



רשות ניירות ערך
מחלקת הפיקוח על הבורסה
וזירות הסוחר
רח' מונטיפיורי 35, תל אביב 65201
טל': 03-7109970
פקס': 03-7109901
www.isa.gov.il

29 ספטמבר 2016
כ"ו אלול, תשע"ו

באמצעות דואר אלקטרוני

לכבוד
עו"ד מנחם פדר
עו"ד עודד בז'רנו
כספי ושות'

ח.נ.,

הנדון: פנייתכם בעניין השירותים המוצעים בידי TriOptima AB

במענה לפנייתכם בשם מרשתכם, TriOptima AB (להלן ולעיל: "טריאופטימה" או "החברה"), כפי שזו מובאת בתכתובת 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. טריאופטימה היא חברה המאוגדת בשוודיה ונתונה לפיקוח והסדרה בהתאם לדירקטיבת Markets in Financial Instruments² האירופית (להלן: "MiFID"). החברה מפוקחת על ידי ה-Financial Swedish Authority (להלן: "FSA") כחברת השקעה (Investment Firm), שבהתאם לתנאי רישיונה רשאית לתת

¹ מכתבכם מיום 4 באפריל 2016, מילים מטעמכם מן הימים 16.6.16 ו- 20.6.16.

² Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments

שירותי ברוקראזי³. החברה מספקת שירותי תשתית שלאחר המסחר (Post-Trade)

לסוחרים במוצרים שנסחרים מחוץ לבורסות, לדוגמה נגזרי OTC.

ב. **מנויים** - לקוחותיה של החברה הם, רובם ככולם, גופים גדולים המפוקחים כ - ברוקר-דילר, בנקים, חברות השקעה, חברות הסוחרות בנפט ובמוצרי אנרגיה וקרנות הון סיכון. בישראל החברה מבקשת לספק שירותים אך ורק לישויות ישראליות, המנויות בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך התשכ"ח – 1968 (להלן: "חוק ניירות ערך" או "החוק"), שאינם יחידים הסוחרים עבור עצמם.

ג. **השירות** –

1) מדובר בשירות דחיסת פורטפוליו מבוסס רשת (Web-based Portfolio Compression), המאפשר סיום מוקדם רב צדדי ורב חוזי של עסקאות

בנגזרים (נכון להיום, בעיקר חוזי סוואפ על שערי ריבית, חוזים עתידיים במט"ח, CDSs, חוזי סוואפ על צמדי מטבעות וחוזי סוואפ בתחום הנפט והאנרגיה). שירות דחיסת פורטפוליו הוא שירות להפחתת סיכון שבמסגרתו שני צדדים לחוזה סוואפ או יותר מסיימים במלואם או משנים את הערך במונחי נכס הבסיס (Notional Value) של חלק או של כל חוזי הסוואפ שנכללו על ידם בתהליך הדחיסה. כתלות במתודולוגיה שהופעלה, חוזי הסוואפ שהסתיימו מוחלפים בחוזי סוואפ אחרים, שערכם המשולב במונחי נכס בסיס (או מדדי סיכון אחרים) נמוך מערכם המשולב במונחי נכס בסיס (או מדדי סיכון אחרים) של חוזי הסוואפ המקוריים שהוחלפו במסגרת הליך הדחיסה. הפחתת ערך במונחי נכס בסיס (ברמת התיק ולא בהכרח ברמת העסקה) הוא מרכיב מהותי בתהליך הדחיסה. הליך הדחיסה נועד להפחית את החשיפה לסיכון צד נגדי, סיכון תפעולי וסיכונים סליקה, ובנוסף ניתן להניח כי הוא עשוי להפחית עלויות משפטיות ומנהלתיות במקרה שאחד הצדדים המשתתפים יקלע לחדלות פירעון. כל האמור, מבלי להשפיע באופן מהותי על הפוזיציות במונחי סיכון שוק שהיו גלומות בעסקאות המקוריות. המנויים עושים שימוש בשירות כאמצעי לניהול סיכון האשראי והסיכון התפעולי שלאחר העסקה (post trade), ויכולים להשתמש בו כהכנה לדרישות באזל 3 בנוגע ליחס המינוף.

2) רב צדדי, רב חוזי – השירות הוא רב צדדי במובן זה שהוא מערב שניים או יותר מלקוחותיה של טריאופטימה. השירות הוא רב חוזי במובן זה שכל דחיסה תערב יותר מעסקת נגזרי OTC אחת.

3) מחזוריים – הדחיסה מתבצעת במחזוריים. טריאופטימה קובעת מועד למחזור למוצר נגזרי OTC נתון, וכל מנוי טריאופטימה המשתתף מעביר

³ על פי מייל מטעם החברה מיום 16.6.16. בהתאם לתנאי רישיונה היא רשאית לקבל ולהעביר הוראות ביחס למכשיר פיננסי אחד או יותר. ראו לעניין זה מייל מיום 16.6.16.

לטריאופטימה פרטים בנוגע לעסקאות OTC הקיימות הרלבנטיות עם משתתפים מנויים אחרים, שמוכנים לסיים את העסקאות. כל משתתף מציין את הסבילות (Tolerance) כמפורט בהרחבה להלן שהוא יהיה מוכן לקבל. טריאופטימה משתמשת באלגוריתם הדחיסה שלה לייצר הצעה לדחיסה⁴ המתחשבת בסבילות שהוגדרה על ידי כל אחד מן המשתתפים המנויים.

(4) לאחר ייצורה ניתנת הצעת הדחיסה להורדה באתר האינטרנט כך שכל מנוי משתתף יראה אילו מבין העסקאות נכללת בהצעה, וכן יראה את סכום הסגירה לכל משתתף. כל מנוי משתתף מקבל פרק זמן לאשר, שרמת הסבילות שהגדיר התממשה תחת ההצעה, ולקבל את ההצעה. כל משתתף רואה אך ורק את החלק בהצעה שהוא ספציפי לאותו המשתתף.

(5) הסכמה – אם כל המנויים המשתתפים בהצעת הדחיסה מקבלים (במובן הסכמה) את ההצעה במועד, ההצעה נחשבת למחייבת מבחינה משפטית בין המנויים האמורים והחברה מודיעה על כך לצדדים. המנויים האמורים יחליפו לאחר מכן אישורים כתובים באופן דו צדדי לביצוע ההצעה. החברה מספקת למנויים תבניות (טמפלטס) מתאימות לאישורים ולאחר מכן המשתתפים יכולים להחליף ביניהם את האישורים בפקס, בדואר או בדואר אלקטרוני. לחלופין, המשתתפים יכולים להחליף אישורים ביניהם באמצעות מערכת לאישור אלקטרוני או באמצעות שירותי אישור, לדוגמה שירות האישורים וההתאמה האוטומטית של DTCC Deriv/SERV LLC's. אם עסקה מקורית אושרה באמצעות פלטפורמה אלקטרונית, לדוגמה DTCC או Markit Wire, המנויים יסיימו את העסקה בפלטפורמות האמורות, בחלק מן המקרים תוך עשיית שימוש בטמפלטס של טריאופטימה, או שבמקרים מסויימים טריאופטימה תשלח הצעת דחיסה שהתקבלה לאותן הפלטפורמות על פי הוראת המנוי ובשמו. אם הצעת הדחיסה לא התקבלה על ידי כל צדדים, היא תכשל.

(6) סליקת חוזים עתידיים ב - Forex – טריאופטימה מעבירה את הצעות הדחיסה הרלבנטיות לחוזים עתידיים ב - Forex ל - CLS (המספקת שירותי סליקה במטבעות) וזו תקבל הוראות מכל צמד מנויים לאחר שהצעת הדחיסה התקבלה. למעט הסליקה של חוזים עתידיים ב - Forex כמתואר לא נעשה שימוש בסליקה מרכזית במסגרת השירות.

(7) דחיסה של עסקאות הנסלקות באמצעות צד נגדי מרכזי (CCP) – במקרה זה המסלקה (Clearing House) תבצע את הצעות הדחיסה אך ורק אם ולאחר שהצעת הדחיסה התקבלה (במובן הסכמה) בידי המנויים הרלבנטיים. כרגע לא מוצע שירות כאמור לאף משתתף ישראלי.

⁴ במונחי החברה - Unwind Proposal

8) ההשפעה על הפרטפוליו – לאחר הדחיסה התיק שנותר לכל אחד מן המשתתפים יהיה בעל אותו פרופיל סיכון שוק כבתחילה (מותאם לשינויים המותרים בשלב הגדרת הסבילות). פרופיל סיכון הצד הנגדי, לעומת זאת, ישתנה בהתאם לרמת הסבילות שהוגדרה בידי כל אחד מן המשתתפים.

9) סבילות – רמות הסבילות הן פרמטרים לדחיסת עסקאות, הכוללים חשיפה מקסימלית לכל צד נגדי מסוים שהמשתתף מוכן לקבל. חשיפה זו מחושבת באמצעות ערכי שוק (Mark to Market Value) שנותנים המשתתפים הרלבנטיים. מעבר לזה, ערכי ומחירי שוק אינם משחקים תפקיד בהליך הדחיסה. הסבילות שהמנוי המשתתף מגדיר או שמציין כי מתחיה הוא יהיה מוכן לקבל הצעות דחיסה, חייבת להתממש במסגרת הצעת הדחיסה. הפרמטרים הם:

- i. סכום הסגירה הכולל לכל משתתף בהצעה יהיה שווה או שיעלה על ערך השוק (Mark to Market Value) כפי שחושב על ידי אותו משתתף, כלומר אף משתתף לא יפסיד בשל ההצעה;
- ii. סכום כספי מקסימלי שהיה מוכן לשלם או לקבל;
- iii. שינוי מקסימלי לסיכון שוק;
- iv. עליה או הפחתה מקסימלית בחשיפת סיכון צד נגדי למנוי אחר;

הצעת הדחיסה היא ניטרלית מבחינת הסיכון (Risk Neutral) במסגרת הגדרות הסבילות שקבע כל אחד מן המשתתפים.

10) רמות הסבילות במונחים יחסיים הן נמוכות מאוד, ולכן עסקה אחת בדרך כלל לא תקיים אותן. רק בניית חבילה של סיום, שינוי ו/או החלפת עסקאות, המקזזת את הסיכון, הסכום הכספי וההשפעות על סיכון האשראי, תאפשר לכל רמות הסבילות להתממש. לפיכך מאפיין ליבה של מערכת הדחיסה הוא הגדרה של הצעה שתבטא: (1) סיום, שינוי ו/או החלפה של עסקאות אשר ממשות באופן סימולטני את כל רמות הסבילות של המשתתפים; (2) סכומי סגירה אשר מתקזזים או מתקרבים ל-0.

11) פרוטוקול - היחסים המשפטיים של המנויים האחד עם השני מוסדרים על ידי פרוטוקול שכל אחד מן המשתתפים צריך לאשר, ובכך יהפוך הצד הרלבנטי לצד לפרוטוקול. הפרוטוקול גורם לכך שעסקה רב צדדית לסיום עסקאות תהיה ניתנת לאכיפה משפטית בין המנויים המקבלים את הצעת הדחיסה. טריאופטימה עצמה אינה צד לפרוטוקול אלא מנהלת אותו עבור הצדדים לפרוטוקול. לטריאופטימה אין כוח לחייב את המנויים לתנאי הצעת דחיסה.

12) מגבלות על תפקידה של טריאופטימה – השירות אינו כולל מתן ייעוץ בנוגע לתנאים המהותיים של אף עסקה. תחת זאת טריאופטימה מחשבת אילו עסקאות סוואפ יכולות להסתיים, להשתנות או להיות מוחלפות במסגרת

רמות הסבילות שהגדירו המנויים המשתתפים, ובנוסף היא מעבירה את תוצאות החישוב במסגרת הצעת דחיסה, שנשקלת על ידי הצדדים. טריאופטימה אינה משמשת כצד לעסקאות הנובעות, עבור אף אחד מן המשתתפים או עבור עצמה. טריאופטימה אינה משמשת כסוכן (Agent) עבור המשתתפים (למעט לצורך התכלית המוגבלת של ניהול הפרוטוקול) ואין לה הכוח לחייב את המשתתפים לתנאים של הצעת הדחיסה. טריאופטימה אינה מנהלת מזומנים, ניירות ערך או מכשירים פיננסיים עבור אף אחד מן המנויים. בשעה שהצעת דחיסה התקבלה, זה תפקידם של המשתתפים הרלבנטיים לממש את הזכויות והחבויים שנוצרו במסגרת הצעת הדחיסה שהתקבלה כאמור. טריאופטימה אינה סולקת עסקאות עבור המנויים.

2. **החברה מבקשת מסגל הרשות לאשר כי אספקת השירותים כמתואר על ידי טריאופטימה ללקוחות בישראל לא מהווה ניהול של "זירת סוחר" או ניהול או פתיחה של "בורסה" על פי חוק ניירות ערך ולפיכך אינה מחייבת רישיון זירת סוחר או בורסה.**

3. **לעמדת החברה הפעילות המתוארת אינה עולה כדי ניהול או פתיחה של בורסה ולפיכך אינה מחייבת רישיון בורסה לפי סעיף 45 לחוק ניירות ערך. נימוקיה העיקריים של החברה הם כדלקמן:**

א. לדעת החברה השירות של טריאופטימה אינו משקף תכונות בסיסיות של בורסה מנימוקים אלה:

1) אין מסחר רב צדדי. המשתתפים אינה מעבירים ציטוטי מסחר או הוראות לפלטפורמה לצורך התאמתן עם ציטוטים או עם הוראות נגדיות מצד משתתפים אחרים. השירות מייצר הצעות דחיסה שמותאמות למחזור מיוחד ומזוהה של משתתפי מסחר, ואשר מציע רק עסקאות דו צדדיות בין צמדים מזוהים ומסוימים של מנויים משתתפים. כל הצעת דחיסה נגזרת מפרופיל העסקה ומרמות הסבילות, שראשית מועברים לחברה על ידי המשתתפים הרשומים. הצעת הדחיסה אינה מוצעת או נגישה לאף אחד זולת המשתתפים הרשומים האמורים.⁵ לטענת החברה השירות הוא רב צדדי, אך רק במובן זה שהוא מערב שניים או יותר מלקוחות החברה במחזור הדחיסה אין הוראות – משתתפים אינם מעבירים הוראות למערכת אלא רק מספקים מידע – אוכלוסיית עסקאות וסבילות. לאחר קבלת הצעת הדחיסה המשתתפים מחליטים האם לקבל או לדחות את ההצעה כפי שהיא חלה לגביהם. הצעת הדחיסה היא רק תוצאה של ניתוח ואינה מהווה בסיס לעסקאות עצמאיות.⁶

⁵ במילים אחרות הצעת דחיסה יכולה להתקבל על ידי ממנויים המשתתפים במחזור ויכול להשתכלל באופן דו צדדי על ידי צמדים מזוהים של צדדים נגדיים שהם מנויים משתתפים. הצעת הדחיסה אינה מוצעת או נגישה לאף אחד זולת למנויים המשתתפים המזוהים.

⁶ אלגוריתם הדחיסה מייצר הצעת דחיסה הכוללת הצעת סט עסקאות לשינוי, סיום או החלפה שהיא ספציפית לצמדים מסוימים של משתתפים מתוך קבוצה מסוימת של מנויים.

- (2) אין סמכויות שבדרך כלל מוקנות לבורסות – באופן טיפוסי בורסה לניירות ערך מאופיינת במספר סמכויות, ובהן הסמכות להגדיר את תנאי החוזה, הסמכות לסגור או להעביר פוזיציות פתוחות והסמכות לדרוש ממשותפים בכל חוזה לקיים דרישות מינוף מיוחדות. לטריאופטימה אין סמכויות כאלה.
- (3) אין מסחר בסיכון שוק. הדחיסה מתמקדת בניהול סיכון האשראי של צד נגדי (כלומר סיכון חדלות הפירעון של צד נגדי), סיכון הסליקה (כלומר הסיכון שצד נגדי לא יעביר את נכס הבסיס או ישלם כמתחייב בהסכם לאחר שהצד הנגדי השני כבר העביר או שילם כמתחייב), או סיכון תפעולי. זה חותר לגמרי תחת המושג של מסחר בבורסה לניירות ערך שבמהותו הוא קניה או מכירה של סיכון שוק (כלומר מחיר). כאמור לעיל השירות מאפשר למשתתפים בשוקי הנגזרים OTC להפחית ערך עסקאות פתוחות מסוימות במונחי נכס בסיס, מבלי להשפיע באופן בסיסי על הפוזיציה במונחי סיכון שוק המיוצגת בעסקאות המקוריות.
- (4) הגדרת הרשות לבורסה – החברה הפנתה לתשובת סגל הרשות לפניה המקדמית שהוגשה בעניינה של ליקוויזנט מיום 7.7.14 שם צוין כי "ככלל, על פי מהותה, בורסה היא מערכת המפגישה פקודות של קונים ומוכרים בניירות ערך ובמכשירים פיננסיים נוספים, תוך שימוש בשיטת מסחר הפועלת על פי כללים שנקבעו מראש, ומשכללת את העסקאות". לטענת החברה השירות אינו עונה לתיאור האמור. תפקידה של החברה בתהליך הדחיסה הוא בעיקר לספק תשתית לתהליך יצירת חוזה ומתן הצעת דחיסה. תחת השירות (1) לא ניתנות פקודות של קונים ומוכרים; (2) אין שיטת מסחר; (3) כללי המסחר הנוגעים לסליקת העסקאות שהסתיימו הם אלה של שיטת הסליקה או מערכת הסליקה שנבחרת על ידי כל צמד מנויים מסוימים בהצעת דחיסה שהתקבלה, לא אלה של טריאופטימה; (4) אין שכלול, במידה שהדבר מרמז על ביצוע סליקה.
- (5) הגדרה אקדמית לבורסה – החברה הפנתה לדברי פרופ' יוסף גרוס, לפיהם אלה המאפיינים העיקריים של בורסה: (1) מדובר בשוק מאורגן ומתמשך שבמסגרתו נסחרים נכסים סטנדרטים; (2) המסחר בו מוגבל לחברים בלבד; (3) הוא מסדיר את עצמו; (4) הוא מסדיר את הנכסים הנסחרים בו. לטענת החברה השירות שהיא מעניקה אינו תואם את התיאור הנ"ל מסיבות אלה: (1) השירות מטבעו אינו שוק מוסדר, משום שאין בו כללים באשר לאופן שבו נגזרי OTC יסתיימו או ישונו בידי המנויים, ובנוסף נגזרי OTC בדרך כלל אינם נחשבים לנכסים סטנדרטיים; (2) טריאופטימה אינה מספקת תשתית מסחר למנויים; (3) טריאופטימה אינה מסדירה את עצמה בשירות הואיל ואינה כבולה על ידי הפרוטוקול; (4) טריאופטימה אינה מסדירה את נגזרי OTC שאליהם מתייחס השירות או הנכללים בהצעת הדחיסה.

ב. לדעת החברה עסקאות ה- OTC שהשירות מתייחס אליהן אינן בגדר "ניירות ערך" לעניין סעיף 45 לחוק ניירות ערך והגדרת "ניירות ערך" בסעיף 52 לחוק מחריגה נגזרי OTC. להלן עיקרי נימוקי החברה:

- 1) יש לקרוא את סעיף 52 כמחזיר להגדרת "ניירות ערך" את אותם המכשירים שבאופן ספציפי הוחרגו מן ההגדרה בסעיף 1. החברה ביקשה לתמוך טענה זו בפסק דין של בית המשפט המחוזי בתל אביב בעניין רוזן צבי נגד בנק המזרחי שבוטל בערעור (להלן: "עניין בנק המזרחי").⁷
- 2) עסקאות נגזרי OTC הן חוזים דו צדדיים, שעוצבו באופן ספציפי לצמד נתון של צדדים ולפיכך אינם בגדר ניירות ערך תחת המשמעות המקובלת של המונח. כל מערכת יחסים חוזית בין צמד צדדים נגדיים מבוססת על משא ומתן נפרד, גם אם נעשה שימוש בטפסים המקובלים בתעשייה. לעניין זה מפנה החברה גם כן לפסק הדין שבוטל בעניין בנק המזרחי קבע בית המשפט כי חוזה עתידי הנסחר מחוץ לבורסה אינו מקיים את הקריטריונים הרלבנטיים להגדרה בסעיף 1 לחוק ניירות ערך.
- 3) לטענת החברה ניתן ללמוד מהגדרת "מכשיר פיננסי" בסעיף 44יב לחוק ניירות ערך, שנכללה בתיקון 42 לחוק, כי המחוקק מבחין במפורש בין ניירות ערך, כהגדרתם בסעיף 1 לחוק, לבין מכשירים פיננסיים אחרים, הנכללים בקטגוריה השלישית להגדרת "מכשיר פיננסי".⁸

4. לעמדת החברה הפעילות המתוארת אינה עולה כדי ניהול "זירת סוחר" כהגדרתה בסעיף 44יב לחוק ניירות ערך ולפיכך אינה מחייבת רישיון זירת סוחר לפי סעיף 44יג לחוק ניירות ערך, מסיבות אלה:

טריאופטימה אינה סוחרת במכשירים פיננסיים לחשבונה העצמי. החברה אינה קונה או מוכרת מכשירים פיננסיים. כמו כן לטענת החברה נגזרי ה- OTC ששירותי החברה מתייחסים אליהם הינם חוזים שתנאיהם נקבעים במשא ומתן ישיר בין הצדדים לעסקה ללא מעורבות של החברה. לפיכך לדעת החברה על פניו השירות הניתן על ידי החברה אינו יכול להיחשב כניהול זירת סוחר.

5. הרינו להודיעכם כי סגל הרשות לא יתערב בעמדתכם לפיה הפעילות המתוארת אינה מחייבת רישיון בורסה לפי סעיף 45 לחוק ניירות ערך, וזאת מבלי להסכים לכלל הטיעונים העולים ממכתבכם.

עמדתנו זו נשענת בין היתר על כך שטריאופטימה מציעה שירותי דחיסת פורטפוליו שבמהותם הם שירותים להפחתת סיכון המיועדים לגורמים ברמת תחכום גבוהה ומוצעים ללקוחות העומדים בתנאים המפורטים בתוספת הראשונה לחוק הסוחרים עבור עצמם ואשר אינם יחידים. אמנם

⁷ (ת"א) 3199/95 רוזן הנרי צבי נ' בנק המזרחי המאוחד בע"מ מיום 22.6.95.

⁸ "הסכם או הסדר שערכו נגזר מערכם של מטבעות, סחורות, (Commodities), שערי ריבית, שערי חליפין, מדדים או מכשיר פיננסי אחר".

במסגרת תהליך הדחיסה משתכללות⁹ בין המשתתפים עסקאות בחוזים חדשים, שבמהותם עשויים להיחשב לניירות ערך כהגדרתם בסעיף 52 לחוק¹⁰, והכל בתהליך שהוא רב צדדי. יחד עם זאת, תכליתו המרכזית של תהליך הדחיסה אינו מסחר (קניה או מכירה) בנייר ערך. כך, הצדדים אינם מבקשים לפתוח פוזיציות חדשות או לסגור פוזיציות (למרות שכתוצאה מהתהליך עשויות להיווצר פוזיציות חדשות בין צדדים חדשים). כמו כן הצדדים אינם מתעניינים בערכם של ניירות הערך ואינם מנסים להפיק רווח כתוצאה מן הקנייה או המכירה של ניירות הערך. תכליתו העיקרית של השירות שניתן על ידי טריאופטימה היא הפחתת סיכונים הצד הנגדי, סיכון הסליקה והסיכונים התפעוליים של ישויות ברמת תחכום גבוהה ולפיכך נראה שבמובן זה הוא אינו נופל לתכליות ההסדרה של בורסה.

להשוואה ראה עמדתה העקרונית של ה – (CFTC) Commodity Futures Trading Commission המופקדת בארצות הברית על הסדרה ופיקוח שוק הנגזרים כפי שפורסמה בנייר עמדה מיום 4.6.2013: ה – CFTC סבורה כי שירותי דחיסת פרוטפוליו אינם עולים כדי ביצוע או מסחר בעסקאות סוואפ בין צדדים נגדיים, מפני ששירות הדחיסה מספק מנגנון קיזוז שבמסגרתו מספר העסקאות הפתוחות וערכם הכולל במונחי נכס בסיס של העסקאות הפתוחות מופחת. לפיכך ישות המספקת שירותי דחיסת פרוטפוליו כאמור לא תקיים את תנאי הגדרת SEF.¹¹

עוד ראה להשוואה פסקה 27 לדברי הפתיח של רגולציית MiFIR האירופית¹² הקובעת כי החובה לבצע עסקאות בנגזרים, הנכללים בסוגי הנגזרים שהוכרו ככפופים לחובה להיסחר בבלטפורמת מסחר רב צדדי מוסדרת (Regulated market, MTF, OTF or third country venue), לא תחול על רכיבים של שירותים שלאחר מסחר (post trade), המפחיתים סיכונים שאינם סיכונים שוק בתיקי נגזרים, לרבות תיקי נגזרי OTC קיימים, מבלי לשנות את סיכון השוק של התיקים. על אף שראוי לקבוע הוראות ספציפיות לדחיסת פרוטפוליו, רגולציה זו לא נועדה למנוע את השימוש בשירותים נוספים לאחר מסחר להפחתת סיכונים.¹³ כמו כן העובדה שה – FSA השוודי מפקח על

⁹ באשר ליסוד שכלול העסקאות, שהינו אחד היסודות בהגדרה המהותית של בורסה, נציין כי אין הכוונה למימוש העסקה במונח סליקה, שהיא במהותה שירות שלאחר המסחר (Post trade), אלא לכך שבמסגרת מאופיינות בכך שחן מציבות תשתית לקשירת עסקה מחייבת בין מוכרים וקונים בניירות ערך ובין הצדדים משתכלל הסכם מחייב מבחינה משפטית לקניה או למכירת נייר הערך. ודוק – תהליכי הסליקה (Clearing and Settlement) הם חלק משלב המימוש (Closing) של העסקה ואלה מבוצעות ברגיל בידי מסלקות ולא בידי בורסות.

¹⁰ הגדרת "ניירות ערך" הרלבנטית להגדרת "בורסה לניירות ערך" ולפרק ח' לחוק ניירות ערך, שעניינו בורסה קבועה בסעיף 52 לחוק ניירות ערך, ולשונה כדלקמן: "ניירות ערך" - לרבות ניירות ערך שאינם כלולים בהגדרה שבסעיף 1 ולרבות יחידות של קרן סגורה כהגדרתה בחוק להשקעות משותפות. " לעמדת סגל הרשות לאור לשונה הכללית של ההגדרה יש לפרש את המונח בעיקר על פי תכלית ההוראות שההגדרה רלבנטית להם. הגדרה בסעיף 52 רלבנטית בעיקר לפרק ח' לחוק ניירות ערך העוסק בבורסה וכן לאיסורים על שימוש במידע פנים ועל תרמית בניירות ערך. תכליות ההסדרה והפיקוח על "בורסה" מתקיימות גם כאשר מדובר בבורסה המציבה תשתית למסחר במכשירים פיננסיים נגזרים בלבד. להשוואה ברור גם, כי הגדרת "ניירות ערך" בסעיף 52 לחוק, הרלבנטית בין היתר לעבירות התרמית, חלה בין השאר גם על מכשירים פיננסיים נגזרים, הנשחרים בבורסה או באמצעות חברות בעלות רישיון זירת סוחר לחשבוננו העצמי, בהיותן פלטפורמות, הנתונות לפיקוח הרשות לפי חוק ניירות ערך. עוד ראו לעניין זה הגדרת פעילות עשיית שימוש במידע פנים בסעיף 52 לחוק, שממנה ניתן ללמוד כי הגדרת "ניירות ערך" הקבועה בסעיף 52 לחוק ניירות ערך חלה גם על מכשירים פיננסיים נגזרים.

¹¹ SEF מוגדר כמערכת או כפלטפורמת מסחר שבה למספר רב של משתתפים יש היכולת לבצע או לסחור בסוואפס, על ידי קבלה של הצעות לקניה ולמכירה המוגשות למערכת בידי מספר רב של משתתפים.

¹² Regulation (EU) No 600/2014

¹³ אמנם פסקה זו דנה בשאלה האם האיסור לבצע עסקאות בנגזרים מסויימים, שלא בבלטפורמה רב צדדית מוסדרת, מונע את השימוש בבלטפורמות המציעות שירותי דחיסה, ולא דנה בשאלה האם גופים הנותנים שירותי דחיסה כאמור עשויים ליפול להגדרת פלטפורמות המסחר הרב צדדיות הנזכרות לעיל. יחד עם זאת

טריאופטימה כחברת השקעה הנותנת שירותי ברוקראז' ולא כ – Regulated Market או כ- MTF, הדומים במהותם לבורסה, מצביעה על כך שרגולטור אירופי המיישם את MiFID אינו רואה בפעילות של החברה משום פעילות העולה כדי פעילות בורסאית.

6. **בנוסף הרינו להודיעכם כי סגל הרשות לא יתערב בעמדתכם לפיה הפעילות המתוארת אינה עולה כדי ניהול זירת סוחר כהגדרתה בסעיף 44¹⁴ לחוק ניירות ערך ולפיכך אינה מחייבת רישיון זירת סוחר לפי סעיף 44¹⁴ לחוק ניירות ערך.**

7. עמדתנו זו נשענת כל כך שטריאופטימה אינה צד לעסקאות הנוצרות במסגרת תהליך הדחיסה ולכן אינה נופלת לקטגוריה הראשונה להגדרת זירת סוחר¹⁴ העוסקת בישויות הסוחרות לחשבון העצמי אל מול לקוחות. בנוסף על אף שחלק מן הצדדים שמשותפים בהליך הסליקה עשויים ליפול בעצמם להגדרת זירת סוחר מן הקטגוריה הראשונה, אין לראות בהליך הדחיסה כהליך המעמיד אפשרות ללקוח לסחור באמצעות מערכות כאמור. בנוסף טריאופטימה הצהירה כי כל לקוחותיה בישראל יהיו לקוחות המנויים בתוספת הראשונה 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 חובות הרישוי של זירת סוחר לפי סעיף 44¹⁴ לחוק ניירות ערך וחובת הרישוי של בורסה לפי סעיף 45^(א) לחוק, ואינו מתיימר להביע כל מסקנה או עמדה משפטית אחרת לגבי השאלה שהוצגה בפנינו, לרבות בקשר עם חובות החברה, והמשקיעים הישראליים, 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

ניתן ללמוד מכך שההשקפה הבסיסית היא שגופים אלה אינם נופלים לקטגוריות של פלטפורמות המסחר המוסדרות הנזכרות לעיל, אחרת השאלה לא היתה עולה

¹⁴ "זירת סוחר" מוגדרת בסעיף 44¹⁴ לחוק כאחת משתי הקטגוריות הבאות:

"(1) מערכת ממוחשבת שבאמצעותה קונה אדם מלקוחותיו, לחשבון העצמי, מכשירים פיננסיים או מוכר ללקוחותיו, מחשבון 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);"

