



## נייר עמדה

# הצעת החוק לשינוי מבנה הבורסה: מנסים להרוג זבוב עם תותח – ומחטיאים

(לקראת הדיון ביום 19.07.2016 בוועדת הכספים)

## התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

י"א תמוז התשע"ו

17.07.16

# התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل The Movement for Quality Government in Israel



## הצעת החוק לשינוי מבנה הבורסה – עמדת התנועה

- הצעת החוק לשינוי מבנה הבורסה היא ניסיון להרוג זבוב באמצעות תותח – שמכוון לכיוון הלא נכון, ועתיד לגרום נזק חמור.
- הבורסה נשלטת כיום על ידי מועדון סגור של חברי בורסה – מספר מצומצם של בנקים ובתי השקעות, שחברותם בבורסה מעניקה להם שתי זכויות עיקריות: 1. זכות הצבעה במוסדות התאגיד; 2. גישה בלעדית למערכת המסחר באמצעותה ניתן לסחור בניירות ערך, ולגבות על כך עמלות מציבור המשקיעים. בנוסף, בהתאם לכללים שקבעו חברי הבורסה עצמה, חברותם בבורסה מעניקה להם גישה בלעדית למסלוקת הבורסה, שבאמצעותה מושלמות העסקאות שמבוצעות במערכת המסחר.
- חברי הבורסה, שנאסר עליהם לחלק רווחים, ניצלו במשך שנים את מעמדם כמתווכים בלעדיים בין הציבור למערכת המסחר וגבו מהציבור עמלות עתק מופרזות (פי עשרות מונים מעמלות מקבילות בחו"ל), ובמקביל "ייבשו" את הבורסה ומנעו ממנה להתייעל.
- הפתרון לתחלואיה של הבורסה נעוץ בהורדת תנאי הסף להתחברות למערכת המסחר, אשר כיום הינם מוגזמים בכל קנה מידה, באופן שיאפשר לכל המעוניין להתחבר אליה ולהציע לציבור שירותי מסחר. הדבר יאלץ את חברי הבורסה להתייעל ולהפחית עמלות, ואף יתרום לעלייה במחזורי המסחר בבורסה.
- פעולה זו ניתן לבצע כבר מחר בבוקר, ללא כל הליך חקיקה! מדובר בפעולה פשוטה של שינוי תקנון הבורסה, אותה ניתן לבצע אפילו בהוראה מלמעלה של רשות ניירות ערך. במקום לבצע צעד מתבקש זה, הוגשה הצעת חוק גרנדיוזית המבקשת להפוך את הבורסה לחברה למטרות רווח, ולהקצות את הזכויות ההוניות בה (שערכן נאמד בכחצי מיליארד ₪) לחברי הבורסה הנוכחיים ללא תשלום הולם.
- למרבה האבסורד, וחרף ההצהרות הרבות בעניין זה, אין בהצעת החוק ולו סעיף אחד שמאלץ את בעלי הבורסה לפתוח את מערכת המסחר לחברים נוספים! להיפך – מרגע שהמונופול על מערכת המסחר יימסר לבעלי מניות פרטיים ויהפוך לחברה למטרות רווח, יצטמצם האינטרס לשתף גורמים נוספים בגישה למערכת! ההצעה אף אינה כוללת פתרונות חלופיים אחרים, דוגמת הטלת פיקוח העמלות הנגבות ע"י חברי הבורסה.
- ההצהרות המשובצות בהצעת החוק בנוגע להתייעלות והפחתת ניגודי עניינים הן מסך עשן מפני המשמעויות החמורות והאמיתיות של ההצעה:
- מסירת הבורסה – נכס שערכו עשוי להגיע ל-2 מיליארד ₪ (לאחר שיוכל לחלק רווחים), אשר נבנה בכספי העמלות ששילם הציבור – לידיהם של חברי הבורסה, ללא תמורה הולמת;
- עיגון המונופול האנכי (על מערכת המסחר ועל מערכת הסליקה) בידי חברה פרטית למטרות רווח, באופן שאינו יוצר כל תמריץ לפתיחת מערכת המסחר לחברים חדשים ואשר יסכל אפשרות לבצע שינויים מבניים בעתיד;
- ופתח למהלך שבסופו צפוי כי חברי הבורסה הנוכחיים ינפיקו את מניותיה, ימכרו אותם לגופים המוסדיים, וכך הציבור ירכוש בהון עתק את מה ששייך לו זה מכבר.
- לאור המשמעויות הדרסטיות של המהלך המוצע, אשר אינו נותן כל מענה לבעיה העיקרית בתפקודה של הבורסה, ואף יוצר בעיות קשות ובלתי-הפיכות אשר יהוו בכייה לדורות – יש לחשוב מחדש על הצורך בשינוי המבני הדרסטי ככלי להשגת המטרות החשובות של התייעלות הבורסה וההגנה על המשקיעים; ולכל הפחות, לדאוג לכך שהחקיקה שתקבל תחייב באופן מפורש את פתיחת מערכת המסחר לחברים נוספים.

# התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل The Movement for Quality Government in Israel



## 1. הרקע להצעת החוק, מהות השינוי המבני המוצע והפער המהדהד בין ההצהרות למעשים

- כיום הבורסה היא חברה מוגבלת בערבות חברה, ללא הון מניות. זהו "קואופרטיב" שיש בו 22 חברים עם זכויות הצבעה שוות (רובם בנקים והיתר בתי השקעות).
- החברות בבורסה מקנה לחברה שני דברים עיקריים: (א) זכות הצבעה במוסדות התאגיד ו-(ב) זכות גישה למערכת המסחר. עם זאת, אין להם זכויות הוניות בבורסה, אין להם זכות ליהנות מחלוקת רווחים, אין להם זכות ליהנות מנכסיה במקרה של פירוק, והזכויות שלהם אינן "סחירות" ואינן ניתנות למכירה או להעברה.
- בהשוואה בינלאומית, מספר בעלי הגישה למערכת המסחר בישראל נמוך מאוד, ותנאי הסף לקבלת גישה כזו – גבוהים מאוד. ההוראה המגבילה את המסחר לחברים בלבד וכן תנאי הסף לקבלת חברים – קבועים בתקנון הבורסה, ולמותר לציין כי מדובר בתוצאה של מדיניות מכוונת של חברי הבורסה, במטרה לשמר את כוחם ואת חוסר התחרות השורר בתחום.
- על אף שאסור לחברי הבורסה לחלק רווחים, ההחזקה שלהם בבורסה מניבה להם יתרון כלכלי עצום: חברי הבורסה ניצלו היטב במשך השנים את מעמדם הייחודי כמתווכים הבלעדיים בין הציבור המעוניין לסחור בני"ע לבין מערכת המסחר (הבורסה) והסליקה (מסלוקת הבורסה אשר בבעלותה המלאה של הבורסה). הם (ובעיקר הבנקים) גובים מהציבור עמלות על פעולות בני"ע בשיעורים גבוהים עשרות מונים מעמלות מקבילות בעולם – ומתוכן מעבירים אחוזים בודדים (בין 1% ל-5%) לבורסה ולמסלוקה, תוך שהם גוזרים שולי רווח אסטרונומיים של 9900%-1900%<sup>1</sup>.
- מניעת התחרות בגישה למערכת המסחר והסליקה, והחזקתה בידי קומץ קטן של חברי בורסה, מניבה לחברי הבורסה – ובעיקר לבנקים מתוכם – רנטה מונופוליסטית אדירה, המושגת באמצעות גביית עמלות עתק מן הציבור והעברת "פירוים" מתוכן כעמלות לבורסה, תוך שהיתרה משולשלת לכיסי חברי הבורסה.
- די בהצגת הדברים הקצרה עד כה כדי להבין שהמפתח להורדת העמלות בבורסה, לתחרותיות ולהתייעלות – אשר יסייעו בתורם להגדלת מחזורי המסחר – נעוצה בהגברת התחרותיות בתחום על ידי הגדלה דרסטית של בעלי הגישה למערכת המסחר, כמקובל בעולם.
- מדובר בתוצאה שניתן להשיג על ידי פעולה פשוטה יחסית של שינוי תקנון הבורסה, באופן שיוריד את תנאי הסף להתחברות למערכת (ואולי גם יקבע שני סוגי "חברות", אחת שמעניקה רק גישה למערכת המסחר ואחת שמעניקה זכויות הצבעה בתאגיד). לרשות ניירות ערך יש אפילו סמכות בחוק הנוכחי לבצע שינוי תקנון כפוי. מדובר בתהליך פשוט שניתן לבצעו כבר מחר בבוקר – ללא כל צורך בהליך חקיקה מסובך.
- במקום לבצע את השינוי המתבקש, יזמה רשות ניירות ערך שינוי מבנה דרסטי בבורסה – הכולל (א) הפיכת הבורסה לחברה בעלת הון מניות, ו-(ב) ביטול האיסור על חלוקת רווחים<sup>2</sup> – שינוי אשר לא ישיג את המטרה

<sup>1</sup> שלי אפלברג, "הבנקים גובים עמלות מסחר של יותר מ-2.5 מיליארד שקל - ומשלמים רק 130 מיליון לבורסה", דה מרקר, 26.10.15. זמין בלינק: <http://www.themarker.com/markets/1.2760992>. לקבלת מידע נוסף ומפורט בעניין זה, המבוסס על בדיקה אמפירית שביצעה התנועה בהשוואה בינלאומית, ניתן לפנות לתנועה.

<sup>2</sup> יצוין כי המדינה אינה יכולה להפוך בעצמה את הבורסה לחברה בעלת הון מניות (המבנה הקואופרטיבי של הבורסה קבוע בתקנון ההתאגדות שלה (להבדיל מ"תקנון הבורסה"), שהוא מסמך המכיל כללים לתפעול שוטף של הבורסה, אותו יש לרשות סמכות לתקן); המדינה יכולה רק להסיר את האיסור הקבוע כיום בחוק על חלוקת רווחים, ולנסות לתמרץ את חברי הבורסה להפוך את הבורסה – בעצמם, ומרצונם הטוב – לחברה בעלת הון מניות, על ידי התניית הזכות לחלק רווחים באישור הסדר פנימי בין חברי הבורסה בנוגע להקצאת המניות.

# התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل The Movement for Quality Government in Israel



המוצהרת ובפועל רק יקטין את כוחה של המדינה ויגביר את אחיזתם של הבנקים במונופול החיוני הזה.

- לאחר ביצוע התהליך המוצע בהצעת החוק, הבורסה תהיה חברה למטרות רווח בבעלות חברי הבורסה הנוכחיים, ובראשם הבנקים. הסמכות לשנות את תקנון הבורסה ולהנמיך את תנאי הסף לגישה למערכת המסחר – תישאר בידי חברי הבורסה (שכעת יהיו בעלי המניות), אשר ניגוד העניינים האינהרנטי בו הם מצויים כיום, רק יגבר, מאחר והחברה תהיה כעת מקור לחלוקת רווחים.
- דבר בהצעת החוק אינו מאלץ את חברי הבורסה לפתוח את הגישה למערכת המסחר לחברים נוספים לאחר ביצוע השינוי המבני. להיפך: מאחר שכעת יהיה בידיהם משאב ציבורי מונופוליסטי, למטרות רווח – יהיה להם אינטרס עוד פחות לחלוק את הגישה אליו עם גורמים נוספים. הצעת החוק ודברי ההסבר מטשטשים עובדה קריטית זו.

נייר העמדה מכיל להלן מספר חלקים קצרים נוספים, אשר מתייחסים להיבטים שונים של הצעת החוק ומצביעים על הכשלים שנפלו בהם:

חלק 2 מעלה שאלות בדבר עצם הצורך בשינוי המבני וכן מעלה ספקות כבדים בדבר יכולתה של הצעת החוק להשיג את מטרותיה המוצהרות;

חלק 3 עוסק בשאלת הזכויות בנכסי הבורסה, ומראה כי הצעת החוק מבקשת להעניק את נכסי הבורסה לחברי הבורסה ללא כל תמורה או הסבר;

חלק 4 מצביע על כישלונה הצפוי של הצעת החוק להגביר את התחרות ולהפחית את העמלות המושתות על הציבור;

חלק 5 מתריע מפני החמצת ההזדמנות ההיסטורית להפרדת הבעלות במסלוקת הבורסה מהבעלות בבורסה, והנצחת המונופול האנכי אשר יימסר לידיים פרטיות.

# התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل The Movement for Quality Government in Israel



## 2. עצם הצורך בשינוי המבני ויכולתו להשיג את מטרותיו המוצהרות – מוטלים בספק רב

- שינוי מבנה הבורסה נועד – כך על פי האמור בדברי ההסבר להצעת החוק – להשיג שני יעדים עיקריים: **האחד, הפיכת הבורסה לגורם תחרותי ויעיל; השני, ניתוק בין הבעלות לבין החברות בבורסה והרחבת מספר חברי הבורסה בעלי הגישה למסחר.** יעדים נוספים שהוגדרו בהצעה הינם שיפור יכולת הבורסה לגייס הון, הפחתת ניגודי העניינים בפעילותה, שינוי ושיפור של הממשל התאגידי בבורסה ובמסלקה ועוד, כאשר בסופו של דבר המטרה היא להביא לשיפור בפעילות הבורסה.
- הצעת החוק נולדה על רקע ועדת בן חורין, שהתכנסה בשנת 2013. הייתה זו שנת שפל במחזורי המסחר, שהגיעה 5 שנים אחרי שנת 2008 שהייתה שנת שיא במחזורים (בפרספקטיבה של שנים אחורה). **אולם מאז שנת 2013 מחזורי המסחר צמחו בשיעור של כ-35% - והדבר מחייב חשיבה מחודשת על עצם הצורך בשינוי המבנה.**<sup>3</sup> למעשה, אין כלל ודאות שהירידה במחזורי המסחר נבעה מהתנהלותה של הבורסה, ולא מגורמים מקרו כלכליים שלבורסה הקטנה שלנו אין שליטה עליה (כמו המשבר הכלכלי ב-2008), כמו גם מגורמים נוספים כגון רגולציה מכבידה, שהיו רלוונטיים גם אם הבורסה הייתה חברה למטרות רווח בבעלות פרטית.
- **חשוב שייאמר: הצעת החוק לא תביא ליעדים שהיא עצמה הציבה, ועלולה להביא דווקא לתוצאות הפוכות:**

- ההצעה לא מסבירה איך שינוי המבנה יביא להעלאת מחזורי המסחר. להיפך – מונופול מופרט עלול להקטין את מחזורי המסחר ולהעלות מחירים לציבור (חשש שמוזכר מפורשות בדוח בן חורין, עמ' 21).
- ההצעה לא מסבירה איך שינוי המבנה יביא להגדלת מספר החברים בעלי הגישה למערכת המסחר. למעשה, אין בהצעת החוק ולו סעיף אחד שמאלץ את בעלי הבורסה לפתוח את מערכת המסחר לחברים נוספים. להיפך – מרגע שהמונופול על מערכת המסחר יימסר לידי בעלי מניות פרטיים ויהפוך לחברה למטרות רווח, יצטמצם האינטרס של בעלי המניות לשתף גורמים נוספים בגישה למערכת. **ההצהרות על ניתוק בין זכות הגישה לבין זכות הבעלות – הן מסך עשן.**
- למרבה האבסורד, אם המטרה היא פתיחת מערכת המסחר לתחרות וניתוק בין הבעלות לבין הגישה למערכת – אין כל צורך לבצע הליך חקיקה, וניתן לעשות זאת מחר בבוקר על ידי שינוי תקנון הבורסה! הגדרת החברות והקריטריונים לגישה למערכת המסחר לא מוסדרים כלל בחוק (לא בחוק הקיים ולא בהצעת החוק), אלא בתקנון הבורסה – זהו מסמך שאושר על ידי רשות ני"ע ושר האוצר, אשר לרשות ני"ע יש סמכות בחוק לתקן אותו מיוזמתה. (ראו הרחבה על נושא זה – בהמשך).
- ההצעה לא מסבירה מדוע הפיכת הבורסה למונופול פרטי תביא להתייעלות. למעשה, דוח הערכת שווי שהבורסה הזמינה, כלל לא הניח כי לאחר הפיכתה לחברה למטרות רווח היא בהכרח תתייעל, זאת ככל הנראה בגלל ועד העובדים החזק.<sup>4</sup> נציין בהקשר זה שהבורסה מעסיקה למעלה מ-200 עובדים ו-13 סמנכ"לים (שיעור מוגזם יחסית לגודלה), ששכרם הוא מהגבוהים במשק, ושכחלק משינוי מבנה הבעלות מנוהל איתם מ"מ על עיגון תנאיהם בהסכם קיבוצי.<sup>5</sup>

<sup>3</sup> שלי אפלברג, "רשות ני"ע מסכמת את 2015 באיחור ניכר: 11 חקירות והכנסות של כ-100 מ' ש' מאגרות", דה מרקר, 27.6.16. זמין בלינק: <http://www.themarker.com/markets/1.2988659>.

<sup>4</sup> רחלי בינדמן, "הנורמלי החדש: איך יקפוץ הרווח התפעולי של בורסת ת"א פי 23", כלכליסט, 9.2.15. זמין בלינק: <http://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3651923,00.html>.

<sup>5</sup> חגי עמית, "אז מי באמת ירוויח מהבורסה?", דה מרקר, 18.3.16. זמין בלינק:

# התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل The Movement for Quality Government in Israel



- ההצעה כוללת מנגנון ש"מרדמים" אחזקות בשיעור של מעל 5% במניותיה, על מנת לתמרץ את מכירתן ובכך להקטין את חלקם של הבנקים, לכאורה.  
אך למעשה, אין לבנקים תמריץ משמעותי למכור את אחזקותיהם, שכן בהתאם להצעת החוק חלק גדול מרווחי המכירה לא יעברו לכיסם אלא יועברו לקופת הבורסה. ההצעה גם לא מתמודדת כלל עם האפשרות הצפויה בה חברי הבורסה לא ימכרו את מניותיהם, אלא ינפיקו מניות חדשות וכך ידללו את חלקם ל-5%. ניתן וצריך לאלץ את חברי הבורסה למכור את האחזקות העולות על 5%, בדומה להליך שנקבע בהצעת החוק ביחס למחזיק שלא קיבל היתר החזקה או היתר שליטה (סעי' 45א).  
בנוסף, יש 10 בנקים שהם חברי בורסה, ואם כל אחד מהם יחזיק ב-5%, כקבוצה הם יחזיקו בנתח של 50% ויכתיבו את התנהלות הבורסה – בעיקר כשסביר להניח שהגופים הנוספים שייכנסו כבעלי מניות יהיו גופים מוסדיים שידועים בפסיביות שלהם.
- יעד נוסף שמוזכר בדברי ההסבר הוא שיפור יכולת הבורסה לגייס הון. אלא שלבורסה אין בעיה לגייס כיום הון; הבורסה הייתה יכולה להיות משופעת בהכנסות, אבל ההון – שמגיע מהעמלות שהציבור משלם – "נתקע" ברובו המוחלט בכיסיהם של המתווכים (חברי הבורסה), וגם הסכומים המעטים יחסית שמגיעים אל הבורסה מושקעים במשכורות עתק לעובדיה ובמתקנים פיזיים מפוארים וגרנדיוזיים, במקום בהתייעלות ובשיפור מערכות המסחר. אלו נתונים שניתן וצריך לשפר גם ללא שינוי מבני בלתי הפיך.
- דברי ההסבר מדברים גם על הגברת השקיפות והפחתת ניגודי העניינים הקיימים כיום בפעילות הבורסה וחבריה. מעבר לכך שהמחוקק מודה בדברי הסבר שעד היום חברי הבורסה נהגו בניגוד עניינים, הרי שלא מוסבר מדוע שניגודי העניינים האלה יפתרו עם הפיכת הבורסה לחברה פרטית. להיפך – יש לצפות שהאינטרס הכלכלי המוגבר של בעלי המניות – שכעת יוכלו לחלק רווחים – יביא להחמרת ניגודי העניינים ולהקטנת השקיפות.
- לאור העובדה שהשינוי המבני הוגדר כמשימתו המרכזית של יו"ר רשות ני"ע, ולצורך השלמתו הוארכה לאחרונה הקדנציה שלו בשלוש שנים נוספות, עולה חשש שנעשים מאמצים להביא לשינוי המבני בכל מחיר, ויהי מה. לשם כך מעגלים פינות ומוותרים לחברי הבורסה – אשר בלי הסכמתם לא יתרחש השינוי המבני – בנושאים שונים, שלאחר מכן לא תהיה כל אפשרות לתקנם.

<http://www.themarker.com/markerweek/1.2886584>

# התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل The Movement for Quality Government in Israel



## 3. הצעת החוק מבקשת להעניק את נכסי הבורסה לחברי הבורסה ללא כל תמורה או הסבר

- הבורסה היא חברה מוגבלת בערבות חבריה, ללא הון מניות. החברות בבורסה מקנה זכות גישה למערכת המסחר וכן זכות הצבעה, אך אין לחברי הבורסה זכות לחלוקת רווחים, אין להם זכות ליהנות מנכסיה במקרה של פירוק, והזכויות שלהם אינן "סחירות" ואינן ניתנות למכירה או להעברה. כתוצאה מכך, שוויין ה"חשבונאי" של אחזקות חברי הבורסה בבורסה הוא אפס.
  - מרגע שבו ההחזקות בבורסה תהפוכנה לסחירות והבורסה תהפוך לחברה למטרות רווח – שווי הבורסה יזנק מ"אפס" למאות מיליוני שקלים. בנוסף, שווי הבורסה צפוי לעלות בשיעור של מאות מיליוני שקלים נוספים בעקבות צעדים שונים שינקטו בעלי המניות לאחר שינוי המבנה – כגון העלאת עמלות. הערכת שווי שהזמינה הבורסה דיברה על שווי עתידי של מעל 2 מיליארד ש"ח.<sup>6</sup>
  - למרבה הפליאה, לא נערך כל דיון ציבורי בשאלה העקרונית בדבר עצם זכאותם של חברי הבורסה לקבל לידיהם נכסים אלו. למיטב ידיעת התנועה, גם לא הוכנה על ידי המדינה כל חוות דעת משפטית מפורטת ושקופה לציבור המסבירה מדוע יש לאמץ את עמדת חברי הבורסה בנושא זה.
  - לפי החוק הקיים, מי שזכאי לנכסי הבורסה במקרה של פירוק הוא שר האוצר, קרי הציבור! משמעות הצעת החוק היא, אם כן, ויתור מלא של המדינה על זכותה לקבוע מה יעשה בנכסי הבורסה בעת פירוקה – נכסים שכאמור שוויים האינדיקטיבי כיום הוא כמה מאות מיליוני שקלים. חרף זאת, ובאופן תמוה, הצעת החוק ציינה כאשר הוגשה לאישור הממשלה כי עלותה התקציבית היא "אפס".
  - הנחת היסוד העומדת בבסיס הצעת החוק, לפיה חברי הבורסה הם הזכאים היחידים לזכויות ההוניות שיווצרו בבורסה עקב השינוי המבני, היא הנחה בעייתית הסותרת את האינטרס הציבורי ומתעלמת מן הזיקה המפורשת של נכסי הבורסה לציבור:
- א. החוק הנוכחי אינו מעניק לחברי הבורסה זכויות קנייניות בבורסה, אלא להיפך, קובע כאמור כי אסור להם לחלק רווחים וכי מי שזכאי לנכסיה במקרה של פירוק הוא שר האוצר;
  - ב. חברי הבורסה לא השקיעו כספים כלשהם בבורסה<sup>7</sup> והכנסות הבורסה לאורך עשרות שנות קיומה הגיעו בעיקר מעמלות מופרזות ששילם הציבור (באמצעות חברי הבורסה);
  - ג. הבורסה עונה להגדרות בחוק של חברה לתועלת הציבור, קרי גוף בעל פעילות ציבורית שאסור לו לחלק רווחים, ולפיכך על נכסיה להיות מופנים לתועלת הציבור;
  - ד. הבורסה צברה את נכסיה מכוח רישיון בלעדי שקיבלה מן המדינה על משאב ציבורי חיוני, שבפועל מהווה מונופול (עקרונית אין מניעה לקבל רישיונות נוספים, אך המציאות מוכיחה שרישיון נוסף לא ניתן מזה 50 שנה).<sup>8</sup>
- אם המדינה סבורה שהבורסה אינה מתפקדת כראוי – תתכבד ותפקיע ממנה את הרישיון שניתן לה לפני כחמישים שנה, ותוציא את הפעלתה למכרז פתוח בהתאם לקריטריונים שימקסמו את האינטרס הציבורי.

<sup>6</sup> רון שטיין, "האם שווי הבורסה בת"א יכול לזנק פי 5 למעל 2 מיליארד שקל?", גלובס, 4.2.15. זמין בלינק: <http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001007132>

<sup>7</sup> ישיבת רשות ני"ע מס' 2-2015, מיום 22.2.15, עמ' 4. זמין בלינק: <http://www.isa.gov.il/%D7%94%D7%95%D7%93%D7%A2%D7%95%D7%AA%20%D7%95%D7%A4%D7%A8%D7%A1%D7%95%D7%9E%D7%99%D7%9D/135/2015/Documents/06052015.2.pdf>

<sup>8</sup> לקבלת נייר עמדה מפורט בעניין זה, המרחיב בעניין האינטרס הציבורי בנכסי הבורסה, ניתן לפנות לתנועה.

# התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل The Movement for Quality Government in Israel



- גם אם נניח שלחברי הבורסה מגיעה זכות בעלות בנכסי הבורסה, מנגנון המיסוי שמוגדר בהצעת החוק ביחס לרווחים שיפיקו חברי הבורסה בעת מכירת מניותיהם – תמוה ובעייתי:
  - בהתאם להצעה, על רווח הון שיווצר לחברי הבורסה "כתוצאה מאישור ההסדר" (קרי: הפיכתה לחברה בעלת הון מניות) יוטל מס רווח הון של 25%; קרי, חברי הבורסה אשר ימכרו חלק ממניותיהם יזכו לשמור בכיסם 75% מעליית ערך זו, שערכה כאמור מאות מיליוני שקלים.
  - כל עליית ערך נוספת בשווי המניות מעבר לשווי ההון העצמי הנוכחי של הבורסה (בראש ובראשונה: עליית הערך כתוצאה מביטול האיסור על חלוקת רווחים, שגם היא עשויה להגיע למאות מיליוני שקלים) אינה מחויבת במס בעת מכירת המניות; חלף זאת, חבר הבורסה המוכר את המניות מחויב להעביר את כספי התמורה לקופת הבורסה. הדבר מהווה פתח להתנהלות בעייתית, בלשון המעטה – אך הצעת החוק אינה מפרטת באופן ברור מהן המגבלות שמוטלות על הבורסה בשימוש בסכומים אלו.
  - ההצעה מניחה שחברי הבורסה ימכרו חלק מאחזקותיהם (ולפיכך מחילה מנגנון מיסוי, כנ"ל); אך אינה מתמודדת כלל עם האפשרות – הצפויה – כי חברי הבורסה כלל לא ימכרו את מניותיהם, אלא ינפיקו מניות חדשות וימכרו אותן, וכך יזרימו כספים רבים לקופת הבורסה אותם הם יוכלו לחלק לעצמם.
- לא ניתן אף להתעלם מהעובדה כי כיום עומדת על הפרק הקצאה של מניות לעובדי הבורסה – אשר אין חולק כי לא היו להם מעולם זכויות כלשהן, לא כל שכן קנייניות, בנכסי הבורסה – וזאת לאחר שהם הציבו דרישה זו כתנאי ל"הסכמתם" לקידום השינוי המבני.
- הנה כי כן: כל הקרובים לצלחת יזכו בנתחים מן העוגה – אך הציבור הרחב, אשר מימן בכספי העמלות שלו את הבורסה לאורך עשרות שנים בעשרות מיליארדי שקלים, לא יזכה לכל זכות הונית בבורסה!
- להיפך – כאמור, צפוי כי לאחר שחברי הבורסה יזכו במניות הבורסה הם יפעלו להנפקת מניות חדשות ומכירתן לציבור (באמצעות הגופים המוסדיים, קרנות הפנסיה וכו') – וכך יושלם המעגל: הציבור ירכוש בהון עתק את מה ששייך לו זה מכבר.



# התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل The Movement for Quality Government in Israel



## 4. הצעת החוק בפועל רק תפחית את התחרות ותביא להעלאת העמלות לציבור

- הציבור הישראלי משלם כיום בשנה כ-2.5 מיליארד ₪ לבנקים (לא כולל חברי הבורסה שאינם בנקים), בעמלות על פעולות בניירות ערך. מתוך עמלות אלו, מועברים לבורסה כ-130 מיליון ₪ בלבד – קרי, **הבנקים שומרים לעצמם כ-95% מסכומי העמלות**.<sup>9</sup>
- **העמלות המופרזות שנגבות מהציבור הן תוצאה של המבנה הריכוזי הקיים המעוגן בתקנון הבורסה**, בו היכולת להתחבר למערכת המסחר תלויה בתיווכם של מספר מצומצם של חברי בורסה – 22 בלבד (מספר נמוך מאוד בהשוואה בינלאומית – כפי שצוין בדוח ועדת בן חורין).
- כדי לתקן מצב זה יש **לפתוח את המסחר בבורסה לתחרות**. כלומר: להוריד בצורה דרסטית את תנאי הסף של התחברות למערכת המסחר של הבורסה, ולאפשר התחברות של "חברים" רבים נוספים, שזרכם הציבור יוכל לסחור. כן יש לשקול הטלת פיקוח על העמלות שגובים חברי הבורסה מן הציבור – דבר שלא נעשה מעולם, ובכלל זאת לא בהצעת החוק הנוכחית.
- (אפשרות נוספת, מתקדמת יותר, היא פתיחה של מסלול הבורסה לחברים נוספים (אשר נכון להיום היחידים אשר יכולים לגשת אליה הם חברי הבורסה) – ובאופן זה תוכלנה להתחבר אליה זירות מסחר מתחרות (למשל ברוקרים מקוונים בינלאומיים) שיוכלו להציע שירותי מסחר לציבור, אשר יתחרו בזירת המסחר של הבורסה ויאצו את חברי הבורסה להפחית עמלות).
- **למרות ההצהרות החוזרות ונשנות בדברי ההסבר, אין בהצעת החוק ניתוק של הבעלות מהחברות** – כמפורט לעיל בחלק הקודם. את הניתוק בין הבעלות לחברות ניתן לעשות באמצעות שינוי של התקנון. שינוי כזה אפשר לעשות כבר מחר בבוקר, ולרשות ני"ע יש בחוק (הקיים!) יכולת לכפות שינוי כזה על הבורסה.
- **משמע: גם אחרי חקיקת החוק, חברי הבורסה ימשיכו להגביל את ההתחברות למערכת המסחר מפני מתחרים, וישמרו את כוחם**.
- יצוין שרשות ני"ע אישרה במו ידיה את תקנון הבורסה, המכיל את הכללים המחמירים המונעים כיום את התחברותם של גופים נוספים למערכת המסחר – ולא פעלה עד היום בעניין זה (על אף שיש לה סמכות להורות על שינוי התקנון). אין אפוא סיבה להניח שהיא תחל לפעול לאחר שהבורסה תהפוך לחברה פרטית לחלוטין.
- **בהצעת החוק אין בשורה כלשהי בהיבט של הקלת נטל העמלות על הציבור, או בהיבט הכללי יותר של פתיחת הבורסה לתחרות**.
- **למעשה, הצעת החוק צפויה להביא לתוצאה הפוכה: לאחר שהבורסה והמסלול יפלו לידיים פרטיות, ויעבדו כחברה למטרות רווח, השולטים במונופול אנכי זה ינצלו את כוחם להעלאת העמלות אשר גובה הבורסה –** זאת בכדי להשיא את רווחיהם ולהשוות את שיעורי הרווחיות של הבורסה למקובל בבורסות למטרות רווח<sup>10</sup> – ועמלות מוגדלות אלה תגולגלנה על המשקיעים. מובן שקל יותר להעלות עמלות מאשר להקטין הוצאות.

<sup>9</sup> שלי אפלברג, "הבנקים גובים עמלות מסחר של יותר מ-2.5 מיליארד שקל - ומשלמים רק 130 מיליון לבורסה", זה מרקר, 26.10.15. זמין בלינק: <http://www.themarket.com/markets/1.2760992>. לקבלת מידע נוסף ומפורט בעניין זה, המבוסס על בדיקה אמפירית שביצעה התנועה בהשוואה בינלאומית, ניתן לפנות לתנועה.

<sup>10</sup> שיעור הרווחיות הנוכחי של הבורסה (הפועלת ללא כוונות רווח) עומד על כ-17%, לעומת כ-50% בבורסות למטרות רווח. ראו: רחלי בינדמן, "הנורמלי החדש: איך יקפוץ הרווח התפעולי של בורסת ת"א פי 23", כלכליסט, 9.2.15. זמין בלינק: <http://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3651923,00.html>

# התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل The Movement for Quality Government in Israel



## 5. הצעת החוק מתמיצה הזדמנות היסטורית לנתק בין הבורסה למסלקה

- **הצעת החוק מנציחה את המונופול האנכי שבו הבורסה שולטת גם במסלקת הבורסה.**
- בבעלותה המלאה של הבורסה מצויה מסלקת הבורסה – חברה שתפקידה לסלוק את העסקאות שמבוצעות במערכת המסחר, קרי: לדאוג לבטוחות המתאימות ולביצוע התשלומים בפועל.
- כיום המסלקה מתפקדת כחלק בלתי נפרד מן הבורסה. היא אמנם חברה בת נפרדת, אך אין לה נכסים משלה, עובדיה מקבלים את שכרם מהבורסה והיא עושה שימוש במתקני הבורסה (משרדים, מחשבים, שימוש במחלקה המשפטית וכן הלאה). למעשה היא מתפקדת כ"מחלקה" בתוך הבורסה.
- **בעולם מקובל להפריד בין המסלקה לבין הבורסה, לאור השוני באופי פעילותן, ולאור הצורך להבטיח את עצמאות המסלקה.**
- **בישראל, שהיא שוק קטן וריכוזי, הדבר נכון על אחת כמה וכמה:** אין מקום בארץ לשתי מסלקות, ויש להניח שלא תוקם מסלקה נוספת – כך שחשיבות התחרותיות במסלקה הקיימת גוברת. בשונה מהבורסה, המסלקה היא מונופול טבעי שיש לטפל בו בכלים הנהוגים בנסיבות מעין אלו.
- והנה – ובניגוד לדוח בן חורין, שהמליץ לשקול זאת (עמ' 56 לדוח)<sup>11</sup> – **הצעת החוק לא מנתקת בין הבעלות במסלקה לבעלות בבורסה, ובכך מנציחה את המצב בו חברי הבורסה הם שקובעים את תנאי החברות במסלקה ומונעים תחרות באופן של התחברות זירות מסחר מתחרות.**
- גם אם כיום יש למסלקה רק לקוח אחד (הבורסה), יש לקחת בחשבון מצב שבו ירצו להקים בעתיד זירות מסחר נוספות (למשל לצורך תחומים מסוימים, כגון מניות הייטק) ובמצב כזה אין ספק שלבעלי השליטה במסלקה הקיימת – קרי, לבעלי השליטה בבורסה – יהיה אינטרס רב לסכל זאת ולהקשות על התחברותן למערכת הסליקה ועל פעילותן.
- **חברי הבורסה הקיימים יתנגדו כמובן להפרדת המסלקה, בנימוקים שונים; אך מטרתם ברורה: שימור היכולת לקבוע מי יכול להתחבר למסלקה ומי לא יכול.** הפרדת המסלקה מן הבורסה גם תקטין את הסיכוי לרכישת השליטה בבורסה על ידי תאגיד בינלאומי מידי בעלי המניות העתידיים, וגם מסיבה זו חברי הבורסה צפויים להתנגד להפרדה כזו.
- **ביצוע הפרדה מבנית בין הבורסה למסלקה לאחר שהבורסה תעבור לידיים פרטיות יהיה קשה מאוד, עד בלתי אפשרי:** שינויים מבניים בהיקפים כאלו מגיעים לפתחו של המחוקק פעם בעשרות שנים, ובעוד שנים בעלי המניות בבורסה (ובמסלקה) יטענו לזכויות קנייניות מוגנות. יש לנצל את שעת הכושר ולהתנות את ביצוע השינוי המבני בנייתוק מוחלט של הבעלות במסלקה מן הבעלות בבורסה, עד כדי מכר כפוי (כפי שנעשה בחוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013).

<sup>11</sup> ראו גם התנגדותה של המפקחת על שוק ההון: גולן חזני, "סלינגר מתנגדת למתווה הפרטת הבורסה", כלכליסט, 10.8.15. זמין בלינק: <http://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3666567,00.html>