

# התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

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



## נייר עמדה

### בדבר תזכיר חוק ניירות ערך (תיקון מס') (שינוי מבנה הבורסה), התשע"ו-2016

## התנועה למען איכות השלטון (ע"ר)

בנוסף לנייר עמדה זה, התנועה מעוניינת להיפגש ולהבהיר את עמדותיה בנושא בעל פה

יב' באדר ב' התשע"ו

22.3.16



## תקציר מנהלים

- הבורסה לניירות ערך הינה חברה פרטית ללא הון רשום שאינה יכולה לחלק דיבידנדים לחבריה, ומוחזקת באופן שווה בידי 26 גופים פיננסים. גופים אלו הם המורשים לסחור בבורסה. המסחר מושלם באמצעות מסלקת הבורסה, חברה-אחות שלה, המשמשת כגורם מתווך המעביר מניות וכסף בין צדדים מוכרים וקונים.
- מטרתו של תזכיר החוק שפורסם הוא להסדיר את שינוי מבנה הבעלות על הבורסה והפיכתה לחברה למטרות רווח. תוצאת ההסדר המוצע בחוק היא שגם לאחר שינוי מבנה הבעלות והפיכת הבורסה לחברה למטרות רווח, חברי הבורסה ימשיכו לשלוט במסלקת הבורסה.
- לעמדת התנועה אין קשר בין מצבה העגום של הבורסה לבין השינוי המוצע בתזכיר החוק. לצערנו, המזור לתחלואי הבורסה לא יימצא בדמות רפורמה זו. **כל עניינו של תזכיר חוק זה הוא הענקת נכסי הבורסה במתנה וללא כל תמורה לחברי הבורסה, הענקת המסלקה המהווה מונופול "טבעי" לידם, והנצחת הרווחים המונופוליסטיים שמהם נהנים כבר היום חברי הבורסה.** שר האוצר, אשר בידו האחת מנסה לבצע רפורמות שימנעו מגופים רווחים מונופוליסטיים על חשבון הציבור, בידו השנייה, מעניק לאותם גופים את הבורסה בחוק.
- לצערנו התזכיר אינו משנה את המנגנון הקיים אלא מעגן את מנגנון אי התחרות בחוק, וזאת שעה שאין עדות בספרות לכך שמהלך זה ישפיע לטובה על פעילות הבורסה.
- השינוי המוצע, לפיו תוסר המגבלה וחברי הבורסה יזכו במניות סחירות בעלות ערך רב, מהווה מעין "מתנה" מהמדינה בשווי מאות מיליוני שקלים, שבצידה לא זאת בלבד שאין כל תמורה אלא מצטרף אליה "שטר" של יצירת מונופול ברישיון המדינה.
- לפי פרסומים בתקשורת, המבוססים על סקירה שהכינה חברת ארנסט אנד יאנג, שוויה של הבורסה כיום הוא כחצי מיליארד שקלים, ולאחר שינוי מודל הבעלות שוויה עשוי לזנק עד ל-2.1 מיליארד שקלים, שווי שיעבור לידיהם של חברי הבורסה כאמור ללא כל תמורה.<sup>1</sup>
- התנועה סבורה כי מכיוון שתזכיר החוק מעביר סכומי עתק לחברי הבורסה על מגש של כסף, לא ניתן לעשות זאת ללא שקיפות של הדבר בתזכיר החוק. תזכיר החוק ודברי ההסבר צריכים לציין מפורשות את העיגון החוקי להעברת סכומים אלו, שעל פניו קיים יסוד להניח ששייכים לציבור. התנועה סבורה כי יש צורך להתייחס למשמעות הקניינית המשפטית של הענקת הנכסים בדברי ההסבר לתזכיר.
- בהתאם לדוח בן חורין, אין ממצא מובהק באשר לשאלה האם הפיכתה של הבורסה לחברה פרטית למטרות רווח תייעל את פעילותה, ועל כן בעניין זה אין התנועה מביעה עמדה. אולם, השארת השליטה בבורסה בידי חברי הבורסה, והשארת השליטה במסלקה בידי חברי בורסה תיצור

<sup>1</sup> רון שטיין "האם שווי הבורסה בת"א יכול לזנק פי 5 למעל 2 מיליארד שקל?", גלובס (2015.4.2), <http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001007132>

# התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

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



"מונופול אנכיי" - מצב בו הבורסה תשלוט לא רק בשלבי הרישום למסחר בבורסה ובניהול המסחר עצמו, אלא אף בסליקה ובמשמורת של העסקאות המבוצעות בבורסה.

- ככל שהבורסה היא זו ששולטת במסלקה, יש לה אינטרס ברור להקשות על התחברות גופי המסחר המתחרים ולדחוק אותם החוצה וזאת כדי לדכא תחרות. הלכה למעשה, לא תתאפשר כניסה של שחקנים חדשים. כמו כן, תוכל היא להקשות על הקמת מסלקות חדשות, שספק אם יש בהן צורך לאור היקפו של השוק בישראל. התוצאה היא פגיעה בצרכנים, הנאלצים לשלם עמלות גבוהות בצורה משמעותית מאלו המשולמות בהשוואה למסלקות מרכזיות בעולם.
- ממצאי בדיקה שביצעה התנועה מעלה כי באירופה, ארצות-הברית, והודו, בהן פועלות הבורסות הגדולות בעולם, ישנו ככלל ניתוק מובהק בין הבעלות בבורסה לבין הבעלות במסלקת הבורסה. כמו כן באירופה, ב-61% מהמקרים הבורסה אינה מחזיקת מניות במסלקות כלל או שאחזקתה מזערית, וב-71% מהמקרים הבורסה אינה בעלת המניות היחידה במסלקה.<sup>2</sup>
- מודל הבעלות הצפוי בישראל לאחר הפיכת הבורסה לחברה למטרות רווח, לפיו בעלי השליטה בבורסה ישלטו ב-100% במסלקה הוא כמעט חסר תקדים בפרספקטיבה בינלאומית.
- לפיכך, לעמדת התנועה, על הרשות לדרוש בעת שינוי החוק כי בורסה, חבר בורסה, או בעל עניין בבורסה או בחבר בורסה, לא יוכלו להחזיק במסלקה.
- בכדי להשיג מטרה זו, על הרשות לבצע את ההסדרה במהלך אחד, ולא בשלבים, ולהתנות את שינוי מבנה הבעלות בבורסה בהפרדה המוחלטת בין הבורסה למסלקת הבורסה.
- בנוסף, קיימות מספר אינדיקציות המעידות על כך שהבורסה היא חברה לתועלת הציבור. התנועה סבורה כי לא ייתכן שיפורסם תזכיר חוק בנושא בלי להתייחס לנושא מפורשות, וכי יש להסביר בצורה ברורה את ההשלכות המשפטיות והכלכליות של הנושא.
- התנועה סבורה כי במסגרת התזכיר יש לקדם תמריצים שיקדמו הכנסת ברוקרים חיצוניים לבורסה, ולא תמריצים שישמרו ואף יחזקו את המונופול. בכדי לעודד תחרות, על הרגולטורים לקדם בנחישות את השתלבותם של גופים בינלאומיים תחרותיים בבורסה בישראל.

<sup>2</sup> נתוני 2014, אתר ה-ECSDA, <http://ecsd.eu/facts/2014database>

# התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

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



## מבוא

1. בניגוד להצהרותיו של שר האוצר, אשר התחייב לקדם רפורמות באמצעותן יוקר המחיה ירד, מתפרסם תזכיר חוק זה לשינוי מבנה הבורסה לניירות ערך בתל-אביב (להלן: "הבורסה") אשר הלכה למעשה מנוגד להצהרות אלו. החוק המוצע מתיימר לקדם את הבורסה – בסיס הכלכלה הישראלית, אולם בפועל החוק המוצע יוצר מונופול אנכי בבורסה, לא מקדם תחרות ועל כן לא יוביל להורדת מחירי העמלות הנגבות על ידי הבנקים. התנועה סבורה כי התזכיר פוגע במשק הישראלי, פגיעה שיהיה קשה מאוד לשנות בעתיד.
2. תזכיר החוק מעניק תשורות לחברי הבורסה, וקובע את אחיזתם המונופוליסטית, על ידי הענקת שליטה על הבורסה ועל מסלקת הבורסה לניירות ערך בתל-אביב (להלן: "המסלקה"), זאת כששוב הציבור יוצא וידו על התחנתונה.
3. לאור פרסום התזכיר מבקשת התנועה למען איכות השלטון בישראל, ע"ר, (להלן: "התנועה") להציג את עמדתה באשר למהות השינוי המבני המוצע בתזכיר. יצוין כי לא קיימת עדות חד משמעית באשר למידת ההשפעה של שינוי מבנה הבעלות על הצלחת הבורסה ויעילותה, ועל כן התנועה לא תנקוט עמדה בעניין.
4. כמו כן, התנועה תבקש להבהיר כי ככל שבוחרים להפוך את הבורסה לחברה למטרות רווח, יש במקביל ליצור תשתית שתעודד תחרות.
5. התנועה סבורה כי התזכיר לוקה בהיעדר התייחסות להסדרה הנדרשת לשם הבטחת יעילות המהלך. במיוחד, לוקה בחסר התזכיר בכך שהוא יוצר מונופול אנכי שבסופו הבורסה, כחברה פרטית למטרות רווח, תשלוט גם במסלקת הבורסה, באופן שינטרל כל תחרות בשוק הסליקה בישראל. זאת, לצד ניגוד העניינים המובנה שייווצר מעצם החזקת הבורסה היחידה בארץ במסלקה היחידה בארץ, כששתיהן חברות למטרות רווח. בכל מצב בו המסלקה ומערכת המסחר יישארו בבעלות זהה, יונצח מצב של חוסר תחרות, אשר סותר בצורה מוחלטת וחריפה את מטרות שינוי מבנה הבעלות- עידוד תחרותיות בשוק ההון.
6. התנועה סבורה כי החוק המוצע ינציח לשנים קדימה רווחי עתק לבנקים, וייצור יש מאין מבנה מונופוליסטי שיהיה קשה מאוד לפרקו בעתיד. התנועה מתכבדת לפרוש בפניכם את עמדותיה בנוגע לתזכיר זה, ומבהירה כי מדובר בתזכיר חוק הפוגע בציבור ובכלכלה הישראלית.
7. יובהר כי ההערות בנייר עמדה זה אינן מתייחסות לפרטי ההצעה. אנו סבורים כי בבסיס התזכיר המוצע עומדת תפיסת עולם אשר לא תקדם תחרות ותפגע במשק הישראלי ועל כן הערותינו לא יוקדשו לפרטי הסעיפים, אלא יתמקדו בביקורת אודות התפיסה בבסיס התזכיר.
8. התזכיר המוצע משפיע על הקשרים רחבים, ועל כן בחרנו להתמקד בשני נושאים. ראשית, נתמקד בהפרדת הבעלות בבורסה מהבעלות במסלקה. התנועה סבורה כי ניתוק בין השניים הוא הכרחי, וכי הותרת התזכיר בנוסחו כיום יהיה בכייה לדורות. שנית, כפי שיובהר בהמשך, המשמעות של תזכיר החוק היא שניתנת "מתנה" של חצי מיליארד שקלים שעל פי הערכות אף עלולה להגיע לשני מיליארד, לחברי הבורסה. זאת, מבלי שמצוין בתזכיר החוק מהו המקור החוקי לתת "מתנה" זו ללא שום תמורה. הבחינה המשפטית צריכה לכלול גם בדיקה האם הבורסה היא חברה לתועלת הציבור (חל"צ). בדיקה משפטית זו חשובה, ומעלה שאלות קריטיות ויסודיות לעניין השינוי המבני המוצע בתזכיר. התזכיר מתעלם מסוגיה זו וכלל לא



נדרש אליה. ככל שהבדיקה נערכה, היה צורך להתייחס למשמעות הקניינית של הנכסים בדברי ההסבר לתזכיר.

9. ברקע התזכיר עומדת שאלה משפטית באשר להגדרה תחתה חוסה הבורסה ובפרט, האם הבורסה הינה חברה לתועלת הציבור (חל"צ). כך או כך, לא ניתן להתעלם מהוראות חוק ני"ע לפיו בעת פירוקה של הבורסה, תשמש יתרת נכסיה למטרות שיקבע שר האוצר.<sup>3</sup>

## א. רקע עובדתי

10. הבורסה הינה חברה פרטית ממועד התאגדותה בשנת 1953, המפוקחת על ידי הרשות לניירות ערך (להלן: "רשות ני"ע"). אולם, בשונה ממרבית החברות הפרטיות, הבורסה היא חברה ללא הון מניות. בנוסף, על הבורסה חל איסור לחלק רווחים ("דיבידנדים") לבעליה, והם אינם מחזיקים בזכויות הונות ("מניות") בבורסה בהן ניתן לסחור.<sup>4</sup> כיום, בעלי השליטה בבורסה הם 26 גופים פיננסיים - 15 בנקים ו- 11 חברים שאינם בנקים (המכונים "חש"בים") - בצורה שווה (משמע, שלכל חבר בורסה אותה מידת השפעה על התנהלותה). במצב הנוכחי, בעלי השליטה בבורסה הם גם חברי הבורסה - והמשמעות העולה מכך היא שמסחר בבורסה מתנהל רק באמצעותם.

11. המסלקה הינה חברה אחות של הבורסה, המפוקחת אף היא על ידי רשות ני"ע.<sup>5</sup> המסלקה נוסדה בשנת 1962 על-ידי חברי הבורסה והיא מצויה בבעלותם. המסלקה ממוקמת בבניין הבורסה ורק חברי הבורסה יכולים להיות חברי המסלקה. המסלקה עוסקת בסליקה ממוחשבת של ניירות ערך הנסחרים בבורסה, בתשלומי ריבית, דיבידנד ופדיונות וכן בניהול המלאי של חברי הבורסה בניירות הערך הרשומים אצלה למסחר. המסלקה מנתבת את העברת ניירות הערך שנתקיים בהם מסחר בין חברי הבורסה בהתאם לפעולותיהם מידי יום. תפקידה של המסלקה, בפשטות, הוא להשלים את פעולת המסחר בניירות ערך (להמחשת תפקיד המסלקה, ראו נספח א').<sup>6</sup>

12. פעילות הסליקה רווחית מאוד עבור חברי הבורסה, אשר נהנים מרווחים אדירים כתוצאה מהכנסותיה מעמלות מסחר וסליקה ומאספקת שירות מסלקה. למעשה, בניגוד לירידה בהיקפי המסחר כפי שבאו לידי ביטוי בדוח הוועדה לשכלול המסחר ולעידוד הנזילות בבורסה (להלן: "ועדת בן חורין"), רווחי הבורסה מסליקה דווקא צמחו בכ-45% בשלוש השנים האחרונות: מ-97 מיליון שקלים בשנת 2012 ל-105.6 מיליון שקלים בשנת 2013 ועד כ-141.3 מיליון שקלים בשנת 2014.<sup>7</sup>

13. כמו כן, בישראל הציבור נאלץ לשלם עמלות גבוהות בצורה משמעותית מאלו המשולמות בהשוואה למסלקות בארצות-הברית ובבריטניה (לטבלת השוואה בין מחירי הסליקה, ראו נספח ב').

<sup>3</sup> חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, בס' 45 (להלן: "חוק ניירות ערך").

<sup>4</sup> שם, בסעיף 45(ב)(2).

<sup>5</sup> שם, בס' 350.

<sup>6</sup> אתר הבורסה לניירות ערך, מסחר וסליקה, \_

<sup>7</sup> [www.tase.co.il/Heb/TradingandClearing/ClearingandSettlement/Overview/Pages/Overview.aspx](http://www.tase.co.il/Heb/TradingandClearing/ClearingandSettlement/Overview/Pages/Overview.aspx)

הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ, דוחות כספיים מאוחדים ליום 31 בדצמבר 2014.



14. בשנים האחרונות, וביתר שאת מאז המשבר הכלכלי העולמי שהחל בשנת 2008, מסלקות ברחבי העולם נמצאות תחת פיקוח מחמיר, תוך הכרה והבנה בכך שמדובר בגוף נפרד, עצמאי ורב חשיבות שראוי לפיקוח הדוק, נפרד ושונה מזה המוחל על הבורסה.<sup>8</sup>

## ב. הפגמים בהישארות המסלקות בבעלות חברי הבורסה

### 1.1. המצב כיום

15. מסלקת הבורסה מהווה כיום השער דרכו כל מערכת מסחר שברצונה להתחרות בבורסה בישראל בסחר בניירות ערך חייבת לעבור. יצוין, כי בדברי ההסבר לתזכיר החוק מוזכר הצורך של הבורסה להתחרות בזירות מסחר ובבורסות אלטרנטיביות בארץ ובח"ל. האפשרות היחידה של זירות מסחר נוספות להתחרות בבורסה היא באמצעות התחברות למסלקה המקומית בישראל. מכיוון שמסלקת הבורסה מהווה השער היחידי דרכו כל מערכת מסחר שברצונה להתחרות בבורסה בישראל בסחר בניירות ערך חייבת לעבור, היא מהווה מעין "מונופול טבעי" בתחום סליקת ניירות הערך בישראל (שכן, מדובר במערכת יקרה וייחודית, שאין כל תועלת כלכלית בהקמת מערכת מתחרה לה במשק הישראלי הקטן).
16. בפשטות, כשם שכל גוף שרוצה לייצר חשמל בישראל חייב להתחבר לקווי החשמל של חברת החשמל בכדי להוליך אותו לצרכן, כך כל זירת מסחר שרוצה להתחרות בבורסה חייבת לסלוק את ניירות הערך והתשלומים שתבצע דרך מסלקת הבורסה. על אף שכביכול התזכיר מאפשר לחברות נוספות לפתוח מסלקות חדשות, ולכאורה ליצור תחרות בשוק המסלקות, במבנה המונופולי הנוכחי לא יהיה לחברה כל תמריץ להקים מסלקה חדשה.
17. בתזכיר החוק, לצד שינוי מבנה הבעלות, נקבע סעיף "ייחוד עיסוק" לפיו העיסוק היחיד של בורסה יהיה עיסוקה בפעילותה כבורסה, אך היא תהיה רשאית לתת שירותי סליקה ומשמורת, ואף לקבוע הסדרי סליקה הולמים, להנחת דעתה של רשות ניירות ערך.<sup>9</sup>
18. משמע, גם לאחר שינוי מבנה הבעלות והפיכת הבורסה לחברה למטרות רווח, חברי הבורסה ימשיכו לשלוט במסלקת הבורסה. ייחוד העיסוק לכאורה, הינו עלה תאנה, שכן בפועל אין מדובר בכך שהבורסה תעסוק במסחר בלבד.
19. עדות לכוח המונופוליסטי שמפעילות כבר היום חברות הבורסה הוא הפער בין העמלות הגבוהות אותן גובים הבנקים לבין הרווחים אותם הם מעבירים לבורסה. תמיכה בטענה זו, מגיעה מצד יו"ר הרשות לניירות ערך, מר שמואל האוזר, אשר צוטט באומרו: "הבנקים גובים עמלות מסחר של יותר מ- 2.5

<sup>8</sup> Jim Brunsten "Clearinghouses Face EU Push on Too-Big-to-Fail Risks", **Bloomberg** <http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-12-17/clearinghouses-face-eu-push-on-too-big-to-fail-risks>.

<sup>9</sup> תזכיר חוק ניירות ערך (תיקון מס' 1) (שינוי מבנה הבורסה), התשע"ו 2016 (להלן: "תזכיר החוק") דברי הסבר לסעיף 11א45.



**מיליארד שקל – ומשלמים רק 130 מיליון לבורסה".** הוא הוסיף כי "עודף הגבייה של הבנקים הוא דיווידנד שמן סמוי".<sup>10</sup>

20. מבדיקה אמפירית שערכה התנועה עולה כי לאורך השנים (2009-2014), בהתייחס לעמלות ששילמו הבנקים לבורסה, רווחיהם עלו כדי 1,900 אחוזים!! כך לדוגמא, בשנת 2014 הכנסות מעמלות ניירות ערך של חמשת הבנקים הגדולים הגיעו לכ- 2.9 מיליארד שקלים בעוד שהעמלות שעברו לבורסה הגיעו לסכום של כ- 140 מיליון שקלים בלבד (ראה נספח ג').

21. לאורך השנים הבנקים הלכה למעשה "חלבו" את הבורסה, כך שבמקום שיישאר בבורסה רווחים, אלו הועברו לבנקים עצמם. הדבר הוביל לעושק כפול, גם של הציבור בדרישת עמלות גבוהות, אולם גם של הבורסה עצמה, שאין לה את הכספים הנדרשים להשקעות ולפיתוח מוצרים פיננסיים מתקדמים הקיימים בחו"ל. כלומר, הבעיה אינה רק העמלות הגבוהות שהבנקים גובים, אלא כפי שציין האוזר הפער בין העמלות הגבוהות שזורמות לבנקים, לבין השיעור הנמוך של עמלות אלו שמגיע לבורסה עצמה. נבהיר, כי הציבור שנפגע מעמלות הגבוהות הנדרשות על ידי הבנקים, אינו רק זה הסוחר בניירות ערך בעצמו, אלא הציבור כולו, משום שהוא נושא בתשלום דרך קרנות הפנסיה, ביטוחי המנהלים, קופות הגמל וקרנות ההשתלמות. אמנם משעה שהבורסה תעבור לידי חברי הבורסה, בעיית הפער בין העמלות כבר לא תהיה רלוונטית, אולם יש בה כדי להדגים היטב את הכוח המונופוליסטי ואת השליטה של חברי הבורסה בבורסה ובמסלקה כבר היום.

22. התנועה סבורה כי תחרות היא הכלי המרכזי באמצעותו ניתן להוריד את העמלות הגבוהות שהבנקים גובים. אינדיקציה מספרית לכך ניתן למצוא במחקר שפורסם במאמר במגזין פורבס, לפיו תחרות וטכנולוגיה הובילו לירידה של 70% בעמלות. אומנם המחקר נעשה על השוק האמריקאי, אולם ניתן להסיק ממחקר זה כי אם הבורסה הייתה משק תחרותי, פוטנציאל הירידה בגובה העמלות היה גובר באופן משמעותי.<sup>11</sup>

23. נפרט להלן את הפגמים בהישארות המסלקה בידי הבורסה.

## ב.2. ההסדר המוצע ישמר את המונופול האנכי

24. בסוף שנת 2014 פרסמה רשות ניירות ערך טרום תזכיר חוק מטעמה, שמטרתו **הסדרת שינוי מבנה הבעלות על הבורסה והפיכתה לחברה למטרות רווח**. השינוי המוצע הגיע על רקע ירידה במחזורי המסחר בבורסה במהלך השנים שקדמו לגיבוש התזכיר.

25. אולם לא ברור על מה נסמכת רשות ניירות ערך כאשר היא קובעת כי התזכיר המוצע ישפר את מצבה של הבורסה. מצבה של הבורסה רחוק מלהיות משביע רצון - מחזורי המסחר ירדו וכרבע מהחברות שנסחרו בה בשנת 2008 נמחקו מהמסחר. אין כל בטחון שהפיכתה של הבורסה לחברה למטרות רווח ישפר את מצבה.

<sup>10</sup> שלי אפלברג "הבנקים גובים עמלות מסחר של יותר מ-2.5 מיליארד שקל – ומשלמים רק 130 מיליון לבורסה" **The Marker** (26.10.2015) זמין כאן: <http://www.themarker.com/markets/1.2760992>.

<sup>11</sup> המחקר זמין באתר זה: <http://www.forbes.com/sites/advisor/2014/04/16/the-brokerage-world-is-changing-who-will-survive/#7ba59a156eb9>

# התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

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



26. סימוכין לכך קיים בדוח וועדת בן חורין שהמליצה על המהלך למרות שגילתה כי :

*י לא קיימת עדות חד-משמעית בספרות ביחס למידת ההשפעה של שינוי מבנה הבעלות ושינוי המודל העסקי על הצלחת הבורסה ויעילותה.*<sup>12</sup>

27. על אף שהוועדה הסתייגה מהמלצתה לאורך הדוח, רשות ניירות ערך נסמכה על המלצותיה בניסוח טרום תזכיר החוק. זאת, מתוך אמונה כי מבנה הבעלות החדשה יניח תשתית לשיתופי פעולה אסטרטגיים עם בורסות זרות ופעילות של בורסות נוספות בישראל.

28. כאמור, לאחר אישור התזכיר המוצע הבורסה והמסלוקה יהפכו שתיהן לחברות מונופוליסטיות בתחומן למטרות רווח שיוכלו לפנות להפקת רווחים מונופוליסטיים משמעותיים עבור בעלי מניותיהן.

29. נבהיר, בנוסף לכוח המונופוליסטי שיש לבורסה כשלעצמה, יש לה כוח מונופוליסטי בשל שליטתה במסלוקה. חברי הבורסה הם שולטים במסלוקה ובמסגרת זו קובעים מי יהיו הגופים שיוכלו לסלוק עסקאות בניירות ערך דרכה. חברי הבורסה הם שקובעים את הקריטריונים להפיכה לחבר מסלוקה ובכך יכולים לחסום תחרות מצד גופים בינלאומיים שמעוניינים להתחרות במסחר ובסליקת ניירות ערך בארץ.<sup>13</sup>

30. התנועה סבורה כי האינטרס של חברי הבורסה לחסום תחרות בעקבות התזכיר המוצע רק יגבר. יש להניח כי חברי הבורסה ישאפו לבסס את מעמדם כמונופולין ביתר שאת ולמנוע מכל מתחרה ממשי התחרות למסלוקה. התוצאה הצפויה של המהלך, אם כן, תהיה בצמצום התחרות במסחר ובעליית מחירים צפויה בסליקה. החששות מהמונופולין שעשוי להיווצר כתוצאה מהמהלך המוצע אף בוטאו בדוח בן-חורין :

*יש לשקול יתרונות אלו (היתרונות שבשינוי מבנה הבעלות- הערת המחבר) אל מול העובדה שהפיכת הבורסה לחברה הפועלת למטרות רווח מייצרת מונופול, שכידוע, פועל להשאת רווחיו על ידי העלאת המחיר מעל למחיר שהיה נקבע במבנה שוק תחרות [...] זו תוצאה שאינה רצויה מבחינת טובת הציבור בכלל.*<sup>14</sup>

31. ויודגש, כי החשש מפני יצירת מונופול סליקה בשינוי מבנה הבעלות הינו חשש שאף הופיע בדוח בן-חורין עצמו, שבו הוצע השינוי, שהמליץ בד בבד במפורש לשקול להפריד בין הבעלות בבורסה לבעלות במסלוקה, או לפחות לקיים דיון מעמיק ומקצועי בנושא בטרם ישונה מבנה הבעלות בבורסה :

*"סוגיה נוספת הינה מבנה הבעלות של המסלוקה וקשרי הבעלות שלה עם הבורסה במקרה של שינוי מבנה הבעלות. למרות שהמסלוקה מספקת שירותי סליקה לבורסה, היא עדיין יכולה לתפקד באופן עצמאי מבחינה כלכלית. בנוסף יש*

<sup>12</sup> דוח הוועדה לשכלול המסחר ולעידוד הנזילות בבורסה, בעמ' 60 (להלן: "דוח בן חורין").  
<sup>13</sup> חוקי העזר של הבורסה קובעים כי דירקטוריון המסלוקה, המורכב מנציגות חברי הבורסה השונים, הוא המאשר חברות במסלוקה ורשאי להטיל חובות על חברי המסלוקה כראות עיניו. כך, בפרק ב' לחוק העזר למסלוקה.  
<sup>14</sup> דו"ח בן חורין, בעמ' 21.



# התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

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



**להתייחס לנושא הפרדת הבורסה מהמסלוקה גם בהיבט של ניגוד העניינים העומד בין הבורסה, אשר מטרתה היא גידול בנפחי הפעילות והמסחר, לבין המסלוקה אשר עניינה הוא יציבותה [...]. כל זה יבחן אל מול המבנה הנוכחי [...]. יש לשקול את האפשרות להפריד בין הפונקציות שמנהלות את המסחר לבין אלה שמנהלות את הסליקה [...]. ניתן להפריד בין השירותים השונים כך שהמסלוקה והבורסה תוכלנה לפעול כישויות הקשורות ביניהן בקשר לקוח-ספק בלבד [...]. נדרש בחינה נרחבת ומעמיקה של נושא זה בהקשר הבורסה בתל-אביב.**<sup>15</sup>

32. אם כן, דוח בן חורין מזהיר מפני יצירת מונופולין לאחר שינוי מבנה הבעלות המוצע. למעלה מכך, הדוח דורש בחינה נרחבת ומעמיקה של האפשרות להפריד את המסלוקה מהבורסה במסגרת השינוי המוצע. התזכיר מקדם את המהלך לשינוי מבנה הבורסה בדחיפות, זאת על אף כי למיטב ידיעתנו לא נערכה שום בדיקה מעמיקה בנושא הפרדת המסלוקה מהבורסה חרף הדרישה בדוח.

33. לעמדת התנועה יש להבטיח כי התזכיר המוצע אכן ישיג את מטרותיו המוצהרות, ובהן **הבטחת ענייניו של הציבור בפעילות הבורסה לצד מסחר יעיל והוגן**.<sup>16</sup> לעמדת התנועה, המהלך המוצע יחריף את "המונופול האנכי" - מצב בו הבורסה שולטת לא רק בשלבי הרישום למסחר בבורסה ובניהול המסחר עצמו, אלא אף בסליקה ובמשמורת של העסקאות המבוצעות בבורסה.

34. לסיכום, **לבורסה כוח מונופוליסטי באמצעות שליטתה במסלוקה** מכיוון שכל גורם המעוניין להתחרות בה במסחר בארץ חייב להתחבר למסלוקה. הפיכת הבורסה לחברה למטרות רווח תוך השארת המסלוקה בבעלותה תחריף את המצב המעוות ממילא ותדחוף את הבורסה להפיק רווחים מונופוליסטיים משמעותיים על חשבון ציבור המשקיעים והחוסכים. העובדה כי התזכיר מאפשר הקמת מסלוקות חדשות אינה רלוונטית שכן במציאות היום, חברה חדשה לא תוכל להתחרות במסלוקות הקיימות. השוק בארץ קטן מדי כדי שתהיה כדאיות להקמת מסלוקה נוספת. בדומה למערכת שב"א של כרטיסי האשראי, גם כאן אין היתכנות לתחרות בשל העלות הגבוהה. האופציה שהתזכיר מאפשר להקמת מסלוקה נוספת היא מס שפתיים בלבד.

## 3. ב. בעולם מקובל להפריד בין המסלוקה לבין הבורסה

35. מודל הבעלות הצפוי בישראל לאחר הפיכת הבורסה לחברה למטרות רווח, לפיו בעלי השליטה בבורסה ישלטו ב-100% במסלוקה הוא כמעט חסר תקדים בפרספקטיבה בינלאומית, ואינו עומד בקנה אחד עם מטרות המהלך המוצע בתזכיר החוק.

36. ממצאי בדיקה שערכה התנועה מעלים כי באירופה, ארצות-הברית, והודו, בהן פועלות הבורסות הגדולות בעולם, ישנו ככלל ניתוק מובהק בין הבעלות בבורסה לבין הבעלות במסלוקת הבורסה (ראו

<sup>15</sup> דוח בן-חורין, בעמ' 56.

<sup>16</sup> תזכיר החוק, בעמ' 44.

# התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

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



נספח ד'). מבנה בעלות זה מאפשר תחרותיות בכל שלב משלבי ההשתתפות בשוק ההון - החל מהרישום למסחר והמסחר, דרך הסליקה וכלה בשירותי המשמורת.

37. **באירופה, עקרון עליון במסחר בשוק ההון הוא החופש של משתתפים בשוק לבחור את הספק המועדף עליהם, בנפרד לכל שלב בפעולה, המסחר והסליקה. כתוצאה, שוק הסליקה והמשמורת האירופאי מבוזר מאוד.** במסמך מכוון של האיחוד האירופי, נמנתה בקרת ניגודי האינטרסים כאחד משלושת העקרונות החשובים ביותר בפיקוח על מסלקות.<sup>17</sup>

38. **יישום העיקרון האירופאי אינו אפשרי בישראל ככל שהבורסה היא בעלת השליטה היחידה והמלאה במסלקה, וביכולתה לחסום כל תחרות בתחום המסחר עקב שליטה מוחלטת זו.**

39. ניתוח עדכני שערכה התנועה בנוגע למבנה הבעלות של חברות המעניקות שירותי סליקה ומשמורת של מניות מעלה כי באירופה ב-61% מהמקרים הבורסה אינה מחזיקת מניות במסלקות כלל או שאחזקתה מזערית, וב-71% מהמקרים הבורסה אינה בעלת המניות היחידה במסלקה.<sup>18</sup>

40. קרי, מבנה הבעלות המוצע בישראל לפיו לאחר השינוי המסלקה תישאר בבעלות מלאה של הבורסה, אינו רווח ביותר מ-70% מהמקרים באירופה.

41. אחת ההנמקות המרכזיות בהן משתמשת רשות ניירות ערך לשינוי מבנה הבעלות בבורסה היא כי זהו המצב הרווח במרבית מדינות העולם המפותחות. אכן, ככל שאיננו רוצים להישאר מאחור, עלינו להנהיג שינוי משמעותי. אולם, אם לשיטת הרשות יש להתאים את המצב בישראל לזה הנוהג במדינות מפותחות אחרות, הרי שאין לבחור להנהיג רק חלק מהשינויים, באופן שייצור יצור-כלאיים מזיק.

ב.4. תזכיר החוק יוצר ניגוד עניינים חמור

42. כאמור, קיים ניגוד עניינים מובנה ובסיסי בין מסחר וסליקה בבורסה הישראלית, בשל שני טעמים מרכזיים. **הטעם הראשון**, בעלי הבורסה השולטים במסלקה, שולטים בפועל בגורמים היכולים לסחור, שליטה שהיא מסוכנת במיוחד בשוק הישראלי שהוא קטן וריכוזי. כפי שצוין, לבורסה אינטרס ברור להקשות על התחברות גופי המסחר המתחרים בה למסלקה, בכדי לדכא תחרות. הקלות שבהתחברות למסלקה היחידה בארץ היא-היא שתקבע האם יצטרפו לשוק ההון הישראלי זירות מסחר אלטרנטיביות. אולם נראה כי לאור תזכיר החוק המקבע את חוקיות מונופול חברי הבורסה, הדבר לא יתרחש בפועל.

43. בהקשר זה ראוי להזכיר את דו"ח מקינזי המתאר כיצד הבורסה חוקקה כללים אבסורדיים שנועדו להבטיח שאף גוף זר לא יצליח להתחבר למערכת הסליקה.<sup>19</sup> בדו"ח מתואר כיצד הבורסה הציבה

<sup>17</sup> להרחבה, ראה מסמך של הפרלמנט הבריטי בנושא: <http://www.parliament.the-stationery-office.co.uk/pa/ld200910/ldselect/lddeucom/93/9308.htm>

<sup>18</sup> נתוני 2014, אתר ה-ECSDA, <http://ecsd.eu/facts/2014database>

<sup>19</sup> McKinsey & company "The road to the tase 2016 – a professional and vibrant exchange connecting the best of Israel and the world" בעמ' 33-34. (17.11.2013)

# התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

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



תנאים וחסמים אבסורדיים, וכך הבריחה גופים בינלאומיים שביקשו להתחרות בשוק המקומי.<sup>20</sup>  
בדו"ח בן חורין, המצטט את דוח מקינזי מצוין כי :

*"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".<sup>21</sup>*

44. בדו"ח מקינזי מצוין גם, כי בישראל לא קיימת האפשרות להפריד את המסחר מהסליקה וזה הדבר שעומד לרועץ בפני גופים בינלאומיים המעוניינים לפעול בישראל.

45. נראה כי אין כל סיבה נראית לעין כי מצב זה אשר תומך באינטרס הברור של חברי הבורסה - ייפסק.

46. נציין כי עד כה רק במקרה אחד, נדיר, הצליחה מערכת מסחר שאינה הבורסה לניירות ערך בתל-אביב להתחבר למסלוקת הבורסה - במסגרת רפורמת "עושי שוק" שיזמה יחידת ניהול החוב הממשלתי בחשב הכללי. אולם, זהו המקרה היחיד וגם הוא נעשה על ידי רפורמה ממשלתית שלקחה זמן רב, ועל כן מדובר בעלה תאנה בלבד. אין היתכנות אמיתית לתחרות, וכדי להבטיח תחרות חייבת להיות הפרדה מוחלטת בין המסלוקה לבורסה. במסגרת הרפורמה התחברה מערכת מסחר נפרדת מסוג MTS למסחר דרך מסלוקת הבורסה ושונתה שיטת הסליקה של אג"ח ממשלתי במסלוקה. כתוצאה, במשרד האוצר הוערך שנחסכו למשק 2 מיליארד שקל בשנה בעלויות גיוס חוב ממשלתי. בנוסף, מכיוון שלאחר הרפורמה העסקאות התנהלו דרך מספר זירות מסחר (הבורסה, מערכת ה-MTS ושוק ה-OTC) ונסלקו דרך מסלוקת הבורסה, המסחר באגרות החוב עלה בהיקפו והפך מגוון ויעיל יותר. יצוין, כי מחקר עדכני בבנק ישראל מעלה כי רפורמת עושי השוק העלתה את רמת הפעילות בשוק המשני של אג"ח הממשלתיות השקליות.

47. **הטעם השני** לקיומו של ניגוד עניינים מובנה בין מסחר ולסליקה, מוסבר בכך שמטרתה של הבורסה היא גידול בנפחי הפעילות והמסחר, ואילו מטרת המסלוקה היא יציבותה, עניין הכרוך בדרישת ביטחונות מהחברים ובהפקדות כספים בקרן הסיכונים.

48. בשל היעדר התחרות הקיים היום ובשל שימורו בעתיד על ידי חוק זה, ייאלצו הצרכנים, לשלם עמלות גבוהות בצורה משמעותית מאלו המשולמות בהשוואה למסלוקות בארצות-הברית ובבריטניה (לטבלת

<sup>20</sup> דו"ח מקינזי מצוין כי לפי תקנון הבורסה כדי לקבל גוף פיננסי בינלאומי כחבר בבורסה, יש לוודא בין היתר כי הגוף הפיננסי התאגד ברשימה מוגדרת של מדינות בעולם, 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.  
<sup>21</sup> דוח בן חורין, בעמ' 62.



השוואה בין מחירי הסליקה, ראו נספח ב').<sup>22</sup> כתוצר נלווה, נפגעת התחרות גם בסקטור המסחר בניירות ערך.

## ב.5. תזכיר החוק מנוגד לתכליתו של חוק הריכוזיות

49. ראוי להזכיר בהקשר זה את חוק הריכוזיות, שמטרתו למנוע מגורמים בעלי כוח רב שליטה על מגזרים במשק. לענייננו, מדובר במתן בלעדיות למספר מועט של גופים בבורסה (שחלקם הלא מבוטל מוגדר כגופים פיננסיים מהותיים בהתאם לחוק הריכוזיות), המהווה את מנוע הכלכלה הישראלית.

50. נוסף ונציין, כי מחד סעיף 24 לתזכיר, קובע כי לאור חשיבותם המשקית של הבורסה ושל המסלקות, מוצע להוסיף לתוספת של החוק לקידום התחרות וצמצום הריכוזיות.<sup>23</sup> אולם, מאידך סעיף 25, מחריג החזקות בבורסה שהיא בעלת רישיון מחוק הריכוזיות.<sup>24</sup> התזכיר מחיל לכאורה את חוק הריכוזיות, אך באותה נשימה פוטר את הבורסה והמסלקה מהחוק. יודגש כי חוק הריכוזיות נועד לביסוס מבנה תחרותי בשוק ההון בישראל ולשיפור יעילותו ודרכי פעולתו. ברור לכל כי הבורסה שתיווצר לאחר יישום התזכיר תהיה מונופול ששולט בכל "שרשרת הייצור" של ניירות הערך. החרגת הבורסה מחוק הריכוזיות מנוגדת למהות החוק, והינה לא סבירה.

## ב.6. יש לפעול במסגרת תזכיר החוק המוצע להפריד בין הבעלות בבורסה לבעלות במסלקה

51. עמדת אנשי הרשות לניירות ערך היא כי יש לשנות את מבנה הבעלות בבורסה בדחיפות, ולאחר מכן להסדיר את הבעלות במסלקה במידת הצורך. יובהר, כי התנועה מתנגדת לפתרון שכזה. ראשית, מכיוון שהטענות לגבי "התייבשות הבורסה" לא יפתרו על ידי תזכיר החוק. שנית, עולה חשש ממשי כי ככל שיוענקו לחברי הבורסה זכויות הוניות בזמן שהמסלקה בבעלותם, תוכל לעלות הטענה כי לחברי הבורסה יש "זכות קנויה" במסלקה. טענה מסוג זה תקשה מאוד על הפרדה עתידית בין שני הגופים.

52. במבחן המציאות, לצערנו, ניסיון העבר מלמד כי הפרטה שלא מלווה בהסדרה כוללת ומשאירה נושאים להסדרה עתידית נתקלת בקשיים מרובים, וקשה עד לעיתים בלתי אפשרי לדחות את ההסדרה לטיפול עתידי.<sup>25</sup>

<sup>22</sup> יובהר כי בישראל, התמחור הוא עבור עלויות מסחר וסליקה יחד, בשונה מהמצב בעולם, ולפיכך קשה לאמוד את ההבדל המדויק בין מחירי הסליקה במדינות השונות.

<sup>23</sup> תזכיר החוק, בעמ' 61.

<sup>24</sup> שם, בס' 25(י).

<sup>25</sup> ניתן למצוא לכך מספר דוגמאות כגון וועדת בכר שביכרה לא להפריט את המסלקה הפנסיונית בשלב ראשוני וכעת אנו עדים לקשיים שבהקמתה בשלב מאוחר יותר.



53. בדברי ההסבר מצוינת האפשרות של ניתוק בין הבורסה למסלקה: "לנוכח הניתוק האפשרי כאמור בין הבורסה למסלקה ובין חברי הבורסה וחברי המסלקה..."<sup>26</sup>. בהקשר זה נציין כי לא מצאנו בתזכיר מתי יתאפשר ניתוק כזה.
54. יתרה מזאת, כפי שצוין לעיל, אין כל עדות לכך שפעולת הבורסה תשתפר ככל שתהפוך לגוף למטרות רווח. על כן, לא נראה כי קיימת בהילות לא להיערך מבעוד מועד לניתוק בין המסלקה לבין הבורסה.
55. לעמדת התנועה, על הרשות לדרוש בשינוי החוק כי בורסה, חבר בורסה, או בעל עניין בבורסה או בחבר בורסה, לא יוכלו להחזיק במסלקה. על הרשות לבצע את ההסדרה במהלך אחד, ולא בשלבים, ולהתנות את שינוי מבנה הבעלות בבורסה בהפרדה המוחלטת בין הבורסה למסלקת הבורסה.

## ג. האם הבורסה היא חברת לתועלת הציבור (חל"צ)?

56. קיימות מספר אינדיקציות המעידות על כך כי הבורסה היא חברה לתועלת הציבור. בהתאם לחוק, הבורסה אינה יכולה לחלק רווחים, בעיסוקה היא ממלאת מטרה לאומית וכן עוסקת במנהל ציבורי (יצוין כי אף בתזכיר נכתב כי הבורסה היא משאב לאומי החיוני לפעילות שוק ההון והכלכלה בישראל).<sup>27</sup> מעבר לכך, ישנם סממנים מהותיים באופי העבודה של הבורסה שמעידים על כך שהיא חל"צ, כך למשל, בחוק ניירות ערך קבוע כי בעת פירוקה יועברו נכסיה לפי שיקול דעתו של שר האוצר, ובנוסף, היא כפופה לפיקוח ציבורי של הרשות לניירות ערך, משרד האוצר וועדת הכספים של הכנסת.
57. על פניו, לאור סימנים אלו ובטרם בדיקה מעמיקה, הבורסה הינה חל"צ הן ממהות תפקידה והן מאופן פעולתה. סוגיה זו רלוונטית במיוחד לתזכיר חוק זה, מכיוון שיש לקבוע למי שייכים הנכסים בבורסה, האם לחברי הבורסה או שמא לציבור הרחב?.
58. לאור העובדה כי הנושא עודנו מצוי בבחינת התנועה, בשלב זה התנועה אינה מביעה את עמדתה בעניין. אולם התנועה סבורה כי בדיקה כזו הייתה צריכה להיעשות טרם הכנת התזכיר. תזכיר החוק מעביר סכומי עתק לחברי הבורסה, ולא ניתן לעשות זאת בלי שקיפות הדבר בתזכיר החוק. תזכיר החוק ודברי ההסבר צריכים לציין מפורשות את ההשלכות המשפטיות והכלכליות של רפורמה זו, וכן את העיגון החוקי להעברת סכומים אלו, שעל פניו קיים יסוד להניח ששייכים לציבור ואשר במסגרת תזכיר החוק ניתנים על מגש של כסף לחברי הבורסה.
59. לסיכום, לעמדת התנועה, השינוי המוצע, לפיו תוסר המגבלה הקיימת וחברי הבורסה יזכו במניות סחירות בעלות ערך רב, מהווה מעין "מתנה" מהמדינה בשווי מאות מיליוני שקלים, שלא ברור מה הבסיס החוקי לה. ככל שיש בסיס חוקי ל"מתנה" זו היה ראוי שיינתן לו ביטוי בדברי ההסבר.

<sup>26</sup> תזכיר החוק, בעמ' 37.

<sup>27</sup> תזכיר החוק, בעמ' 35.



## ד. תזכיר החוק לא מקדם תחרות

60. אין צורך להכביר במילים באשר לחשיבותו של שוק הון תחרותי. הכרה בעקרונות אלו הוצגה לאחרונה בספר החוקים של מדינת ישראל בחוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013, ובחוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל, התשס"ה-2005.

61. יודגש כי על אף הצהרות התזכיר, אין הוא צפוי בהכרח לקדם כניסה של גורמים חיצוניים לתוך הבורסה.<sup>28</sup> ביד אחת התזכיר קורא לפתיחת הבורסה לשחקנים חיצוניים, ואילו ביד השנייה מעביר את הבורסה ונכסיה לשליטת חברי הבורסה הקיימים, במבנה מנוגד עניינים אשר מעצם מהותו אינו מעודד הכנסת שחקנים נוספים לזירה.

62. חיזוק שליטת הבנקים בבורסה נגרמת בין השאר על ידי החזקת שירותי הסליקה והגדלת השליטה במינוי חברי הדירקטוריון. כיום, לפי חוק ניירות ערך, הדירקטורים החיצוניים אינם ממונים על ידי חברי הבורסה.<sup>29</sup> בתזכיר מוצע כי רוב חבריו של דירקטוריון הבורסה יכלול דירקטורים בלתי תלויים וכי שלושה לפחות מתוך אלו ימונו בידי האסיפה הכללית. כלומר, התזכיר מגדיל את כוח חברי הבורסה בדירקטוריון, על חשבון נציגים שאמורים לשמור ולהגן על אינטרס הציבור.<sup>30</sup> בדברי ההסבר נטען כי ההרכב הקיים בחוק עשוי שלא לשקף את מבנה הבעלות החדש ולא לייצג את האינטרסים של בעלי המניות החדשים. נטען כי הצורך בהבטחת תפקודה של הבורסה כמשאב לאומי נותר בעינו, אולם נראה כי האיזון החדש שנקבע בתזכיר כלל לא מבטיח זאת.<sup>31</sup>

63. נבהיר כי כמעט כל אזרח במדינה סובל בעקיפין או במישרין מהעמלות המופקעות הנגבות על ידי הבנקים על קניה, מכירה וניהול של ניירות ערך.<sup>32</sup> על אף שגם יו"ר רשות ניירות ערך הדגיש כי הדרך להילחם בעמלות הגבוהות הינה הכנסת ברוקרים זרים, התזכיר רק מקשה את כניסתם של ברוקרים זרים לבורסה. הקשחה זו, מנוגדת למטרות המוצהרות של התזכיר, תמנע תחרות לשנים ארוכות, ולא תיצור תמריצים להורדת העמלות הגבוהות. התמריצים להישארות המונופול יישארו כפי שהם.

64. דו"ח בן חורין בהמלצותיו מציין כי נראה שאחת הדרכים המעשיות ביותר לעידוד המסחר ולהגברת ההטרונגניות של מקבלי החלטות ההשקעה הינה הנגשת הבורסה לסוחרים פרטיים מרחבי העולם. כמו כן, גם דו"ח בן חורין תמך בהכנסת "ברוקרים מקוונים" לבורסה.<sup>33</sup>

<sup>28</sup> עמ' 35 לתזכיר החוק, וכן לפי דבריו של האוזר כפי שפורסמו בתקשורת, מטרת התזכיר היא לשנות את מבנה הבורסה על ידי פתיחתה לחברי בורסה נוספים כך הבורסה תהיה תחרותית ותהיה הורדה משמעותית בעמלות המסחר, ראו ה"ש 10.

<sup>29</sup> סי' 45 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968.

<sup>30</sup> תזכיר החוק, בס' 15א45(ב).

<sup>31</sup> שם, בעמ' 46.

<sup>32</sup> יצוין כי בארץ נגבית על ידי הבנקים גם עמלת ניהול. עמלה זו לא נגבית אצל מרבית הברוקרים המקוונים, כמו כן מרביתם של הברוקרים המקוונים דורשים עמלות נמוכות יותר מאילו הנגבות בארץ. סביר להניח כי אילו היו נכנסים לבורסה ברוקרים מקוונים העמלות הנלקחות מהציבור היו קטנות, כפי שמקובל בעולם.

<sup>33</sup> דוח בן חורין, בעמ' 62-63.

# התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

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



65. לפיכך במסגרת התזכיר יש לקדם תמריצים שיקדמו הכנסת ברוקרים חיצוניים לבורסה, ולא תמריצים שישמרו ואף יחזקו את המונופול. בכדי לעודד תחרות, על הרגולטורים לקדם בנחישות את השתלבותם של גופים בינלאומיים תחרותיים בבורסה בישראל.<sup>34</sup>

66. נתייחס בקצרה לשני סעיפים נוספים בתזכיר, שבמסגרת נייר עמדה זה לא נעמיק בהם. **האחד**, סעיף 26א45(ב) הקובע כי הוראות חוק החברות החלות על חברות אגרות חוב לעניין עסקאות עם בעלי עניין יחולו גם על הבורסה. בדברי ההסבר לא ניתנו טעמים עניינים לסיבה שבגינה יש להחריג את הבורסה מהוראות החוק החלות על חברות בדמותה, ולהחיל עליה את חוקי חברת האג"ח המקלים יותר. כידוע, הבורסה אינה חברת אג"ח ולכן לא ברור מדוע יש להתייחס אליה ככזו. מכל מקום, לא מצאנו הסבר מניח את הדעת להחלטה זו בדברי ההסבר.

**השני**, סעיף 51 מאפשר לבורסה לקבל פטור מהוראות החוק בגין שיתוף פעולה עם בורסה זרה. התנועה סבורה כי דברי ההסבר לתזכיר לא מפרטים מדוע יש לאפשר לבורסה פטור רחב שכזה, והסעיף בנוסחו כיום, על פניו, נותן פטור גורף שספק אם הינו מידתי.

## ה. סיכום

67. משרד האוצר משקיע משאבים נרחבים בפתיחת שוק האשראי לתחרות, אולם תזכיר זה מבטל כל היתכנות לתחרות בבורסה שלה השפעה על כלל האזרחים. החוק המוצע מתיימר לקדם את הבורסה – בסיס הכלכלה הישראלית, אולם בפועל החוק המוצע יוצר מונופול אנכי בבורסה, לא מקדם תחרות ואף פוגע במשק הישראלי, פגיעה שיהיה קשה מאוד לשנות בעתיד.

68. **הרפורמה המוצעת מעניקה נכסים קיימים, הן הבורסה עצמה והן המסלקה, כולל כל הרווחים העתידיים, במהלך שהוא כמעט ולא הפיך. רפורמה זו מסכלת כל אפשרות לתחרות, רפורמה שתהווה בכייה לדורות, וזאת כאשר כאמור אין כל הוכחה אמפירית לכך שיש תועלת במהלך זה.**

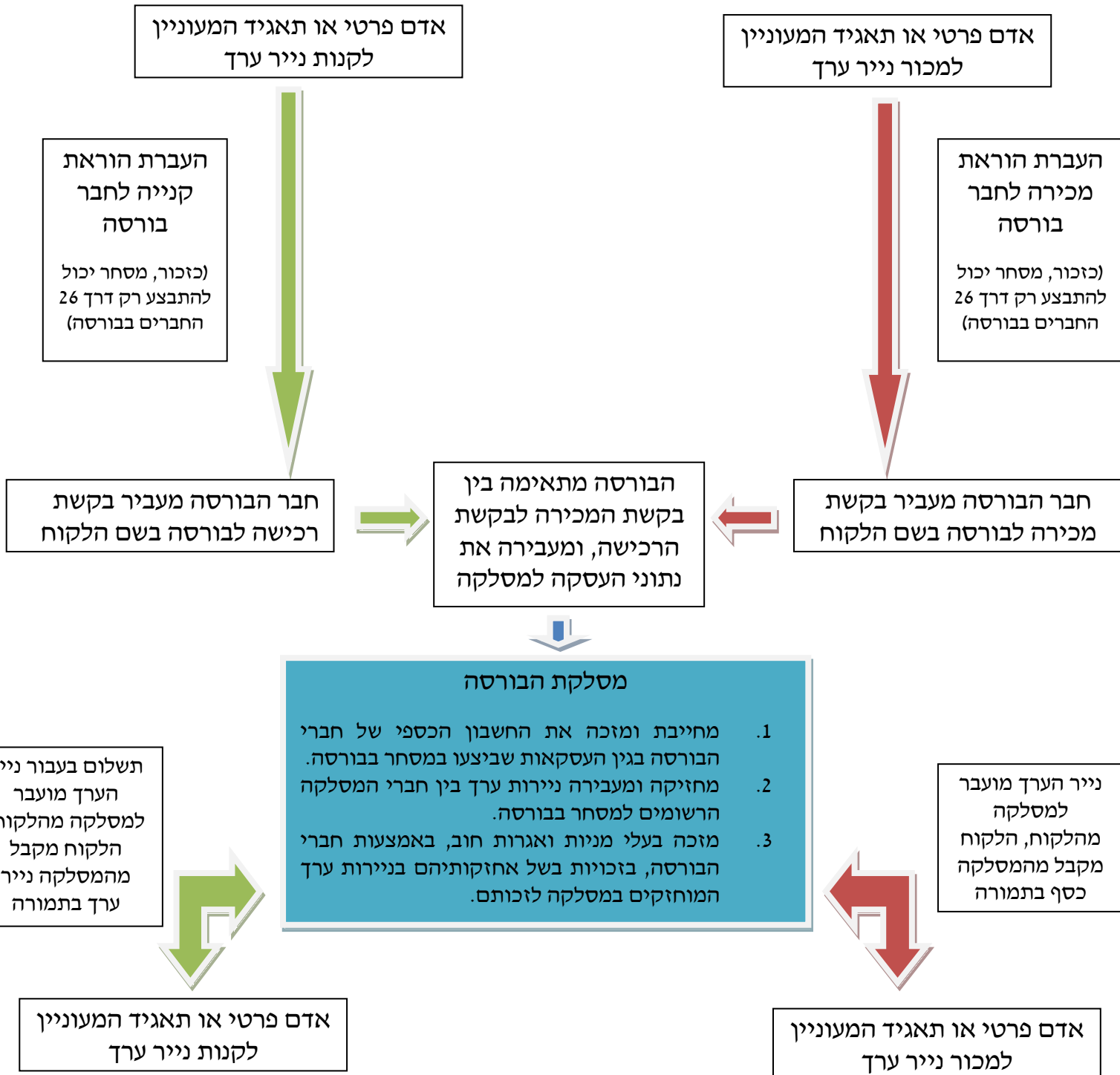
69. התזכיר מעלה חשש כבד כי הבורסה והמסלקות ניתנות בחינם לחברי הבורסה כאשר לא ברור העיגון החוקי לכך וללא כל סיבה נראית לעין. מול כותבי החוק צריך לעמוד בראש ובראשונה אינטרס הציבור: קידום התחרות, פירוק המונופול, הפרדת המסלקה מהבורסה והורדת מחירי העמלות.

<sup>34</sup> חשוב לזכור בהקשר זה, כי הבורסה פועלת מכוח רישיון שמשדר האוצר העניק לה ולכן בכוחו, כבר היום, לכפות על הבורסה להכניס ברוקרים בינלאומיים.



## נספח א'

### תפקיד המסלקה במהלך המסחר הסדיר







## נספח ב'

### עלויות הסליקה בישראל, בריטניה וארצות-הברית<sup>35</sup>

שיטת תמחור	טווח מחירים לסליקת מניות ואגרות חוב בסיסיות, מכל צד לעסקה	
העמלה נגבית כאחוז מסך העסקה הכולל, ונעה בין 0.001% ל- 0.0035%. ישנו מחיר מינימום של 1.21 ש"ח, ומחיר מקסימום של 121 ש"ח, בהתאם לסוג העסקה.	1.21 ש"ח עד 121 ש"ח בתוך הבורסה, 30 ש"ח עד 91 ש"ח מחוץ לבורסה – מכל צד. <sup>36</sup>	מסלוקת הבורסה בתל-אביב
עמלת fixed fee.	0.17 אגורות- 0.43 אגורות לפעולה- מכל צד. <sup>37</sup>	LCH.Clearnet (בריטניה)
עמלת fixed fee.	חינם עד כ- 1.5 ש"ח לסליקה. <sup>38</sup>	NSCC (ארה"ב)

<sup>35</sup> כאמור לעיל, יובהר כי בישראל, התמחור הוא עבור עלויות מסחר וסליקה יחד, בשונה מהמצב בעולם (עת התמחור מבוצע בנפרד עבור מסחר וסליקה), ולפיכך קשה לאמוד את ההבדל המדויק בין מחירי הסליקה במדינות השונות.

<sup>36</sup> [http://www.tase.co.il/resources/pdf/rulesandregulations/hebrew/prices/nr\\_prices\\_2\\_3\\_106983.pdf](http://www.tase.co.il/resources/pdf/rulesandregulations/hebrew/prices/nr_prices_2_3_106983.pdf)

<sup>37</sup> <http://www.lchclearnet.com/asset-classes/equities/galaxy/fees>

<sup>38</sup> <http://www.dtcc.com/~media/Files/Downloads/legal/fee-guides/nscfguide.pdf>



## נספח ג'

### שיעור הרווח המועבר על ידי הבנקים לבורסה מתוך סך הכנסותיהם מעמלות

#### ניירות ערך<sup>39</sup>

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	הכנסות מעמלות ני"ע - בנקים (במ' ש"ח)
862	872	793	835	817	816	675	לאומי
1,167	1,199	1,054	988	911	1,047	1,032	פועלים
339	338	300	288	305	338	332	דיסקונט
268	290	265	215	223	238	244	מזרחי
506	507	462	394	421	449	453	בינלאומי
<b>3,142</b>	<b>3,206</b>	<b>2,874</b>	<b>2,720</b>	<b>2,677</b>	<b>2,888</b>	<b>2,736</b>	סה"כ חמשת הבנקים הגדולים
141.7	158.3	158.9	129.4	135.5	141.4		הכנסות מעמלות מסחר וסליקה - בורסה לני"ע
<b>4.51%</b>	<b>4.94%</b>	<b>5.53%</b>	<b>4.76%</b>	<b>5.02%</b>	<b>4.90%</b>		יחס הכנסות מעמלות בורסה להכנסות מעמלות בנקים

<sup>39</sup> הנתונים נלקחו מתוך הדוחות השנתיים של הבורסה ושל הבנקים השונים. כמו כן נציין כי הטבלה כוללת בתוכה גם רווחי עמלות על עסקאות בניירות ערך זרים.



## נספח ד'

### שוק הסליקה בבריטניה

הבורסה בלונדון, השלישית בנפח המסחר בעולם, מאפשרת לסוחרים דרכה לבחור בין שלוש מסלקות שונות: <sup>40</sup> EuroCCP N.V., LCH.Clearnet Ltd., SIX x-clear. בבעלות החברה המחזיקה בבורסה בלונדון ובבורסה האיטלקית גם כ-57% מאחת מן המסלקות, LCH.Clearnet, אולם רגולציה מחמירה בבריטניה מונעת העדפת אחת מהמסלקות על פני האחרות, בצורה שהצרכן הסוחר במניות בבורסה בלונדון נהנה מתחרות בין שלוש מערכות סליקה שונות, בשונה מישראל.<sup>41</sup>

### שוק הסליקה בארצות-הברית

למרות שבמדינה פועלות שתי הבורסות הגדולות בעולם (ה-NASDAQ וה-NYSE), והמסלקות הגדולות בעולם, לצד מסלקות משמעותיות נוספות - ועל אף שהמסלקות והבורסות חשופות לתחרות פנים-ארצית, בשונה מהמצב בישראל, הבורסות הגדולות אינן שולטות במסלקה הגדולה ביותר. אחת מהבורסות הגדולות, ה-NYSE, שולטת במספר מסלקות קטנות יותר שחשופות לתחרות תמידית. כל המסלקות חשופות לביקורת מחמירה מצד הפדרל ריזרב ואף בורסה או מסלקה לא נהנית ממעמד מונופוליסטי.

### שוק הסליקה באסיה

הבורסה הגדולה בהודו והעשירית בגודלה בעולם (מבחינת נפחי מסחר), ה-Bombay Stock Exchange, סולקת את פעילותה דרך חברת בת של Bank of India המולאם, והם אינם מוחזקים בבעלות צולבת.<sup>42</sup> במזרח אסיה, סליקת המסחר בבורסה המלווית, האינדונזית והפיליפינית מבוצעת באמצעות ישות סליקה נפרדת מהבורסה.<sup>43</sup>

כאמור לעיל, ממצאי הבדיקה שביצעה התנועה מעלים כי באירופה, ארצות-הברית, והודו, בהן פועלות הבורסות הגדולות בעולם, מתקיים על פי רוב ניתוק מובהק בין הבעלות בבורסה לבין הבעלות במסלקת הבורסה. מודל הבעלות הצפוי בישראל לאחר הפיכת הבורסה לחברה למטרות רווח, לפיו בעלי השליטה בבורסה ישלטו ב-100% במסלקה הוא כמעט חסר תקדים בפרספקטיבה בינלאומית.

<sup>40</sup> לפרטים נוספים: <http://www.lseg.com/areas-expertise/our-markets/turquoise/equities/clearing-and-settlement-0>

<sup>41</sup> להרחבה, ראה מסמך של Bank of England:

<http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Documents/fmi/directions.pdf>

<sup>42</sup> להרחבה בנושא ראה: [http://www.bis.org/cpmi/publ/d97\\_in.pdf](http://www.bis.org/cpmi/publ/d97_in.pdf)

<sup>43</sup> להרחבה בנושא ראה: [http://www.gtb.db.com/docs/13\\_03\\_Post-trade\\_integration\\_in\\_ASEAN.pdf](http://www.gtb.db.com/docs/13_03_Post-trade_integration_in_ASEAN.pdf)