

הוועדה לשכלול המסחר ועידוד הנזילות בבורסה

תמצית דוח ביניים
11 בספטמבר, 2013

מוגש ליו"ר רשות ניירות ערך
פרופ' שמואל האוזר

חברי הוועדה

- ▶ פרופ' משה בן-חורין, יו"ר הוועדה
- ▶ מר יהודה בן אסאייג
- ▶ רו"ח הילה בן חיים
- ▶ מר דוד ברוך
- ▶ מר רובי גולדנברג
- ▶ ד"ר גיתית גור-גרשגורן
- ▶ פרופ' אבי וואהל
- ▶ רו"ח יורם סירקיס
- ▶ רו"ח איציק שורקי
- ▶ רו"ח אורלי קורן - מרכזת הוועדה
- ▶
- ▶ משקיפים: מר יוני שמש - הבורסה לני"ע, מר נדב שטינברג - בנק ישראל.
- ▶



ההתפתחויות בבורסה

▶ הבורסה לני"ע בתל-אביב עברה למסחר ממוחשב לפני קרוב לעשרים שנה ובכך עשתה קפיצת מדרגה מרשימה בפיתוחה.

▶ לבורסה היו גם הצלחות משמעותיות במשך השנים, כגון בהחדרת האופציות והטמעת השימוש בהן וכן בהכנסת איגרות החוב הממשלתיות והתאגידיות למסחר בבורסה.



ההתפתחויות בבורסה

- ▶ חלה ירידה משמעותית בהיקפי המסחר במניות ובאופציות מאז 2010, בעוד המסחר באיגרות החוב ממשיך להפגין עוצמה.
- ▶ הירידה במחזורי המסחר אינה תחומה לסגמנטים מסוימים בשוק המניות.
- ▶ כ-75% מהמסחר נעשה בידי פעילי הנוסטרו, כאשר חלקם של סוחרי האלגוריתמים בתוכם הולך וגדל.
- ▶ במקביל לירידה במסחר חלה ירידה בצד ההיצע המתבטאת בירידה בהנפקות הראשוניות בשוק המניות, ובמחיקות של חברות מהמסחר.
- ▶ בשנים האחרונות, חלו תמורות גדולות בפעילות הברוקראז': הבנקים מגדילים את חלקם ואילו היקף פעילות החש"בים יורד. חלקם אף החליטו למכור את מושב החבר שלהם במחיר המשקף את ההון העצמי בלבד.

התפתחויות בבורסות העולם - המשך

- ▶ מרבית הבורסות בעולם עברו מאז 1993 תהליך של מעבר ממבנה של אגודה שיתופית למבנה של תאגיד עסקי הפועל למטרת רווח (Demutualization).
- ▶ תהליך זה חל בבורסות מרכזיות בעולם כמו גם בבורסות במדינות מתפתחות.
- ▶ מהבורסות החברות ב-WFE, 75% פעלו למטרת רווח בשנת 2012.
- ▶ בורסות רבות גם הנפיקו את מניות עצמן (Self-Listing),
- ▶ השינוי בא על רקע הגברת התחרות והשינויים הטכנולוגיים,
- ▶ בורסות שונות הגיבו בגל של מיזוגים ורכישות.

תפקיד הוועדה

▶ בכתב המינוי, התבקשה הוועדה לבחון ולהתייחס, בין היתר, לנושאים הבאים:

- השקת מוצרים פיננסיים חדשים;
- מסחר בתדירות גבוהה;
- שיטות מסחר ופקודות מסחר;
- מבנה עמלות מסחר;
- הקמת מאגר השאלות לניירות ערך;
- עידוד משקיעים זרים.

▶ הוועדה בחנה נושאים אלה ונושאים נוספים כמפורט בדוח.

הגופים הנדרשים לפעול לשיפור מצב הבורסה

▶ כדי לחלץ את הבורסה מהשפל שאליו נקלעה, יש לעודד שיתוף פעולה בין מספר גורמים, שהמרכזיים ביניהם הם:

- הבורסה;
- הרגולטור (רשות ניירות ערך, הממונה על שוק ההון ובנק ישראל);
- החברות הרשומות למסחר בבורסה;
- הממשלה;
- הכנסת.

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

המלצה 1 - הבורסה כתאגיד למטרת רווח

▶ על רקע המגמה העולמית של שינוי מבנה הבעלות ושינוי התכנית העסקית של הבורסות, ממליצה הוועדה לקיים בדיקה מעמיקה בסוגיות אלה לגבי הבורסה בתל-אביב.

▶ תהליך כזה נמשך על פני זמן והוא חייב להיות מתואם עם הבורסה, חברי הבורסה, רשות ניירות ערך, הממשלה, עובדי הבורסה וגורמים נוספים,



המלצה 2 – סוגי החברויות

- ▶ מומלץ להרחיב את סוגי החברות בבורסה: פעילות מתן שירותי סליקה ומשמורת בלבד, פעילות ברוקראז' עבור לקוחות ופעילות מסחר לחשבון עצמי, תוך יצירת הבחנה בתנאי כשירות.
- ▶ במטרה לעודד את פעילותם של עושי השוק ושחקני הנוסטרו הגדולים, מוצע בזאת לקבוע כינון מעמד של חבר בורסה מיוחד לאותם גופים, ולאפשר להם התחברות ישירה לבורסה, גישה ישירה להשאלות וכיו"ב, צעדים אשר יעודדו גופים אלו להגדיל את היקף פעילותם.
- ▶ מומלץ לבחון הקלה בתנאי הכשירות לקבלת חבר רחוק, וזאת במטרה להגדיל את מספר חברי הבורסה הרחוקים, שחברותם תאפשר חשיפה למספר גדול יותר של משקיעים זרים.

המלצה 3 – מאגר השאלות

▶ מרבית מלאי ניירות הערך להשאלה בישראל מרוכז בידי שני הבנקים הגדולים.

▶ לאור הריכוזיות יוצאת הדופן מומלץ:

◦ להקים מאגר השאלות מרכזי ממוחשב על ידי מסלקת הבורסה שיהיה נגיש לכול הפעילים בשוק ההון, ויקל עליהם לפעול באופן יעיל ובכך לספק נזילות לשוק. המאגר ינוהל על ידי מסלקת הבורסה.

◦ לבחון הקמת מערכת מסחר בהשאלות אשר תאפשר מערכת ממוחשבת של ביקוש והיצע של השאלות ותאפשר מפגש בין שואלים ומשאילים, מערכת שתכלול ספר השאלות.

המלצה 3 - מאגר השאלות - המשך

- המלצות בטווח הקצר - לאור המעבר לסליקת ניירות ערך ביום $T+1$, מוצע בזאת לתקן את תקנון הבורסה כך שחבר הבורסה יידרש להמציא את נייר הערך המושאל רק ביום $T+1$, הוא יום ביצוע הסליקה, ולא ביום ביצוע המכירה בחסר (T).

המלצה 4 – מסחר אלגוריתמי

- ▶ הוועדה מעוניינת לעודד את פעילותם של שחקני האלגו ולהגביר את חלקם היחסי במסחר. המלצות רבות בפרקים אחרים בדוח, שאינן ייעודיות למסחר אלגוריתמי, יתרמו להרחבת פעילות המסחר האלגוריתמי ממילא: מבנה העמלות, מאגר השאלות, נגישות לבורסה, הוספת סוגי פקודות, כינון מעמד חדש לחברי הבורסה.
- ▶ בנוסף, הוועדה ממליצה באופן ייעודי על שירותים אשר יעודדו פעילות של סוחרי אלגו, כגון: השקת שירות Co-location והרחבת שקיפות המידע בספר.
- ▶ במקביל ליישום המלצות אלו, נדרש מהגורמים המעורבים להפחית את הסיכונים אשר מתעוררים נוכח הגברת פעילות שחקני האלגו, ולכן ממליצה הוועדה על הרחבת הבקורות הקיימות אצל הסוחרים עצמם, חברי הבורסה והבורסה עצמה, ביחס לפקודות שמוזרמות כתוצאה ממסחר אלגוריתמי.

המלצה 5 - עידוד תחרות בתחום

הברוקראז'

- ▶ נכון להיום, כ-75% מפעילות המסחר בניירות ערך בקרב הלקוחות הפרטיים נעשית באמצעות הבנקים כל שלא מתקיימת, למעשה, תחרות בתחום זה בין הבנקים לבין גורמים שנמצאים מחוץ למערכת הבנקאית דוגמת חברי הבורסה שאינם בנקים (החש"בים).
- ▶ החש"בים מציעים תעריפי עמלות ברוקראז' אטרקטיביים ללקוחות הפרטיים, אך אין ביכולתם להתחרות באופן משמעותי במערכת הבנקאית עקב מספר חסמים:
 - היעדר הסינוף של החש"בים יוצר, למעשה, קשיי נגישות של הלקוחות הפרטיים לחש"בים. היום נדרש זיהוי פנים-אל-פנים של הלקוח בעת פתיחת חשבון, דרישה אשר מכבידה על החש"בים בגיוס לקוחות קמעונאיים.
 - היעדר ניידות הלקוחות מהמערכת הבנקאית לחש"בים (זמן מעבר ועלויות),
 - הנטייה הטבעית של משקי הבית לקבל שירותי ברוקראז' תחת קורת-גג אחת במסגרת היותם לקוחות הבנק.

המלצה 5 - עידוד תחרות בתחום

הברוקראז' - המשך

- ▶ מוצע להנגיש את החש"בים לפעילות לקוחות קמעונאיים באמצעות מתן אפשרות לחש"בים לנהל חשבונות לקוח במערכת סגורה. ההקלה המרכזית המוצעת היא מתן פטור מחובת זיהוי פנים-אל-פנים.
- ▶ הרציונאל הוא בכך שהלקוחות כבר עברו הליך זיהוי מלא בבנק בעת פתיחת החשבון (גם על הבנקים חל צו איסור הלבנת הון ייעודי), ולכן אין צורך בביצוע זיהוי פנים-אל-פנים בשנית.
- ▶ מהלך זה יהווה הקלה משמעותית, דבר העשוי לייצר חלופה למערכת הבנקאית ולהגביר את התחרות בתחום זה.

המלצה 5 - עידוד תחרות בתחום

הברוקראז' - המשך

- ▶ מוצע להנגיש את החש"בים לפעילות לקוחות קמעונאיים באמצעות מתן אפשרות לחש"בים לנהל חשבונות לקוח במערכת סגורה. ההקלה המרכזית המוצעת היא מתן פטור מחובת זיהוי פנים-אל-פנים.
- ▶ הרציונאל הוא בכך שהלקוחות כבר עברו הליך זיהוי מלא בבנק בעת פתיחת החשבון (גם על הבנקים חל צו איסור הלבנת הון ייעודי), ולכן אין צורך בביצוע זיהוי פנים-אל-פנים בשנית.
- ▶ מהלך זה יהווה הקלה משמעותית, דבר העשוי לייצר חלופה למערכת הבנקאית ולהגביר את התחרות בתחום זה.
- ▶ **המלצה:** הוועדה ממליצה להמשיך במאמצים להגברת התחרות בתחום שירותי המסחר בניירות ערך והחזקתם, בעיקר ללקוחות פרטיים, והיא מעודדת את המפקח על הבנקים בנק ישראל ואת רשות ניירות ערך, להמשיך לפעול להשגת מטרה זו בהקדם

המלצה 6 – מערכת המסחר בבורסה

- ▶ הבורסה נמצאת לקראת סיום תהליך הבחינה של מערכת המסחר העתידית שלה. הוועדה ממליצה כי המערכת החדשה, תיתן מענה ותמיכה, בין היתר, להיבטים הבאים:
- ▶ מגוון של שווקים ומכשירים פיננסיים חדשים;
- ▶ מגוון אסטרטגיות מסחר ופקודות מסחר מתקדמות; בטווח המידי, ממליצה הוועדה על יישום פקודות שכיחות בבורסות זרות: Take Profit, Stop Loss.
- ▶ מסחר בהיקפים גדולים (Block Trading), בין אם באמצעות זירת מסחר נפרדת ובין אם באמצעות פקודות מסחר מוסתרות ייעודיות;
- ▶ קבלת נתוני מסחר ברמת Level 2, קרי, עבור כל שכבות הביקוש וההיצע;
- ▶ מן הראוי שהמערכת החדשה תאפשר נגישות טכנולוגית למשקיעים הפועלים בשווקים רבים (ברוקרים זרים) ושהיא תעמוד בשורה אחת עם הסטנדרטים של המערכות המובילות בעולם.
- ▶

המלצה 7 - הרחבת פורמט הפצת המידע בפורמט XML

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



המלצה 8 - הרחבת טכנולוגיית ההתקשרות של ברוקרים זרים לבורסה בסטנדרט FIX

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

המלצה 9 – מועדי המסחר בבורסה

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

המלצה 10 - מסחר במט"ח

▶ בצוע מסחר במט"ח בבורסה במתכונת שזהה למסחר הממוחשב בשאר ניירות הערך: ספר פקודות ממוחשב. מבחינה טכנית, כל מט"ח (דולר, יורו וכו') יוגדר כנייר ערך (גם אם בחוק אינו מוגדר כנייר ערך), עם מספר מזהה ויבוצע מסחר וסליקה.

המלצה 11 - השקת מוצרים פיננסיים חדשים

- ▶ לבחון שינוי מכפיל נכס הבסיס ל-10 או 20 או/ו להשיק נגזרי Minis.
- ▶ לבחון אימוץ מכשירי החלף סיכוני אשראי - CDS
- ▶ מומלץ לבחון את האפשרות לבצע בישראל הנפקות STRIPS על ידי מסלקת הבורסה לאג"ח ממשלתיות.
- ▶ לבחון את המודל האוסטרלי, במטרה להציע חוזי CFD על ממדים רחבים של נכסי בסיס ישראליים וזרים בבורסה בתל-אביב.
- ▶ לבחון הנפקת Unsponsored IDRs למשקיעים מסווגים.
- ▶ לבחון אפשרות של סליקת תעודות סל מבוקשות, בדולרים, ליש"ט ובאירו, בנוסף לסליקה בשקלים.

המלצה 12 - מודל עמלות לעידוד נזילות בבורסה

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

המלצה 13 - שיעורי מס המוטלים על ניירות ערך סחירים

- ▶ הוועדה ממליצה לממשלה לבחון הפחתת שיעור המס על רווחי הון.
- ▶ הפחתה של שיעורי המס תעודד חברות לגייס הון בבורסה ועשויה לגרום דווקא לעלייה בתקבולי המס לממשלה מרווחי הון.

המלצה 14 - רגולציה

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

המלצה 15 - רגולציה - אגף שוק ההון

▶ הוועדה ערה לחשיבות של מניעת אפליה בין הכללים החלים על השקעות בישראל לבין הכללים החלים על השקעות בחו"ל. מאחר שהוועדה טרם דנה בהשלכות של שינוי הכללים הקיימים, היא תמשיך בדיוניה בנושא זה והיא דוחה המלצתה לדוח הסופי.

המלצה 16 - מסחר במניות ועשיית שוק בחשבון הנוסטרו של הבנקים

- ▶ הוועדה סבורה כי עשיית שוק במניות בבורסה על ידי הבנקים עשויה לשפר את הנזילות.
- ▶ עם זאת, הוועדה ערה לכך שלעשיית שוק במניות בבורסה על ידי הבנקים עשויות להיות השלכות בתחומים שהוועדה לא בדקה לעומקם ולכן מומלץ להמשיך לבחון סוגיה זו לקראת הדוח הסופי של הוועדה.

המלצה 17 - מגבלת האחזקות של מניות הבנקים (5%)

▶ הוועדה סבורה כי מגבלת 5% היא מגבלה אפקטיבית שעם הסרתה עשויים מחזורי המסחר בבורסה לגדול. עם זאת, הוועדה ערה לכך שלהסרת המגבלה עשויות להיות השלכות שהוועדה לא בדקה לעומקן. לכן מומלץ להמשיך לבחון סוגיה זו לקראת הדוח הסופי של הוועדה.

המלצה 18 – אנליזות

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

המלצה 19 – שיווק

▶ מומלץ שהבורסה לניירות ערך בתל-אביב תגביר את מאמציה לשיתוף פעולה עם החברות הרשומות למסחר במאמץ ליחצן את החברות הראויות ולעודד ביקוש למניותיהן.

המלצה 20 – יחידת מחקר והוראה

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

- לשמש מרכז למחקר מעמיק ויישומי בנושאי שוק ההון בישראל, אולי בשיתוף עם מוסד אקדמי (אחד או יותר) או עם גוף ייעודי שיוקם למטרה זו,
- לשפר את היכולת להעריך את סיכויי הצלחת השקת מכשירים פיננסיים חדשים,
- להרחיב את הפעילות בתחום ההוראה (סמינרים, מפגשי לימוד וכדומה) במטרה לחנך את ציבור המשקיעים להתנהגות פיננסית נכונה והשקעה מניבה לטווח ארוך ולהסביר את השימוש במכשירים הפיננסיים החדשים על הפוטנציאל והסיכונים הטמונים בהם.