



רשות ניירות ערך

מחלקת הפיקוח על הבורסה

ו ז י ר ו ת ה ס ו ח ר

רח' מונטיפיורי 35, תל אביב 65201

טל': 037109970

פקס': 037109901

www.isa.gov.il

02 אוגוסט 2016

כ"ז תמוז, תשע"ו

לכבוד

עו"ד רוני וינוגרד

וינוגרד ושות' – עורכי דין

באמצעות דואר אלקטרוני

ח.נ.,

הנדון: פנייתכם בנושא [REDACTED] – ייצוג מערכת מסחר זרה בישראל

במענה לפנייתכם בשם מרשתכם, [REDACTED] (להלן: "החברה"), כפי שזו מובאת במכתבים ומיילים מטעמכם¹ (להלן: "הפנייה") הרינו להביא בפניכם את עמדת סגל רשות ניירות ערך (להלן: "הרשות") בהתייחס לנושא שבנדון. עמדה זו מבוססת על המסכת העובדתית שנפרשה על ידכם ועליה בלבד ובהנחה כי זו משקפת את כל הנתונים הרלבנטיים לנדון.

1. להלן העובדות העיקריות אשר הוצגו בפנייתכם:

א. החברה מבקשת לייצג בישראל את קבוצת [REDACTED] העולמית, ביחס למתן שירותי מסחר במניות, באופציות ובחוזים עתידיים סחירים (להלן: "ניירות הערך"), ללקוחות בישראל, אשר יינתנו על-ידי [REDACTED] ("[REDACTED]"). שירותי המסחר יינתנו באמצעות הצבת מערכות מסחר אלקטרונית אצל הלקוחות בישראל, באמצעותן יוכלו הלקוחות לסחור בניירות הערך ("מערכת המסחר").

¹ ראו מכתבכם מיום 21.6.16 ומייל מטעמכם מיום 21.6.16. במכתבכם ציינתם כי הוא המשך לפניה מקדמית שהגיש גוף אחר ולתכתובת שהתקיימה עמו. כן ציינתם כי חלק מן המצגים העובדתיים הנכללים במכתבכם ניתן כהבהרות שנתבקשו על ידי סגל הרשות. נציין כי הגוף האחר ביקש למשוך את פנייתו ביום 25.10.15.

- ב. חברת [REDACTED] (member) ב-22 בורסות וזירות מסחר בארצות הברית (להלן: "הבורסות") ומורשית לבצע פעילות ברוקראז' בכל 50 המדינות בארצות הברית (וכן במחוז קולומביה).
- ג. פעילותה של [REDACTED] מתבצעת תחת פיקוחן של הרשויות הרלוונטיות בארצות הברית וכן בהתאם להוראות הבורסות בהן [REDACTED] חברה.
- ד. [REDACTED] היא חברה (company) המאוגדת בפלורידה ארצות הברית, פועלת כברוקר-דילר רשום ומפוקח על-ידי רשויות רגולטוריות רבות בארצות הברית, לרבות רשות ניירות ערך האמריקאית (להלן: "SEC") ו-FINRA. לא מתבצעת כל פעילות של שיווק או שידול של הבורסות בישראל, לא באמצעות מערכת המסחר של [REDACTED] ולא באמצעות פעילות [REDACTED] בשיווק מערכות [REDACTED].
- ה. [REDACTED] איננה מפעילה כל בורסה ו/או זירת מסחר, וכל פקודות המסחר בניירות ערך הניתנות על-ידי הלקוחות באמצעות מערכת המסחר, מועברות לביצוע בבורסות בהן חברה [REDACTED], כפקודת ביצוע המועברת באופן אלקטרוני אוטומטי.
- ו. כל הבורסות בהן [REDACTED] חברה, הן זירות מסחר רב צדדיות אשר נופלות להגדרת Exchanges או Alternative Trading Systems ('ATS') כמשמעותם בדין האמריקאי, ואינן זירות סוחר בהן מתבצעות עסקאות כנגד החשבון העצמי (נוסטרו) של הזירה.
- ז. [REDACTED] משמשת כברוקר בלבד (Agent) ולא כדילר. לאמור [REDACTED] איננה צד (Counterparty/Principal) לאף עסקה בניירות ערך, ובכלל זה היא אינה צד לעסקאות בחוזים העתידיים הרשומים למסחר. בביצוע המסחר עבור לקוחות [REDACTED] לא מעורב כל גורם אחר אלא פעילות המסחר מתבצעת על-ידי [REDACTED] בלבד.
- ח. [REDACTED] לא מבצעת כל פעילות מסחר עצמאית (נוסטרו), לאמור כל פעילות המסחר של [REDACTED] הנה כברוקר עבור לקוחותיה.
- ט. מבחינת שיטת העבודה, באמצעות מערכת המסחר ניתן לבצע רכישה של נייר ערך מסוים באחת מבין שתי האפשרויות הבאות: הלקוח בוחר באיזו בורסה הוא מבקש לבצע את העסקה או הלקוח מבקש כי המערכת תבחר עבורו בהתאם ל-Best Execution באיזו בורסה/בורסות לבצע את העסקה.
- י. [REDACTED] מעניקה ללקוח גישה מיידית לביצוע פעולות מסחר בבורסות, באופן בו הלקוח מזרים פקודת מסחר במערכת המסחר של [REDACTED], ופקודת המסחר מועברת (Routed) מיידית לבורסה הרלוונטית. הלקוח אינו פועל באופן ישיר מול הבורסה אלא רק [REDACTED] פועלת מול הבורסה, כברוקר של הלקוח. [REDACTED] איננה מספקת ללקוחותיה Sponsored Access או Naked Access, אלא פשוט מבצעת Routing של פקודות המסחר של לקוחותיה לבורסות הרלוונטיות, כברוקר המבצע.²

² אין מדובר באופן הפעילות המכונה "sponsored access" או "naked access". ב-sponsored access ניתנת ללקוח גישה ישירה למערכת הממוחשבת (התשתית) של הבורסה, וכאשר הלקוח מבצע פעולה אז הבורסה רואה את הלקוח

יא. באמצעות מערכת המסחר ניתן לבצע, בנוסף למסחר בניירות ערך, גם מסחר במטבע חוץ ונגזריו (להלן: "פעילות המט"ח"). פעילות המט"ח איננה מתבצעת על-ידי [REDACTED] אלא על-ידי חברה אחרת בקבוצת [REDACTED] העולמית (להלן: "חברת המט"ח"). אופן ביצוע פעילות המט"ח הנו כזה, בו חברת המט"ח, באמצעות חשבונה העצמי, הנה הצד הנגדי לעסקאות.

יב. פעילות המט"ח ניתנת לחסימה במערכת המסחר, כך שביחס למערכות המסחר שיהיו בשימוש לקוחות בישראל, לו תיחסם פעילות המט"ח, ניתן יהא לבצע פעילות מסחר בניירות ערך באמצעות [REDACTED] כמפורט לעיל, אך לא ניתן יהא לבצע פעילות מט"ח כלשהי.

[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

2. החברה מבקשת מסגל הרשות לאשר כי פעילותה אינה עולה כדי ניהול זירת סוחר המחייב רישיון לפי סעיף 44 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1968 (להלן: "חוק ניירות ערך" או "החוק"), כדי פניה אסורה לסוחר באמצעות זירת סוחר ללא רישיון לפי סעיף 44 לחוק או כדי ניהול של בורסה המחייב רישיון לפי סעיף 45 לחוק.

3. לעמדת החברה הפעילות המתוארת אינה מחייבת רישיון זירת סוחר לפי סעיף 44 לחוק ניירות ערך מסיבות אלה:

א. פעילות [REDACTED] המפורטת לעיל הנה פעילות ברוקראז' גרידא, אליה נלווה שירות נוסף שהנו שירות סליקה וקאסטודי. לא מבוצעות כל עסקאות בניירות ערך בין החשבון העצמי של [REDACTED] לבין לקוחותיה. משכך, פעילות המסחר בניירות ערך של [REDACTED], המבוצעת באמצעות מערכות המסחר כמפורט לעיל, איננה מהווה "זירת סוחר" כהגדרתה בחוק ועל כן איננה מצריכה רישוי כאמור.

ב. ביצוע פעילות המט"ח על-ידי חברת המט"ח מול לקוחות מישראל, מחייב את חברת המט"ח ברישיון זירת סוחר לפי סעיף 44 לחוק וכן כל עוד חברת המט"ח לא הסדירה רישוי כאמור, שיווק של פעילות המט"ח בישראל הנו אסור לפי סעיף 44 לחוק. יחד עם זאת, פעילות המט"ח ניתנת לחסימה במערכת המסחר, כך שביחס למערכות המסחר שיהיו בשימוש לקוחות בישראל, תיחסם פעילות המט"ח, ניתן יהא לבצע פעילות מסחר בניירות ערך באמצעות [REDACTED] כמפורט לעיל, אך לא ניתן יהא לבצע פעילות מט"ח כלשהי.

4. לעמדת החברה הפעילות המתוארת אינה מחייבת רישיון בורסה לפי סעיף 45 לחוק ניירות ערך. נימוקיה העיקריים של החברה הינם כדלקמן:

והברוקר כגוף אחד. ב-naked access הברוקר מספק ללקוח מספר זיהוי ייחודי באמצעותו הלקוח יכול לפעול ישירות בבורסה בלי לעבור דרך המערכות של הברוקר, והברוקר מיועד על ביצוע עסקאות של הלקוח שלו רק בדיעבד.

אינה מנהלת מערכת למסחר בניירות ערך, אינה מפגישה בין קונים למוכרים וכן אינה 'סוגרת' עסקאות בין לקוחותיה בינם לבין עצמם. כל ש- [REDACTED] עושה הנו פעילות ביצוע כברוקר (בליווי סליקה וקאסטודי) לפקודות המסחר של לקוחותיה, באופן בו כל פקודות המסחר מועברות לבורסות ומתבצעות שם – בבורסות עצמן – מול קונים/מוכרים בבורסות עצמן ובהתאם לביקוש/היצע בבורסות עצמן.

5. **הרינו להודיעכם כי לעמדת סגל הרשות הפעילות המתוארת אינה מגיעה כדי ניהול זירת סוחר בישראל המחייב רישיון לפי סעיף 44ג(א) לחוק או כדי הצעה לסחור בזירת סוחר שאינה מורשית האסורה לפי סעיף 44טו לחוק. כמו כן לעמדת סגל הרשות הפעילות המתוארת אינה מגיעה כדי ניהול בורסה בישראל המחייב רישיון לפי סעיף 45 לחוק.**

6. **להלן יובאו נימוקינו בתמצית לעניין סעיפים 44ג(א) ו- 44טו לחוק:**

א. סעיף 44ג(א) לחוק קובע כי "לא ינהל אדם זירת סוחר, אלא אם כן הוא בעל רישיון זירה ובהתאם לתנאי הרישיון". סעיף 44טו לחוק קובע כי "לא יפנה אדם בהצעה לסחור בזירת סוחר, אלא אם כן הזירה מנוהלת בידי חברה בעלת רישיון זירה, או בידי מי שרשאי לנהל זירת סוחר בלא רישיון לפי הוראות סעיף 44ל". הפרת הוראות אלה מהוות עבירה פלילית.

ב. "זירת סוחר" מוגדרת בסעיף 44יב לחוק כאחת משתי הקטגוריות הבאות:

"(1) מערכת ממוחשבת שבאמצעותה קונה אדם מלקוחותיו, לחשבונו העצמי, מכשירים פיננסיים או מוכר ללקוחותיו, מחשבונו העצמי, מכשירים פיננסיים, באופן מאורגן, תדיר ושיטתי, למעט מערכת שבה כל המכשירים הפיננסיים שנקנים או שנמכרים הם מכשירים פיננסיים שתנאיהם נקבעו במשא ומתן ישיר בין הצדדים לעסקה;

(2) מערכת ממוחשבת המעמידה ללקוח אפשרות לסחור באמצעות מערכת כאמור בפסקה (1);"

ג. הקטגוריה הראשונה של הגדרת זירת סוחר מחייבת קיומם של היסודות הבאים:

- i. ישות הסוחרת לחשבונו העצמי במכשירים פיננסיים מול לקוחות;
- ii. באמצעות מערכת ממוחשבת;
- iii. באופן מאורגן תדיר ושיטתי.

ד. הקטגוריה השנייה של הגדרת זירת סוחר באה להרחיב על פני הקטגוריה הראשונה. בשונה מן החלופה הראשונה הישות שמפעילה אותה אינה צריכה להיות ישות הסוחרת לחשבונו העצמי, ודי בכך שהיא מפעילה מערכת הממוחשבת המעמידה אפשרות ללקוחות לסחור באמצעות מערכת מהקטגוריה הראשונה להגדרת זירת סוחר. כך למשל, נופלות לגדר החלופה השנייה מערכות ממוחשבות שבאמצעותן ניתנים שירותי ברוקראז', המאפשרים קבלה והעברה של הוראות לקוחות לקניה או למכירה של מכשיר פיננסי בזירת סוחר (הנכללת בקטגוריה הראשונה להגדרה), או ביצוע של הוראות קניה או מכירה של מכשירים פיננסיים בזירת סוחר כאמור עבור לקוחות.

ה. במקרה של זירת סוחר מהקטגוריה השנייה, הן הזירה המעמידה אפשרות לסחור במערכת מהקטגוריה הראשונה, והן הזירה מהקטגוריה הראשונה, שסוחרת לחשבונו העצמי ומולה

ניתנים השירותים על ידי הזירה מהקטגוריה השנייה, נדרשות לרישיון זירה על פי סעיף 44ג(א) לחוק.

- ו. מהמצגים המפורטים בסעיף 1 עולה כי [REDACTED] נותנת שירותי ברוקראז' בלבד לעסקאות המבוצעות ב - Exchanges וב - ATS's בארצות הברית, שבמהותן הן מערכות מסחר רב צדדיות שאינן נכנסות להגדרת זירת סוחר.
- ז. בנוסף החברה התחייבה, כי פעילות המט"ח של [REDACTED], המבוצעת מול יישות הסוחרת לחשבונה העצמי, תחסם ללקוחות בישראל.
- ח. לאור האמור, **ובתנאי שפעילות המט"ח של [REDACTED] תחסם ללקוחות בישראל**, אין בפעילותה הצפויה של [REDACTED] לעלות כדי ניהול זירת סוחר, והיא אינה עומדת בסתירה להוראות סעיפים 44ג(א) ו - 44טו(א) לחוק.

7. להלן יובאו נימוקינו בתמצית לעניין סעיף 45 לחוק:

- א. סעיף 45(א) לחוק קובע כי לא יפתח אדם ולא ינהל בורסה לניירות ערך אלא ברישיון מאת שר האוצר שניתן לאחר התייעצות עם הרשות. הפרת הוראה זו מהווה עבירה פלילית. הגדרת "בורסה" בסעיף 1 לחוק אינה תורמת רבות לפרשנות המונח, שכן היא מוגדרת כ"בורסה לניירות ערך שקיבלה רישיון לפי סעיף 45". לאור הלשון הכללית של החוק, יש לפרש את המונח "בורסה" בעיקר על פי תכליתו.³
- ב. ככלל, על פי מהותה, בורסה היא מערכת המפגישה פקודות של קונים ומוכרים בניירות ערך ובמשקיעים פיננסיים נוספים, תוך שימוש בשיטת מסחר הפועלת על פי כללים שנקבעו מראש, ומשכללת את העסקאות. פעילות כלכלית זו טעונה פיקוח על פי החוק, גם אם כינויה שונה, וגם אם קיימות מגבלות שונות על פעילותה (כגון סוג המשקיעים הרשאים להשתתף במערכת, סוגי ניירות הערך הנסחרים במערכת, וסוגי הפעולות שניתן לבצע במסחר), המבחינות בינה ובין הבורסה לניירות ערך בתל-אביב.
- ג. ההתפתחויות הטכנולוגיות מאפשרות באופן מעשי לקיים פעילות בורסאית במקום מסוים, גם אם הנוכחות הפיזית באותו מקום היא שולית, או אף ללא נוכחות פיזית. לכן מובן, כי המבחינים לקיומה של פעילות בורסאית אינם יכולים להתבסס על מיקומה הפיזי של הבורסה, שעה שהיא נגישה למשקיעים באמצעות מערכות מידע אינטרנטיות. מצד שני ברור כי תחולת הדין הישראלי צריכה להיות מוגבלת לפעילויות בורסאיות הנוגעות לישראל, להבדיל מפעילויות בורסאיות המתקיימות ברחבי העולם ומפוקחות ביסודן על-ידי רגולטורים זרים. לאור האמור, על מנת לבחון קיומה של פעילות בורסאית בהתאם לתכלית החוק, יש לבחון את הזיקות השונות של אותה פעילות לישראל ולמשקיעים בה.⁴ יובהר, כי עצם קיומו של

³ בג"ץ 693/91 אפרת נ' הממונה על מרשם האוכלוסין במשרד הפנים, פ"ד מז(1) 749, 762 – 767.

⁴ לשם השוואה, באוסטרליה בורסה עשויה להחשב כבורסה הפועלת באוסטרליה ולפיכך כפופה לחובת הרישוי האוסטרלית בין השאר אם הבורסה פונה (במובן שידול) למשקיעים אוסטרלים. (ראו מדריך הרישום לבורסות המקומיות:

[http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/rg172-reissued-24-September-2013-1.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/rg172-reissued-24-September-2013-1.pdf/$file/rg172-reissued-24-September-2013-1.pdf)

נראה כי גם בארצות הברית יראו בבורסה הממוקמת מחוץ לארצות הברית, אשר יוזמת קשר (במובן שידול) עם משקיעים אמריקאים משום בורסה הנדרשת לרישיון אמריקאי. במספר מקרים ניתנו מכתבי No Action לבורסות נגזרים, אך בכפוף לתנאים רבים. בין התנאים ניתן לציין:

פיקוח זר אינו מחליף את דרישות הדין המקומי והפיקוח מכוחו, ולכן פעילויות בינלאומיות של בורסות טעונות על פי רוב רישוי בכל מדינה ומדינה.

ד. לעמדת סגל הרשות, ככלל פנייה ושיווק של בורסה למשקיעים ישראלים (במובן שידול) עשויה ליצור זיקה של הבורסה לישראל, בין אם פעילות השיווק מתבצעת באופן ישיר על ידי הבורסה עצמה ובין אם פעילות השיווק מתבצעת באופן עקיף באמצעות גורמים מתווכים. יחד עם זאת לאור המצגים העובדתיים שניתנו על ידי החברה ובהם התחייבות החברה כי לא תקיים שיווק או שידול ישיר של הבורסות בישראל, אין המקרה דנן מעלה שאלות של פעילות בניגוד לאיסור הקבוע בסעיף 45 לחוק.

8. יודגש, כי סגל הרשות אינו מביע עמדתו לגבי שאלות אחרות העשויות לעלות מן הפנייה. בנוסף, מכיוון שעמדה זו מבוססת על העובדות המתוארות בפנייה, יש להבהיר כי כל שינוי בעובדות, בנסיבות או בתנאים המתוארים בו, עשוי לחייב מסקנה אחרת מזו המובאת במכתבנו זה. עוד יובהר, כי מכתב זה מבטא את עמדת סגל הרשות לגבי סעיפים 44ג, 44טו ו-45א לחוק ואינו מתיימר להביע כל מסקנה או עמדה משפטית אחרת לגבי השאלה שהוצגה בפנינו, לרבות בקשר עם חובות החברה, והמשקיעים הישראלים, מכוח הדין בישראל או הדין הזר.

9. בהתאם לנוהל טיפול בפניות מקדמיות לרשות ניירות ערך המפורסם באתר הרשות, פנייה מקדמית והתשובה לה עשויות להתפרסם באתר הרשות.

בכבוד רב ובברכה,



גיא דביר, עו"ד

יועץ משפטי

מחלקת הפיקוח על הבורסה ועל זירות הסוחר

רשות ניירות ערך

-
- הגבלת הפעילות לגופים כשירים הסוחרים לחשבון עצמם. ככלל, מדובר בדילרים רשומים, בנקים או חברות השקעה הפועלים בהיקף גבוה ובעלי ניסיון בתחום האופציות בארצות הברית;
 - הגבלת הפעילות לאופציות שאינן תחליפיות עם אופציות הנסחרות בבורסות אחרות;
 - הגבלת הבורסה מעיסוק בשידול כללי (solicitation) (למעט פעילות familiarization מצומצמת) או פרסום כללי (general advertisement) בתחומי ארה"ב בקשר לאופציות הנסחרות בבורסה הפונה.