



הבורסה לניירות ערך

16 בנובמבר 2011  
171475

אנא קיבלו את  
מכתב  
הודעה  
מאג.מ  
בכבוד

לכבוד  
מר חיים שני, יו"ר  
הועדה להגברת התחרותיות במשק  
משרד האוצר  
רח' קפלן 1  
ירושלים  
לחיים שלום רב,

**הנדון: הערות הבורסה לטיוטת המלצות הועדה**

אנו מתכבדים להביא לעיונכם את הערות הנהלת הבורסה לטיוטת המלצות הועדה.  
אנו מתנצלים על האופן החפוז שבו מובאות הערותינו, שכן במסגרת הזמן הקצר שהוקצב להגשתן  
אפילו לא היה אפשר להביאן לדיון מסודר בדירקטוריון הבורסה.

בשבוע שעבר התקיימה עמנו הפגישה הראשונה שבה קיבלנו הסברים על המלצות. על פי הבנתנו,  
בנושאים הנוגעים למדדי הבורסה ולרישום למסחר. המלצות שפורסמו הן בבחינת רעיונות  
ראשוניים ואנו מקווים שהשיח שהחל יאפשר לנו להבהיר את עמדותינו.

אנו עומדים לרשותכם במתן הבהרות נוספות ונשמח להופיע בפניכם ולהסביר ביתר פרוט את  
עמדותינו.

אסתר לבנון  
מנכ"ל

בכבוד רב 17/11/13

יושב ראש  
שאול ברונפלד

העתק: מר בנימין נתניהו, ראש הממשלה  
ד"ר יובל שטייניץ, שר האוצר  
פרופ' סטנלי פישר, בנק ישראל  
חברי הועדה  
חברי דירקטוריון הבורסה

הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ

**הערות הבורסה לטיטות המלצות הועדה להגברת התחרותיות במשק**

**1. מבוא**

1.1 מטרת ההערות להבליט את ההשלכות של מספר המלצות על שוק ההון

והבורסה. נקודת המוצא להן היא הפרדיגמה הבאה:

- לבורסה תרומה כלכלית וחברתית חשובה וככל שהבורסה גדולה ופעילה יותר כך גדלה גם תרומתה.

- בתהליך יצירת הנזילות, שהבורסה מקנה לניירות הערך, יש יתרונות רבים לגודל. לכן חשוב שמספר החברות הציבוריות יגדל, מחזורי המסחר יגדלו, ציבור המשקיעים יהיה מגוון וגדול, כמות הניירות הנסחרים והמכשירים הנגזרים תגדל, והכל במקביל ("הכמות הופכת לאיכות").

- הבורסה בתל אביב חשופה לתחרות מצד בורסות בעולם הרוצות למשוך חברות ישראליות (וגם מצד בנקים בינלאומיים הרוצים למשוך משקיעים ישראלים).

משכך, צריך לעודד חברות להסחר בבורסה בתל אביב ולגייס בה הון; לכן יש לשקול בזהירות רעיונות העלולים להבריח חברות ישראליות לבורסות בעולם או להרתיע בעלי שליטה בחברות פרטיות מלצאת לבורסה בתל אביב, או להקשות על העברות שליטה (הפרטות ואחרות).

1.2 ההערות המובאות להלן מתבססות, בין השאר, על הנסיון שנצבר בבורסה בטיפול בהיבטים שונים של תופעת הפירמידות. בכלל זה, כללים לרישום למסחר של חברות מוחזקות, אומדן של פרמיית השליטה (בשנים שבהן הותר לחברות להנפיק שני סוגי מניות), איסור להנפיק לציבור מניות מסוג נחות, חובה לבצע הצעות רכש כפויות בעקבות העברת שליטה, חישובי מדדים, מדידת "תרומת" הפירמידות למדידת שווי המצרפי של החברות הנסחרות בתל אביב ועוד.

1.3 עיקר ההערות דלהלן נוגעות להמלצות בדבר פירמידות, בהקשרים הנוגעים במישרין לתחומי עיסוקה ומומחיותה של הבורסה – מדדי ניירות ערך וכללי הרישום ("הכניסה לבורסה").

עם זאת, תורשה לנו הערה מתודולוגית: ניכר כי הדו"ח התבסס על שפע המחקרים שנעשו בעולם על הנושאים שבהם טיפלה הועדה וטוב שכך. עם זאת, לדעתנו, הדו"ח לא דן די הצורך בהשלכות של כל אחת מההמלצות, בטווח הקצר והארוך, על המגזרים השונים המתממסקים בשוק ההון - החברות, בעלי

171475

השליטה בהן, ציבור המשקיעים, הגופים המוסדיים, יצרני מכשירים פיננסיים והבורסה בתל אביב בכללותה.\*

1.4 בחלק התאורי של הדוח מורגש חסרון של תשומות המבטאות את הנסיון "בשטח" של הרגולטורים הישראליים. למשל, מתבקש שהמפקח על הבנקים והממונה על שוק ההון באוצר יצביעו האם האשראי הצולב עדיין מהווה בעיה מהותית בישראל, למרות הפיקוח ההדוק על הבנקים וגופי החסכון לטווח ארוך.

## 2. ההמלצות הנוגעות למדדי הבורסה (המלצה 1)

2.1 אין כל פגם עיוני או חישובי בהגדרות הנוכחיות של מדדי הבורסה. המתודולוגיה הנוכחית עודכנה מהיסוד ב-2010, על פי יעוץ שהתקבל מחברת FTSE הלונדונית, שהיא בעלת שם עולמי בנושא. המתודולוגיה הנוכחית אושרה על ידי דירקטוריון הבורסה וגם על ידי רשות ניירות ערך והיא משרתת היטב את ציבור המשקיעים והקהילה הפיננסית.

2.2 מדדי הבורסה נועדו להציג את השינויים בשווי המניות הנסחרות בבורסה. מדד ת"א-25 מייצג את השינויים בשווי סל המכיל את 25 המניות הגדולות ביותר, בדיוק כשם שמדד המחירים לצרכן מייצג את השינויים בעלות הרכישה של סל מוצרי צריכה. בשני המדדים לא נכנסות הערכות שיפוטיות של מחשבי המדד (למשל, מוסכם על הכל כי ממדד המחירים לצרכן לא תוצאנה הסיגריות ומוצרים ושרותים לא סימפטיים אחרים).

2.3 משכך, אין מקום לטענה שמדד ניירות ערך נועד "לייצג את מצב הענף או המשק". המדדים שמפרסמת הבורסה משקפים נאמנה את אשר הם נועדו לחשב – השינויים בשווי סלים שונים של ניירות ערך. כמובן, ניתן לבנות מדדים נוספים שישקפו אינדיקטורים כלכליים וחברתיים מסוגים שונים (כמו מדד "מעלה"), אך זאת מבלי לשנות את המדדים הקיימים.

\* העבודות של קונסטנטין קוסנקו ושל מינהל הכנסות המדינה שצורפו לטיוטת ההמלצות הן תשובות ומאירות עיניים אך, לעניות דעתנו, אין בהן די.

171475

2.4 כמו כן אין מקום לטענה ש"אותה פעילות עסקית נספרת פעמיים ומקבלת משקל יתר במדד". זאת משום שהמתודולוגיה שאימצה הבורסה קובעת את משקלה של כל חברה במדד לפי שווי החזקות הציבור במניות החברה ולא לפי שווי השוק של החברה. לכן לא יכולה להיווצר דופליקציה של המשקלות (בנספח מוצגת דוגמא מספרית הממחישה את האמור).

2.5 ההמלצה להוציא מהמדדים את חברות הדופליקציה מסיטה את המתודולוגיה לחישוב מדדים לכיוונים לא-רצויים: מחר עלולה לבוא המלצה להוציא מהמדדים חברות שאינן מקפידות על איכות הסביבה, מחרתיים תבוא המלצה להכניס למדדים חברות הפועלות בפריפריה וכו' וכו'.

2.6 תשומת לב הועדה מופנית לקיום "מדד מעלה" הכולל מניות של חברות המצטיינות בעשייה חברתית מפותחת, שהבורסה מחשבת ומפרסמת עבור ארגון "מעלה" לאחריות חברתית.

2.7 מהנימוקים להמלצת הועדה לא ברור איזו מטרה היא תשרת, לבד מלהעניש (את בעלי השליטה? את החברות? את הציבור המחזיק במניות חברות הדופליקציה?)? גם אם תתקבל ההמלצה הרי אין זה סביר לצפות, למשל, שעל מנת למנוע את הוצאת "החברה לישראל" ממדדי הבורסה היא תמוזג עם "כימיקלים לישראל". משכך, התנהלות בעלי השליטה לא תשתנה בגלל הוצאת "החברה לישראל" מהמדדים, אך הציבור שהחזיק במניותיה יפסיד אחוזים משוויין. בנוסף, מדד ת"א-25 ות"א-100 יפגעו ויהפכו לפחות סחירים.

משיקול דומה גם אי אפשר לקבל את המלצת הודעה להוציא את איגרות החוב שהנפיקו חברות הדופליקציה ממדדי איגרות החוב.

2.8 הועדה לא התייחסה להחלטות הבורסה, שוויתרה על הבלעדיות בחישוב מדדי ניירות ערך. כיום, כל מן דבעי רשאי להשתמש בנתוני הבורסה לחישוב מדדים, מבלי שהבורסה תתערב במתודולוגיה של החישוב. משכך, הרי אין זה סביר שמירושלים תצא הוראה, שתנחה את "סטנדרד אנד פור" הבינלאומית (וזה לא דוגמא היפרטטית), איך לחשב מדדים לשוק המניות בתל אביב.

171475

2.9 קשה להבין את סדרי העדיפות של הועדה. אין ספק שתופעת הפירמידות היא פן מורכב של הסקטור העיסקי בישראל, המציב דילמות לא פשוטות בפני המגזר העיסקי והרגולטורים. והנה, ההמלצה הראשונה של הועדה בנושא כה מורכב היא הוצאת פעילות כפולה מהמדדים; המלצה שהיא קוסמטית במהותה, שלא תועיל להתמודדות עם הפירמידות וכנראה שאף תזיק לציבור המשקיעים ולשוק ההון בכללותו.

2.10 לבסוף הערה טכנית הנוגעת גם להמלצות אחרות של הועדה. הנסיון שנצבר בבורסה מלמד כי עדיף לחשב את גודלן היחסי של חברות ציבוריות על ידי השוואות שווי השוק שלהן ולא על ידי השוואת משתנים חשבונאיים כגון, מכירות, רווח (בהגדרה זו או אחרת) והיקף המאזן.

### 2.11 סיכום - מדדים

- א. הבורסה סבורה כי אין צורך לשנות את המתודולוגיה לחישוב מדדי מניות שאושרה על ידי דירקטוריון הבורסה ורשות ניירות ערך ב-2010. המתודולוגיה הנוכחית תבחן מחדש באופן תקופתי (מוצע, לפחות אחת לחמש שנים) או בעקבות התפתחות מתודולוגיות חדשות בעולם.
- בנוסף, אין צורך להוציא ממדדי אג"ח את איגרות החוב של חברות דופליקציה.
- ב. הבורסה תשקול בחיוב בקשות של המשרדים הכלכליים ושל הרגולטורים לחשב מדדים נוספים שיענו לצרכים ומשתמשים מסוגים שונים.
- ג. מוצע שהחלטות שתתקבלנה בנושא על ידי הרגולטורים תחולנה על כל מחשבי המדדים של מניות הנסחרות בבורסה בתל אביב: הבורסה עצמה, גורמים ישראלים אחרים וגורמים בינלאומיים (למשל, "סטנדרט אנד פור").

### 3. איסור רישום למסחר של פעילות כפולה (המלצה 2)

- 3.1 ההמלצות בענין זה הן בעלות השלכות מרחיקות לכת, הרבה יותר מההמלצות להוצאה מהמדדים. כאן מדובר בחסם מימוני שיהיו לו השפעות ריאליות מהותיות. לפיכך, אנו מציעים לועדה לשקול מחדש את עמדתה הגורפת, האוסרת רישום בבורסה של חברה אשר נשלטת על ידי חברת פער, אם הרישום מכניס את החברה-האם להגדרת חברת דופליקציה.
- 3.2 נציין כי יש מספר שיקולים כלכליים לגיטימיים לאפשר רישום חברה-אם וחברה-בת, על אף היות החברה האם חברת פער:

171475

ראשית, הרישום יכול להיות תוצאה של העברת שליטה ממונפת (LBO), תופעה חיובית במקרים רבים. לדעתנו, בהמלצות הועדה לא ניתן משקל מספיק לחשיבות המינוף לסוגיו (כולל פירמידות) באיפשור העברות שליטה; בין אם מדובר בהעברות שליטה הנוגעות להפרטת נכסי המגזר הציבורי ובין בהעברות שליטה בתוך המגזר העסקי. עידוד השוק להעברות שליטה הוא המלצה נוספת של הועדה ולכן יש להבטיח שההמלצה הנוגעת לרישום לא תסכל את ההמלצה הנוגעת להקלת העברות שליטה.

שנית, כאשר חברה ציבורית משתלטת על חברה פרטית גדולה ניתן להתיר את הרישום בבורסה של החברה הבת. כך, למשל, שוק ההון הישראלי לא יושע מכך ש"תנובה" לא תוכל להנפיק בבורסה בתל אביב, בגלל ש"מבטח שמיר" (החברה האם) היא חברה ציבורית. סביר להניח, שאם תתקבל המלצת הוועדה "תנובה" תונפק בארה"ב או באירופה וישראלים שירצו להחזיק במניותיה ירכשו אותן ויסחרו בהן בחו"ל. מה, אם כך, הועילו חכמים בתקנתם?

שלישית, כאשר מדובר בחברות גדולות ניתן לאפשר את הרישום, למרות הדופליקציה, אם לציבור יש החזקות משמעותיות במניות האם והבת. היקף משמעותי של החזקות הציבור מצדיק את הרישום שכן הוא מבטיח חשיפה נאותה של החברות לניתוחים כלכליים מצד אנליסטים (מקומיים ובינלאומיים) ומשקיעים מוסדיים והוא מונע התחמקות החברות, מתחת למכ"מים של שוק ההון. אם הציבור מוכן להשקיע סכומים נכבדים במניות כאלה מי אנחנו שנמנע את רישומן בבורסה? מה גם ששווי גדול של החזקות הציבור מבטיח סחירות גבוהה למניה והשתקפות טובה של שווייה במחירה בבורסה.

3.3 האמור לעיל אינו מונע מהרגולטורים לקבוע סף כניסה לחברות המשתייכות לפירמידה.<sup>\*</sup> אולם, הגדרת הדופליקציה, גובה הרף ופרמטרים נוספים חייבים להקבע באופן שימזער את התופעות השליליות ויאפשר רישום חברות פירמידה במצבים המתוארים בסעיף 3.1 לעיל. במילים אחרות, לא מדובר בבעיה עקרונית אלא בבעית מינון נאות.

הדברים אמורים גם לגבי הגדרת "ביצור השליטה" שעדיין נמצאת בעיון, וההופכת את דילמת הרף למסובכת יותר.

\* (הבורסה קבעה (ב-1995) רף, שהיה נמוך באופן משמעותי מזה המוצע.

**3.4 סיכום – רישום למסחר**

- א. סגל הרשות וסגל הבורסה ימשיכו את השיח להבהרת פרטי ההמלצה ויבחנו את הגדרת הדופליקציה ואת שאר הפרטים במטרה להגיע למינון נאות.
- ב. מוצע לא לפסול את חברות הדופליקציה באופן גורף, בוודאי שלא את החברות הגדולות, ומוצע לאפשר לרושמן למסחר בתנאים מסוימים.
- ג. עוד מוצע שבמסגרת החשיבה מחדש ישקלו גם הנושאים הבאים:
- מדידת הדופליקציה (מומלץ על פי שווי שוק).
  - קביעת גובה רף הדופליקציה (מומלץ נמוך יותר, תוך מתן הקלות לחברות גדולות).
  - הענקת סמכות לממונה על ההגבלים העיסקיים או רגולטור אחר למנוע רישום חברת דופליקציה משיקולים של עידוד התחרותיות או הבטחת יציבות מערכתית.

**4. דברי סיום הנוגעים לעתיד שוק ההון הישראלי**

4.1 השיח הציבורי-מקצועי שהתפתח אחרי פירסום המלצות הועדה עוסק ברובו בהשלכותיהן על קבוצה עיסקית זו או אחרת. חשוב להצביע גם על השלכות המקרו השליליות של ההמלצות, שעלולות להשפיע על שוק ההון בישראל בכללותו.

בדברי הפתיחה הצגנו את הפרדיגמה המנחה את פיתוח שוק ההון בישראל ואת החשיבות של ריבוי החברות הציבוריות (בעיקר גדולות ובינוניות) ושל הגדלת החזקות הציבור במניותיהן. חלק מהמלצות הועדה עלולות להתנגש ברצון להגדיל את שוק ההון ולהפוך אותו לנוזל יותר. לפיכך, הבורסה עלולה להתקשות להוזיל את עלויות גיוס ההון ולתרום לצמיחה ולתעסוקה (וגם לשרת מטרות חברתיות).

**4.2 באופן יותר ספציפי:**

הרף הגבוה שנקבע לחברות פער (51%) מייצר תמריץ להגדיל את החזקות בעלי השליטה בהן, דבר שיקטין את החזקות הציבור במניות ואת סחירותן ויפגע בתקינות המסחר והגינותו.

בנוסף, הרף שנקבע יפגע בשוק להעברות שליטה מצד אחד, ויבריח חברות ישראליות לבורסות בעולם, מצד שני.

הגדרת הרף שנבחרה לא נגזרה מנתונים כלכליים או משפטיים עקרוניים ולכן חשוב לבדוק הגדרות אלטרנטיביות ולראות איך הן משפיעות על התוצאות המתקבלות. לדעתנו, יש צורך להבחין בחברות לפי גודלן (הוראות שונות לחברות קטנות וגדולות).

4.3 חברת החזקות, גם אם היא פירמידלית, היא מיבנה מקובל בישראל מקדמת דנא ולכן יש להזהר מ"שפיכת התינוק". יש לזכור כי "צמצום הפער" מתנגש עם רצון וצורך, לגיטימיים וחשובים, מאד להבטיח סחירות וניזילות גבוהה לניירות הערך הנסחרים בבורסה. לכן, חשוב שההמלצות תהיינה מידתיות גם בהבט זה.

4.4 ספק את המלצות, שהן השונות מהמקובל בעולם, תסייענה למשיכת משקיעים זרים לבורסה בתל אביב.

נסיון העבר מלמד שמשקיעים בינלאומיים נרתעים מהוראות, הסדרים ושיטות החורגות מהמקובל בעולם המערבי ולכן יש סכנה שההמלצות, מצד אחד, והתגובה השלילית להן מצד המגזר העיסקי, מצד שני, ירתיעו משקיעי חוץ.

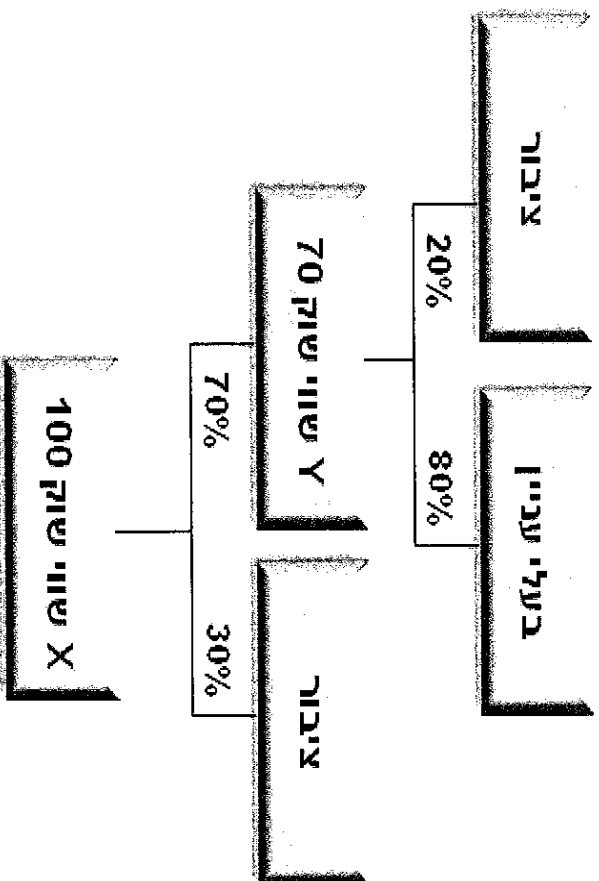
4.5 לבסוף בקשה לחברי הועדה :

חשוב שתמליצו על שינויים ברגולציה שיקלו על ענף ההייטק לגייס הון בבורסה בתל אביב. כידוע, זהו ענף שבו אין פירמידות, שעור החזקות הציבור הוא גבוה וסחירות המניות גדולה (בעיקר בחברות שהצליחו) וניתן לסחור במניות הן בת"א והן בארה"ב. הרחבת המגזר הטכנולוגי בבורסה בתל אביב תגדיל את משקל החברות "השטוחות" (שאין מפעילות פירמידות) שמניותיהן נסחרות במחזורים גדולים. "ועדת שני" שטיפלה בבעיות המימון של המגזר הטכנולוגי לא המליצה על הקלות שתעודדנה חברות הייטק לגייס הון בבורסה, אף שהמליצה על הקלות למי שמגייס הון מקרנות הון סיכון או אצל "מלאכי שרת". במקביל, שותפויות מוגבלות הרוצות להשקיע בהייטק עדיין אינן יכולות לגייס כספים בבורסה בת"א. עדיין לא מאוחר לתקן המעוות בתחום כה חשוב.

## נספח

### ביטול השפעת הרדיקליזציה במודל הבורסה החל מ-2008 - דוגמא

מניית חברה האם- חברה Y ומניות חברה הבת- חברה X. כלליות במדד ת"א-25.  
כל עיסוקה של חברה Y הינו אחזקה ב-70% מחברת X.



שוי אחזקות הציבור, הקובע את משקלה של מניה X במדד, הינו 30 (30% \* 100).

שוי אחזקות הציבור, הקובע את משקלה של מניה Y במדד, הינו 14 (20% \* 70).

שוי אחזקות הציבור, הקובע את משקלו של שתי המניות במדד, הינו 44 (14+30).

אילו הייתה באמת "דופליקציה" במדד, שוי השוק, הקובע את משקלו של שתי המניות במדד, היה צ"ל 170.



הבורסה לניירות ערך