip bonds or strip bond packages if such purchasers do not use or hold the strip bonds or strip bond packages in carrying on business in Canada and their sole connection with Canada is the acquisition and ownership of the strip bonds or strip bond packages.

Impact on Yield-to-Maturity of Dealer Mark-ups or Commissions Paid on Strip Bonds

Dealer mark-ups or commissions on strip bonds are quoted as a fixed amount per \$100 of maturity amount of the strip bond purchased. The commission charged is generally not affected by the purchase price of the strip bond. Thus, the commission remains the same for strip bonds with a longer term to maturity and lower purchase price. The commissions quoted by investment dealers for strip bonds generally range between 25 cents per \$100 of maturity amount to \$1.50 per \$100 of maturity amount. Commissions are typically at the higher end of this range for small transaction amounts, reflecting the higher costs of processing a small trade. The commissions generally decline for larger transaction sizes.

The table below illustrates the after-commission yield to an investor in strip bonds with different before-commission yields and with different terms to maturity. All of the yield numbers are semi-annual. For example, a strip bond with a term to maturity of one year, a before-commission yield of 4.5% and a commission of 25 cents per \$100 of maturity amount has an after-commission yield of 4.234%. The before-commission cost of this particular strip bond will be \$94.72 per \$100 of maturity amount while the after-commission cost will be \$94.97 per \$100 of maturity amount. Similarly, a strip bond with a term to maturity of 25 years, a before-commission yield of 6.5% and a commission of \$1.50 per \$100 of maturity amount has an after-commission yield of 6.204%. The before-commission cost of this particular strip bond will be \$20.21 per \$100 of maturity amount while the after-commission cost will be \$21.71 per \$100 of maturity amount.

The approximate reduction in annual percentage yield associated with the payment of a specific amount of commission or dealer mark-up may generally be calculated as follows:

where

MA is the maturity value of the strip bond

PP is the purchase price of the strip bond including the amount of any commission or dealer mark-up required to be paid in order to acquire the strip bond

CA is the amount of the commission or dealer mark-up required to be paid to the selling dealer at the time of purchase of the strip bond

n is the number of days from the time of purchase of the strip bond to the time of maturity of the strip bond (determined excluding the day of purchase but including the maturity day and ignoring leap years)

A prospective purchaser or seller of a strip bond is invited to compare the yield to maturity of the strip bond, calculated after giving effect to any applicable dealer mark-up or commission, against the similarly calculated yield to maturity of a conventional interest bearing debt security. Prospective purchasers or sellers are invited to inquire about the dealer's bid and ask prices for the subject strip bond.

June, 2003.

נספח 15- מאפיינים למידת הנזילות

המושג נזילות הינו קשה למדידה, ולמעשה, לא קיים מדד כמותי יחיד המיצג באופן מלא את מידת הנזילות של נייר ערך. עם זאת, ישנם מספר מאפיינים אשר יחדיו משקפים את מידת הנזילות של נייר הערך:

1. רוחב ועומק השוק;
2. הדיקות;
3. מידיות;
4. קצב ההתחדשות.

רוחב ועומק השוק - בתיאור מידת הסחירות של שוק ניירות ערך נהוג להבחין בין שוק רחב (Broad Market), לבין שוק צר (Thin Market), ובין שוק עמוק (Deep Market) לבין שוק רדוד (Shallow Market). שוק רחב הינו שוק בו נפח (דהיינו, כמויות) פקודות הקנייה והמכירה גבוה. שוק שאין בו נפח מספק של פקודות קנייה ומכירה נחשב לשוק צר. שוק עמוק הוא שוק בו קיימות פקודות לקנייה ולמכירה, גם במחירים שהם מעל ומתחת למחיר השוק בו נערכות העסקות בפועל. שוק שאינו עמוק נקרא שוק רדוד.

לעתים קרובות, חוברים יחד מספר מצבי שוק שמחמירים את בעיית הנזילות בניירות הערך. ראשית כל, שכיחים המצבים בהם השוק הוא צר, רדוד ומתחדש באטיות (ראו הסבר על התחדשות השוק בהמשך). כאשר אלו הם מאפייני השוק, מתרבות העסקות שנעשות בביצוע חלקי, תוך השפעה חזקה על המחיר, ומתרבות גם העסקות שאינן זוכות כלל לביצוע. נזילות נמוכה עלולה לגרור המשכיות ואף לרצף של ימי מסחר נעדרי עסקאות בניירות ערך. שנית כל, קיימת תלות הדדית בין קשיי הנזילות לבין עלויות העסקה. קשיי נזילות מגדילים את עלויות העסקה, ועלויות עסקה גבוהות משפיעות לרעה על רמת הנזילות. דוגמה לכך היא מרווח הקנייה והמכירה של עושי השוק (Bid-Ask Spread): ככל שהשוק נויל פחות כך הסיכון של הדילר מהחזקת מלאי ניירות ערך גדל, עקב פערי הזמן המתרחבים בין הזמן בו הדילר קונה ניירות ערך למלאי, לזמן בו הוא מוכר ניירות ערך אלה מהמלאי, וכתוצאה מכך מרווח הדילר גדל ועלויות העסקה ללקוחות עלות.

המסחר האלקטרוני אשר חדר בשנים האחרונות למסחר בניירות הערך, הפחית במהירות את תפקידם ומרכזיותם של עושי השוק בבורסות. אך המרווח בין מחיר הקנייה הטוב ביותר ומחיר המכירה הטוב ביותר בבורסה, בכל רגע נתון, מתקיים גם בהיעדר עושי השוק, ולכן שאלת המרווח הפנימי בספר הפקודות וכן המרווח האפקטיבי הינה שאלה בעלת חשיבות רבה גם בשיטות מסחר אלקטרוניות. ההשפעה על המחיר מתקיימת גם היא, בין אם העסקה נעשית על ידי עושה שוק ובין אם היא מתבצעת במסחר ממוחשב.

הדיקות השוק - מידת הדיקות השוק (Tightness) היא מאפיין חשוב נוסף המשקף את המרווח בין מחיר הקנייה למחיר המכירה. כאשר יתר הדברים קבועים, ככל שהמרווח צר יותר, השוק הדוק יותר ונזילותו גבוהה יותר. המרווח בין מחיר הקנייה למחיר המכירה קיים, כמובן, גם בשוק שאין בו עושי שוק. ההפרש, בספר הפקודות, בין מחיר המכירה הטוב (הנמוך) ביותר, לבין מחיר הקנייה הטוב (הגבוה) ביותר ברגע נתון, הוא המרווח המשקף את הדיקות השוק.

מיידיות - מיידיות השוק (Immediacy) הינה מאפיין חשוב למשקיעים, היות והיא מודדת את המהירות בה מתבצעות פקודות הקנייה והמכירה. ככל שביצוע הפקודות מהיר יותר, כך השוק נויל יותר, כי הוא מאפשר למשקיע לבצע עסקאות במהירות. חשיבותה של המיידיות נובעת ממספר סיבות שונות, כגון: רצון לאזן תיק השקעה במהירות, הצורך לבצע קנייה ומכירה בו-זמנית של ניירות ערך שונים (או קרוב לכך ככל האפשר), וכדומה. ככלל, מאחר והמידע משתנה במהירות על פני ציר הזמן, חשובה לקונה המיידיות היות והיא מאפשרת לרכוש נייר ערך תוך פרק זמן קצר, לפני שמידע חדש מגיע לשוק ומעלה את המחיר, והיא חשובה למוכר היות והיא מאפשרת לו למכור את נייר הערך תוך זמן קצר, לפני שהמחיר יורד. מיידיות השוק תלויה, בין היתר, במנגנון פיזור המידע בשוק ובמהירות ביצוע הפקודות לאחר שהמשקיע נתן את פקודת הקנייה או המכירה.

התחדשות השוק - מושג חשוב נוסף המסייע באפיון נזילות השוק הוא מושג ה"התחדשות" (Resilience) של השוק. שוק המגיב בפקודות רבות של קנייה או מכירה לנוכח סטייה מקרית של המחיר מהרמה ה"נכונה" הוא שוק המתחדש במהרה: זהו Resilient Market. בשוק המתחדש במהירות, זרם הפקודות קולח ומגביר את נזילות השוק. כשזרם הפקודות החדשות אינו קולח, נזילות השוק נפגעת.

מדדים למידת הנזילות

ציינו קודם לכן את העובדה שאין מדד כמותי יחיד המייצג באופן מלא את מידת הנזילות של נייר ערך. במקום זאת, קיימים מספר מדדים שונים אשר בבואם יחדיו משקפים נכונה את נזילות השוק על מאפייניה השונים. נבחין בין שתי קבוצות מדדים:

- מדדים לפעילות השוק;
- מדדי עלות ביצוע עסקאות.

ההבחנה בין שני הסוגים הנ"ל אינה הבחנה חדה, וקיימים מדדים העשויים להיות משוייכים הן לקבוצת פעילות השוק והן לקבוצת העלות. מדדי הפעילות מבוססים על מדדים, כגון: מחזורי המסחר, מהירות המחזור, גודל עסקאות ממוצע וכדומה, והם משקפים מאפייני שוק, כגון: עומק השוק ורוחבו. מדדי העלות נועדו למדוד את עלות ביצוע העסקה. ככלל, ככל שהשוק נוזל פחות, כך תגובת המחיר לביצוע עסקה תהא חזקה יותר. בשוק בו פועלים עושי שוק, מרווח ה-Bid-Ask האפקטיבי הינו מדד לתגובת המחיר בעסקאות שהיקפן הוא בגבול הכמות שאליו מחוייב עושה השוק. בעסקאות גדולות יותר, תגובת המחיר תהיה בדרך כלל חזקה יותר, והיא משקפת את העובדה שעסקאות גדולות רבות נעשות על-ידי מי שבידיו עדיפות במידע (ראו להלן)²³¹. סדר זרימת הפקודות (ה-Order Flow) ומצב השוק בעת הגעת הפקודות משפיעים על תגובת המחיר. להלן סקירה קצרה של כמה מדדים למידת הנזילות של השוק.

מדדי נזילות המשקפים את פעילות השוק

ישנם מספר מדדים בסיסיים המשקפים את רמת פעילות השוק והם קשורים לרוחב ועומק השוק, מיידיותו והתחדשותו. נציין את המדדים הבאים:

- גודל העסקה;
- מספר העסקאות;
- מחזור המסחר;
- מהירות מחזור המסחר;
- שכחות ימי המסחר עם שיעור תשואה אפס.

גודל העסקה והכמות המצוטטת - שווי העסקה הממוצעת ביחידת זמן (כגון: ביום מסחר, שבוע מסחר וכדומה) הוא ביטוי לרוחב ולעומק השוק. ככל שהשוק צר יותר, כך גודל העסקה הממוצעת יהיה קטן יותר. בשוק צר, הפקודות עצמן נוטות להיות פקודות לקנייה או מכירה של כמות קטנה יחסית של נייר הערך הרלבנטי. גם כאשר מגיעה פקודה לעסקה בכמות גדולה, ביצועה עדיין תלוי בקיום של פקודה נגדית מתאימה, ובשוק צר, מגבלה זו נוטה לצמצם את היקף העסקה המבוצעת בפועל. אם השוק הוא צר ועמוק, סיכויי עסקה גדולה להתבצע גדולים מסיכוייה להתבצע בשוק צר ורדוד. מבחינה זו, גודל העסקה בפועל הוא מדד לרוחב השוק ועומקו²³². בשוק שבו פועלים עושי שוק, הכמות המצוטטת משקפת את גודל העסקה שניתן לבצע מיידית מול הדילר. עסקאות בפועל עשויות להימצא בכמויות גדולות יותר מהכמות שמצוטטת, שהיא הכמות המזערית שאליה מחוייב הדילר. מדד הנזילות מבוסס על הכמות המצוטטת מחושב כממוצע בין הכמות המצוטטת במחיר הטוב ביותר (או, לדוגמה, בשלושת המחירים הטובים ביותר) בצד ההיצע, לבין הכמות המצוטטת במחיר הטוב ביותר (או, לדוגמה, בשלושת המחירים הטובים ביותר) בצד הביקוש.

מספר העסקאות - מדד נוסף לפעילות השוק הוא המספר הממוצע של עסקאות ביחידת זמן (יום, שעת מסחר וכדומה). ממצאים אמפיריים הראו שמספר העסקאות נוטה לגדול עם תנודתיות המחיר של נייר הערך. תנודתיות גבוהה נוטה להגדיל את מספר העסקאות, ועקב כך גם את מחזורי המסחר, ומכאן שמספר העסקאות הממוצע ליחידת זמן מהווה מדד לפעילות השוק²³³.

²³¹ ראה:

Kraus, A. and H. R. Stoll, "Price Impacts of Block Trading on the New York Stock Exchange", *Journal of Finance*, 27 (1972): 569 - 588; Kiem D. B. and A. Madhavan, "The Upstairs Market for Large-Block Transactions: Analysis and Measurement of Price Effects", *Review of Financial Studies*, 9 (1996): 1 - 36; Easley D. and M. O'Hara, "Price, Trade Size and Information in Securities Markets", *Journal of Financial Economics*, 19 (1987): 69 - 90; Amihud Y., "Liquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time Series Effects", *Journal of Financial Markets* (2002), pp. 31-5

²³² יש שמתייחסים ל"עומק השוק" כמייצג הן של עומק והן של רוחבו מבלי להבחין בין שני הממדים. זה נובע, ככל הנראה, מכך ששוק רחב נוטה, בדרך כלל, להיות גם עמוק ושוק צר נוטה, בדרך כלל, להיות גם רדוד.

²³³ ראה:

Jones, C., G. Kaul and M. Lipson, "Transactions, Volume, and Volatility", *Review of Financial Studies*, 7, (1994): 631-651; Huang, R.D., J. Cai and X. Wang, "Information-based Trading in the Treasury Note Interdealer Broker Market", *Journal of Financial Intermediation*, 11, (2002): 269-296.

מחזור המסחר - מחזור המסחר (Trade Volume) הוא שווי העסקאות הממוצע ליחידת זמן (כגון: יום מסחר, שבוע וכדומה). מחזור המסחר משקף את רוחב ועומק השוק וכן את התחדשותו. מחזור המסחר הוא מדד זמין וקל לחישוב, וככלל, מחזור מסחר גבוהה גורר אחריו, בדרך כלל, עלויות עסקה נמוכות יותר, אשר מצדן משפרות את הנזילות. המחזור מתקבל כמכפלה מצטברת של מספר ניירות הערך בכל עסקה, במחיר הממוצע בעסקה. מכאן שהמחזור מביא לידי ביטוי הן את מספר העסקאות והן את הסכום הכספי הממוצע של העסקאות. מחזור מסחר גבוה נחשב כמיצג מצב של נזילות גבוהה. עם זאת, יש ממצאים אמפיריים שמראים שבתקופות של תנודתיות גבוהה המרווח גדל - ואגב כך פוגע בנזילות - אך למרות זאת, מחזורי המסחר גדלים. מכאן שמחזורי מסחר גדולים לא בהכרח מצביעים על נזילות גבוהה.²³⁴

מהירות מחזור המסחר - מחזור המסחר עצמו, בדרך כלל, שונה מאוד ממנייה למניה והוא תלוי במידה רבה בגודל החברה ובהון המונפק שלה. מחזורי המסחר במנייה של חברה קטנה הם כמעט תמיד קטנים מאוד ביחס למחזורי המסחר במניות החברות הגדולות במשק. מהירות המחזור (Turnover Ratio) מודדת את מחזור המסחר הממוצע כאחוז מסך ההון המונפק של נייר הערך. מהירות המחזור מבטאת את מספר הפעמים בתקופה שנייר הערך עובר מיד-ליד. לדוגמה, ההון המונפק של מניה מסוימת הוא 100 מיליון מניות, והמחזור השנתי הוא 50 מיליון מניות. מהירות המחזור אם-כן הינה 0.5 והמשמעות היא שבאופן ממוצע, מחצית מלאי המניות של החברה מחליף בעלות בשנה אחת, כך שתקופת ההחזקה הממוצעת הינה שנתיים.

שכיחות ימי המסחר עם שיעור תשואה אפס

אחת הסיבות לנזילות נמוכה של ניירות ערך היא קיומן של עלויות עסקה גבוהות. המוטיבציה לקנייה או למכירה של נייר ערך יכולה לנבוע מגורמים שונים. אולם ככל שמחיר נייר הערך צפוי להשתנות בשיעור רב יותר, כך גדלה המוטיבציה של המשקיעים לסחור בנייר זה. לדוגמה, משקיע הצופה שיעור תשואה חיובי גבוה במניה מסוימת, ירצה לקנותה בטרם עליית המחיר, ואילו משקיע הצופה ירידת מחיר חדה יטה למכרה טרם ירידת המחיר. אם הצפי הוא לשינוי קטן באופן יחסי במחיר המניה, עלויות עסקה גבוהות עשויות להפוך את הקנייה או את המכירה לבלתי כדאית. כתוצאה מכך, אחד המאפיינים של שוק נזיל הוא עלויות עסקה נמוכות יחסית, ואילו אחד המאפיינים של שוק בעל נזילות נמוכה הוא עלויות עסקה גבוהות יחסית. עלויות עסקה גבוהות עשויות לגרום למשקיעים להימנע מלסחור במניה, ולכן שיעור ימי המסחר בהם שיעור תשואת הנייר הינו אפס מהווה מדד למידת הנזילות של נייר הערך. לפי מדד זה, שכיחות נמוכה של ימי מסחר בעלי שיעור תשואה אפס מהווה סימן לנזילות גבוהה, ואילו שכיחות גבוהה של ימי מסחר בעלי שיעור תשואה אפס מהווה סימן לנזילות נמוכה. בהמשך, נבחן ממצאים אמפיריים על אודות הקשר שבין שיעור תשואה אפס לבין מידת הנזילות.

מדדי נזילות המשקפים עלות

הצגנו מספר מדדים המשקפים את רמת הפעילות בשוק. כעת נעבור לתיאורם של מספר מדדים שמשקפים את עלות ביצוע העסקאות בשוק המשני. נציג את המדדים הבאים²³⁵:

1. מרווח ה-Bid-Ask,
2. השפעת ביצוע עסקאות על מחיר נייר הערך;
3. "לחץ המחיר" בניירות ערך דלי סחירות.

מרווח Bid-Ask - מרווח הקנייה-מכירה (או: Bid-Ask Spread) הינו מדד להדיקות השוק. מרווח זה קיים הן בשוק בו פועלים "עושי שוק", והן בשוק שהוא Order-Driven. גודלו של המרווח תלוי במספר של גורמים. ראשית כל, ככל שסחירות נייר הערך נמוכה יותר, כך צפוי המרווח להיות גדול יותר. מרווח ה-Bid-Ask תלוי גם ברמת התנודתיות של מחיר נייר הערך, שמצדו תלוי בתנודתיות השווי הכלכלי של נייר הערך, כלומר בנזילות. ככל שהתנודתיות גדולה יותר, כך גדול יותר המרווח שידרוש הדילר בכדי "להגן" על המלאי שברשותו מפני הפסד שעלול לנבוע מירידת המחיר. המרווח תלוי גם בעלות המימון של הדילר. ככל שעלות המימון גבוהה יותר כך גבוה יותר המרווח, שכן הדילר צריך לקבל פיצוי על עלות זו. הואיל ומקור המימון של הדילר הוא בדרך כלל הלוואה בנקאית, נוטים המרווחים להיעשות גדולים יותר כאשר שערי הריבית עולים. לבסוף, המרווח נקבע גם בהתחשב באפשרות שהדילר סוחר בנייר הערך כנגד משקיע בעל מידע עדיף לגבי נייר הערך. ואכן, נהוג להבדיל בין מי שסוחר בניירות ערך למטרות של צריכה,

²³⁴ ראה:

Karpoff, J., "The Relation between Price Changes and Volume: A Survey", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22, (1987): 109 - 126; Huang, R.D., J. Cai and X. Wang, "Information-based Trading in the Treasury Note Interdealer Broker Market", *Journal of Financial Intermediation*, 11, (2002): 269-296.

²³⁵ בעבר נעשה שימוש ב"מדד סילבר" שהיה מתאים לשיטת המסחר בבורסה בתל-אביב בשיטת המסחר שהייתה נהוגה בעבר. על מדד זה ועל מדדי קהן ובייקר, ראו: משה בן-חורין, **שוק ההון וניירות הערך**, הוצאת צ'ריקובר, 1996.

השקעה, איזון תיק ההשקעה וכן הלאה, לבין מי שסוחר בניירות הערך על בסיס של מידע. הראשונים נקראים Liquidity Traders או Noise Traders ואילו האחרונים נקראים Information Traders. ההבדל ביניהם נעוץ בכך שהסוחרים לצורכי נזילות עושים זאת מבלי שיש בידם מידע מיוחד על שווי נייר הערך, ולכן הצד השני לעסקה אינו חושש שמא הקנייה נגרמת ממידע שהמחיר זול במיוחד (ולכן צפוי לעלות), או שמא המכירה נגרמת ממידע שהמחיר יקר במיוחד (ולכן צפוי לרדת). לעומת זאת, מי שסוחר על בסיס מידע קונה את נייר הערך על בסיס מידע פרטי²³⁶, אשר אינו זמין לצד השני לעסקה, על כך שמחירו של אותו נייר ערך צפוי לעלות, ומוכר את נייר הערך על בסיס מידע פרטי אשר אינו זמין לצד השני לעסקה, האומר שהמחיר עומד לרדת. סוחרים על בסיס מידע נהנים מיתרון על פני הדילר שקונה ומוכר ניירות ערך, וגם על פני לקוחות שסוחרים לצורכי נזילות, ונותנים פקודות קנייה ומכירה בהגבלת שער. מחשש פן המסחר יתנהל מול לקוח בעל מידע עדיף, מרחיב הדילר את מרווח ה-Bid-Ask, והלקוחות מנמיכים את הגבלת השער לקנייה ומעלים את הגבלת השער למכירה, לעומת מצב בו המסחר היה מתבצע מול מי שאין לו מידע עדיף. המשמעות היא, שעסקאות של לקוחות בעלי מידע עדיף, גורמים למרווח להיפתח, ובכך נפגעת נזילות נייר הערך. ככל שמדובר במניות של חברה קטנה וידועה פחות, כך גדלה הסבירות שהלקוח בצד השני של העסקה יהיו בעל מידע עדיף, ולכן מרווח ה-Bid-Ask רחב, בדרך כלל, במקרים של חברות קטנות ופחות ידועות, מאשר במקרים של חברות גדולות וידועות.

השפעת ביצוע עסקאות על מחיר נייר הערך: Price Impact - עצם הביצוע של עסקת קנייה או מכירה של נייר ערך עשוי להשפיע על מחירו, בעיקר כשמדובר בעסקה גדולה יחסית. מידת ההשפעה של עסקה בנייר ערך על מחירו, או ה-Price Impact, מהווה מדד חשוב למידת הנזילות של הנייר והוא משקף את הקלות או הקושי של השוק לספוג עסקאות בהיקף נתון ללא שינוי משמעותי במחיר. אך ההשפעה על המחיר אינה תמיד קלה לזיהוי, ואף קשה במיוחד לכמת את מידת ההשפעה, בעקבות הקושי להבחין בין שינוי המחיר הנובע ממידע חדש שהגיע לשוק, לבין השפעת מחיר הנובעת מביצוע עסקה. כדי להיווכח בקיומה של השפעת מחיר וכדי למדוד את גודלה, בדקו פסטור וסטמבו²³⁷ האם מתקיימת תופעת היפוך במגמת שינוי המחיר, או Price Reversal, בעסקאות גדולות. אם אכן קיימת השפעת מחיר, סביר הוא שלאחר קיום העסקה המחיר ייטה במידה מסוימת לחזור לכיוון המחיר שהיה קיים למניה טרם ביצוע העסקה: המחיר ייטה לרדת לאחר עסקת קנייה גדולה שהעלתה את המחיר וייטה לעלות לאחר עסקת מכירה גדולה שהורידה את המחיר²³⁸. מכאן, שהיפוך במגמת שינוי המחיר, הינו עדות לקיומה של השפעת מחיר ואילו היעדר היפוך מהווה עדות לכך ששינוי המחיר לא נבע מהשפעת המחיר אלא, כנראה, משינוי שווי הנייר. פסטור וסטמבו אכן מצאו שקיים היפוך מגמה במחיר וההיפוך גדול יותר ככל שהעסקה שהביאה לשינוי במחיר, גדולה יותר.

עלויות העסקה

קנייה ומכירה של ניירות ערך כרוכה בעלות למשקיע. לעלות זו שלושה מרכיבים עיקריים:

1. עמלת הברוקר;
2. המרווח בין מחיר הקנייה למחיר המכירה, או ה-Bid-Ask Spread;
3. השפעת הקנייה או המכירה על מחיר נייר הערך.

ההתפתחויות הטכנולוגיות שחלו בשנים האחרונות בבורסות והגברת התחרות בין הבורסות וזירות המסחר הביאו להגברת מהירות ביצוע עסקאות ולהוזלת עלויות העסקה, ומכאן שגם לירידה חדה במרווחים²³⁹. אף האפשרויות שנפתחו בפני המשקיעים להעברת עסקאות מהבורסות המרכזיות לזירות מסחר חלופיות מסייעות ביד הוזלת עלויות העסקה.

²³⁶ מידע פרטי אינו בהכרח מידע פנים. כידוע, חל איסור על ביצוע עסקאות בניירות ערך על בסיס מידע פנים. אולם אין איסור על ביצוע עסקאות על בסיס מידע פרטי. מנהלי בתי השקעה, לדוגמה, המפעילים יחידות מחקר ("אנליזה") צוברים מידע שבסיסו מידע ציבורי, אך הוא עדיף על פני המידע הזמין לרוב המשקיעים. קנייה או מכירה של ניירות ערך על בסיס מידע כזה מקנה למנהלי ההשקעות עדיפות במידע.

²³⁷ ראה:

Pastor, L. and R. F. Stambaugh, "Liquidity Risk and Expected Stock Returns", *Journal of Political Economy*, 111 (2003): 642 – 685.

²³⁸ בכל עסקה ישנו צד קונה וצד מוכר. עם זאת, ב"עסקת קנייה", יוזם העסקה הוא הצד הקונה, וב"עסקת מכירה" יוזם העסקה הוא הצד המוכר. בשוק שיש בו עושי שוק, היוזם הוא נותן הפקודה לדילר ובשוק ללא עושי שוק היוזם הוא נותן הפקודה לביצוע מול ספר הפקודות.

²³⁹ ראה:

Paul Bennett, and Li Wei, "Market Structure, Fragmentation and Market Quality", *Journal of Financial Markets*, (February, 2006): 49-78 ; C. C. Comerton-Forde, T. Hendershott, C. M. Jones, P. C. Moulton, and M.S. Seasholes, "Time Variation in Liquidity: The Role of Market-Maker Inventories and Revenues", *The Journal of Finance*, (February 2010): 295-331.

עמדנו על כך שהמרווח האפקטיבי מכיל מרכיב שהינו השפעת העסקה עצמה על מחיר המניה, ומרכיב זה צפוי להיות גבוה יחסית בעסקאות גדולות. למעשה, בעסקאות גדולות השפעת המחיר עלולה להיות כה גבוהה עד שתביא לביטול הכוונה לבצע את העסקה, או לביצועה מחוץ למסגרת הרגילה של הבורסה. ואכן, ציינו את התפתחות מערכות ECN שבהם המתווכים הפיננסיים מתאמים - בפעולה יזומה - את פקודות הקנייה כנגד פקודות המכירה, וזאת על-ידי השהיית העסקאות במקרה הצורך, ועל-ידי חיפוש אקטיבי של פקודות נגדיות מצד משקיעים פוטנציאליים. ה-ECN אף מקטינה את עמלות התיווך בכך שהיא מקשרת בין סוחרים וברוקרים שפעילים בקנייה ובמכירה של ניירות הערך. במהלך יום המסחר, מערכת שאינה מסוג Dark Pool, מציגה את כל הפקודות שבספר הפקודות בזמן אמת, בניגוד לבורסות כגון ה-NYSE Euronext בהן מוצגים רק מספר מצומצם מפקודות הקנייה והמכירה הטובים ביותר בכל רגע נתון, וכך מאפשרות לצדדים בעסקה להתאים את פקודותיהם באופן מיטבי ביחס למצב האמיתי המלא של הפקודות הנגדיות. במילים אחרות, תגובת שוק ההון להשפעות חדות על מחיר המניה בעסקאות גדולות הייתה משתנה, באמצעות פיתוח חלופות מסחר, אשר היו ממתנות, או אף מונעות, את ההשפעה על המחיר.

ניירות הערך הסחירים בשוק ההון בישראל

לוח 1 שלהלן מציג את שווי השוק של ניירות הערך הנסחרים בבורסה בסוף כל אחת מהשנים 2006 עד ל-2012. בולטת העלייה בחלקן של איגרות החוב של החברות בשנים אלו. שווי השוק של איגרות החוב הממשלתיות ביחס לשווי השוק של כלל איגרות החוב שנסחרו בבורסה, ירד מ-64% בשנת 2006 ל-50% בשנת 2012, ובמקביל, גדל חלקן של האיגרות הלא-ממשלתיות (כגון: חברות, רצף מוסדיים ואחרות), על פי שווי השוק, מ-36% ל-50% בהתאמה.

לוח 1

ערך השוק של ניירות הערך הרשומים בבורסה, 2006 עד 2012 (מיליארדי ש"ח במחירי דצמבר 2012)

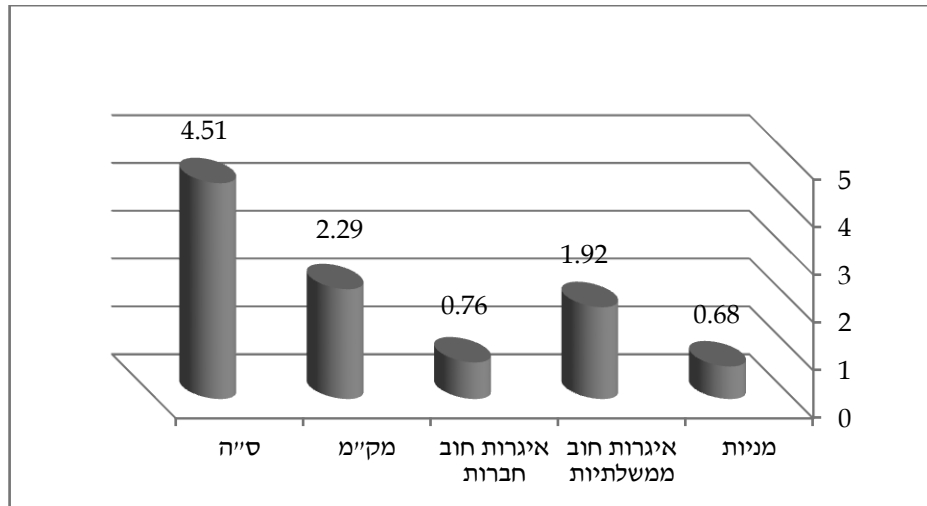
סוף שנה	מניות והמירים (1)	איגרות חוב				סה"כ
		ממשלתיות	חברות	רצף מוסדיים (2)	אחרות (3)	
2006	707	316	100	31	49	1,308
2007	876	315	170	49	135	1,625
2008	450	355	145	47	167	1,244
2009	762	391	215	37	178	1,674
2010	837	404	248	36	181	1,846
2011	610	416	239	36	185	1,610
2012	604	459	261	37	202	1,680

1. ה"המירים" אלו ניירות ערך הכוללים את הבאים: כתבי אופציה, איגרות חוב ניתנות להמרה למניות, כתבי אופציה הניתנים להמרה לאיגרות חוב וכתבי אופציה הניתנים להמרה לאיגרות חוב להמרה.
2. רצף-מוסדיים היא מערכת מסחר באיגרות חוב, כולל איגרות חוב להמרה, שהונפקו למשקיעים מוסדיים ללא תשקיף. מאחר שההנפקה היא ללא תשקיף, הציבור אינו רשאי לסחור באיגרות החוב, והמסחר בהן מוגבל למשקיעים מוסדיים בלבד, ומאפשרת להם לסחור באיגרות החוב מסוג זה בינם לבין עצמם, בדומה למערכות דומות הקיימות בארה"ב. המשקיעים המוסדיים הפועלים ברצף-מוסדיים נהנים מביצוע העסקאות בזמן אמת ומסליקה אוטומטית במסלוקת הבורסה.
3. אחרות – כל אג"ח שאינן ממשלתיות, חברות, רצף מוסדיים.

מקור: נתוני הבורסה לניירות ערך בתל-אביב.

תרשים 1 שלהלן מציג את מהירות המחזור בסוגי ניירות הערך השונים בבורסה בתל-אביב. הנתונים הם ממוצעים לשנים 2006 עד 2012, ומהירות המחזור נמדדה בכל שנה כיחס שבין מחזור המסחר השנתי הממוצע (חושב על בסיס הממוצע היומי בהנחה של 250 ימי מסחר בשנה) לשווי השוק בסוף חודש דצמבר של אותה שנה. במניות, לדוגמה, מהירות המחזור ביחס לשווי השוק הייתה 0.68 בממוצע, והמשמעות היא שבאופן ממוצע, המסחר השנתי במניות בתקופה הרלבנטית היה בהיקף של 0.68 משווי השוק של המניות. מחזור המסחר ומהירות המחזור הם מדדים לרמת הסחירות של ניירות הערך ורמת הסחירות היא מאפיין משמעותי מאוד למשקיעים בניירות הערך. סחירות גבוהה של נייר ערך הינה חשובה לשני הצדדים לעסקה: הקונה והמוכר. מחד, משקיע שמעוניין למכור נייר ערך אשר בבעלותו, יוכל לעשות זאת גם בכמויות גדולות, מבלי להוריד משמעותית את מחיר נייר הערך אם סחירות נייר הערך הינה גבוהה. משקיע שמעוניין לקנות את נייר הערך, יוכל לממש את הקנייה גם כשמדובר בכמות גדולה, אם סחירות נייר הערך הינה גבוהה. מאידך, אם סחירות נייר הערך הינה נמוכה, הרי כל עסקאות שתבצענה, ובייחוד אלו בכמויות גדולות, תושפענה משמעותית על מחיר נייר הערך. מכאן, שקנייה של כמות גדולה תוביל לעלייה משמעותית במחיר, ואילו מכירת כמות גדולה תוביל לירידה משמעותית של המחיר.

תרשים 1
מהירות מחזור המסחר ביחס לשווי ניירות ערך,
ממוצע לשנים 2006 עד 2012



מקור: עובד מתוך נתוני המחזור היומי הממוצע ושווי השוק של ניירות הערך, **הסקירה השנתית 2011**, הבורסה לניירות ערך בתל-אביב. החישוב נעשה על בסיס ההנחה של 250 ימי מסחר בשנה.

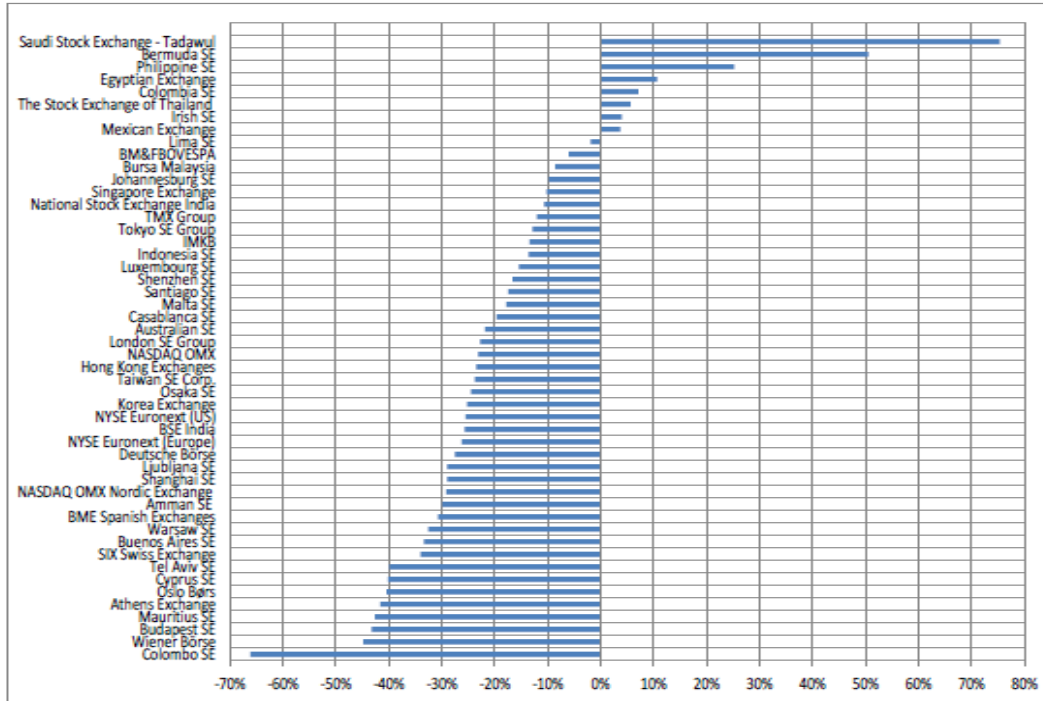
תרשים 1 מראה שמהירות המחזור הייתה שונה מאוד בקרב סוגי ניירות הערך השונים. לפי מדד זה, הסחירות של המק"מ הייתה הגבוהה ביותר מבין קבוצות ניירות הערך המוצגים בתרשים 1, ועמדה על 4.51. גם איגרות החוב הממשלתיות נהנתה מממוצע מהירות מחזור גבוהה יחסית. לעומת זאת, מהירות המחזור של המניות ושל איגרות החוב הלא-ממשלתיות הייתה נמוכה בהרבה. תרשים 1 מציג, כאמור, נתונים ממוצעים בלבד. נתונים אלה אינם חושפים הבדלים ניכרים בין הסחירות של ניירות הערך הבודדים. ככלל, מבין איגרות החוב הממשלתיות, האיגרות הצמודות מראות סחירות נמוכה משמעותית מזו של איגרות החוב הבלתי צמודות. מבין המניות, עולה כי רמת הסחירות הינה גבוהה יותר במניות בעלות שווי שוק גבוה (בעיקר אלה שנכללות במדד ת"א-25), לעומת מניות של חברות קטנות, הללו, בדרך כלל, בעלות נזילות נמוכה ואף נמוכה ביותר. גם בקרב איגרות החוב ניתן למצוא הבדלים משמעותיים. סחירות איגרות החוב של החברות הגדולות (הבנקים, למשל) הייתה גבוהה יחסית, אך הסחירות של רבות מאיגרות החוב של החברות הקטנות הייתה נמוכה ביותר, ולעתים אף קרובה לאפס.

תרשים 2 להלן מציג את השינוי במחזורי המסחר במניות בקרב 52 בורסות ברחבי העולם במונחים דולריים. ההשוואה נעשתה בהתבסס על נתוני שנת 2012 כולה, לעומת נתוני שנת 2011 כולה. השינוי שהוצג בבורסה בתל-אביב היה ירידה בשיעור של כ-40% לעומת ירידה חציונית של כ-20%.

תרשים 3 להלן מציג את השינוי במספר העסקאות במניות בקרב 49 בורסות ברחבי העולם, במונחים דולריים. ההשוואה הינה של נתוני שנת 2012 כולה, לעומת נתוני שנת 2011 כולה. השינוי שהוצג בבורסה בתל-אביב היה ירידה בשיעור של כ-26% לעומת ירידה חציונית של כ-12%.

תרשים 2
מחזורי המסחר במניות ב-52 בורסות בעולם במונחים דולריים,
2012 לעומת 2011

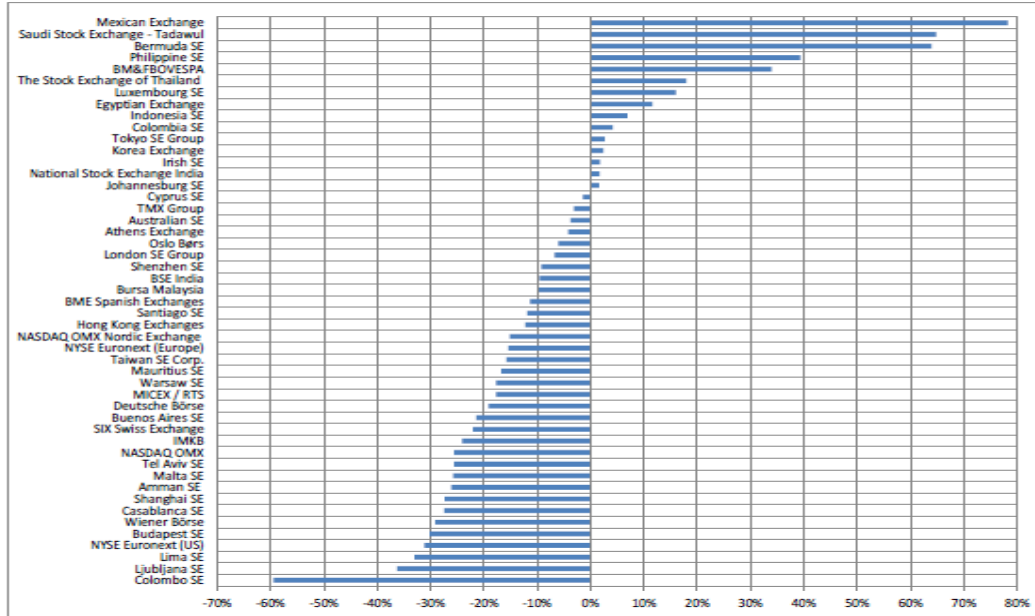
Variations in 2012 Electronic order book share trading value by member – in USD
 (comparison of the period January - December 2012 with the same period of 2011)



מקור: World Federation of Exchanges.

תרשים 3
השינוי במספר העסקות במניות ב-49 בורסות בעולם במונחים דולריים,
2012 לעומת 2011

Variations in 2012 Electronic order book number of trades in share by member
 (comparison of the period January - December 2012 with the same period of 2011)



מקור: World Federation of Exchanges

השוואת השינוי במחזורי המסחר בבורסה בתל-אביב בשנים האחרונות לעומת השינוי שחל במחזורי המסחר בבורסות אחרות, הוצגה גם בדוח בנק ישראל, 2012. תרשים 3 מציג את הנתונים מתוך הדוח לתקופה שמדצמבר 2009 ועד דצמבר 2012, ומראה שהירידה במחזורי המסחר בבורסה בתל-אביב (גם לאחר נרמול לשווי השוק) הייתה חריפה בהשוואה לבורסות אחרות, ובמיוחד בהשוואה ל"בורסות דומות".

תרשים 3
שיעור השינוי במחזורי המסחר ושווי השוק בבורסה בתל-אביב ובקבוצות השוואה, דצמבר
2009 עד דצמבר 2012 (אחוזים)

הממוצע בורסות דומות	הממוצע בשווקים המתעוררים	הממוצע במשקים המפותחים	הממוצע העולמי	הבורסה בתל- אביב	
- 1	- 33	- 12	- 18	- 44	מחזור המסחר
- 12	- 29	- 30	- 26	- 35	מחזור המסחר מנורמל לשווי השוק
31	5	14	12	- 14	שווי השוק

מקור: דוח בנק ישראל 2012, פרק ד'.

לפי ניתוח בנק ישראל עולה כי "בנוסף לגורמים הגלובליים, שהשפיעו על הירידה החדה במחזורי המסחר במניות בבורסה בתל-אביב, פעלו גם גורמים מקומיים. עם הגורמים המקומיים המרכזיים נמנית יציאת הזרים מהבורסה, ובפרט יציאתן של קרנות ההשקעה הבינלאומיות; מהלכים אלה הושפעו ככל הנראה משינוי הסיווג במדדי ה- MSCI ומהעלייה בתפיסת הסיכון היחסי של ישראל. כמו כן, הירידה החדה,

בהשוואה עולמית והיסטורית, במספר החברות הציבוריות תומכת בסברה שלהידוק הרגולציה בשוק ההון הייתה תרומה מסוימת לירידה במחזורי המסחר; השינויים ברגולציה הכלכלית על ענפים ספציפיים, לעומת זאת, לא השפיעו על מחזורי המסחר".