

**דוח הוועדה**  
**לבחינת הסדרת הפיקוח על**  
**מערכות מסחר אלטרנטיביות**

**ירושלים, טבת התשס"ו, פברואר 2006**

## זירות מסחר חלופיות לניירות ערך: דו"ח הוועדה המייעצת

בתחילת אוגוסט, 2004, מינה אותנו יו"ר רשות ניירות ערך, מר משה טרי, כוועדה מייעצת בנושא בחינת פעולתן של זירות חלופיות למסחר בניירות ערך בישראל, ובמידת הצורך למתן המלצות לרישוי ופיקוח עליהן. ישיבת התנעה ראשונה נערכה ביום 9 באוגוסט, 2004, אך דיוני הוועדה הסדירים נדחו לחודש נובמבר, 2004, ומאז קיימה הוועדה לפחות חמש עשרה ישיבות. הרשות נתנה פומבי להתכנסותה של הוועדה ואף הזמינה את הציבור להשמיע את דברו בכל הנוגע להמלצותיה האפשריות. בנוסף על כך נטלה הוועדה יוזמה משלה ופנתה למספר אישים ומוסדות שעל פי שיקול דעתה היה בכוחם להעיד בפניה ולהאיר היבטים שונים המתייחסים לעבודת הוועדה. הוועדה גם בחנה את הנעשה בתחומי עיסוקה במדינות זרות ועיינה בספרות המקצועית הנוגעת לנושא. הוועדה הסתייעה רבות בעבודתם המיומנת של איריס ארגמן, ריטה ינקילוביץ', בתיה פילו ויצחק שורקי, והיא מודה להם על פועלם להשבחת עבודתה של הוועדה.

עתה אנו מתכבדים להניח על שולחן הרשות את המלצותינו. המלצות אלה מוגשות לאחר שפרסמנו באתר הרשות טיוטה קודמת שלהן, ולאחר שניתנה הזדמנות של מספר חודשים לציבור ולצדדים מעוניינים להעיר את הערותיהם ולהשיג את השגותיהם. אכן, קיבלנו עשרות הערות והשגות, דנו בכל אחת מהן, ואימצנו מקצת מן ההצעות הנוספות שהוצעו לנו. ההצעות שהתקבלו כלולות עתה בדוח זה. בין המלצותינו כלולות רבות הטעונות חקיקה ראשית של הכנסת. אם המלצות אלה תתקבלנה על דעתה של רשות ניירות ערך, חזקה עליה שתפעל בדרכים שתמצא לנכון לקידומה של חקיקה זו.

### קיצור המלצותינו הוא כדלקמן:

- הגדרת המונח "בורסה" בחוק ניירות ערך תשונה והיא תכיל מעתה גם זירות מסחר חלופיות לניירות ערך. "נייר ערך" יוגדר ככל נכס פיננסי הנסחר ב"בורסה".
- זירות המסחר החלופיות כאמור תורשינה לפעול כבורסות, בתנאי שתעמודנה בתנאים הרגולטוריים כמפורט להלן.
- הרגולציה תחול גם על זירות תיווך מאורגנות, בהן העסקאות נקשרות בין המשקיעים לבין המתווך, ולא בין המשקיעים לבין עצמם. עם זאת, אופי הרגולציה לא יהיה זהה בשני המקרים.
- זירות מסחר לניירות ערך, לרבות הבורסה לניירות ערך בתל אביב, יורשו לפעול כתאגידים למטרות רווח, מה שיעודד את קיום התחרות ביניהן ב"שוק הבורסות".
- כל העסקאות הנערכות בזירות המסחר תהיינה מחייבות מבחינה משפטית ("עסקאות משוכללות") במעמד עשייתן, ולא תצרכנה לצורך שכלולן פעילות נוספת מחוץ לזירות המסחר.
- ייאסר על בורסות לעסוק בעיסוקים שאינם בורסאיים, כלומר ייקבע כלל של ייחוד העיסוק. עיסוקיה של בורסה יוגדרו בעיקרם כניהול שוק למסחר במכשירים פיננסיים, ויכללו את העיסוקים שמקובל לנהלם בבורסות ברחבי העולם.

- מהות פעילותה של כל בורסה ייקבע בספר כללים, ורישוייה של כל בורסה ייעשה תוך בחינה פרטנית של ספר הכללים שלה. ייאסר על בורסות לשנות את ספר הכללים שלהן אלא באישורה של הרשות המפקחת.
- מוצע כי הרשות המרשה לעסוק בעסקי בורסה, לרבות החלטות רישוי המתייחסות לספר הכללים תהיה הרשות לניירות ערך. הרשות תהיה כפופה בנושא זה, כמו גם בנושאים אחרים, לפיקוח פרלמנטרי.
- יינתנו פטורים מן הפיקוח המוצע לבורסות הפועלות במדינות חוץ שתאושרנה לעניין זה, וכן לבורסות שבהן כל המשקיעים הם מוסדיים, וניירות הערך הנסחרים בהם לא הוצאו על ידי מנפיקים שניירות הערך שלהם רשומים גם בשווקים הפתוחים לכל.
- כל הבורסות תדווחנה בזמן אמת (on line) למערכת דיווח לאומית על כל ניירות הערך שחלה חובה לדווח על המסחר בהם. מערכת הדיווח הלאומית תרכז את כל המידע שיוזרם אליה מכל הבורסות. עד שתוקם (אם תוקם) מערכת דיווח לאומית אחרת, תתפקד הבורסה לניירות ערך בתל אביב כמערכת דיווח לאומית.
- בורסה תפעל אך ורק להפגשה ישירה בין לקוחותיה. לעומת זאת זירת תיווך לא תורשה לפעול להפגשה ישירה בין לקוחותיה.
- כל בורסה תקיים את כללי משטר החברות הבאים:
  - תירשם כחברה על פי חוק החברות;
  - יהיה לה דירקטוריון המורכב מחמישה חברים לפחות, מתוכם שלושה חיצוניים. כל חברי הדירקטוריון יאושרו על ידי רשות ניירות ערך לפי כללים שייקבעו;
  - תהיה לה וועדת ביקורת שרוב חבריה חיצוניים;
  - תחול הפרדת תפקידים בין מנכ"ל הבורסה ליו"ר הדירקטוריון;
  - הבורסה תעסיק רואה חשבון מבקר. דוחותיה השנתיים המבוקרים יימסרו לרשות ניירות ערך וייבדקו על ידה;
  - הבורסה תעסיק מבקר פנים;
  - נושאי משרה ובעלי שליטה בבורסה יחובו חובות זהירות, מיומנות ואמונים למשקיעים בבורסה;
  - תינתן זכות למשקיעים בבורסה לאכוף את החובות האמורים בעזרת תובענות ייצוגיות;
  - הבורסות תידרשנה להוכיח איתנות פיננסית בעזרת קיום הון עצמי מינימאלי וביטוחי צד שלישי;
  - הבורסות תידרשנה להוכיח מיומנות טכנית למילוי חובותיהן;
  - כל בורסה תשלם אגרה שנתית פרופורציונאלית לנפח העסקאות הנקשרות בה;
- כללי הרגולציה החלים על זירות מסחר יחולו גם על זירות תיווך בשינויים אלה:
  - זירות תיווך תורשינה לפעול במישרין אל מול לקוחותיהן, אך לא תורשינה לפעול להפגשה ישירה בין לקוחותיהן לבין עצמם.
  - זירות תיווך תורשינה להשהות את דיווחיהן למערכת הדיווח הלאומית במשך פרק הזמן הנדרש לכיסוי הפוזיציה שלהן מבלי שהדיווח יקשה על ביצוע המשימה.

בעמודים הבאים אנו שוטחים את מסקנותינו, ואת הנימוקים להן, בהרחבה.

## הקדמה.

פרק ח' לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 עוסק במה שהוא מכנה "הבורסה" (עם ה' הידיעה). סעיף 45 (א) לחוק קובע כי "לא יפתח אדם ולא ינהל בורסה לניירות ערך אלא ברישיון מאת שר האוצר שניתן לאחר התייעצות עם הרשות". החוק קובע מספר תנאים קוגנטיים שהתמלאותם הוא תנאי למתן רישיון כאמור, וביניהם הוראות המתייחסות לתוכנו של תקנון הבורסה, הרכב הדירקטוריון שלה וכללי משטר חברות (corporate governance) אחרים, חובות דיווח החלות עליה וכפיפותה לרגולציה מטעם רשות ניירות ערך. דיני הבורסה של פרק ח' הנ"ל שולחים שלוחות גם אל תוך דיני החברות המהותיים, כגון בקביעת רגולציה נוקשה הנוגעת לזכויות הצבעה הצמודות למניות. הבורסה לניירות ערך בתל אביב, אשר פתחה את שעריה עוד לפני כניסתו של החוק לתוקף, ביקשה וקיבלה רישיון על פי הוראות החוק, לאחר שהוחק. במהלך ההיסטוריה של שוק ההון שלנו הועלו, מפקידה לפקידה, רעיונות המתייחסים לאפשרות פתיחתה של בורסה מתחרה, בנוסף לבורסה לניירות ערך בתל אביב, אך רעיונות אלה קמלו עוד בטרם הבשילו, וכתוצאה מכך נותרה הבורסה לניירות ערך בתל אביב התאגיד היחיד שקיבל רישיון להפעלת בורסה כאמור בסעיף 45 (א).

למרות שהחוק קובע תנאים נוקשים לקבלת רישיון להפעלת בורסה, הביטוי "בורסה" עצמו הוגדר בו בצורה בלתי מספקת. סעיף 1 לחוק מגדיר "בורסה" באופן סיבובי כ"בורסה לניירות ערך שקיבלה רישיון לפי סעיף 45". קריאה דווקנית של הסעיף עלולה להניב את המסקנה הפרשנית כי מי שלא קיבל רישיון לפי סעיף 45 איננו בגדר "בורסה", ולכן כל ההוראות הרגולטוריות החלות על "בורסות" אינן חלות עליו. מובן מאלינו כי "פרשנות תכליתית" של הוראות החוק אינה סובלת קריאה דווקנית מן הסוג האמור. ואולם גם אם ברור שהמחוקק לא יכול היה להתכוון למשמעות המתבקשת מקריאה דווקנית של הוראות החוק, אין זה ברור למה התכוון הלכה למעשה, אם בכלל שיווה לנגד עיניו הגדרה כלשהי של המונח "בורסה". לקונה חקיקתית זו גררה בעקבותיה את התופעה המתוארת בפסקאות הבאות.

בשנים האחרונות החלו לפעול בישראל פלטפורמות שונות שאינן מסונפות או קשורות לבורסה לניירות ערך בתל אביב. בחלק מן הפלטפורמות האלה מתקיים מסחר בניירות ערך הנסחרים בבורסה לניירות ערך בתל אביב, ובחלק אחר מתקיים מסחר בניירות ערך בלתי סחירים. חלק מן הפלטפורמות מכוון את פעילותן להפגשה ישירה של הלקוחות הסופיים (קונים ומוכרים של ניירות ערך) משני הצדדים, בעוד פלטפורמות אחרות פועלות יותר כפלטפורמות של broker-dealers, שבהן כל העסקאות הן מסוג "נוסטרו", כאשר בעלי הפלטפורמה דואגים "להתכסות" על הפוזיציה שלהם באמצעות עריכת עסקאות נוגדות או בתיווכם של גופים פיננסיים. הפלטפורמות המכוונות פעילותן להפגשה ישירה של מוכרים וקונים משני הצדדים תכוננה להלן "זירות מסחר", ובהן יעסוק עיקרו של דוח זה. הפלטפורמות מן הסוג השני תכוננה להלן "זירות תיווך". הן זירות המסחר והן זירות התיווך לא ביקשו, וממילא לא קיבלו רישיון להפעלת בורסה לפי סעיף 45 לחוק. תיאור

קצר של פעילותן של כמה מפלטפורמות המסחר העיקריות הפועלות כיום בישראל מופיע  
בנספח לדו"ח זה.

**נעסוק תחילה בזירות המסחר בלבד, ונותיר את הדיון בזירות התיווך לשלב יותר מאוחר של דוח זה.** לטענתם של חלק מן התאגידים המפעילים את זירות המסחר האמורות קבלת רישיון על פי החוק כלל לא נדרשה, כי הפעילות המתבצעת בהן איננה פעילות "בורסאית" במשמעות הסטוטורית של ביטוי זה, וממילא אין היא טעונה רישוי. כדי לאושש את הסברה שפעילותן איננה פעילות בורסאית, נטענה הטענה (בעיקר על ידי המערכת הידועה כ"מאה נט בע"מ) שהמערכות המתופעלות על ידי הזירות החלופיות אינן מאפשרות את שכלול העסקאות בין קונים למוכרים של ניירות ערך. השכלול, או ה"סגירה" המחייבת של העסקאות, נעשית במישרין בין הצדדים או בין הברוקרים שלהם. עמדתה של חברת מאה נט בע"מ (ייתכן כי קיימים מפעילי זירות נוספים הדבקים באותה טענה) הייתה כי תנאי הגדרתי הכרחי לקיומה של "בורסה" הוא כי יתקיים בה מסחר המשתכלל בין כתליה, ואין הוא זקוק למערכת חוזים נוספת בין הצדדים הישירים כדי לתת לעסקאותיהם תוקף משפטי מחייב. כמו כן נטען, אם כי בחצי פה, כי הזירות החלופיות אינן "בורסות" כי אין להן מסלוקה משלהן לניירות ערך, וסליקת כל העסקאות של ניירות הערך הסחירים הנסחרים בבורסה בתל אביב, אף אם העסקאות עצמן נקשרות בזירות החלופיות, נעשית במסלוקה של הבורסה בתל אביב. לפי קו מחשבה זה הזירות החלופיות אינן אלא "לוחות מודעות", המסייעות לצדדים לאתר אלה את אלה, אך המסחר עצמו נערך במישרין בין הצדדים ולא בין כתליה של הזירה עצמה, והסליקה נעשית במסלוקת הבורסה לניירות ערך בתל אביב. טענות אלה הביאו בשעתן לדיון משפטי בין חברת מאה נט לבין רשות ניירות ערך, ובו הוסכם בין הצדדים בפשרה, כי כל עוד מאה נט אינה משכללת את עסקאותיה בביתה "פנימה" תוכל לעת עתה להמשיך ולפעול ללא רישוי. הסכמה זו זכתה לתוקף של פסק דין בה"פ 565/00 מאה נט ואח' נ. רשות ניירות ערך, בבית המשפט המחוזי בירושלים מיום 23 בינואר, 2001. כל עוד לא יעשה דבר כדי לשנות הכרעה זו, ולכפוף את הזירות החלופיות לעול הפיקוח הממשלתי, הזירות, או לפחות חלק מהן, תראינה עצמן בנות חורין להמשיך ולפעול ללא כל פיקוח שהוא, למעט כללי המשחק שהן בוחרות לכבול בהן את עצמן, על פי שיקול דעתן, וללא התערבות מבחוץ.

פלח השוק של העסקאות הנעשות בזירות החלופיות בישראל, בין אם הן משתכללות בתוכן פנימה ובין אם הן "נסגרות" במקומות אחרים איננו, לעת עתה, גדול במיוחד (ראו נספח א' להלן). מאידך גיסא, מספרן של הזירות גדל בהתמדה, וסביר להניח כי חשיבותן היחסית בשוק ההון בישראל עשויה להגיע בקרוב למימדים משמעותיים. מותר גם להניח כי אם שר האוצר (במצב המשפטי הקיים) או סמכות אחרת שתקבע (בחקיקה עתידית) יתראו להעניק רישיונות להפעלתן של בורסות נוספות, הגושפנקא הרגולטורית תעודד זירות רציניות לתפוס לעצמן פלחי שוק יותר משמעותיים ממה שהן חפצות להרשות לעצמן במצב הנוכחי, כאשר פעילותן של הזירות נעשית ב"איזור הדמדומים" הרגולטורי שבין מותר לאסור. הופעתן של זירות מסחר חלופיות בשוק ההון בישראל היא שיקוף של תופעות דומות המתרחשות במקומות אחרים בעולם, והיא פועל יוצא של ירידת קרנן של זירות המסחר הפיסיות ועלייתן המקבילה של הזירות הוירטואליות. ככל שהטכנולוגיה לקיום מסחר וירטואלי הולכת ומתפתחת, כך נוצרות הזדמנויות טובות יותר לריבוי זירות, ויזמים ברחבי תבל נשאבים אל תוך חלל הזדמנויות האמור. לפי נתונים בלתי רשמיים שבידינו, זירות מסחר חלופיות שאבו אל תוכן כמויות אדירות מן השוק בעל נפח המסחר

הגדול בעולם, ה-NASDAQ, עד כדי העמדה בסימן שאלה את עצם אפשרות הישרדותו בטווח הבינוני והארוך. מצב דברים מחייב את רשויות הרגולציה בשוק ההון לשידוד מערכות חשיבתי, וחייב זה היה אחד הגורמים העיקריים שהניבו את היוזמה להקים וועדה זו.

אנו סבורים כי ריבויין של זירות מסחר לניירות ערך הוא ביסודו של דבר תופעה חיובית, בעיקר כי יש בה כדי לעודד תחרות, חדשנות ויוזמה בשוק הזירות. ואולם אנו רואים עצמנו פטורים מלבחון במסגרת דו"ח זה את השאלה האמורה, שכן התווספותן של זירות מסחר בישראל, כמו גם במקומות אחרים בעולם, היא עובדה קיימת. דו"ח זה מוקדש בעיקרו לא לשאלה האם טובות זירות רבות מזירה יחידה (אף על פי שאנו סבורים כי התשובה לשאלה זו היא חיובית), אלא לשאלה כיצד יש לפקח על שוק שפועלות בו, הלכה למעשה, זירות אחדות.

## המלצות הוועדה

בדו"ח זה קבועות המלצותינו השונות בנושא הסדרת פעילויותיהן של זירות המסחר החלופיות. ההמלצות ערוכות כדקלמן: בפסקה 1 נדון בקצרה בכמה בעיות חוקתיות המתעוררות אגב הדיון בנושא. פסקה 2 מוקדשת לשאלת האכיפה של ההוראות המוצעות. פסקה 3 דנה בהגדרה חדשה ונכונה יותר למונח "בורסה". פסקה 4 פורשת את השיקולים המצדיקים מתן אפשרות לבורסות לפעול למטרות רווח. פסקה 5 קובעת את העיקרון כי בורסה לא תעסוק בו זמנית בעיסוקים שאינם עסקי בורסה. פסקה 6 עוסקת בבעיות שונות הנוגעות לתקנון הבורסה. פסקה 7 מגדירה את מהות הנכסים הפיננסיים (סוגי "ניירות ערך") שניתן לסחור בהם בבורסה. פסקה 8 דנה בשאלה אילו בורסות לניירות ערך ניתן לפטור מעול הרגולציה. פסקה 9 דנה באלטרנטיבות לרגולציה המוצעת, ומהי התשתית החסרה כדי ליישמן. פסקה 10 נותנת מענה לבעיית פיצול (פרגמנטציה) של שווקים שתתעורר עם מתן הרישיון לזירות אחדות לפעול במדינת ישראל. פסקה 11 קובעת איסור על עסקאות נוסטרו של זירות מסחר לניירות ערך. פסקה 12 דנה בשאלות שונות של משטר חברות (corporate governance) של זירות מסחר. פסקה 13 קובעת סטנדרטים לאיתנות פיננסית של הזירות. פסקה 14 קובעת סטנדרטים המתייחסים לאמינותן הטכנית של הזירות. פסקה 15 דנה בהטלת אגרות על הבורסות, ופסקה 16 דנה בעיקרון כי כל זירה צריכה לשאת בעלויותיה. לבסוף, בפסקה 17, האחרונה, אנו דנים בהחלת המסקנות המתייחסות לזירות מסחר אל הסוגים האחרים של פלטפורמות המסחר בניירות ערך, הלוא הן זירות התיווך.

### פסקה 1: בעיות חוקתיות

חוק יסוד: חופש העיסוק קובע בסעיף 3 כי "כל אזרח או תושב של המדינה זכאי לעסוק בכל עיסוק, מקצוע או משלח יד". אין ספק כי הוראה כללית זו היא בת תחולה גם לגבי הסדרת פעילותן של זירות מסחר חלופיות לניירות ערך. זאת ועוד: כשם שחוקתנו אוסרת על שלילה לא חוקתית של חופש העיסוק מכל וכל, כן היא אוסרת על הגבלה לא חוקתית של זירות יסודית זו. לאור מושכלת יסוד זו נשאלת השאלה כלום מוסמך הרגולטור

להגביל, ואם כן באילו תנאים, את חירות העיסוק של תושבי המדינה ואזרחיה בניהול שווקים מאורגנים למסחר בניירות ערך.

כמו כל זכות חוקתית אחרת, גם זכות היסוד לחופש העיסוק איננה אבסולוטית. סעיף 4 לחוק היסוד קובע כי "אין פוגעים בחופש העיסוק אלא בחוק ההולם את ערכיה של מדינת ישראל, שנועד לתכלית ראויה, ובמידה שאינה עולה על הנדרש, או לפי חוק כאמור מכוח הסמכה מפורשת בו" (להלן - "פסקת ההגבלה"). העולה מפסקת ההגבלה הוא שאכן ניתן לאסור על קיומן של זירות מסחר חלופיות במדינת ישראל, או להטיל מגבלות על עיסוקיהן, באמצעות חוק של הכנסת או על פי הסמכה מפורשת בחוק, ובלבד שהאיסור עומד במבחן המשולש הקבוע בפסקת ההגבלה, דהיינו שהוא הולם את ערכיה של מדינת ישראל, שתכליתו היא תכלית ראויה, ושהוא עומד במבחן המידתיות, כלומר אין הוא אוסר יותר ממה שראוי לאסור לצורך השגתה של אותה תכלית. אכן, זו השאלה העומדת לנגד עינינו: האם קיימת תכלית ראויה לאיסור או להגבלה על חופש העיסוק של זירות המסחר החלופיות, והכל במידתיות הדרושה להשגתה של אותה תכלית.

כפי שכבר נאמר לעיל, אנו סבורים שאין לאסור את קיומן של זירות המסחר החלופיות במדינת ישראל, ואפילו ראוי לעודד את הקמתן ואת קיום התחרות ביניהן. למרות זאת הדיון דלהלן, ביחס לכוחו של המחוקק להגביל את חופש העיסוק של הזירות החלופיות מבחינה חוקתית, איננו דיון סרק, שכן אנו ממליצים על הסדרה רגולטורית של פעילות הזירות, ומציעים בפירוש לאסור על הזירות לפעול בניגוד לכללי הרגולציה המוצעים. בדיון זה נשים דגש, בין היתר, על הנמקה מפורטת של הרגולציה המוצעת. כשרותה החוקתית של ההסדרה המוצעת שואבת מכוחה המשכנע של הנמקה זו.

## פיסקה 2: כיצד ניתן לאכוף את ההוראות המוצעות?

אם ובמידה שיימצא כי ראוי להטיל איסור או הגבלה על פעילותן של זירות המסחר ניתן למצוא שיטות אפקטיביות לאכיפה. אנו מאמינים כי עצם האיסור על קיומה של פעילות פלוגנית מהווה מחסום מסויים לביצועה, וזאת בשל נטייתם של רבים לפעול במסגרת החוק ולא מחוצה לו; וכמו כן יש להניח כי לקוחות הזירות עשויים להדיר את רגליהם מפעילות שידוע להם שהיא בלתי חוקית. בין היתר, עלינו לזכור כי פעילות שאינה חוקית איננה מצמיחה זכויות משפטיות אכיפות בבתי המשפט, ומטבע הדברים הציבור יהסס להשקיע מכספו בזכויות בלתי אכיפות. מעבר להערה כללית זו ניתן להשתמש באמצעי אכיפה שונים ומגוונים. נשאלת השאלה באילו אמצעי אכיפה ראוי לנו לבחור.

אנו ממליצים על שלושה אמצעי אכיפה מצטברים כדלקמן:

- אכיפה פלילית. בדומה למה שנקבע עתה בסעיף 53 (ב) (7) לחוק ניירות ערך, ייקבע בחוק כי ניהולה של זירת מסחר לניירות ערך שלא על פי רישיון, או בחריגה מתנאי הרישיון, היא עבירה פלילית. מוצע להטיל את הסנקציה העונשית על כל דירקטור או מנהל של התאגיד העוסק בניהול הזירה, בהגנות המקובלות לגבי נושאי משרה שעשו כל שביכולתם כדי למנוע את ביצוע העבירה.
- אכיפה אזרחית. במישור האזרחי מוצע לקבוע מנגנון של קנס אזרחי, בדומה להסדר המצוי היום בחוק להשקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994. מעבר לזה, מוצע כי מסלקת הבורסה תידרש שלא לסלוק עסקאות שנעשו בזירות בלתי

מורשות, דהיינו בכאלה שפעולותיהן טעונות רישוי אך לא קיבלו רישיון. מסלקת הבורסה תעודכן ביחס למיהות הזירות המורשות, ולא תקבל הוראות סליקה מזירה שאינה מופיעה ברישומיה. עם זאת, כדי להגן על האינטרסים של משקיעים תמימים, מוצע כי הוראה זו לא תחול ביחס לזירה שקיבלה רישיון על פי החוק, אך שהפרה את תנאי הרישיון.

• **אכיפה מנהלית.** הואיל ופעולתן של זירות המסחר תהיה טעונה רישיון על פי החוק, מוצע לאפשר לרשות ניירות ערך לשלול או להתלות את תוקפו של רישיון של זירת מסחר שאיננה מקיימת את הוראותיו. ברור כי אקט שלילת הרישיון או התלייתו יהיה כפוף לכללים הרגילים של המשפט המנהלי בנושאי הליך הוגן, חובת הנמקה וכדומה.

### פיסקה 3: הגדרת "בורסה".

כמוסבר לעיל, המונח "בורסה" אינו מוגדר כאות בחוק ניירות ערך. הרגולציה הסטטוטורית של פעילויות בורסאיות מיועדת, מבחינת תכליתה, להבטיח את עניינו של הציבור בקיום שוק יעיל והוגן לניירות ערך, וזאת כאשר יש טעמים טובים להניח כי הציבור אינו מסוגל לדאוג לענייניו בעצמו, ללא סיועה של המערכת המפקחת. למשל, אם מתרחשת פעילות מסחרית שיטתית בניירות ערך ללא שקיפות נאותה במידע, השוק כולו עלול לאבד מיעילותו. החובה להפיץ את המידע ולהעמידו בזמן אמת לרשות הרבים חייבת לחול, איפוא, על כל זירת מסחר המקיימת פעילות סדירה וממושכת בניירות ערך, יהיה כינויה אשר יהיה. בדומה, אם מתרחשת פעילות מסחרית שיטתית בניירות ערך באופן המאפשר לכמה מן השחקנים להשיג לעצמם יתרונות בלתי הוגנים ביחס לשחקנים האחרים (למשל, לבצע מניפולציות בשער ניירות הערך או לעשות שימוש במידע פנים), יש טעם בפיקוח על הזירה שבה מתרחשת הפעילות ללא קשר לכינוי שבו היא מגדירה את עצמה. תכליות מרכזיות אלה של דיני ניירות הערך, הבטחת פיזור נאות של מידע ומניעת יתרונות בלתי הוגנים לחלק מן השחקנים, אינן תלויות בשאלה הטכנית האם זירה פלונית מאפשרת למשתמשיה לשכלל את עסקאותיהם בין כתליה, או שהיא מפנה אותם, לצורך שכלול העסקות, לנתיבים חלופיים. קל וחומר שההגדרה אינה יכולה להיות תלויה בדרכים הטכניות לסליקת העסקאות, ובפרט לא בשאלה האם הסליקה נעשית בין כתליה של זירה פלונית או במסלקה המצויה בבעלותם של אחרים. מאחר שאחזות מזירות המסחר החלופיות למסחר בניירות ערך במדינת ישראל מקיימות פעילות שוטפת ושיטתית של מסחר בניירות ערך, ניתן להסיק מן הדברים דלעיל שתי מסקנות אופרטיביות, האחת רגולטיבית והשנייה דה-רגולטיבית.

המסקנה הרגולטיבית היא שיש להרחיב את הגדרת המונח "בורסה" בסעיף 1 לחוק ניירות ערך ולכלול בתוכו גם את זירות המסחר החלופיות. לאחר שבחנו מספר חלופות, נראית לנו ההגדרה האמריקאית, כפי שהיא מופיעה בסעיף 3 לחוק הבורסה (Securities Exchange Act, 1934) שזו לשונו:

- a. When used in this title, unless the context otherwise requires--
1. The term "**exchange**" means any organization, association, or group of persons, whether incorporated or unincorporated, which constitutes, maintains, or provides a market place or facilities for bringing together purchasers and sellers of securities or for otherwise performing with



respect to securities the functions commonly performed by a stock exchange as that term is generally understood, and includes the market place and the market facilities maintained by such exchange.

2. The term "**facility**" when used with respect to an exchange includes its premises, tangible or intangible property whether on the premises or not, any right to the use of such premises or property or any service thereof for the purpose of effecting or reporting a transaction on an exchange (including, among other things, any system of communication to or from the exchange, by ticker or otherwise, maintained by or with the consent of the exchange), and any right of the exchange to the use of any property or service.

כידוע, חוק הבורסה האמריקאי מהווה כמעין "מסגרת קולטת" שאל תוכה ניתן להזרים תכנים נוספים באמצעות חקיקת משנה. אכן, תקנה 3-b-16 לתקנות חוק הבורסה הנ"ל מוסיפה את הדברים הבאים:

- a. An organization, association, or group of persons shall be considered to constitute, maintain, or provide "a market place or facilities for bringing together purchasers and sellers of securities or for otherwise performing with respect to securities the functions commonly performed by a stock exchange," as those terms are used in section 3(a)(1) of the Act, if such organization, association, or group of persons:
  1. Brings together the orders for securities of multiple buyers and sellers; and
  2. Uses established, non-discretionary methods (whether by providing a trading facility or by setting rules) under which such orders interact with each other, and the buyers and sellers entering such orders agree to the terms of a trade.

האלמנטים ההגדרתיים העיקריים שאנו מציעים, איפוא, לשאוב מתוך הדוגמא האמריקאית הם-

- קיומה של זירה שבה מתרחשת פעילות סדירה של מסחר בניירות ערך, יהיה כינויה אשר יהא;
- הזירה מאפשרת לקונים רבים ולמוכרים רבים לבצע את עסקאותיהם;
- הזירה פועלת לפי כללי משחק ללא שיקול דעת (non-discretionary);
- כללי המשחק ידועים למשקיעים מראש והם מוכנים לפעול על פיהם.

הפועל היוצא של מסקנה רגולטיבית זו היא כי מפעילי הזירות החלופיות יידרשו לרישיון לשם הפעלת עסקיהם, וכן יידרשו לעמוד בתנאי הרישיון כפי שיוגדרו להלן. עד כה נקבע בחוק כי מי שמופקד על רישוי של "בורסות" הוא שר האוצר. נראה לנו כי הוראה זו שואבת את השראית מן ההנחה כי רק בורסה אחת פועלת במדינת ישראל, ולכן יש לה אופי מעין ממלכתי, מה שמצדיק את התפיסה כי שר האוצר, בתור אורגן, או אורגן משנה, של מדינת ישראל, הוא המופקד על הענקת הרישיון לפעולתה. באקלים תחרותי המניח

קיומן של בורסות רבות, נראה לנו כי הותרת סמכות הרישוי בידי שר האוצר היא אנכרוניסטית. כשם שקיים פיקוח על הבנקים, אשר ביחד עם בנק ישראל מופקד על רישוי תאגידים בנקאיים, ורשויות אחרות המופקדות על רישוי חברות ביטוח, קרנות גמל, קרנות נאמנות, וכדומה, כך יש להעביר את עיקר הטיפול ברישוי של בורסות אל הגוף המקצועי האמון על כך, הלוא היא רשות ניירות ערך. אם יש מקום גם לבחינתם של שיקולים מקרו-כלכליים שמשרד האוצר אמון עליהם, יש לדאוג לייצוג מתאים של משרד האוצר בהחלטות הרישוי של רשות ניירות ערך כאמור.

הגדרה הרחבה של המושג בורסה כמוצע לעיל תופסת בחרמה מספר זירות מסחר שעד כה לא נחשבו ל"בורסות" ולפיכך פעלו ללא רישיון. הואיל ותהליך הרישוי עשוי להיות ממושך וההיערכות אליו לא תמיד תהיה פשוטה, מוצע לקבוע בחוק הוראת מעבר שתאפשר לזירות הקיימות להמשיך ולתפקד ללא רישיון למשך פרק זמן שייקבע (למשל, שנה מיום חקיקת החוק). עם חלוף תקופת המעבר לא תורשה עוד פעילות של "בורסות" שאין להן רישיון.

המסקנה הדה-רגולטיבית העולה מן הדברים דלעיל היא, שאין עוד טעם לאלץ את זירות המסחר החלופיות להתנזר ממתן אפשרות ללקוחותיהן לשכלל את עסקאותיהם בביתן פנימה. הפנייתם של הלקוחות למפגש פנים אל פנים ביניהם, במישרין או באמצעות חברי הבורסה לניירות ערך בתל אביב, מכניסה מימד של השהייה בביצוע העסקאות, מה שעלול לעכב את זרימת המידע לרשות הרבים (וכך לפגוע ביעד היעילות), וכן לפתוח פתח לניצול לא שוויוני של המידע המעוכב (וכך לפגוע ביעד ההוגנות). אנו מניחים גם כי שכלול העסקאות מחוץ לזירת המסחר עלולה לייקר אותן, במיוחד אם מפעיל הזירה נוטל "פוזיציה" ביחס לאחד הצדדים ופועל בפעולה נוגדת עם הצד השני ( back to back transactions). במקום עסקה אחת נקשרות בדרך זו שתי עסקאות, ובהינתן זכותו של כל אחד מן הצדדים לחזור בו מהסכמתו לעסקה בכל מועד הקודם לשכלולה, מפעיל הזירה נוטל על עצמו סיכון בדומה לסיכון של חתמים, ובשיווי משקל גובה עליה פרמיה מן הצדדים לעסקה. אם כל התכלית של איסור השכלול בתוך הזירה פנימה נשענת על פרשנות, מוצדקת או שגויה, של הגדרת המונח "בורסה" בחוק הקיים, הריהי פוקעת מאליה עם שינויי ההגדרה המוצעים, ובד בבד עם כך ניתן להמליץ ללא חשש על מתן גושפנקא חקיקתית לשכלול עסקאות בזירות המסחר החלופיות.

לא נעלם מעינינו כי ההגדרה הרחבה המוצעת למונח "בורסה" תפרוס חסותה על מגוון רחב של זירות מסחר. כך, למשל, סביר להניח כי לפחות בשלב הראשון רוב הזירות החדשות תחפוצנה לקיים מסחר בניירות ערך, אך לאו דווקא לרשום למסחר, בעוד הרישום ימשיך להיות נחלתה הבלעדית של הבורסה לניירות ערך בתל אביב. שיקול זה גרם לנו בתחילת דיונינו לחשוב כי יש לאמץ יותר מהגדרה אחת למונח "בורסה", כאשר כל הגדרה תיוחד לסוג מסויים של זירה בורסאית, על פי תכונותיה המיוחדות. לאחר שקלא וטריא בנושא זה הגענו לכלל הכרה כי עדיף לדבוק בהגדרה יחידה, כאשר אופי פעולותיה של כל זירה ייקבע על פי תקנונה, שהוא, מצידו, יהיה טעון בדיקה רגולטורית מעמיקה, אשר תבחין בין הזירות על פי אופי עיסוקיהן. כך, למשל, ברי כי זירות שתבקשנה לרשום ניירות ערך למסחר תידרשנה לעמוד בתנאים שונים, ומחמירים יותר, מזירות שכל מבוקשן לקיים מסחר בניירות ערך מבלי לרשום.

#### פיסקה 4: הבורסה כתאגיד למטרות רווח

סעיף 45 (ב) (2) לחוק ניירות ערך קובע כי לא יינתן רישיון לאדם לפתוח או לנהל בורסה אלא אם כן "תקנות ההתאגדות שלה מבטיחות כי רווחיה יישמשו רק למטרותיה ולא יחולקו בין חבריה, וכי בפירוקה תשמש יתרת נכסיה למטרות שיקבע שר האוצר". סעיף זה מבטא את הגישה כי הבורסה חייבת להיות תאגיד שאינו למטרות רווח. יש לציין כי גישה זו היא מיושנת. למשל, זירת ה-NASDAQ הינה תאגיד למטרות רווח. ישנן בורסות רבות בעולם שהוקמו, על פי הגישה המיושנת הנ"ל, כבורסות שאינן למטרות רווח, אך הותר להן להפוך עורן לתאגידים למטרות רווח. דוגמא בולטת לכך היא ה-London Stock Exchange. התהליך העובר על רבות מן הבורסות בעולם בכיוון זה ידוע כ-demutualization, כלומר הפיכת תאגידים מן הסוג של mutual companies לחברות מניות רגילות. לעתים קרובות ניירות הערך של הבורסות השונות נסחרות על רצפתן הן, והינן נתונות, בין היתר, לרכישה על ידי תאגידים זרים בהליכי מיזוג או הצעת רכש. כך למשל, הבורסה של לונדון עמדה בפני מתקפה עויינת מצד הבורסה של שטוקהולם, ורק ברגע האחרון נהדפה המתקפה והבורסה של לונדון נותרה עצמאית.

לגוף העניין נראה לנו כי ניטיב לעשות אם נשתחרר מן הגישה המיושנת הנ"ל, ונתיר הן לבורסה לניירות ערך בתל אביב והן למתחרותיה לפעול כתאגידים לשם רווח. הטעם המרכזי לכך הוא שההיתר לזירות רבות להתחרות ביניהן באופן חופשי, ובכך לייעל את השוק, לגוון את המוצרים המוצעים לציבור, להיטיב ולהוזיל את השירות, עלול לא להשיג את מטרתו אם ננתק את התחרות ממנגנון המחירים המניע אותה. אם לבורסה לא יורשה להפיק רווחים, ואף לחלק אותם בין חבריה, התמריץ שלה להתחרות בשוק הבין-בורסאי יקטן בהרבה (אם בכלל ייוותר ממנו משהו) וכל מטרתנו במדיניות הליברלית המוצעת עלולה להיות מושמת פלסטר. יצויין כי גם על פי החוק הקיים - סעיף 45 (ב) (2) לחוק ניירות ערך, ההוראה המחייבת את הבורסה לפעול שלא למטרות רווח תפקע מאליה עם הינתן הרישיון השני לזירה כלשהי לפעול כ"בורסה". סעיף זה מתיישב עם ההשקפה שלא ניתן לעודד תחרות של מונופול עם עצמו, אך עם כניסתם של שחקנים נוספים לשוק, והיעשותה של התחרות הבין-בורסאית לאפשרות מעשית, יש לעודד אותה על ידי הפיכת כל הזירות לתאגידים לשם הפקת רווח.

#### פיסקה 5: ייחוד פעולותיה של הבורסה

סעיף 45 (ב) (1) לחוק ניירות ערך קובע כי רישיון בורסה יינתן רק לחברה ש"תזכיר ההתאגדות שלה מייחד מטרותיה לניהול בורסה לניירות ערך". סעיף זה נראה לנו במקומו. אם בורסה לניירות ערך תורשה לעסוק גם בעיסוקים חלופיים, שאינם עסקי בורסה, הרשות המפקחת על פעולותיה הבורסאיות לא תהיה מסוגלת לפקח גם על הפעילויות שאינן בורסאיות, שהתנהלות לא טובה שלהן עלולה לסכן את הבורסה ובעקיפין גם את ציבור לקוחותיה. כדי שהמרקם הרגולטורי כולו לא ייפרם בתפרים יחול סעיף ייחוד פעולות זה על כל הזירות המבקשות רישיון כ"בורסות". אין צורך לקבוע רשימה סגורה של פעולות המתבצעות על ידי בורסות לניירות ערך, שכן בורסות פועלות בסביבה דינמית ועליהן לשנות מקצת מעיסוקיהן מעת לעת. לכן די לקבוע כי "עסקי בורסה" יכללו פעולות שמתבצעות בדרך העסקים הרגילה על ידי בורסות בעולם הרחב, לרבות כל פעולה אינצידנטלית הנחוצה למילוי מטרותיה העיקריות. עם זאת, יש להדגיש כי עסקי בורסה

אינם כוללים מסחר בנכסים שאינם פיננסיים; בורסות יכולות לסחור בחוזים על מתכות או סחורות, אך לא במתכות או בסחורות; הם יכולים לכלול חוזים על מט"ח אך אין הם כוללים מסחר במטבעות עצמן.

### פיסקה 6: תקנון הבורסה

הכללים על פיהם פועלת הבורסה לניירות ערך בתל אביב אינם ידיוותיים למשתמש. ההוראות התקנוניות של הבורסה (להבדיל מתקנון ההתאגדות שלה, כנדרש על ידי חוק החברות) כוללות כללי מסחר, הנחיות, הנחיות זמניות, חוקי עזר וכללים רגולטוריים נוספים, מה שעושה את השימוש בהם למסובך וקשה להבנה. מוצע לאפשר לכל בורסה, לרבות הבורסה לניירות ערך בתל אביב, לקבץ את כל כלליה ב"ספר כללים" יחיד שיכיל את כל התורה כולה. יש להניח לכל בורסה לקבוע בכלליה כל הוראה הנראית לה. גישה זו תאפשר לבורסות השונות להתחרות ביניהן גם בנושא זה. מאידך גיסא יש לעמוד על כך כי ההוראות הכלולות בספר כלליה של כל בורסה יכילו גלעין קשה של הוראות המבטיחות את תקינות המסחר והגינותו. כמו כן ברור כי כל סוג של תקנון יצריך, כפי שהובהר לעיל, רישוי לגופו, ורמת הפיקוח על כל זירה תיקבע בהתאם לכללים שהיא מבקשת לאמץ לעצמה.

בעייה מרכזית הנוגעת לתקנון הבורסה הוא הדרך לאימוצו ולשינויו. במצב הדברים הקיים מוטל, בנוסף על הפיקוח של רשות ניירות ערך, גם פיקוח מיניסטריאלי (שר האוצר) ופרלמנטרי (וועדת הכספים של הכנסת) הדוק. פיקוח משולש זה מסרב במיוחד את הליכי ה"חקיקה" של כללי הבורסה, ולעתים מעכב את כניסתם לתוקף ללא צורך במשך פרקי זמן ארוכים. כשם שאנו סבורים כי הרשות המתאימה לרישוי בורסות היא רשות ניירות ערך, כך אנו סבורים כי רשות ניירות ערך היא זו שיש להפקיד בידיה את סמכות אישור השינויים בספר הכללים של הבורסה. עם זאת, יש להותיר את הפיקוח הפרלמנטרי על רשות ניירות ערך גם בעניין זה על כנו. ברחל בתך הקטנה, מוצע כי כל שינוי בתקנון שאושר על ידי הרשות ייכנס לתוקפו רק עם תום פרק זמן שייקבע (למשל, שלושים יום) מתאריך האישור. במהלך אותה תקופה יוכל כל חבר בוועדת הכספים של הכנסת ליזום דיון בשינוי, ואז השינוי ייכנס לתוקפו בהתאם להחלטותיה של וועדת הכספים. מוצע גם לאפשר לשר האוצר ליזום דיון בוועדת הכספים כאמור. יש לציין כי הסדר דומה (אם כי לא זהה) כבר קבוע בחקיקה (סעיף 46א לחוק ניירות ערך) לגבי הוראות מסוג של "הנחיות זמניות". הצעתנו היא להרחיב את עיקרון ה"אישורים השליליים" הללו על מכלול כללי הבורסה, ולא רק על ההנחיות הזמניות.

לבסוף, מוצע כי הבורסה תהיה בת חורין לקבוע לעצמה כללי התנהגות טכניים, שאינם מעוררים מחלוקת בנושאים עקרוניים, גם ללא אישור הרשות. עם זאת מוצע כי הבורסה תדווח לרשות על כל הצעה לשינויים טכניים מן הסוג האמור, וכי הרשות תוכל להכריע כי הנושא טעון בדיקה יותר יסודית, ולהעביר את הנושא להליכי האישור הרגילים.

### פיסקה 7: הגדרת "ניירות ערך"

רשות ניירות ערך מוסמכת לפקח על שווקים שבהם נסחרים "ניירות ערך". אין היא מוסמכת לפקח על שווקים שבהם נסחרים נכסים אחרים. מהו "נייר ערך" לפי הדין הקיים, והאם הגדרה זו חופפת את סוג הנכסים הנסחרים, או העשויים להיסחר, בזירות המסחר החלופיות?

סעיף 1 לחוק ניירות ערך מגדיר את הביטוי "ניירות ערך" כדלקמן: "תעודות המונפקות בסדרות על ידי חברה, אגודה שיתופית או כל תאגיד אחר, ומקנות זכות חברות או השתתפות בהם, או תביעה מהם, ותעודות המקנות זכות לרכוש ניירות ערך, והכל בין אם הן על שם, ובין אם הן למוכ"ז, למעט ניירות ערך המונפקים על ידי הממשלה..." זוהי הגדרה צרה למדי שאיננה כוללת סוגי נכסים הנסחרים, או עשויים להיסחר, בבורסה או בזירות המסחר החלופיות. למשל, הגדרה זו אינה כוללת מט"ח או אופציות על מט"ח, ניירות ערך שאינם מונפקים בסדרות, וספק אם היא חלה על סוגים אחדים של נגזרים (למשל, ההגדרה מזכירה "תעודות המקנות זכות לרכוש ניירות ערך", ומכלל הן אתה שומע לאו שאין היא כוללת תעודות המקנות זכות למכור ניירות ערך).

הגדרתו הצרה של סעיף 1 מורחבת באופן ניכר על ידי סעיף 52, החותם את פרק ח' לחוק ניירות ערך. סעיף זה קובע כי "בפרק זה 'ניירות ערך' - לרבות ניירות ערך שאינם כלולים בהגדרה שבסעיף 1 ולרבות יחידות של קרן סגורה כהגדרתה בחוק להשקעות משותפות". גם בהגדרה זו יש אלמנט סיבובי, כי גם "ניירות ערך שאינם כלולים בהגדרה שבסעיף 1..." הם "ניירות ערך", וסעיף 52 איננו מגדיר "ניירות ערך" מהם. לכן מוצע לקבוע בחוק כי "נייר ערך" הוא כל נכס פיננסי הנסחר ב"בורסה". יש להניח כי לכך גם הייתה כוונתו של מנסח סעיף 52, אך ההגדרה המוצעת תסיר מכך כל ספק. כדי להמחיש את משמעותה של הגדרה זו, ברור כי אם בורסה פלונית תקבל רישיון לסחור בנכס פיננסי פלוני, כגון חוזים על מט"ח, מדד מנייתי או אחר, או סל פלוני של ניירות ערך, עצם קיומו של הרישיון וקיום מסחר בבורסה באותו נכס, תהפוך אותו הגדרתית ל"נייר ערך".

### פיסקה 8: פטור של בורסות לניירות ערך מעולה של הרגולציה

לא כל "בורסה" המקיימת מסחר ב"ניירות ערך" זקוקה לרגולציה.

ראשית לכל, תיתכנה זירות שמקום מושבן בחוץ לארץ והן מפוקחות שם ברמת פיקוח נאותה, והן מבקשות לקיים פעילות גם בישראל. לדעתנו, ניתן לפטור זירות אלה מעול הפיקוח כל עוד האינטרסים של המשקיעים הישראליים מוגנים כדבעי על ידי הרגולטור הזר. לצורך כך יש להרכיב רשימה של מדינות שתנאי הרגולציה שלהן שווי ערך לאלה המוצעים כאן, ולפטור את מי שמפוקח באופן כזה מעולה של הרגולציה בישראל.

נדון עתה בזירות שאינן נופלות למסגרת החריג הנ"ל. השאלה המרכזית היא מה דינן של זירות המתירות רק למשקיעים מוסדיים לסחור בהן.

לצורך דיון בשאלה זו עלינו לחזור למושכלות ראשונים. לרגולציה יכול שתהיינה שתי סיבות מרכזיות. הסיבה האחת היא שהשחקנים הנוטלים חלק במסחר אינם מסוגלים לדאוג

כדבעי לענייניהם. רגולטור נאור רשאי לדאוג לעניינם של אלה אף אם אין לו השקפת עולם פטרנליסטית ביחס לחוכמתם, או לכישוריהם, של אותם שחקנים. די בכך שהמדובר הוא בשחקנים "קטנים" כדי להצדיק את הרגולציה. לעניין זה שחקן צריך להיחשב כשחקן "קטן" אם היקף הפעילות המתוכננת על ידו אינו מצדיק השקעה מספקת במידע הנחוץ לאותו שחקן כדי להגיע להחלטות מיטביות; ולאחר קבלת המידע והפנמתו, היקף הפעילות המתוכננת על ידי אותו שחקן אין בה כדי להצדיק את עלויות המאמץ הנדרש כדי לשנות כללי משחק שנראים בלתי ראויים. מבחינה זו גם המידע וגם כללי המשחק הם מעין מוצר ציבורי, ושחקנים "קטנים" פועלים באופן רציונאלי אם הם מגלים אדישות ביחס למאפייניו של המוצר הציבורי ואינם עושים לעיצובו לפי הבנתם. היפוכו של שחקן "קטן" הוא שחקן "גדול", כלומר גוף עסקי שהיקף הפעילות הכלכלית המנוהלת על ידו, וסל התגמולים הכרוך בהחלטות נכונות או שגויות, הם מספיק גדולים כדי שלאותו שחקן יהיה תמריץ לחשוף מידע ולשנות את כללי המשחק.

הסיבה השניה לקיומה של רגולציה היא בקיומן של השפעות חיצוניות. אם המסחר בניירות ערך בין צדדים שהם עצמם אינם זקוקים להגנה עלול להשפיע על השוק באופן המסכן את האינטרסים הלגיטימיים של שחקנים אחרים די בכך כדי להניח תשתית להצדקתה של הרגולציה.

ומן הכלל אל הפרט: נניח כי מערכת ממוחשבת כמו זו השייכת לסוכנות רויטרס מקיימת "בורסה" שבה נסחרים מטבעות או ניירות ערך זרים, וכל השחקנים הנוטלים חלק במסחר הם משקיעים מוסדיים מתוחכמים. בהיותם שחקנים "גדולים" אין הם זקוקים להגנה אלה מפני אלה, וחזקה על כל אחד מהם שישכיל לכלכל את ענייניו בדרך המיטבית עבורו, גם ללא רגולציה. מאחר שהנכסים הנסחרים בזירה מעין זו אינם מחוברים בשום דרך רלבנטית אל שוק ניירות הערך הישראלי, אם כרוכות בו השפעות חיצוניות כלשהן אין אלה השפעות הנותנות את רישומן בשוק שעל הסדרתו רשות ניירות ערך מופקדת. ייתכן, כמובן, כי מסחר המתנהל בישראל בתוך זירת רויטרס ישפיע על בעלי ניירות ערך במדינות אחרות, ואולם למדינות אלה מערך רגולטורי משלהן, ואל לנו לפעול מהכא כדי לשכלל את השווקים בהתם, הנמצאים, כל כולם, במסגרת סמכויות הפיקוח של רשויות זרות.

אם, מאידך גיסא, מתקיימת בישראל זירת מסחר שכל השחקנים בה הם "גדולים", אך המסחר בנכסים הנסחרים בה משפיע גם על הנעשה בבורסות אחרות בישראל (בהן יש דריסת רגל לשחקנים "גדולים" או "קטנים" כאחד), יש להכפיף גם זירה שכזו לעולה של הרגולציה. למשל, אם מניותיו של מנפיק פלוני נסחרות הן בזירה הפתוחה רק למשקיעים מוסדיים והן לזירה הפתוחה לכל, יש טעם ברגולציה על שתי הזירות כאחת. זה הדין אם הזירה הפתוחה רק למשקיעים מוסדיים מקיימת מסחר בניירות ערך של מנפיקים שהנפיקו ניירות ערך בזירה הפתוחה לכל, אף אם אין המדובר באותו סוג של ניירות ערך. למשל, אם מנפיק פלוני הנפיק מניות בבורסה לניירות ערך בתל אביב, והזירה החלופית, הפתוחה רק למשקיעים מוסדיים, מקיימת מסחר באגרות חוב לא סחירות של אותו מנפיק, הרגולציה חייבת לחול גם על הזירה החלופית. ללא רגולציה השחקנים ה"גדולים" היו יכולים לעשות פעולות ארביטראז' בין ניירות הערך הנסחרים בשתי הזירות, תוך ניצול לרעה של פערי המידע ("א-סימטריה במידע") בינם לבין אלה שאינם סוחרים כמותם בשני השווקים כאחד. מאידך גיסא, היקף הרגולציה שיש להחילה על זירות הפתוחות

למשקיעים מוסדיים בלבד יכול שיהיה יותר מצומצם. הגלעין הקשה של הרגולציה גם במקרים אלה הוא במילת הקוד "שקיפות", לאמור כל הפעולות המתבצעות בזירה הפתוחה רק למשקיעים מוסדיים חייבות להיות מדווחות באופן מלא ובזמן אמת באופן שיהיה נגיש לכלל המשקיעים בניירות הערך של אותו מנפיק.

לאור הדברים האלה מוצע לפטור מן הרגולציה בורסה דוגמת רויטרס, שכל המשקיעים בה הם מוסדיים, ואין היא מקיימת מסחר בניירות ערך של מנפיקים שניירות הערך שלהם (אותם ניירות ערך או ניירות ערך אחרים) נסחרים בזירה הפתוחה לכל. מאידך גיסא יש לקיים רגולציה על זירה דוגמת זו המתנהלת על ידי כלל פיננסים, שעיקר הסחורה הנסחרת בה היא אג"חים לא סחירים, כי אג"חים אלה יכול שיהיו מונפקים על ידי תאגידים שניירות ערך אחרים שלהם נסחרים בזירה הפתוחה לכל.

הציבור בישראל עלול, כמובן, להיחשף לסיכונים הכרוכים במסחר בזירות זרות בלתי מפוקחות בישראל, בעיקר אם הן מנהלות את עסקיהן באמצעות האינטרנט. סיכונים מסוג זה אינם ניתנים למניעה, וגם אין זה מעניינן של רשויות הפיקוח בישראל לבחוש בענייניה של כל זירה כזו. המבחן לזירה זרה שתידרש לקבל על עצמה את עול הרגולציה הישראלית יהיה כפול: נגישות של הציבור הישראלי למסחר בזירה, ופעולה יזומה של מפעילי הזירה לציבור הישראלי באופן ספציפי, המזמינה אותו להשתתף במסחר. לדוגמא, זירה אינטרנטית הפותחת שעריה לכל באי עולם לא תהיה בשל כך בלבד נדרשת לכפוף עצמה לעול הפיקוח, אך זירה המפרסמת את מרכולתה בעיתונות הישראלית ומזמינה את הציבור בישראל להשתתף במסחר, תידרש לעמוד בתנאי החוק.

### **פיסקה 9: אלטרנטיבות לרגולציה של "בורסות".**

במישור העקרוני, לא כל מי שמפעיל זירת מסחר לניירות ערך חייב להיות מפוקח דווקא כ"בורסה". למשל, לפי ה- Regulation ATS שנכנסה לתוקף בארצות הברית בשנת 1999, זירות רשאיות לבחור האם ברצונן לקבל על עצמן את עול הפיקוח כ"בורסות" או כמתווכות פיננסיות מסוג broker-dealers. לעת עתה אין אנו בני חורין לקבוע כלל דומה, שכן בארצנו, שלא כמו בארצות הברית, לא קיימת רגולציה המתייחסת למכלול פעולותיהם של המתווכים הפיננסיים האמורים. להלן נציע אמנם כמה כללים רגולטוריים שיחולו על זירות תיווך, אך לא נציע במסגרת דוח זה כללי פיקוח על broker-dealers בתור שכאלה. מצב זה אינו משביע רצון. כמעט כל פעילי שוק ההון למיניהם מפוקחים בישראל בדרך זו או אחרת. הפונקציונרים הידועים כ-broker-dealers הם חריג בולט במארג הרגולטורי הנ"ל, ועל פני הדברים נראה לנו כי לקונה זו אינה פרי של מדיניות מכוונת אלא של סדרי יום עמוסים והעדר יד מכוונת. יתירה מזאת, לגוף העניין אין זה סביר להותיר פרצה רגולטורית בקו התפר, או במימשק, בין הבורסה לבין הלקוח הסופי, שהרי חוזקה של כל שרשרת אינו אלא כחוזקה של החוליה החלשה ביותר. בטווח הקצר, אנו ממליצים כי במסגרת מתן הרישיון לכל בורסה, תיערך בדיקה כיצד הבורסה מבקשת הרישיון נערכת להבטחת הגינותו של המסחר במימשק עם הלקוח. בטווח הארוך אנו ממליצים כי תכונן בישראל תשתית להסדרת פעילויותיהם של מתווכים פיננסיים בניירות ערך. לאחר שמלאכה זו תושלם ניתן יהיה לשקול לאמץ את הפיתרון האמריקאי, ולהעמיד את זירות המסחר החלופיות בפני הברירה אם לכפוף עצמן לעול הפיקוח החל על בורסות או על מתווכים פיננסיים כמותם.

### פיסקה 10: פרגמנטציה של שווקים ומערכת דיווח לאומית

גם מי שסבור כי בעיקרון התחרות בין בורסות הוא ביסודו של דבר תהליך רצוי, עלול לחשוש שמא עצם ריבוי של זירות המסחר עלול לפצל את המסחר בכל נייר ערך נתון לשווקי משנה קטנים מידי. שוק פלוני הוא קטן "מידי" אם אין בו ה"עומק" הנדרש כדי לקיים מסחר הוגן בניירות ערך. למשל, אם כמות הסחורה הנסחרת בשוק פלוני היא דלה מידי השוק נעשה יותר חשוף למניפולציות בשער הנייר, וגם רמת הנזילות שלו נפגמת. זו הסיבה שבורסות נוהגות למחוק מן המסחר (to delist) חברות בעלות סחירות דלה, וזו גם הסיבה שחוק החברות אינו מתיר ביצועה של "הצעת רכש מלאה" (סעיף 336 לחוק החברות) שכתוצאה ממנה נותרים בשוק פחות מעשרה אחוזים מהונה המוצא של החברה המנפיקה. בהעדר רגולציה חשש זה עלול להיות מוחמר אם יותר לזירות החלופיות לשכלל את עסקאותיהן בעצמן, מבלי שיהיה עליהן להפנותן לצורך שכלול לחברי הבורסה לניירות ערך בתל אביב ולבורסה לניירות ערך בתל אביב בעצמה. במצב דברים זה יהיה כדאי לכל אחת מהן לעשות שימוש בהיתר חדש זה, וכך לזכות בתמורה כספית גדולה יותר בשל סגירתה המהירה של העסקה, ללא הפניות למתווכים פיננסיים נוספים. חשש זה מתעצם עוד יותר לאור התיקון שנעשה בחוק המשווה את נטל מס רווחי הון בגין רווחים שהופקו בישראל ובחו"ל, שכן סגירתו של פער המס עלולה להסיט פעילות מן השוק הישראלי, הקטן בלאו הכי (שנהנה בעבר מעדיפות מס), אל שווקים זרים (שסבלו בעבר מנחיתות מס).

בפתח הדברים יצוין כי קיומן של זירות המסחר החלופיות פותח פתח להגדלת השוק דווקא; למשל, ככל שזירות אלה מקיימות מסחר בניירות ערך או במכשירים פיננסיים אחרים שכלל אינם נסחרים בבורסה לניירות ערך בתל אביב, או ככל שהן מקיימות מסחר בשעות שבהן הבורסה לניירות ערך בתל אביב כבר נעלה את שעריה, וקיים אינטרס מיוחד לצדדים לקיים ולשכלל את עסקאותיהם באותן שעות. אך חרף הגדלת הנפח הכולל של עסקאות בניירות ערך הצפוי להתלוות להגדלת כמותן של הזירות המורשות לעסוק במסחר, עדיין קיים חשש כי נחל איתן זה יתפצל ליובלים וליובלי משנה שכל אחד מהם דל מידי למשימה העומדת ביסוד כל רגולציה: שוק הון יעיל והוגן.

הפיתרון המוצע לבעיית הפיצול (פרגמנטציה) הוא במהילה (אינטגרציה) של כל פעולות המסחר בניירות ערך, יהא מקום ביצוען (ושכלולן) אשר יהא, והטמעתן אל תוך מערכת מרכזית אחת. בארצות הברית נקבע כלל רגולטורי לפיו כל המידע הנצבר בכל אחת מן הזירות החלופיות מוזרם מיידית למערכת השווקים הלאומית (national market system). כתוצאה מכך אף על פי שאתרי המסחר הם מרובים, כל הפעילות בהן שקופה גם לסוחרים באתרים האחרים, ממש כאילו שכולן בוצעו באותו אתר עצמו. הואיל ועד עתה לא הייתה לנו בישראל יותר מבורסה רשמית אחת, ממילא לא פיתחנו בארצנו מוסד המקביל למערכת השווקים הלאומית האמריקאית. בהעדר מוסד כזה מוצע לראות בבורסה לניירות ערך בתל אביב את התחליף הקרוב ביותר למערכת שווקים לאומית, ולדרוש כי כל פעילות המתרחשת באחת הזירות החלופיות, והמתייחסת לנייר ערך רשום למסחר בבורסה ישראלית כלשהי, או בנייר ערך של חברה קשורה לה, תדווח לבורסה בתל אביב, ותקבל מימד מידי של שקיפות מלאה שם. השירות יסופק מן הבורסה לניירות ערך בתל אביב לזירות המדווחות תמורת תשלום. לעניין זה מוצע כי "חברה קשורה" תהיה חברה



אם, חברה בת, חברה המחזיקה בעשרים וחמישה אחוזים או יותר מאמצעי השליטה בחברה הרשומה, או חברה שהחברה הרשומה מחזיקה בעשרים וחמישה אחוזים או יותר מאמצעי השליטה בה. ודוק: הכוונה איננה כי הבורסה לניירות ערך בתל אביב תידרש לאקט כלשהו לצורך שכלול העסקאות שתתבצענה בזירות החלופיות. השכלול יכול שייגמר בביתן של הזירות החלופיות פנימה; ואולם הן תדווחנה על עסקאותיהן בו זמנית עם מועד ביצוען, והבורסה תשקף עסקאות אלה כאילו בוצעו על ידי חברי בורסה שלה עצמה. מובן מאליו כי המחוקק יהיה רשאי להתערב ולקבוע מערכת דיווח לאומית במקום הבורסה לניירות ערך בתל אביב. בטווח הארוך, פיתרון זה נראה לנו עדיף. "העמסת" התפקיד של מערכת הדיווח הלאומית על הבורסה בתל אביב הינה, איפוא, הוראת שעה.

נותר לדון בהקשר זה בדרך הדיווח למערכת הלאומית על ניירות ערך של חברה הרשומה בבורסה בתל אביב, אם ניירות ערך אלה עצמם אינם סחירים ועל כן אי אפשר לנהל בהם מסחר במסגרת הבורסה בתל אביב (למשל, אג"ח בלתי סחירות שהונפקו על ידי חברה שהציעה את מניותיה הרגילות לציבור על פי תשקיף). מאחר שסגירת העסקה היא בהסכמת הצדדים, ואילו תפקידה של הבורסה הוא דיווחי בלבד, מוצע להחיל אותו כלל גם ביחס לניירות ערך אלה. העסקה עצמה תשתכלל בין הצדדים באמצעות המערכת של הזירה החלופית, וזו תדווח בזמן אמת לבורסה בתל אביב, כך שהמידע יועמד לרשות הציבור בדומה למידע שאינו מתייחס למסחר בניירות ערך דווקא (למשל, חילופי דירקטורים או החלטות עסקיות חשובות).

### **פיסקה 11: בעיות מידע ועסקאות נוסטרו**

שוק הון "יעיל" הוא שוק שכל המידע הקיים משתקף בשער ניירות הערך הנסחרים בו. שוק הון "הוגן" הוא שוק שבו לכל השחקנים הזדמנות שווה בנגישותם למידע, למעט במספר חריגים שבהן נדרשת מידה מסויימת של חוסר שוויון כדי ליצור תמריצים ליצירת מידע. הבעייה היא חריפה דיה כאשר מידע פלוני, הקיים באופן אובייקטיבי, איננו ידוע לציבור ולכן איננו משתקף בשער נייר הערך. תרחיש מעין זה עלול לעוות את הקצאת המקורות במשק, שכן משקי בית ומשקיעים אחרים עלולים להיענות לאותות (סיגנלים) כוזבים ולא לתעל את כספם לאפיקים הכדאיים ביותר (כדאיים להם, קרי למשקיעים, ובעקיפין גם למשק בכללותו). בעייה נוספת נוצרת כאשר קיים מידע אך אין הוא מתפזר בין כל השחקנים במידה שווה. כידוע, מידע א-סימטרי פותח פתח ל"שוק לימונים" כך שניירות ערך איכותיים עלולים להילחץ החוצה מן השוק, ולהותיר בו רק את ניירות הערך מן הזיבורית. כבר עמדנו על כך (ראו המסקנה הדה-רגולטיבית בסעיף 3 לעיל) כי מן הראוי שכל עסקה הנערכת בכל זירה תשתכלל בתוך הזירה פנימה, ולא תופנה לצורך שכלולה "החוצה" אל הבורסה לניירות ערך בתל אביב ולמסלקתה. הצורך בשכלול מיידי נובע מן הצורך למנוע בין יצירת המידע לבין הפצתו ברבים, ומתן הזדמנות ליודעים להפיק רווחים פרטיים על חשבונם של אלה שאינם יודעים. כעת ברצוננו למקד את המבט בפן אחר של הבעייה הנוגע לביצוען של עסקאות שהזירה עצמה היא צד להן (עסקאות "נוסטרו").

במצב הקיים אין מניעה חוקית כי מפעילי הזירות החלופיות יבנו פוזיציה אישית משלהם בניירות הערך הנסחרים בזירה. למעשה, בנסיבות מסויימות אין להם ברירה אלא לעשות כן, שהרי הם מנועים מלשכלל את העסקה בביתם פנימה, ואחת הדרכים הנפוצות להתגבר

על בעייה זו היא בעשיית עסקאות נוגדות (back to back) המחייבות בניית פוזיציה אישית ביחס לכל אחד מן הצדדים. הצורך לנקוט בטקטיקה מעין זו ייותר מאליו עם מתן הרשות לזירות החלופיות לשכלל את העסקאות בביתן פנימה. מכאן ולהבא הסכנות שבמתן רשות לעסקאות נוסטרו עולות בשיעורן באופן ברור על יתרונותיה. בראש ובראשונה יש לזכור כי מפעילי הזירות הם הראשונים לדעת על קיומה של העסקה, והם יכולים גם להיערך לה מבעוד מעוד אפילו כאשר עדיין אין "צד שני" לעסקה (אין מוכר כשיש קונה או אין קונה כשיש מוכר), אך המערכת "תרה" אחריו. ברור מאליו שאין להתיר לזירות לעשות שימוש לטובת עצמן בחשבונות נוסטרו במידע מעין זה, ויש לאסור אותו מכל וכל. יש גם למנוע ניגוד עניינים שכיח, שבו הזירה בוררת ("מטרימה") לעצמה את העסקאות הכדאיות ביותר, ומותירה ללקוחותיה רק את ההזדמנויות שהיא עצמה אינה חפצה בהן ("frontrunning"). בכך גם ייושר הקו עם הכללים המחייבים בבורסה בתל אביב, שבה חל איסור חמור על כל עובדי הבורסה, בכירים וזוטרים כאחד, לבנות לעצמם כל פוזיציה שהיא בניירות הערך הנסחרים.

## פיסקה 12: משטר חברות (corporate governance)

כל אימת שקיימת בעיית נציג (agency problem) בין בעלי זכויות לבין מי שמופקד בנאמנות על שמירתן, מקובל לנקוט בתמהיל של אמצעים למיזעור עלויותיה. במיוחד מקובל לנקוט בשני סוגי צעדים, צעדים ארגוניים הננקטים אקס אנטה וסנקציות משפטיות המוטלות אקס פוסט במקרים של הפרה. כך למשל, מחייב חוק החברות כי כל חברה ציבורית תנווט על ידי דירקטוריון, הכולל לפחות שני דירקטורים חיצוניים (דח"צים), כי לדירקטוריון תהיה וועדת ביקורת עם תפקידים סטטוטוריים מובנים, כי יכהן בחברה מבקר פנים וכי הביקורת החשבונאית שלה תתנהל לפי כללים שנקבעו בחוק ובין אנשי המקצוע. כל אלה הם צעדים ארגוניים הננקטים אקס אנטה, שתכליתם למזער את הסיכוי כי הנציגים (מנהלים ובעלי שליטה) יעשו שימוש לרעה בכוחותיהם להוותם של בעלי המניות והמשקיעים האחרים. באותה נשימה החוק גם קובע כי נציג (למשל, אך לא רק), "נושא משרה" שאינו פועל ב"אמינות" (חובת האמינות – fiduciary obligation - כוללת הן את חובת הזהירות והמיומנות והן את חובת האמונים) למען שולחיו יישא באחריות אזרחית, ולעתים גם פלילית, בשל התנהגותו הפסולה. הוראות אלה מאלצות את הנציגים, מאימתה של הסנקציה אקס פוסט, להפנים כבר מראש את עלויות הפרת האמינות ולכן מקטין את הסתברות התרחשותה. התמהיל הזה כולו שייך לכללי משטר החברות, אשר במקרה של חברות ותאגידיים אחרים מכונה באנגלית "corporate governance".

חברות ציבוריות אינן היחידות שאובחנה בהן בעיית נציג, ושכתוצאה מכך נדרשו לעמוד בתנאים רגולטוריים בנושאים של משטר חברות. דרישות דומות מופנות גם לחתמים, לקרנות נאמנות, לקופות פנסיה, לבורסה לניירות ערך בתל אביב ולשחקנים נוספים בשוק ההון. בפסיפס הרגולטורי הכולל, זירות המסחר החלופיות הן כמעט היחידות שנותרו מחוץ למחוזות הרגולציה של משטר החברות. האם ההבדלים במפה הרגולטורית נשענים על אבחנות ענייניות?

נראה לנו כי התשובה לשאלה זו הינה לאו. בהעדר כללי משטר חברות, יכולות זירות מסחר החפצות בכך להעדיף סוחרים פלונניים על פני אחרים, לאחר בדיווח למאגר המידע המרכזי (כזכור, הצענו כי בהעדר מערכת דיווח לאומית, מאגר מידע מרכזי ינוהל על ידי

הבורסה לניירות ערך בתל אביב), להימנע ממידורו של מידע באופן העלול להעניק יתרונות בלתי הוגנים למי שיודע יותר על חשבוננו של מי שיודע פחות, וכן, במישורים אחרים של התייחסות, שלא להקפיד על רמת כשרות פירעון נאותה הנחוצה להגנת המשקיעים, או להסתפק במערכת אלגוריתמית לביצוע ושכלול של עסקאות שאיננה חסינה דייה מפני תקלות טכניות.

להלן הצעותינו הקונקרטיות בנושאי משטר חברות. אנו מציעים כי כל זירה המקבלת רישיון לפעול כבורסה תהיה חברה הרשומה על פי חוק החברות (כחברה ישראלית או כחברת חוץ); כי יהיה לה דירקטוריון המורכב מחמישה חברים לפחות, שלפחות שלושה מהם יהיו חיצוניים (לאו דווקא "דח"צים" כמשמעות הביטוי בחוק החברות); כי כל חברי הדירקטוריון יאושרו על ידי רשות ניירות ערך על פי כללים שתקבע; כי תהיה לה וועדת ביקורת שרוב חבריה חיצוניים; כי יושב ראש הדירקטוריון לא יהיה מנכ"ל החברה (בדומה להסדר הקיים בסעיף 95 לחוק החברות, אך ללא החריגים הבלתי רצויים המוכרים על פי סעיף 121 לחוק החברות); כי יהיה לה רואה חשבון מבקר בדומה להסדר החל על חברות ציבוריות; וכי יהיה אדם המועסק על ידה, לאו דווקא במשרה שלמה, שבין תפקידיו כלולה גם הפונקציה של ביקורת פנים.

כמו כן מוצע כי הן החברה והן בעלי השליטה בה יידרשו להניח את דעתה של הרשות, כתנאי לקבלת רישיון, כי הם ראויים להפעיל זירת מסחר. אמת המידה המוצעת היא היותם "fit and proper" למעמד, ברוח ההמלצות שהתקבלו לאחרונה בוועדת בכר לעניין הבעלות בקרנות נאמנות, וכן לעניין יועצי השקעות ומנהלי תיקים.

מוצע לחייב את הזירות להגיש דוחות כספיים שנתיים מבוקרים לרשות. דוחות אלה נחוצים לרשות כדי להסתייע בהן בפיקוח על נושאי משטר חברות אחרים (למשל, איתנות פיננסית). הדוח הכספי השנתי ייערך לפי הכללים המחייבים חברות ציבוריות. רוב חברי הוועדה היו בדעה כי אין טעם להורות על פרסומם של דוחות שנתיים אלה. אחד מחברי הוועדה, מר ניסים כהן, סבר אחרת, וגרס כי ראוי לפרסם דוחות שנתיים אלה ברבים. כל חברי הוועדה הסכימו כי כללי דיווח אחרים החלים על חברות ציבוריות, כגון דוחות רבעוניים או דיווחים מידיים לא יחולו על הזירות.

באשר לכללי המבנה ומשטר ex post, מוצע לאמץ, במישור המהותי, את הכללים החלים על כל חברה מכוח חוק החברות, קרי היותם של נושאי המשרה ובעלי השליטה כפופים לחובות הזהירות, המיומנות והאמונים של הדין הכללי. אך בניגוד לכלל של חוק החברות, על פיו חובות אלה מופנות כלפי התאגיד עצמו, מוצע לקבוע במפורש בחוק כי חובותיהן של הזירות תהיינה גם כלפי המשתמשים בזירות. במישור הדיוני מוצע לקבוע במפורש בחוק כי החובות המהותיות תהיינה ניתנות לאכיפה באמצעות תביעות ייצוגיות שתוגשנה בשם המשתמשים בזירה. הוראה מעין זו נדרשת מכיוון שהמשתתפים אינם בעלי ניירות ערך בזירה ולכן הוראות חוק החברות המעניקות זכות עמידה בתובענות ייצוגיות לבעלי ניירות ערך אינן חלות עליהם.

**פסקה 13: איתנות פיננסית**

טעות או מעשה זדוני של בורסה יכולים להסב נזק של ממש לציבור הנזקק לשירותיה. כדי להגן על הציבור מפני חשיפה לנזקים מצד גופים שאינם אחראים מבחינה פיננסית מוצע לקבוע כללים לאיתנותם הפיננסית. מוצע להותיר את קביעת הסף להחלטת הרשות. מוצע שהסכום לא יהיה גבוה מידי כדי לא להרתיע זירות מלפעול בשוק, אך גם לא נמוך מידי כדי להבטיח את רצינות המיזם. כמו כן מוצע כי הרשות תהיה רשאית לדרוש כי הזירה תרכוש ביטוח צד שלישי בסכום שיספיק לכיסוי נזקים צפויים, אך יתרחשו כאלה. הושמעה דעה כי מן הראוי גם לעמוד על קיומו של הון חוזר בסכום שייקבע. בשלב זה אנו מותירים שאלה זו בצריך עיון. שיקול דעתה של הרשות יופעל בשים לב להיקף הפעילות והסיכונים הכרוכים בפעילותה של הזירה. יש להבהיר כי על ההון העצמי הנדרש בחוק לא להיות משועבד, לא לכלול בשום מקרה הלוואות בעלים, ולהיות מבוקר על ידי רואה חשבון על פי כללים חשבונאיים מקובלים. מוצע לא לקבוע את הסף גבוה מידי, וזאת כדי לא ליצור מחסומי כניסה בלתי עבירים בפני פירמות חדשות החפצות להיכנס לענף, במיוחד לאור השיקול שהמשקיעים "הקטנים" נכנסים לשוק בסיועם של מתווכים פיננסיים ואין להם ממשק ישיר אל מול הבורסה. בדרך כלל, אם כי לאו דווקא תמיד, המתווכים הפיננסיים הללו ישמשו כמעין מסננת שתסנן החוצה את הזירות הפחות אחראיות מבחינה פיננסית.

**פסקה 14: דרישות טכניות**

הזירה תידרש להגיש לרשות חוות דעת מומחה, אשר יעיד כי למפעילי הזירות יש מיומנות טכנית מספקת כדי להבטיח את השירות הנדרש מהם, לרבות כללים להבטחת מידע ושרידות מערכת מחשב. יכול שכללים אלה יכילו פרטים ביחס לקיבולת מערכת המחשב, מערכת בקרה עצמית, כללים לעידכון המערכת, בחינת סיכונים ותוכניות חירום למקרים של "נפילת" מחשב. ככלל, הזירה תידרש להוכיח להנחת דעתה של הרשות כי יש לה מנגנון, אמצעים, מערכות מחשב ותקשורת וכוה אדם מקצועי המאפשרים פעילותה התקינה כבורסה ומילוי חובותיה כלפי לקוחותיה. יש להדגיש כי האחריות בעניין זה היא של הזירות ולא של רשות ניירות ערך, והוראה מתאימה בעניין זה תיכלל בחקיקה המוצעת.

**פסקה 15: אגרות**

במצב השורר היום הבורסה לניירות ערך בתל אביב משלמת אגרה שנתית בסך של כ- 8 מיליון ש"ח, ואילו הזירות האחרות, בשל העובדה שאינן נחשבות לבורסות, פטורות מאגרה.

אנו סבורים כי יש להניח לכל המתחרים להתחרות על מפלס ישר, ולא ייתכן להפלות כנגד מיעוטם על ידי הטלת אגרות בשיעורים דיפרנציאליים. לכן מוצע כי האגרה תושט על כל זירות המסחר. עם זאת, אין זה סביר כי האגרה תהיה בגובה אחיד על כולן, ללא קשר לרמת הפעילות שלהן. מוצע כי האגרה תיקבע כאחוז פלוני מנפח הפעילות בבורסה. בארצות הברית מקובל להשית אגרה השווה ל-1/300 פרומיל משווי השוק של ניירות הערך הנסחרים. ניתן, כמובן, לסטות מנוסחה זו, אך אנו מציעים כי גם בישראל האגרה תיקבע בסכום יחסי להיקף הפעילות.

כדי לעודד כניסה של מתחרים חדשים לענף מוצע להעניק הנחה בשיעור של 50% משיעור האגרה למשך שלוש השנים הראשונות של רישוי כל זירה חדשה.

### **פיסקה 16: כל זירה צריכה לשאת בעלויותיה**

שקלנו את הצורך להטיל על הזירות לשלם מעין תשלום העברה לבורסה לניירות ערך עצמה, וזאת כדי להבטיח תחרות שווה בין כל זירות המסחר. לפי קו מחשבה זה, הבורסה לניירות ערך בתל אביב מייצרת סל של מעין מוצרים ציבוריים, שהזירות החלופיות נהנות מהן מבלי שהשתתפו במימון. מוצרים אלה כוללים, למשל, את יצירת רשימת החברות הנסחרות בבורסה והפיקוח עליהן; משנוסדה הרשימה והוטל עליה הפיקוח הראוי, גם הזירות החלופיות מקיימות מסחר בניירות הערך של התאגידים ברשימה, וזאת ללא שנדרשו להשתתף בעלויות הכרוכות בכך. אם פעולתה של הבורסה לניירות ערך בתל אביב יוצרת השפעות חיצוניות חיוביות שמהן נהנות הזירות, הרי שללא רגולציה רמת הפעילות של הבורסה בתל אביב עלולה להיות מתחת לאופטימום החברתי, ושל הזירות החלופיות מעל לאופטימום החברתי.

לאחר שקלא וטריא החלטנו שלא לאמץ קו מחשבה זה. בצד ההשפעות החיצוניות החיוביות שיש לפעילות הבורסה על הזירות החלופיות, קיימות גם השפעות חיצוניות חיוביות הנעות בכיוון ההפוך. הזירות החלופיות תשקודנה, מכוח ההגדרה, לקשור מספר מירבי של עסקאות בין לקוחותיהן, ותוצאות מאמציהן תהיינה ניכרות בבורסה בתל אביב. הגדלת עומק השוק כתוצאה מהזרמת כל המידע אל הבורסה בתל אביב שתשמש תחליף למערכת דיווח לאומית תעשה את הבורסה למקום ידידותי יותר למשקיעים, ותסייע לגאול אותה מתדמיתה הנוכחית כשוק קטן מידי. במקביל, כל העסקאות כולן, לרבות אלה שתשתכללנה מחוץ לבורסה, תחלופנה, בסופו של דבר, דרך מסלוקת הבורסה ותאפשר לבורסה לפצות את עצמה בעמלות נאותות. הבורסה גם מפצה את עצמה, ישירות מן המנפיקים, בעד הפעולות שרק היא מבצעת, כגון רישום ניירות ערך למסחר. מאחר שקשה לאמוד איזו קבוצה של השפעות חיצוניות היא דומיננטית ביחס לחברתה, נראה לנו כי הפיתרון הטוב ביותר הוא להימנע מהטלת תשלומי העברה מן הסוג הנדון.

### **פיסקה 17: זירות תיווך**

זירות תיווך נבדלות מזירות מסחר בכך שכל העסקאות נעשות במישרין בין הזירה לבין המשקיע, ולא במישרין בין המשקיעים לבין עצמם. מכאן מתבקש באופן מיידי, כי האמור בסעיף 11 לעיל ביחס לאיסור עסקאות נוסטרו לא יחול על זירות תיווך. נהפוך הוא, הואיל וזירות התיווך מבצעות עסקאות אך ורק באופן ישיר אל מול לקוחותיהן, יש לקבוע בחוק כי ייאסר עליהן לחבר במישרין בין הקצוות, כלומר לשכלל עסקאות בין המשקיעים לבין עצמם. לשון אחרת, זירות מסחר, שאין ממנהגן לקחת פוזיציה, תהיינה מנועות מטעם החוק לעשות עסקאות נוסטרו, בעוד זירות התיווך, שנטילת הפוזיציה היא בטבע עיסוקן, תהיה מנועות מלנהוג כזירות מסחר. עתה השאלה היא האם יש הצדקה לטיפול רגולטורי שונה בשני סוגי הזירות מעבר לסוגיית הנוסטרו. לכאורה, התשובה לשאלה זו היא "הן". זירות המסחר הן זירות אנונימיות, שבהן המשקיעים אינם יודעים מי הוא זה, או מי היא זו, הפועלים מולם, וערפל אינפורמטיבי זה מצדיק, כביכול, את מעורבותו של "האח הגדול"

ואת פריסתה של רשת הרגולציה. המצב הוא לכאורה שונה בזירות התיווך, שבהן המשקיעים יודעים מי עומד מולם (קרי: זירות התיווך עצמן), כך שמידתו הפחותה של הערפל במידע מצדיקה שימוש חסכני יותר בנשק הרגולציה. למרות קיומו של הבדל זה, בהכרת זהותו של "הצד השני" לכל עסקה, נראה לנו כי מידת הרלבנטיות שלו למרבית הכללים הרגולטוריים שהצענו ביחס לזירות מסחר איננה רבה. מאידך גיסא נראה לנו כי הרציונאל להטלת הפיקוח על זירות המסחר איננו נובע, כפי שניתן היה לחשוב ממבט ראשון, מן האנונימיות של ה"צד השני" לעסקה, והוא נעוץ, בעיקרו, ברצון להבטיח קיום שווקים הוגנים ויעילים למסחר בניירות ערך; רצון זה אינו מעומעם אם כל הקונים קונים, וכל המוכרים מוכרים, את מרכולתם למי שמנהל את השוק, ולא אלה לאלה. לכן מסקנתו הסופית היא כי רוב ההוראות הרגולטוריות שקבענו ביחס לזירות מסחר ראויות להחלה גם על זירות תיווך. עם זאת, מצאנו לנכון להקל על זירות התיווך באשר לחובתן לדווח למערכת הדיווח הלאומית על העסקאות הנקשרות בהן.

**נפרט.** בהתייחסותנו לזירות מסחר דרשנו כי הזירות תהיינה איתנות מבחינה פיננסית ועמידות מבחינה טכנית. דרישה זו אינה מושפעת מן השאלה מיהו "הצד השני" לעסקה, ויש להחילה גם על זירות תיווך. הטלנו על נושאי משרה ובעלי שליטה בזירות המסחר חובות זהירות, מיומנות ואמונים ביחס ללקוחותיהם, ואף הצענו כי חובות אלה תהיינה נתונות לאכיפה בעזרת תובענות ייצוגיות. דרישות אלה אינן נובעות מריחוקם של הצדדים הסופיים לעסקה, ולכן יש להחילן גם על זירות התיווך. לבסוף הצענו לקבוע שורה של כללי משטר חברות על זירות המסחר. בין היתר, דרשנו כי הזירות תהיינה חברות הרשומות על פי חוק החברות, שיהיה להן דירקטוריון בן חמישה חברים, מהם שלושה חיצוניים; דרשנו קיומה של וועדת ביקורת המורכבת מדירקטורים חיצוניים; הצענו כי לכל זירה יהיה יו"ר ומנכ"ל ללא כפל תפקידים, וכן רואה חשבון מבקר וסידורי ביקורת פנים, וכי יוטל פיקוח על הדוחות הכספיים של הזירות ועל יושרתם האישית של מי שמכהנים כנושאי המשרה בזירות, או מי שיש להם שליטה בהן. לא נראה לנו כי אף אחת מן הדרישות הללו מושפעת מן הידיעה מיהו זה, או מיהו זה, הנמצאים ב"צד השני" לעסקה. לבסוף, הצענו להטיל אגרה כל זירות המסחר, שתממן את עלויות הפיקוח על פעילותן. ממילא, אם קיימת סיבה רגולטורית לפקח גם על זירות התיווך, יש לדרוש אף מהן לשלם אגרה באותו שיעור.

זירות המסחר תהיינה מחוייבות לדווח בזמן אמת למערכת הדיווח הלאומית על כל עסקאותיהן. נראה לנו כי דרישה זו עלולה להיות מחמירה מידי ביחס לזירות התיווך. זירות התיווך, בהיותן פלטפורמות המונעות על ידי ציטוטים (quote driven) ולא על ידי פקודות של לקוחות (order driven), מתקיימות מיכולתן לשמור על הפער שקבעו לעצמן בין מחירי bid ומחירי ask. לאחר שביצעו בחשבון הנוסטרו שלהן עסקה עם לקוח, עליהן להיות מסוגלות להתכסות אל מול לקוחות מן הצד השני, או אל מול גופים פיננסיים, במחירים שיאפשרו להן שולי רווח סבירים. אילו היו זירות התיווך מחוייבות לדווח מיידית על המחירים שהושגו בכל עסקה, הדיווח היה עלול, הוא כשלעצמו, להשפיע על המחירים, ולחבל ביכולתן להתכסות כאמור. לכן מוצע לחייב את זירות התיווך לדווח למערכת הדיווח הלאומית רק לאחר שעבר פרק זמן שייקבע מזמן ביצועה של כל עסקה. מוצע כי פרק הזמן שבו יותר שיהוי יהיה שעתיים, או כל זמן קצר יותר שקבע השר בתקנות.

מלבד בסוגיית הנוסטרו ובסוגיית הדיווח המיידית למערכת הדיווח הלאומית, נראה לנו כי דין זירות התיווך צריך להיות כדין זירות המסחר.

כדי להסיר ספקות מובהר בזאת כי הרגולציה המוצעת המתייחסת לזירות תיווך תחול על הזירות עצמן, כפלטפורמות שייעודן לקיים מסחר מונע ציטוטים, ולא על עושי שוק הפועלים בתוך זירות מסחר (למשל, בבורסה בתל אביב) שקיבלו רישיונות מטעם המדינה ומפוקחות על ידי החשב הכללי באוצר.

## סוף דבר

אנו מקווים כי פתיחת השוק לתחרות בין זירות המסחר תיעל ותחזק אותו לרווחתו של המשק כולו. אם קיימים חששות כלשהם שגרמו לנו להסס אם ראוי לאפשר את כניסתן של זירות חדשות לענף, הבסיס לחששות אלה נעוץ באפשרות היווצרותם של כשלי שוק בתחרות בין הזירות. גם אם חששות אלה ראויים להתייחסות רצינית, התרופה המתאימה לטיפול בהם היא לרפא את כשלי השוק, ולא, באיבחה אחת, למנוע את קיומה של התחרות. את מי האמבטיה ניתן להזרים ליעדם הראוי, אך על התינוק אנו מצווים לשמור שלם.

אוריאל פרוקצ'יה, יושב ראש הוועדה.....

שמואל האוזר, מרכז הוועדה.....

אלעזר אמיר-הימל.....

דניאלה גורני.....

ניסים כהן.....

דרורה ליפשיץ.....

דרור נגל.....

שמואל קנדל.....

זיו רייך.....

טידה שמיר.....

## נספח: תיאור קצר של כמה זירות הפועלות היום בישראל

תכליתו של נספח זה איננה לתאר תיאור שלם של כל הזירות הפועלות בישראל, אלא רק להדגים שאלה זו בקיצור נמרץ. בין הזירות יש כאלה הסוחרות בניירות ערך הנסחרים גם בבורסה לניירות ערך בישראל. אחרות סוחרות באג"ח לא סחירים של פירמות, בין שהן נסחרות בבורסה ובין אם לאו. זירות אחרות מתמחות במוצרים נגזרים, בעיקר אופציות על מט"ח. זירות אחרות מציעות מגוון רחב של מוצרים, בעיקר סוגים שונים של נגזרים. היקף הפעילות, זהות הסוחרים והאופי התאגידי והתקנוני של כל זירה הם בדרך כלל שונים בתכלית, ואין זירה אחת דומה לחברתה. להלן כמה דוגמאות:

**חברת מאה נט בע"מ.** חברת מאה נט מקיימת מסחר במניות סחירות בהיקף קטן יחסית של כ- 3 עד 4 מיליון ש"ח ליום. כמו כן נעשות עסקאות אג"ח בשווי של כמה עשרות מיליוני ש"ח ביום. המערכת מרוויחה כ- 1% משווי השוק של המניות, אך אינה מרוויחה מעסקאות האג"ח. לעתים מאה נט לוקחת פוזיציה כלפי אחד הצדדים ומתכסה ביחס לצד השני. לעתים היא מפנה את העסקה באמצעות הטלפון לברוקרים של שני הצדדים ומקבלת עמלה. כאשר המערכת לוקחת פוזיציה היא מסתכנת בכך שאחד הצדדים יחזור בו מן העסקה, ואז היא פועלת כמבטחת כלפי הצד השני. לעת עתה נרשם רק מקרה אחד שבו ספגה הפסדים כתוצאה משינוי בכוונות הצדדים. ההפסד למערכת היה משמעותי. המערכת היא אינטרנטית טהורה, אך לצורך השלמת עסקאות היא נערכות שיחות עם הצדדים. מינימום שווי עסקה הוא 200,000 ש"ח. המערכת פתוחה בפני משקיעים מוסדיים ומשקיעים מתוחכמים אחרים. בטרמינולוגיה של דוח זה, מאה נט היא "זירת מסחר" ותהיה על כן מחוייבת להיות כפופה לרגולציה המוצעת.

**חברת כלל פיננסים בע"מ.** חברת כלל חיתום בע"מ היא חברה שחרטה על דגלה את המשימה לשמש תחליף למערכת הבנקאית בגיוסי הון. היא מנפיקה אגרות חוב בלתי סחירות של תאגידים למשקיעים מוסדיים. חוק ניירות ערך מאפשר לערוך הנפקה כזו ללא תשקיף. לצורך הדגמה מספרית, בשנת 2004 גייסה כלל חיתום כ-8 מיליארד ש"ח באג"ח לא סחירים כאמור. הנפקות מסיביות אלה עוררו צורך בקיומו של שוק משני, ושוק זה מנוהל על ידי כלל פיננסים. למרות שהוקמה מערכת אינטרנטית טהורה המאפשרת קיומו של המסחר בשוק משני מעין זה, המערכת "לא התרוממה" ולכן עיקר המסחר מתקיים באמצעות הטלפון. למרות התיווך האנושי באמצעות הטלפון המערכת היא אנונימית. הזירה אינה לוקחת פוזיציה, כלומר לא עושה עסקאות נוסטרו. העמלה נעה בין פרומיל אחד לשניים משווי העסקה. למרות שגיוס הון ראשוני מדווח מייד על פי החוק, עסקאות הנערכות בשוק המשני אינן מדווחות. אם המדובר בנייר שיש לו סליקה המערכת מסתייעת במסלקת הבורסה. במקרים אחרים המבנה המשפטי של הסליקה הוא המחאת חיוב על פי חוק המחאת חיובים. המערכת אמצה לה כללי מבנה ומשטר סבירים. יש לה דירקטוריון בן ששה חברים מתוכם שניים דח"צים. הדירקטוריון הקים וועדת ביקורת בראשות אחד הדח"צים. למרות שכלל פיננסים פועלת רק מול משקיעים מוסדיים, הריהי "זירת מסחר" כמשמעות הביטוי בחוק זה, ולכן גם היא תחוייב לעמוד בתנאי הרגולציה המוצעת, לפחות עד כמה שניירות הערך הנסחרים בה הוצאו על ידי מנפיקים שיש להם גם ניירות ערך סחירים.



**חברת רויטרס.** רויטרס היא חברת ענק עולמית המואגדת באנגליה. ניתן לסחור בה, ברחבי תבל, במגוון רחב של מוצרים, כ- 12,000 במספר. לקוחותיה העיקריים של רויטרס הם בנקים והמוצר העיקרי הנסחר אצלה הם נגזרים על מט"ח. בחודש האחרון לפני העדות ששמענו בנושא זה היקף העסקאות מלקוחות ישראלים בלבד הגיע ל 1.2 מיליארד דולר. המערכת מספקת ציטוטים, ומאפשרת מסחר, לא רק בנגזרי מט"ח אלא גם בניירות ערך זרים. אין היא עוסקת בניירות ערך ישראלים. מספר עובדיה של החברה ברחבי תבל הוא כ- 15,000, מתוכם כעשרים מועסקים בישראל. המערכת אינה גובה עמלה משמעותית מהיקף העסקאות, ועיקר הכנסתה באה לה מדמי מנוי המאפשרים ללקוחות לראות את ציטוטיה ולקיים מסחר. הסכמה בין הלקוחות משכללת את העסקה ביניהם ואין הם נדרשים עוד לעסקה נוספת מחוץ לזירה. גם רויטרס היא "זירת מסחר" כמשמעותה בחוק, אך אפשר שתוכל לקבל פטור מעולה של הרגולציה על פי המבחנים שנקבעו לעיל.

**פינוטק בע"מ.** החברה הוקמה לפני כשש שנים ועוסקת בעיקר בנגזרים על מט"ח. החברה היא חוליה של Finotec Group Inc. שהיא חברה הרשומה ב- NASDAQ. היא פועלת בעיקרה כ- market maker אמריקאי. המערכת עובדת אך ורק בחשבון נוסטרו. היא מוכרת או קונה מלקוחותיה ומתכסה על ידי גוף פיננסי לפי שיקול דעתה. הכנסותיה השנתיות של המערכת הן כ- 150 מיליון דולר. המערכת פועלת באופן אונימי. היא מציעה ציטוטים עם מחירי bid ו- ask ומוכרת (קונה) לפי העדפות הלקוח. המערכת מפתחת גם נגזרים שאינם על מט"ח שתכליתם לאפשר ללקוח לרכוש (למכור) מעין "מטבע חדשה" שנשענת על נכס הבסיס, שיכול להיות גם מניה נסחרת. המערכת מעוניינת מאד ברגולציה, כי היא מאמינה כי מתן תעודת ההכשר על ידי רשויות המדינה תוציא אותה מאזור הדמדומים שבתוכו פועלות כל הזירות החלופיות ותעביר אותה אל האזור "המואר" של הכרה חוקית מלאה. למרות רצונה של פינוטק להיות מפקחת, יש לציין כי אין היא "זירת מסחר" כי אם "זירת תיווך", ולכן הפיקוח שיוטל עליה יהיה על פי אמות המידה שנקבעו בסעיף 17 לעיל.