



תאריך: כ' בתמוז, תשע"ו 26/7/2016

קריאה דחופה לרוויזיה בהצעת החוק לשינוי מבנה הבורסה

תמיכה בהצעת החוק לשינוי מבנה הבורסה רק תסייע לבנקים להנציח את אחיזתם במונופול על מערכת המסחר, המאפשר להם לעשוק את הציבור בעמלות של מיליארדים מדי שנה, ותסכל כל אפשרות לקידום התחרות בענף זה.

מרבית היעדים המוגדרים בהצעה, כגון התייעלות והגברת התחרות, הם יעדים מבורכים; אך למרבה הצער, דומה שההצעה נוקטת באמצעים מוטעים ודרסטיים אשר לא רק שלא יביאו להגשמת מטרותיה, אלא אף יביאו לתוצאה הפוכה: קיבוע האחיזה של הבנקים בבורסה לדורי דורות, אשר יפעלו באופן בלתי-תחרותי וימשיך לעשוק מהציבור סכומי עתק.

ה"הפרדה" או ה"ניתוק" בין הבעלות לחברות בבורסה, אשר ההצעה מתהדרת בהם – הם לא יותר ממס שפתיים. ההצעה צפויה להותיר 60% מהבעלות בבורסה בידי קבוצת חברי הבורסה הנוכחיים – ובכך יונצח המונופול שלהם על הגישה למערכת המסחר, המנוצל לגביית עמלות מופרזות בסך של מיליארדי שקלים בשנה מציבור המשקיעים.

התנועה קוראת לתיקון ארבעה כשלים בהצעת החוק:

- ראשית, אין לאפשר לבנקים להיות גם חברי בורסה וגם בעלי מניות בבורסה – הדרך היחידה להכניס חברי בורסה חדשים היא לבצע הפרדה מבנית מוחלטת בין האחזקה בבורסה לבין החברות בה, באופן שלא יאפשר לחברים הקיימים להמשיך למנוע צירוף חברי בורסה חדשים.
- שנית, כל עוד לא תיווצר תחרות אמיתית בין חברי הבורסה, יש להכניס לרפורמה פיקוח מידי על גובה העמלות אשר גובים חברי הבורסה מהציבור, שאין לו אח ורע בעולם.
- שלישית, אין לאפשר את הענקת מניות הבורסה במתנה לחברי הבורסה הקיימים ללא הצדקה, ובלא שהציבור יזכה לחלק בעוגה, ולכל הפחות יש להמתין לפסק דינו של בית המשפט המחוזי בירושלים הצפוי להכריע בקרוב בשאלת מעמדה של הבורסה כחל"צ. הכרעה ששווייה כ-2 מיליארד ש"ח עבור הציבור.
- רביעית, יש לבצע הפרדה מבנית מוחלטת בין הבורסה לבין מסלקת הבורסה, על מנת לאפשר לזירות מסחר מתחרות להתחבר למסלקה ולהתחרות על לב המשקיעים.

א. שינוי מבנה הבורסה לא יביא לפתיחת מערכת המסחר לחברים חדשים

1. במצב הנוכחי, ישנם מעט מאוד חברי בורסה דרכם ניתן לסחור בניירות ערך בישראל. כשל זה מביא לכך שהציבור הישראלי משלם עמלות מופרזות לקבוצה מצומצמת של חברי בורסה (ובעיקר לבנקים) על מנת לבצע פעילות של מסחר בניירות ערך – שהרי, הלכה למעשה, אין תחרות אפקטיבית על שירותי הגישה שמספקים חברי הבורסה השונים.
2. לצד זאת, אותם חברי בורסה, אשר נהנים כאמור מרנטה מונופוליסטית אדירה, המושגת באמצעות גביית עמלות עתק מן הציבור – בסכומים שבין 2.5 ל-3 מיליארד ₪ בשנה (!) והעברת "פירוורים" מתוכן כעמלות לבורסה, הם אשר קובעים את תנאי הסף להצטרפות חברים חדשים לבורסה. מצב

רח' יפו 208, ירושלים 94383 * מען למכתבים: ת.ד. 4207, ירושלים 91043 * טל: 02-5000073 פקס: 02-5000076
شارع يافا 208، القدس 94383 * العنوان للرسائل: ص.ب. 4207، القدس 91043 * هاتف: 02-5000073 * فاكس: 02-5000076
208 Jaffa St., Jerusalem * Mailing Address: P.O.B.4207 Jerusalem 91043 * Tel: 02-5000073 * Fax: 02-5000076
E-mail: economic@mqg.org.il * Web Site: www.mqg.org.il



דברים זה מביא לכך שחברי הבורסה קובעים תנאי הכשירות מרחיקי לכת להצטרפות כחבר בורסה, ובכך משמרים את כוחם וחוסר התחרות בתחום.

3. **זהו אחד הכשלים המרכזיים בפעילות הבורסה עמו הצעת החוק מבקשת להתמודד.** אולם, במקום לקבוע במסגרת הצעת החוק הפחותה משמעותית של תנאי הסף להתקבלות כחבר, או לחלופין במקום לעשות שימוש בסמכות המוקנית כבר עתה לרשות לניירות ערך לשינוי תקנון הבורסה, הצעת החוק מבקשת לחולל צעד דרסטי אשר אינו צפוי לפתור את הבעיה ורק יקבע את המונופול הקיים.

4. **הצעת החוק מתבססת על תקווה או אמונה שהתהליך הבא יתרחש:** לאחר שהחברים הנוכחיים יאולצו למכור את אחזקותיהם העולות על שיעור של 5% יצטרפו למאגר בעלי המניות בעלי מניות חדשים; לבעלי המניות יהיה אינטרס להגדיל את מחזורי הפעילות על מנת להגדיל את הכנסות הבורסה ובכדי שבעלי המניות יוכלו לחלק רווחים. בהתאמה, בעלי המניות ימנו דירקטוריון שישקף את רצונם; ואותו דירקטוריון יפעל לתיקון התקנון הנוכחי, המערים תנאי סף מכבידים על קבלה כ"חברי" בעל זכות התחברות למערכת המסחר.

5. **אך תקווה זו מתעלמת מן העובדות הבאות:**

- כבר היום, לפי החוק הנוכחי, ישנו רוב לדירקטורים חיצוניים בדירקטוריון ולמרות זאת עדיין תנאי הסף הקבועים בתקנון הבורסה על מנת להתקבל כחבר בבורסה הינם בלתי אפשריים.
- **גם לאחר מכירה כפויה של מעל 5% אחזקות, יהיו בידי קבוצת החברים הנוכחיים (בנקים ובתי השקעות) כ-60% מכוח ההצבעה באסיפה הכללית.**¹
- הדירקטוריון המוצע בהצעת החוק כולל 10 מתוך 15 הממונים בידי האסיפה הכללית,² כך שגם לאחר יישום השינוי המבני, רוב הדירקטוריון ימונה בידי חברי הבורסה הנוכחיים!

6. עובדה זו, בצירוף העובדה שמונופול יעדיף תמיד הגדלת הכנסות על פני הגדלת מחזורים, מביא למסקנה הבאה: **גם אחרי השינוי, בדירקטוריון הבורסה תשלוט קבוצה אשר יש לה אינטרס משותף אחד: למנוע לנצח כניסה של חברי בורסה חדשים.**

7. **נמצא כי ה"הפרדה" או ה"ניתוק" בין הבעלות לחברות בבורסה, אשר דברי ההסבר להצעה מתהדרים בהם – הן לא יותר ממס שפתיים. למעשה, ניגודי העניינים בפעילות חברי הבורסה רק ילכו ויחמירו – והדבר אף מצוין מפורשות בדברי ההסבר להצעה (עמ' 1190).** לגישת התנועה הפתרון לניגוד העניינים האינהרנטי המתואר נעוץ בשינוי מבני – אשר יש לבצע כבר עתה, במסגרת הצעת החוק – ולא בהסתמכות על משטר תאגידי; קרי: הפרדה מוחלטת בין המסחר לבין הבעלות, על ידי איסור על חברים בבורסה להחזיק מניות בה.

ב. היעדר מנגנון פיקוח על העמלות שגובים חברי הבורסה

8. חרף הפער העצום בין סכומי העמלות שגובים חברי הבורסה מציבור המשקיעים בגין פעולות בני"ע לבין עמלות דומות המשולמות לחברי בורסה בחו"ל,³ מחד, ובין סכומי העמלות שחברי הבורסה

¹ נתון זה מתבסס על ניתוח מתווה הקצאת המניות העתידי שהוסכם בין חברי הבורסה. יש להדגיש שהניתוח מבוסס על הנחה "מחמירה" לפיה אחזקות החברים תימכרנה לגופים "מבחוץ" שאינם חברי בורסה כיום; אך אם המכירה תהיה לאחד מן החברים הקיימים, האחוזים שיוותרו בידי קבוצת האינטרס המדוברת יהיו רבים אף יותר.

² אמנם ההצעה קובעת ש-8 מתוך 15 יהיו דירקטורים בלתי תלויים – אך היא קובעת ש-3 מתוך אותם דירקטורים בלתי תלויים ימונו על ידי האסיפה הכללית מתוך מאגר שיומלץ על ידי ועדת איתור.



משלמים לבורסה,⁴ מאידך – עד היום לא הוסדר פיקוח על העמלות שגובים חברי הבורסה מן הציבור (אפילו ביחס לחברי הבורסה שהם בנקים, וזאת למרות שעמלות בגין פעילויות אחרות זכו לפיקוח). לגישת התנועה, אין להותיר מצב דברים זה ללא אסדרה. הכרחי לקבוע בהצעת החוק מנגנון פיקוח על העמלות שגובים חברי הבורסה, באמצעות הרשות לני"ע או כל גוף אחר שייקבע ע"י משרד האוצר.

ג. הענקת נכסי הבורסה לחבריה – במתנה

9. הצעת החוק מניחה כי לחברי הבורסה עומדת הזכות לקבל את הון המניות העתידי של הבורסה (ומכוחו את נכסי הבורסה), בשווי מאות מיליוני שקלים. לגישת התנועה מדובר בהנחה שגויה ובעייתית, אשר אינה לוקחת בחשבון את זכויות הציבור בנכסי הבורסה. זכויות אשר מבוססות על אינדיקציות רבות, וביניהן סמכותו של שר האוצר ליעד את נכסי הבורסה במקרה של פירוקה; עמידתה של הבורסה במבחנים הקבועים בחוק לרישומה כחברה לתועלת הציבור; ועוד. בפרט, הנחה זו מתעלמת מן העובדה שמלכתחילה הוענק לבורסה רישיון לנהל זירת מסחר שלא למטרות רווח, וכעת יזכו חבריה להחזיק בהון מניות של עסק רווחי במיוחד, אשר צבר נכסים בעלי שווי בלתי מבוטל.

10. יש לוודא שבמסגרת הליך שינוי מבנה הבורסה (הכולל אף את שינוי מהותו של הרישיון, לאור ההיתר שניתן לה כעת לחלק רווחים) אזרחי מדינת ישראל יוצאים נשכרים אף הם. נוכח העובדה שמרבית נכסי הבורסה הקיימים (ובכלל זאת בניין הבורסה) הינם פירותיהם של עמלות אשר נגבו מן הציבור לאורך עשרות שנים, ובפרט נוכח שיקולים של צדק חלוקתי, מן הראוי כי שינוי המבנה המוצע יביא בחשבון את זכויות הציבור בנכסים.

11. בית המשפט המחוזי אמור לפרסם בקרוב פסק דין בעתירה בה התבקש להכיר בבורסה כחברה לתועלת הציבור. הצעת החוק מבקשת להעניק לחברי הבורסה ללא תמורה את מניות ונכסי הבורסה, ולהפוך את הבורסה לחברה למטרות רווח; אך לו יכריע בית המשפט כי הבורסה היא חל"צ – יתברר כי נקודת המוצא של כותבי הצעת החוק הייתה שגויה מיסודה. חוק החברות אוסר על חלוקת נכסיה ורווחיה של חל"צ לבעלי מניותיה, כמו גם על שינוי מטרותיה ומסחר במניותיה – ועל כן ככל שהבורסה היא חל"צ, לא ניתן באמצעות תיקון לחוק ני"ע להתיר פעולות כאלה לחברי הבורסה. אלא שאם עובדת היותה של הבורסה חל"צ תתברר לאחר שהצעת החוק תאושר – יהיה זה מאוחר מדי.

ד. היעדר הפרדה בין הבורסה לבין המסלקה - קיבוע מונופול אנכי

12. במצב הדברים הנוכחי, הבורסה והמסלקה מהוות מונופול אנכי השולט בשוק המסחר בני"ע ובשוק הסליקה הנלווה לו. חברי הבורסה, השולטים בשרשור גם במסלקה, מציבים תנאי סף מכבידים ומונעים מזירות מסחר מתחרות זרות להתחבר למסלקה ולהתחרות בבורסה על לבם של המשקיעים בארץ. לגישת התנועה, יש לבצע הפרדה מבנית מלאה בין הבורסה למסלקה, כמקובל במקומות רבים בעולם,⁵ ואין די בסעיף המחייב את המסלקה לתת שירות לכל דורש. הדרך ליצור תחרות עוברת בשינוי מבני ולא ברצונו הטוב של המפקח על אכיפת החוק.

³ בדיקה שערכה התנועה העלתה כי בהשוואה בינלאומית (מול בנקים וברוקרים מקוונים בבריטניה ובארה"ב), העמלות הנגבות בארץ על ידי חברי הבורסה גבוהות פי 10 עד 20 מהעמלות שישלם משקיע בחו"ל.
⁴ חברי הבורסה משלשלים לכיסם 99-95% מכספי העמלות שהם גובים מהציבור – כספים העולים כדי כ-2.9 מיליארד ש"ח לשנה בבנקים בלבד – והיתר (בין 1% ל-5%) משולם כעמלות לבורסה.
⁵ התנועה ערכה בדיקה אמפירית נרחבת בנושא זה, הסוקרת את ההפרדה הנהוגה בעולם בין בורסות למסלקות.