

ר שות ניירות ערד

דוח הוועדה

לבחינת האפשרויות למזעור

תרמיות בשוק ההון

אוגוסט 2005

לכבוד
מר משה טרי
יושב ראש רשות ניירות ערך

אדון נכבד,

אנו מתכבדים להגיש לך את דוח הוועדה לבחינת האפשרויות למזעור תרמיות בשוק ההון.
הצוות קיים דיונים רבים שבמסגרתם פנינו למומחים בתחום המסחר בבורסה ולגופים הפועלים בשוק ההון.

הדוח המוגש כולל המלצות מפורטות ביחס לאפשרויות למזעור תרמיות בשוק הנגזרים בבורסה, בניירות ערך בכלל ובניירות ערך דלי סחירות בפרט. המלצות אלה מתייחסות בעיקר לדרכי פעולה ושינויים בשיטת המסחר שתכליתם למזער את האפשרות לתרמיות כאמור, בעוד מועד, ככל שניתן. בין השאר, ההמלצות כוללות התייחסות לשיפורים במדדים שהם נכסי הבסיס של נגזרים, לשיפור שיטת חישוב שער הנעילה, טיפול בעסקות עצמיות, טיפול בעסקות מחוץ לבורסה, מכירות בחסר ומינוי קציני ציות בחברות. הוועדה הדגישה גם את הצורך במינוי עושי שוק בניירות ערך דלי סחירות כדי לעודד סחירות ולמזער אפשרויות לתרמיות במסחר בניירות ערך אלה.

נוכח חשיבות הנושא, אנו מוצאים לנכון להמליץ על אימוץ ההמלצות הכלולות בדוח זה תוך פרק זמן קצר ככל שניתן. הוועדה מוצאת לנכון להדגיש כי יישום כל אחת מההמלצות בנפרד הוא בלתי תלוי ביישום שאר ההמלצות.

אנו מבקשים להודות לכל אלה שהגישו חומר לוועדה והופיעו בפנינו.

אנו מודים במיוחד לבתיה פילו ואיציק שורקי שריכזו את עבודת הוועדה, ולריטה ינקלוביץ ורחל וינד שליוו את עבודת הצוות במסירות.

בכבוד רב,

_____	פרופ' שמואל האוזר, יו"ר
_____	מר רובי גולדנברג
_____	מר אבי דנון
_____	רו"ח רונן מדר
_____	רו"ח אורלי קורן
_____	מר דרור שליט
_____	מר יוני שמש

תוכן עניינים

עמוד

3	עיקרי הדברים	פרק א'
10	המלצות הוועדה למזעור תרמיות בנגזרים, בנכסי הבסיס שלהם ובניירות ערך אחרים	פרק ב'
10	1. כללי	
10	2. מדדים	
13	3. שיפורים בשיטת מסחר	
16	4. עסקות עצמיות	
17	5. עסקות מחוץ לבורסה	
19	6. מכירות בחסר	
22	המלצות הוועדה למזעור תרמיות בניירות ערך דלי סחירות	פרק ג'
22	1. ניירות ערך דלי סחירות	
24	2. רשימת השימור	
25	אכיפה פנימית וקציני ציות	פרק ד'
25	1. מינוי קצין ציות	
26	2. מינוי צוות ברשות ניירות ערך	
27		<u>נספחים:</u>
28	כתב מינוי	נספח א'
29	סקירת פעולות הבורסה למזעור האפשרויות לתרמית במסחר בניירות ערך ובנגזרים	נספח ב'
33	שיפור מדד ת"א 25	נספח ג'
36	שלב מסחר רב-צדדי לקביעת שער הנעילה	נספח ד'
40	חסימת עסקות עצמיות	נספח ה'
42	איסור עסקות מחוץ לבורסה בנגזרים	נספח ו'
45	מניות דלות סחירות	נספח ז'
63	מערכת אכיפה פנימית בחברי הבורסה ומנהלי השקעות בקשר לחוק היועצים וחוק ניירות ערך	נספח ח'

דוח הוועדה:

לבחינת האפשרויות למזעור תרמיות בשוק ההון

א. עיקרי הדברים

1. כללי

המלצות הוועדה מתייחסות לאפשרויות למזעור תרמיות הקשורות למסחר באופציות וחוזים עתידיים, ובמניות מדד ת"א-25 המהוות נכס בסיס לנגזרים אלו, ולמזעור תרמיות הקשורות במסחר בניירות ערך בכלל, ובניירות ערך דלי סחירות בפרט. הוועדה בחנה דרכים לעדכוני בתשתית המסחר הקיימת שתכליתם למזער את האפשרות לתרמיות במסחר מבעוד מועד, ככל האפשר. המלצות אלה הן בנוסף לשיפורים רבים שנעשו במסחר על ידי הבורסה בשנים האחרונות. להלן ההמלצות העיקריות.

2. מדדים

הוועדה סבורה שהרכב נכון של מדד, שמתחשב במידת הנזילות של המניות הכלולות בו, מגדיל את חסינות המדדים מפני תרמיות במסחר במניות אלה.

2.1 הוועדה ממליצה לשפר את איכות מדדי הבורסה ובמיוחד את מדד ת"א-25 המשמש נכס בסיס לנגזרים, כמפורט להלן:

2.1.1 הוועדה ממליצה לבחון את האפשרות להמשיך ולהגדיל בהדרגה את תנאי הסף להכללת מניה במדדי הבורסה, המתייחס להחזקות הציבור (תנאי הסף הקיים היום הוא 20% במניות ת"א-25 ו-15% במדדים אחרים).

2.1.2 הוועדה ממליצה להגדיל בהדרגה את תקרת המשקל של מניה בודדת במדדי הבורסה מ-9.5% ל-15%.

יישום המלצה זו מותנה בהיתר שיינתן לקרנות נאמנות ש"עוקבות" אחר מדדי הבורסה, להחזיק במניה בודדת לפחות 15% מנכסיהן, בהתאם למשקלה של המניה במדד.

2.1.3 הוועדה ממליצה לבחון את האפשרות לפיה מדדי הבורסה יחושבו על-פי ערך השוק של המניות המוחזקות בידי הציבור (שווי "הכמות הצפה") כנהוג במדדים ידועים בעולם, ולא לפי ערך השוק הכולל של מניות החברה כפי שנהוג היום בבורסה בתל אביב.

3. שיפורים בשיטת המסחר

הוועדה ממליצה על שורה של שיפורים בכללי המסחר שיקשו על ביצוע תרמיות בניירות הערך השונים.

3.1 כיום, במסגרת שלב טרום הפתיחה, המשקיעים במניות ת"א-25 לא יכולים לבטל פקודות קניה או מכירה "המשתתפות" בחישוב השער התיאורטי, החל מהשעה 09:30 ועד לסיום שלב טרום הפתיחה. הוועדה ממליצה לקצר את פרק הזמן הזה ב-10 דקות, כך שמשקיעים יוכלו לבטל פקודות כאמור עד לשעה 9:40. החל מהשעה 9:40 ועד למועד מכרז הפתיחה (כולל הזמן האקראי) המשקיעים לא יוכלו לבטל פקודות קניה או מכירה המשתתפות בחישוב השער התיאורטי.

3.2 הוועדה ממליצה להחיל את ההמלצה בסעיף 3.1 לכל המניות ותעודות הסל שמסחר הפתיחה בהן מתקיים באותו מועד בו מתקיים מסחר הפתיחה במניות ת"א-25.

3.3 הוועדה ממליצה להאריך את שעות המסחר בניירות ערך ובנגזרים עד לשעה 17:15, כדי להאריך את משך שעות המסחר החופפות בין המניות הדואליות בבורסות בארה"ב לבין הבורסה בתל-אביב.

3.4 מכרז לקביעת שער נעילה

הוועדה ממליצה להפעיל מסחר רב צדדי לקביעת שער הנעילה בניירות הערך הנסחרים בבורסה, בהתאם לעקרונות הבאים:

3.4.1 מועד סיום שלב המסחר הרציף יקבע מידי יום במועד אקראי.

3.4.2 משך שלב "טרום הנעילה" יארך בין 5 ל-10 דקות. מועד מכרז הנעילה יקבע מידי יום במועד אקראי בטווח של 5 דקות (כלומר שלב טרום הנעילה יארך כ-5 דקות + משך זמן אקראי של עד 5 דקות).

- 3.4.3 לאחר מכרז הנעילה יתקיים שלב מסחר בשער הנעילה, כנהוג היום. משך שלב זה יהיה 5-10 דקות.
- 3.4.4 שער הבסיס למכרז הנעילה יהיה שער העסקה האחרונה שבוצעה בנייר הערך, בשלב המסחר הרציף.
- 3.4.5 בשלב טרום הנעילה יחושבו ויפורסמו לכל נייר ערך שער ומחזור תאורטיים. לא יחושבו מדדים תאורטיים על סמך שערים אלו.
- 3.4.6 האלגוריתם לחישוב שער הנעילה יתבסס על השער שיקבע במכרז הנעילה, בכפוף לכך שהשווי הכספי של העסקות שיבוצעו בו יהיה גבוה מסכום מזערי שיקבע בנפרד, אך יהיה נמוך מ-500 אלף ש"ח (הסכום הקיים כיום).
- אם השווי הכספי של העסקות שיבוצעו במכרז יהיה נמוך מהסכום המזערי הנ"ל, יחושב שער הנעילה כממוצע משוקלל של העסקות שבוצעו ב"מכרז הנעילה" בתוספת עסקות שבוצעו בנייר הערך לפני המכרז.

4. עסקות עצמיות

הוועדה סבורה שיש לחסום "עסקות עצמיות", ככל שניתן, כדי למזער תנודות בשערי ניירות הערך השונים שנסחרים בבורסה שמקורן בפקודות מכירה וקניה מאותו בעל חשבון, והן מיועדות לבצע תרמית במסחר בניירות הערך.

הוועדה ממליצה על מספר צעדים שמיועדים למזער את האפשרות לעסקות עצמיות:

- 4.1 לקבוע מנגנונים שיחסמו באופן ממוחשב את האפשרות לביצוע עסקות עצמיות שיוזרמו על ידי אותו בעל חשבון.
- 4.1.1 לבחון את האפשרות שהחסימה של העסקות העצמיות תחול בכל שלבי המסחר.
- 4.1.2 לבחון את האפשרות לחסום עסקות כאמור לא רק אצל כל חבר בורסה בפני עצמו אלא גם בין החברים.

5. עסקות מחוץ לבורסה

לאור בקשות של פעילים בשוק לאשר ביצוע עסקות בנגזרים מחוץ לבורסה, הוועדה בחנה שוב את הבקשה והגיעה למסקנה שאין להתיר ביצוע עסקות בנגזרים מחוץ לבורסה.

הוועדה סבורה שיש עדיפות למסחר בבורסה על פני מסחר מחוץ לבורסה בשל שקיפות המסחר ויעילות מעבר המידע. בהתאם לכך, הוועדה סבורה שיש להגביל ככל שניתן את הפוטנציאל לביצוע תרמיות בנגזרים באמצעות עסקות מחוץ לבורסה.

הוועדה ממליצה על מספר דרכים שיעודדו את המשקיעים להעדיף את המסחר בבורסה:

5.1 הוועדה ממליצה שהבורסה תפרסם הודעות שתקבל על עסקות מחוץ לבורסה, בסמוך לאחר מועד הדיווח על העסקה לבורסה.

5.2 הוועדה ממליצה לבורסה לפעול לשדרוג מערכת המסחר באופן שיאפשר מסחר באסטרטגיות שייתנו מענה לצורך בביצוע עסקות משולבות במספר נגזרים בזמנית.

5.3 הוועדה ממליצה שהגופים המפקחים על פעילות המשקיעים המוסדיים יקבעו כי פעולות קניה ומכירה של משקיעים מוסדיים יבוצעו במסחר בבורסה-הן כ"עסקות רגילות" והן כ"עסקות תואמות" ("עסקות ג'מבור"). ביצוע עסקות מחוץ לבורסה על ידי משקיעים מוסדיים יעשה רק במקרים חריגים, ולאחר שיתקבל אישור ספציפי מיושב ראש הדירקטוריון של המשקיע המוסדי לבצוע העסקה ולתנאיה.

הוועדה מציינת שהשקיפות בעסקות תואמות גבוהה מזו שבעסקות מחוץ לבורסה ומבחינה זו עסקות תואמות עדיפות על עסקות מחוץ לבורסה.

6. מכירות בחסר

הוועדה ממליצה לפעול במרץ וללא עיכוב להסרת חסמים על השאלת ניירות ערך ועל מכירה בחסר.

הוועדה סבורה שפיתוח שוק מכירות בחסר הינו מרכיב חשוב ביותר לקיום שוק נזיל ומשוכלל, ולפיכך היא ממליצה על אלה:

6.1 כללי

- 6.1.1 לתקן את תקנות הפיקוח על עסקי ביטוח, באופן שתוסר חובת החזרת נייר הערך עצמו ובמקום זאת תתאפשר החזרת פיצוי כספי וזאת במקרים ששואל אינו מחזיר את נייר הערך לחברת הביטוח.
- 6.1.2 לתקן את תקנות הפיקוח על קופות גמל כך שתקופת ההשאלה המרבית תהא עד סוף השנה הבאה לאחר השנה בה החלה ההשאלה, כקבוע בתקנון הבורסה כיום (ולא 12 חודשים).

6.2 היבטי מס

- 6.2.1 לתקן את פקודת מס הכנסה כך שרווחים או הפסדים ממכירות בחסר באג"ח יסווגו כהכנסות או הוצאות מימון (בהתאם להמלצת "ועדת רבינוביץ").
- 6.2.2 להבהיר כי השאלה לצורך מכירה בחסר איננה אירוע מס, גם כאשר מדובר בקרנות ובקופות המשאילות לחברת האם שלהן.

6.3 לבטל את דרישת הנזילות שקבע בנק ישראל על השאלות ניירות ערך לבנקים ובאמצעותם, המייקרת את ההשאלה, ולעיתים הופכת אותה לבלתי כדאית.

6.4 להסיר את אי הבהירות בתקנות קרנות הנאמנות, כך שיובהר כי אין חובת השתתפות באסיפות כלליות של קרן נאמנות שהשאלה מניות, בגין המניות המושאלות בתקופת ההשאלה.

6.5 לשקול לאפשר למשקיעים מוסדיים (קרנות נאמנות, קופות גמל וכו') להשאל ניירות ערך לחבר בורסה שהוא בעל עניין בהם.

6.6 הוועדה ממליצה לשקול לאפשר השאלות בין גוף מוסדי לבין בנק או חבר בורסה אחר השולט בו. הוועדה מודעת למגמה לפיה יש להמעיט ככל האפשר בעסקות בין גוף לבין בעלי עניין בו אך סוברת שחשיבות הנושא, מצדיקה לאפשר השאלות באופן זה.

7. ניירות ערך דלי סחירות

הוועדה סבורה שבניירות ערך דלי סחירות בבורסה קיים פוטנציאל לביצוע תרמיות במסחר. בשל ריבוי המניות מסוג זה, הוועדה ממליצה על מספר צעדים שמיועדים למזער את האפשרויות לתרמיות במסחר בניירות ערך דלי סחירות.

7.1 הוועדה ממליצה לקיים מסחר פעמיים ביום בשיטת המכרז, אלא אם החברות ימנו לפחות עושה שוק אחד במניותיהן, שיפעל בכל שלבי המסחר.

7.1.1 הוועדה ממליצה שההגדרה של מניה דלת סחירות תתבסס על מאפייני מסחר ונזילות כגון: נפח המסחר, מספר העסקות וכדומה.

הוועדה סבורה, שבניגוד לקריטריונים הידועים של רשימת השימור, הקריטריון היחיד הרלבנטי להגדרה של מניות דלות סחירות הוא קריטריון של נזילות.

7.1.2 הוועדה ממליצה שהפרמטרים של הנזילות יתבססו על החציון ולא על הממוצע.

7.2 הוועדה ממליצה לעשות אבחנה בין הטיפול במניות ברשימת השימור לבין הטיפול במניות דלות סחירות.

7.3 הוועדה מציעה לבחון החמרה בדרישות השימור. הוועדה סבורה שהחמרה בדרישות השימור צריכה להתחשב גם במספר המניות דלות הסחירות שייסחרו בהתאם לאמור בסעיף 7.1.

7.4 הוועדה ממליצה שבמקום דרישת הפיזור בין מספר מזערי של מחזיקים הקיימת היום בהנפקות חדשות, חברות תוכלנה לבחור בין דרישה זו לבין מינוי עושי שוק בניירות הערך המונפקים.

7.5 הוועדה ממליצה לבחון מחדש את התנאים למחיקתן המהירה של חברות שלד ברשימת השימור, לאור החשש מביצוע מניפולציות בשערי ניירות הערך של החברות הללו.

8. אכיפה פנימית וקציני צוות

- 8.1 הוועדה ממליצה לתקן את חוק ניירות ערך באופן שכל חברי הבורסה ומנהלי ההשקעות הגדולים יחוייבו לקיים מערכת אכיפה פנימית. זהותם של מנהלי ההשקעות עליהם תחול חובה זו תיקבע לפי היקף הנכסים המנוהלים על ידם. על חברי הבורסה ועל מנהלי השקעות אלה תוטל חובה לקיים מערכת לפיקוח ואכיפה בקשר לחוק היועצים ולחוק ניירות ערך. במסגרת התיקון לחוק זה תוטל חובה למנות אדם מתאים לתפקיד הממונה על האכיפה הפנימית.
- 8.2 הוועדה ממליצה להקים ברשות ניירות ערך, צוות אכיפה, שיעמוד בקשר עם הממונים על האכיפה הפנימית, ייזום פעולות הדרכה ויפקח על קיום אכיפה פנימית באמצעות ביקורות שוטפות.

ב. המלצות הוועדה למזעור תרמיות בנגזרים, בנכסי הבסיס שלהם ובניירות ערך אחרים

1. כללי

1.1 בשנים האחרונות ביצעה הבורסה בתל-אביב, בעידודה של רשות ניירות ערך, פעולות רבות שנועדו למזער ככל האפשר את האפשרות לביצוע תרמית בניירות ערך בכלל, בנכסים נגזרים ובנכסי הבסיס שלהם בפרט.

בין הפעולות הללו ניתן למנות את מגבלת הפוזיציות הפתוחות, מגבלה של 9.5% למשקלה של מניה במדד, הכללת מניות בעלות שווי גדול במדד (לרבות מניות הבנקים והמניות הדואליות), קביעת מדד ת"א-25 הקובע לפקיעת הנגזרים במסחר רב-צדדי בפתיחה, קביעת זמן אקראי למועד המסחר בפתיחה ובנעילה ועוד.

1.2 למרות כל אלה, יש הטוענים כי השוק חשוף עדיין לאפשרויות שונות של תרמית בניירות ערך, בעיקר סביב ימי פקיעת הנגזרים, ובניירות ערך דלי סחירות.

1.3 על רקע זה, נתבקשה הוועדה להמליץ על דרכים נוספות למניעת האפשרות לביצוע תרמית בניירות הערך. במיוחד נתבקשה הוועדה לבחון דרכים שיסכלו או ימזערו את האפשרות לבצע תרמיות בנגזרים ובניירות ערך, מבעוד מועד, בדרך של שינויים בשיטת המסחר או בתשתיות המסחר (ראה נספח א').

דוגמא בולטת לשינוי כזה הוא קביעת זמן אקראי למסחר הפתיחה שצמצם במידה משמעותית את האפשרות לתרמיות בימי הפקיעה.

1.4 הצוות קיים דיונים רבים ונועץ עם מומחים בתחום המסחר בבורסה ועם גופים הפועלים בשוק ההון. ההמלצות להלן מתייחסות, בין השאר, לשיפורים במדדי ניירות ערך, באופן חישוב שער הנעילה, חסימה של עסקות עצמיות ומכירות בחסר.

2. מדדים

מאז השקת מדד ת"א-25 בראשית שנות ה-90, נעשו פעולות רבות על מנת לשפר את איכות המדד, השער הקובע לפקיעה ואת מנגנוני המסחר הקשורים לנגזרים, וביניהן: (1) שיפור שיטת מסחר על ידי קביעת מנגנונים לשער הפקיעה במסחר רב-צדדי (9/96) ובמועד אקראי (1/01); (2) הכללת 25 מניות בעלות שווי שוק הכי גבוה (12/91); (3) מגבלת פוזיציות למחזיק

בודד; (4) מגבלה של 9.5% למשקל מניה בודדת (1/94); (5) הכללת מניות הבנקים במדד (1/95); (6) מניה במדד חייבת להימנות על 75 המניות הסחירות ביותר (4/00); אי הכללת מניות רדומות בחישוב ערך השוק של המניה (5/03); (7) החמרה בתנאי סף להכללת מניה במדד מ- 7.5% ל- 20% אחזקות ציבור (6/05); (8) הנהגת תנאי סף להכללת מניה במדד - שווי שוק החזקות ציבור בסכום של 400 מליון ש"ח לפחות (1/05) (ראה נספח ב').

הוועדה סבורה שהרכב נכון של המדד שמתחשב במידת הנזילות של המניות הכלולות בו יכול להגדיל את חסינותו של המדד מפני מניפולציות, ולתרום למזעור האפשרויות לתרמיות במסחר במניות אלה (ראה נספח ג' ולוח 1 בנספח זה).

2.1 הוועדה ממליצה על שיפורים נוספים שיתרמו לאיכות של מדדי הבורסה ובמיוחד של מדד ת"א-25, המשמש כנכס בסיס לנגזרים, בתחומים הבאים:

2.1.1 הוועדה ממליצה לבחון את האפשרות להמשיך ולהגדיל בהדרגה את תנאי הסף להכללת מניה במדדי הבורסה המתייחס לשיעור המזערי של החזקות הציבור.

כאמור, במסגרת המאמצים לשיפור איכות מדד ת"א-25 נקבעו "תנאי סף" להכללת מניה במדד וביניהם:

- תנאי סף לשיעור החזקות הציבור (הכמות הצפה) של 20%.
- תנאי סף לשווי הכמות הצפה של 400 מליון ₪.

הוועדה סבורה ששינויים אלה יקשו על ביצוע מניפולציות על ידי קומץ משקיעים המחזיקים במניות משום שככל שהפיזור גדל, קשה יותר לבצע מניפולציות באמצעות החזקה ריכוזית של המניות.

2.1.2 הוועדה ממליצה להגדיל בהדרגה את תקרת המשקל של מניה בודדת במדדי הבורסה מ- 9.5% ל- 15%.

הרעיון העומד ביסוד קביעת תקרת המשקל הינו הרצון למזער מניפולציות, שכן קל יהיה לבצע מניפולציה בערך המדד באמצעות מניפולציה על שער מניה בעלת משקל גבוה במדד.

אלא ש"אליה וקוץ בה", הגבלת המשקל של מניות בעלות שווי שוק גבוה, מביאה במקביל להגדלת משקלן של מניות בעלות שווי שוק נמוך הנהנות

מעודף המשקל המועבר אליהן מהמניות שמשקלן גבוה מן התקרה. לדוגמא, אם משקלה האמיתי של טבע במדד, בהתאם לשווייה, הינו כ- 37%, ומשקלה המתוקן הינו המקסימום האפשרי - 9.5%, התוצאה הינה גידול משמעותי לא מוצדק במשקלן של "המניות הקטנות" במדד.

הוועדה סבורה שהתקרה נמוכה מידי והיא מקלה על ביצוע מניפולציות במניות הקטנות. הוועדה מציינת כי:

א. בהתאם למפורט בנספח ג' נראה שיווצר מתאם גבוה יותר בין סחירות המניות במדד לבין משקלן המתוקן, כאשר התקרה הינה 15% לעומת המצב הנוכחי של תקרת משקל של 9.5%.

ב. הגדלת המשקל המרבי של מניה בודדת במדד ל- 15% תגדיל את משקלן של המניות הדואליות, ותתרום, לדעת הוועדה, גם היא למזעור האפשרויות למניפולציות.

הוועדה מציינת כי אחת הסיבות לקביעת תקרה בגובה 9.5% היתה הכלל המונע מקרנות נאמנות להחזיק יותר מ- 10% מנכסיהן במניה מסוימת. הגדלת התקרה לא תימנע מקרנות נאמנות "המחקות" את מדד ת"א-25 להשקיע בו במדויק אם משקלה של מניה יהיה יותר מ- 10% (הצעה לתיקון תקנות קרנות נאמנות בנושא זה נמצאת מזה חודשים רבים בהליכי חקיקה). בכל מקרה, הגדלת התקרה אינה מפריעה למנפיקי תעודות סל על מדדי מניות ואינה מפריעה לפעילי נגזרים. לפיכך, יישום המלצה זו מותנה בהיתר שיינתן לקרנות נאמנות "המחקות" את מדדי הבורסה, להחזיק במניה בודדת לפחות 15% מנכסיהן, בהתאם למשקלה של המניה במדד.

2.1.3 הוועדה ממליצה לבחון את האפשרות לפיה מדדי הבורסה יחושבו על-פי ערך השוק של המניות המוחזקות בידי הציבור (שווי "הכמות הצפה") כנהוג במדדים מובילים בחו"ל, ולא לפי ערך השוק הכולל של מניות החברה.

בישראל, כל המניות נרשמות למסחר לרבות אלה המוחזקות בידי בעלי ידיים "חזקות" – בעלי שליטה שאינם סוחרים תדיר במניותיהם. לפיכך, הוועדה סבורה שחישוב מדדי הבורסה לפי ערך השוק של הכמות הצפה של המניות ייתן ביטוי טוב יותר למידת נזילותן של המניות, ויפחית את האפשרות לתרמיות במניות שהן רק לכאורה נזילות, אם אומדים את הנזילות בשווי שוק.

3.1 כיום במסגרת שלב טרום הפתיחה, המשקיעים במניות ת"א-25 לא יכולים לבטל פקודות קניה או מכירה "המשתתפות בחישוב השער התיאורטי", החל מהשעה 09:30 ועד לסיום שלב הטרם פתיחה.

הוועדה ממליצה לקצר את הזמן הזה ב-10 דקות, כך שמשקיעים יוכלו לבטל פקודות עד לשעה 9:40, אף אם הן משתתפות בחישוב השער התיאורטי. החל מהשעה 9:40 ועד למועד המכרז בפתיחה (כולל זמן אקראי) המשקיעים לא יוכלו לבטל פקודות אלו.

הוועדה התלבטה בין האפשרות להתיר ביטול פקודות בכל שלב טרום הפתיחה לבין לא להתיר זאת כלל. הוועדה סברה שאם לא תינתן אפשרות לבטל פקודות, האפשרות היחידה של משקיעים לחזור מפקודות שנתנו תהיה באמצעות פקודות נוגדות. לפיכך, בהתחשב בהמלצת הוועדה שיש לחסום ככל שניתן עסקות עצמיות, הוועדה סברה שיש להאריך את משך הזמן המאפשר ביטול הפקודות, ככל שניתן. המלצה זו מבוססת, בין השאר, על ממצאים אמפיריים המעידים שעיקר הניסיונות לתרמיות במניות נעשה בסמוך לסיום שלב טרום הפתיחה, בזמן בו לא ניתן לבטל פקודות ולפיכך, הוועדה סבורה שהמלצה זו ממזערת את האפשרות לתרמיות בשוק המניות בכלל ובשוק הנגזרים בפרט. המלצה זו מתיישבת עם המקובל בבורסות אחרות בעולם.

3.2 הוועדה ממליצה להחיל את ההמלצה בסעיף 3.1 לכל המניות שמסחר הפתיחה בהן מתקיים באותו מועד בו מתקיים מסחר הפתיחה במניות ת"א-25.

3.3 הוועדה ממליצה להאריך את שעות המסחר בניירות ערך ובנגזרים עד לשעה 17:15, כדי להאריך את משך שעות המסחר החופפות בין המניות הדואליות בבורסות בארה"ב לבין הבורסה בתל-אביב.

הוועדה ממליצה ששער הנעילה יקבע על סמך מכרז, במקום האלגוריתם המורכב הקיים היום.

הוועדה סבורה שקביעת שער נעילה בשיטת המכרז משקפת נכון יותר את שערי ניירות הערך מזו הנקבעת על פי האלגוריתם הקיים, ותתרום למזעור האפשרויות למניפולציות מהטעמים הבאים (ראה נספח ד'):

האלגוריתם הקיים היום לחישוב שער הנעילה (השער הקובע) בכל ניירות הערך הנסחרים בבורסה, מבוסס על ממוצע שערי עסקות אחרונות שבוצעו בנייר הערך בשלב הרציף באותו יום מסחר. חישוב שער הנעילה מורכב מאוד שכן הוא תלוי במספר רב של משתנים וביניהם: התמורה הכספית של העסקות, מועד ביצוען, שלב המסחר בו בוצעו וסוג נייר הערך. בנוסף, החישוב כאמור עשוי להיות מושפע גם מאירועים אחרים הקשורים למסחר בנייר הערך, כגון: הפסקת מסחר, יום מסחר ראשון וכו'. זאת ועוד, החישוב נעשה מורכב יותר כשלחישוב שער הנעילה התווסף "מנגנון עש"ב" (עסקות בשקלים בודדים) בשנת 2002.

מאז השקת "רצף" בשנת 1997, פועלת הבורסה במטרה למזער את האפשרות להשפיע בדרכי תרמית על שערי הנעילה וזאת באמצעות האלגוריתם על פיו מחושב שער הנעילה. כך למשל, בשנת 2002 נקבע כי בניירות ערך שעומדים להצטרף או להיגרע ממדד שיש עליו נגזרים, יחושב שער הנעילה על בסיס "מכרז נעילה", המכונה בהנחיות הבורסה "מסחר פתיחה מיוחד". מאז הורחבו ההנחיות בדבר "מסחר פתיחה מיוחד", והן חלות כיום גם על ניירות ערך הכלולים בכל המדדים שיש עליהם תעודות סל. בנוסף, נקבעו בהנחיות אירועים נוספים המהווים עילה לקיום מסחר פתיחה מיוחד בנייר ערך.

הניסיון שנרכש מלמד כי "מסחר הפתיחה המיוחד" מרכז מתזורי מסחר גדולים ומתנהל לשביעות רצונם של כל המשתתפים במסחר.

הוועדה מדגישה שלשער הנעילה חשיבות רבה, בין השאר, בשל העובדה שעל פיו נקבע שיערוך הנכסים בקופות גמל, קרנות נאמנות, קרנות פנסיה ותיקי השקעות, ולכן חשוב לגרום לכך שיהיה קשה להשפיע עליו בדרכי תרמית.

במסחר רב-צדדי באים לידי ביטוי הביקושים וההיצעים המצרפיים בנייר הערך הממתנים את השפעתן של פקודות בהגבלת שער קיצונית על שער הנעילה. לפיכך,

ניתן לראות בשער הנקבע במסחר רב-צדדי כשער המשקף באופן נאות את העדפות המשקיעים סמוך לפני תום המסחר.

בהתחשב בכל אלה, הוועדה ממליצה להפעיל מסחר רב צדדי לקביעת שער הנעילה בניירות הערך הנסחרים בבורסה, בהתאם לעקרונות הבאים:

- 3.4.1 מועד סיום שלב המסחר הרציף יקבע מידי יום בזמן אקראי.
- 3.4.2 משך שלב "טרומ הנעילה" יארך בין 5 ל-10 דקות. מועד מכרז הנעילה יקבע מדי יום בזמן אקראי בטווח של 5 דקות (כלומר שלב טרום הנעילה יארך כ-5 דקות + משך זמן אקראי של עד 5 דקות).
- 3.4.3 לאחר מכרז הנעילה יתקיים מסחר בשער הנעילה, כנהוג היום. משך שלב זה יהיה 5-10 דקות.
- 3.4.4 שער הבסיס למכרז הנעילה יהיה שער העסקה האחרונה שבוצעה בשלב המסחר הרציף.
- 3.4.5 בשלב מסחר טרום הנעילה יחושבו ויפורסמו לכל נייר ערך שער ומחזור תאורטיים. לא יחושבו מדדים תאורטיים על סמך שערים אלו.
- 3.4.6 האלגוריתם לחישוב שער הנעילה יתבסס על השער שיקבע במכרז הנעילה, בכפוף לכך שהשווי הכספי של העסקות שבוצעו בו יהיה גבוה מסכום מזערי שיקבע בנפרד, אך יהיה נמוך מ-500 אלף ש"ח (הסכום הקיים כיום).
אם השווי הכספי של העסקות שיבוצעו במכרז יהיה נמוך מהסכום המזערי הנ"ל, יחושב שער הנעילה כממוצע משוקלל של העסקות שבוצעו במכרז הנעילה בתוספת עסקות שבוצעו בנייר הערך לפני המכרז.

הוועדה סבורה שיש לחסום "עסקות עצמיות" ככל שניתן.

עסקות עצמיות ייתכנו בשלושה מצבים עיקריים (ראה נספח ה'): :

- א. עסקות עצמיות שנעשו בשוגג עקב טעויות הקלדה ;
- ב. עסקות עצמיות עקב בעיה טכנית בהעברת הפקודות לביצוע במסחר בבורסה ;
- ג. עסקות עצמיות שנועדו להשפיע בדרכי תרמית על שערי ניירות ערך (WASH SALES).

הרציונל מאחורי ההצעה לחסום עסקות עצמיות, בין אם מקורן בטעות ובין אם התבצעו מתוך כוונה לבצע תרמית, הינו למנוע התקיימותן של עסקות מלאכותיות, שבמסגרתן מוזרמות על ידי אותו אדם פקודות קניה ומכירה של אותו נייר ערך, באופן שהן מבטלות האחת את רעותה. פעולה זו אינה מצריכה השקעה כספית כלשהי, שכן הבעלות בניירות הערך נשארת ממילא בידי כל העת, שעה שהוא סוחר למעשה רק עם עצמו.

קביעת מנגנונים לחסימת האפשרות לביצוע עסקות עצמיות תסייע מחד, למנוע טעויות מאותם גופים ("עושי שוק") המצטטים באופן ממוחשב פקודות קניה ומכירה בניירות ערך ומאידך, תסייע למנוע השפעה בדרכי תרמית על שעריהם של ניירות ערך באמצעות עסקות מלאכותיות (WASH SALES), ובכך תמנע הסטת שער נייר הערך ממחיר השוק - המחיר שהיה נקבע, על פי שיקולים כלכליים, בהתאם לביקוש וההיצע האמיתיים.

הוועדה ממליצה על מספר צעדים שמטרתם למזער את האפשרות לביצוע עסקות עצמיות, בעיקר אלה שתכליתן תרמית בניירות ערך :

4.1 לקבוע מנגנונים שיחסמו באופן ממוחשב את האפשרות לביצוע עסקות שנבעו מפקודות קניה ומכירה על ידי אותו בעל חשבון.

4.1.1 הוועדה ממליצה לבחון את האפשרות שהחסימה לביצוע עסקות עצמיות תחול בכל שלבי המסחר.

לגבי חסימתן של עסקות עצמיות בשלב מסחר הפתיחה, התעוררו מספר בעיות :

א. האם ראוי להתיר הזרמתן של פקודות נוגדות על ידי אותו בעל חשבון בפרק הזמן בו לא ניתן לבטל או לשנות פקודות ;

ב. איזה מנגנון חסימה ראוי שיתקיים בשלב מסחר רב-צדדי.

הוועדה מודעת למגבלות הטכניות כבדות המשקל הכרוכות בקביעת מנגנון חסימה ראוי במסחר רב-צדדי, במיוחד נוכח העובדה שגם שער הנעילה ייקבע במכרז. יחד עם זאת הוועדה סבורה שפתרון כזה נחוץ בכל שלבי המסחר כדי למזער את האפשרות של עסקות עצמיות שתכליתן תרמית בניירות ערך.

4.1.2 הוועדה ממליצה לבחון את האפשרות של חסימת עסקות כאמור לא רק אצל כל חבר בורסה בפני עצמו אלא גם בין החברים.

הוועדה מודעת למגבלות הטכניות המורכבות, הנובעות מחוסר תיאום וחוסר סינכרון בין המערכות השונות של החברים, אך היא סבורה שפתרון כזה נחוץ למזעור האפשרויות לתרמיות באמצעות פעולות של אותו בעל חשבון באמצעות חברי בורסה שונים.

הוועדה סבורה שבהימצא פתרון כזה, ניתן יהיה לאכוף בדרך יעילה יותר גם את המגבלות על היקף הפוזיציות הפתוחות. לדעת הוועדה יש חשיבות גדולה לאכוף את מגבלת הפוזיציות הפתוחות שנועדה מלכתחילה לצמצם את האפשרות לתרמית בנגזרים.

הוועדה מציינת כי בעת בחינת הנושא יש להתחשב באילוצים של המשקיעים הזרים בכלל ושל חברי הבורסה הזרים בפרט אשר מערכותיהם אינן כוללות בהכרח את הפרטים המזהים הנדרשים ליישום הפתרון כאמור. דרישה להכללת פרטים כאמור על-ידם עלולה להכביד ואולי אף לסכל את פעילותם בארץ.

5. עסקות מחוץ לבורסה

לאור בקשות של פעילים בשוק לאשר ביצוע עסקות בנגזרים מחוץ לבורסה, הוועדה בחנה שוב את הבקשה והגיעה למסקנה שאין להתיר ביצוע עסקות מחוץ לבורסה בנגזרים (ראה נספח ו').

הוועדה ממליצה להותיר על כנו את האיסור לבצע עסקות מחוץ לבורסה בנגזרים.

כיום מותר לבצע עסקות מחוץ לבורסה בניירות ערך, ולא בנגזרים, כפוף לתנאים הבאים: (1) קבלת אישור הלקוח מראש לביצוע העסקה מחוץ לבורסה; (2) קבלת אישור הלקוח מראש

למחיר העסקה אם היא נעשית בשער פחות טוב משער הבורסה (אישור דומה נדרש אם היא מבוצעת לאחר תום המסחר, כאשר שער הייחוס הינו שער הנעילה).

הצורך במתן היתר כזה נובע משתי סיבות עיקריות. הראשונה, תנודות המחירים במניות ואגרות חוב הינן בדרך כלל קטנות יחסית לתנודות בנגזרים ולכן אפשרות ההונאה והעדפת לקוחות (באמצעות דווח על זמן לא מדויק) קטנה. השניה, מאחר וכמות המניות של חברה הינה "קבועה", ישנה חשיבות מיוחדת למסחר מחוץ לבורסה ב"חבילות" דהיינו כמויות גדולות של ניירות ערך שמחירם עשוי להיות שונה מאשר מחיר של כמות "רגילה" של מניות הנסחרת במקביל בבורסה. לדוגמא, אפשר שמסחר ב"חבילת מניות" מגלם גם שליטה בחברה, שמחירה עשוי להיות גבוה בשיעור ניכר ממחיר המניות הכלולות בה, והנסחרות בבורסה.

הוועדה סוברת שככלל, יש להעדיף ביצוע עסקות בבורסה על פני ביצוע עסקות מחוץ לבורסה, וזאת מהסיבות הבאות (ראה נספח ו'):

א. עסקה המובאת לביצוע בבורסה מובאת למבחן השוק. בעת ביצועה נעשה רישום מדויק של מועד העסקה (TIME STAMPING) המקטין את האפשרות לבצע הונאות והעדפת לקוחות.

ב. עסקה המבוצעת מחוץ לבורסה פוגעת ביעילות הכללית של השוק מאחר והיא גורמת לפרגמנטציה של המסחר. בנוסף נפגמת שקיפות המסחר שכן המידע על העסקה מתפרסם באיחור, ובכך יש פגיעה נוספת ביעילות השוק.

ג. תנודת המחירים בנגזרים הינה גבוהה, בפרק זמן קצר יחסית (מס' שניות) יכול מחירה של אופציה להשתנות בעשרות אחוזים, ולכן פוטנציאל ההונאה הינו גדול.

ד. מסלקת הבורסה אינה צד נגדי מרכזי לעסקות המתבצעות מחוץ לבורסה. יש להניח כי בעסקות מחוץ לבורסה בנגזרים, מסלקת מעו"ף לא תהיה צד נגדי מרכזי ולכן יש בכך כדי להגדיל את הסיכון של חברי הבורסה ולקוחותיהם.

בהתחשב בכל אלה, הוועדה סבורה שאיסור על עסקות מחוץ לבורסה בנגזרים ימזער את האפשרות לתרמיות בנגזרים ובנכסי הבסיס שלהם.

הוועדה ממליצה על מספר דרכים להגשמת מטרה זו:

5.1 הוועדה ממליצה שהבורסה תפרסם הודעות שתקבל על עסקות מחוץ לבורסה, בסמוך למועד הדיווח על העסקה לבורסה.

5.2 הוועדה ממליצה לבורסה לשדרג את מערכת המסחר ולאפשר מסחר באסטרטגיות שייתנו מענה לצורך בביצוע עסקות משולבות במספר נגזרים בו זמנית.

5.3 הוועדה ממליצה שהגופים המפקחים על פעילות המשקיעים המוסדיים יקבעו כי פעולות קניה ומכירה של משקיעים מוסדיים יבוצעו במסחר בבורסה-הן כ"עסקות רגילות" והן כ"עסקות תואמות" ("עסקות ג'מבו"). ביצוע עסקות מחוץ לבורסה על ידי משקיעים מוסדיים יעשה רק במקרים חריגים, ולאחר שיתקבל אישור ספציפי מיושב ראש הדירקטוריון של המשקיע המוסדי לבצוע העסקה ולתנאיה.

הוועדה סבורה שהשקיפות בעסקות תואמות גבוהה מזו שבעסקות מחוץ לבורסה ומבחינה זו עסקות תואמות עדיפות על עסקות מחוץ לבורסה.

הוועדה מתייחסת לעסקה תואמת כעסקה בבורסה לכל דבר ועניין מבחינה זו שהיא נעשית בבורסה, נרשמת בספר הפקודות של הבורסה, זוכה לשקיפות מלאה ככל העסקות המבוצעות בבורסה, והפקודות המוגשות במסגרתה עומדות במבחן השוק.

הואיל וכאמור לעיל, כל פרטי העסקה התואמת נרשמים מיד עם ביצועה, קיים "נתיב ביקורת" מסודר, המאפשר בקרה נוחה ויעילה של מוסדות המשקיע המוסדי והגורמים המפקחים על ביצוע העסקה ועל תנאיה. זאת בניגוד לעסקות מחוץ לבורסה שאינן עומדות בהכרח במבחן השוק, אינן שקופות ולא ניתן לבצע בקרה יעילה על ביצוען הואיל והן מבוצעות ב"אופן ידני" (ולא ממוחשב).

6. מכירות בחסר

הוועדה ממליצה לפעול ללא עיכוב להסרת חסמים על השאלת ניירות ערך ועל מכירות בחסר.

הוועדה סבורה שפיתוח שוק מכירות בחסר הינו מרכיב חשוב ביותר לקיומו של שוק נזיל ומשוכלל. שוק כזה יכול לתרום לצמצום משמעותי באפשרות לתרמיות בניירות ערך בשל הגדלת הנזילות, הגדלת בסיס המשקיעים, והכללת משקיעים שעשויים להרוויח מירידת שערים. כתוצאה מכך, לדעת הוועדה, תמוזערנה האפשרויות להנעת שערים.

בהעדר האפשרות למכור בחסר בעלויות נמוכות, פעולות קניה ומכירה של נייר ערך אינן סימטריות. בעוד שפעולת קניה יכולה להתבצע תמיד באמצעות קבלת אשראי כספי, פעולת מכירה יכולה להתבצע רק אם המוכר מחזיק את ניירות הערך או שהוא מצליח לשאול אותם

מגוף אחר.

בשנים האחרונות, לעתים קרובות הועלתה הטענה ששוק ההשאלות בישראל אינו משוכלל בעיקר בשל העלויות הכרוכות בו שנובעות מחסמים שונים על השאלת ניירות ערך ומכירות בחסר. כתוצאה מכך, גופים מוסדיים רבים (קופות גמל, חברות ביטוח, קרנות נאמנות) המחזיקים מלאי של ניירות ערך אינם מנצלים את האפשרות להשאל ניירות ערך ולשפר את התשואה לעמיתים מ"דמי ההשאלה".

בהתחשב בכל אלה, הוועדה סבורה שיש לפעול ללא עיכוב להסרת החסמים הקיימים היום על השאלת ניירות ערך ועל מכירות בחסר מצד הרשויות השונות שחלקם נובע מניסוח לא ברור של ההוראות בתקנות השונות.

להלן רשימת הפעולות להסרת חסמים עליהן ממליצה הוועדה:

6.1 כללי

- 6.1.1 לתקן את תקנות הפיקוח על עסקי ביטוח, באופן שתוסר חובת החזרת נייר הערך עצמו ובמקום זאת תתאפשר החזרת פיצוי כספי וזאת במקרים ששואל אינו מחזיר את נייר הערך לחברת הביטוח.
- 6.1.2 לתקן את תקנות הפיקוח על קופות הגמל כך שתקופת ההשאלה המרבית תהא עד סוף השנה הבאה לאחר השנה בה החלה ההשאלה, כקבוע בתקנון הבורסה כיום (ולא 12 חודשים).

6.2 היבטי מס

- 6.2.1 לתקן את פקודת מס הכנסה כך שרווחים או הפסדים ממכירות בחסר באגרות חוב, יסווגו כהכנסות או כהוצאות מימון (בהתאם להמלצות "ועדת רבינוביץ").
- 6.2.2 להבהיר כי השאלה לצורך מכירה בחסר אינה אירוע מס, גם כאשר מדובר בקרנות ובקופות המשאילות לחברה האם שלהן.
- 6.3 לבטל את דרישת הנזילות שקבע בנק ישראל על השאלות ניירות ערך לבנקים ובאמצעותם, המייקרת את ההשאלה ולעיתים הופכת אותה לבלתי כדאית.
- 6.4 להסיר את אי הבהירות בתקנות קרנות הנאמנות, כך שיובהר כי אין חובת השתתפות באסיפות כלליות של קרן נאמנות שהשאלה מניות, בגין המניות המושאלות.

6.5 לשקול לאפשר למשקיעים מוסדיים (קרנות נאמנות, קופות גמל וכו') להשאיל ניירות ערך לחבר בורסה שהוא בעל עניין בה.

6.6 הוועדה ממליצה לשקול לאפשר השאלות בין גוף מוסדי לבין בנק או חבר בורסה אחר השולט בו. הוועדה מודעת למגמה לפיה יש להמעיט ככל האפשר בעסקות בין גוף לבין בעלי עניין בו אך סוברת שחשיבות הנושא מצדיקה לאפשר השאלות באופן זה.

ג. המלצות הוועדה למזעור תרמיות בניירות ערך דלי סחירות

1. ניירות ערך דלי סחירות

למדיניות הקיימת היום של מתן הקלות בגיוס ההון על ידי חברות צעירות וקטנות שנועדה לעודדן לגייס הון מן הציבור בשל פוטנציאל הצמיחה הגלום בהן, יש היבט אחר שמתבטא בדלות הסחירות של מניותיהן.

הוועדה בחנה את הסוגיה ומצאה שבניירות ערך דלי סחירות בבורסה הפוטנציאל לביצוע תרמיות במסחר גבוה ממניות אחרות בעלות סחירות גבוהה (נספח ז').

בשל ריבוי המניות מסוג זה, הוועדה ממליצה לקיים פעמיים ביום מסחר בשיטת המכרז, במניות דלות סחירות, אלא אם החברות ימנו לפחות עושה שוק אחד במניותיהן שיפעל בכל שלבי המסחר.

בבדיקה שערכה הוועדה על פעילות חריגה שטומנת בחובה פוטנציאל לתרמיות בשערי המניות מצאנו שעיקר החשש הוא במניות דלות סחירות. הסוגיה קשורה, בין השאר, לשאלה האם המסחר הרציף מתאים למסחר במניות דלות סחירות. הסוגיה הזו נדונה בעבר והוחלט לאמץ את שיטת מסחר אחידה ברצף לכל המניות.

הוועדה בדקה את נתוני המערכת לזיהוי חריגי מסחר של רשות ניירות ערך לשנת 2004 ומצאה שמרבית התצפיות החריגות מקורן במניות דלות סחירות. בין היתר ניתן ללמוד מהנתונים שבכ- 70% מהמקרים שזוהו כמסחר "חריג" על ידי המערכת בשנת 2004, היו בחברות בעלות ממוצע יומי של 2 עסקות בשלב המסחר הרציף, ונפח מסחר יומי של כ- 19 אלף ₪ בלבד.

מבדיקת מאפייני ניירות ערך בשנים 1997-2004 עולה כי כמעט 80% מהניירות החשודים מצויים בקטגוריית מסחר של מניות בעלות סחירות בינונית ודלה (החל ממניה 101 ומטה).

על רקע כל אלה הוועדה ממליצה על מספר צעדים שתכליתם למזער את האפשרויות לתרמיות במסחר בניירות ערך דלי סחירות.

1.1 הוועדה ממליצה לקיים מסחר פעמיים ביום בשיטת המכרז, במניות דלות סחירות, אלא אם החברות ימנו לפחות עושה שוק אחד במניותיהן שיפעל בכל שלבי המסחר.

הרציונל הכלכלי העומד בבסיס ההמלצה הזו הוא שמידת היעילות של שיטת המסחר נגזרת במידה רבה מהיקף המסחר בה. קיומו של מסחר רציף מיטיב את

מצבם של המשקיעים במניות המאוד סחירות, משום ששיטת המסחר מאפשרת מפגש רציף בין קונים למוכרים בכל נקודת זמן, ותגובה מיידית לכל מידע חדש שמגיע לשוק. לעומת זאת, במניות דלות סחירות נפגעת יכולתם של משקיעים להגיב מיידית לכל מידע שמגיע לשוק, והיקפי מסחר קטנים של מספר אלפי שקלים ביום, ואף פחות מכך, עלולים לטלטל את שערי המניה יתר על המידה. האפשרות לעשות זאת מהווה את המקור העיקרי לפוטנציאל של מניפולציה בשערי המניות. מבחינה זו מצבם של המשקיעים במניות דלות סחירות משתפר דווקא בשיטת מסחר רב-צדדי שמרכז בשתי נקודות זמן במשך היום את כל הביקושים וההיצעים. לא פחות חשוב מכך, היא ההכרה בעובדה ששיטת מסחר דו-צדדית, רציפה, אינה מתאימה לעסקות מועטות שהיקפי המסחר בהן נמוכים.

כמו כן, הוועדה סבורה בהתחשב בעדויות האמפיריות לגבי תרומת עושי שוק לנזילותן של ניירות ערך, שאם חברות ימנו עושי שוק למניותיהן דלות הסחירות, מידת הסחירות של מניות אלה תגדל, ויצומצמו ההזדמנויות והאפשרויות לתרמיות בניירות ערך אלה. המלצה ברוח זו נעשתה בדוח "ועדת האוזר הראשונה" שבחנה את הצורך בהסדרת פעילותם של עושי השוק.

1.1.1 הוועדה ממליצה שההגדרה של מניה דלת סחירות תתבסס על מאפייני מסחר ונזילות כגון: נפח המסחר, מספר העסקות וכדומה.

הוועדה סבורה, שבשונה מרשימת השימור, הקריטריון היחיד הרלבנטי להגדרה של מניות דלות סחירות הוא קריטריון של נזילות.

1.1.2 הוועדה ממליצה שהפרמטרים של המסחר והנזילות יתבססו על החציון ולא על הממוצע.

הוועדה סבורה שמדידת הנזילות על ידי ממוצע נפחי המסחר עלולה להטעות. לדוגמא, במיוחד במקרים בהם מניות לא נסחרות במשך זמן ארוך, ונרקמה עסקה אחת גדולה ביום מסחר מסוים אחד, עשוי להתקבל הרושם שהמניה בעלת נזילות גבוהה מהאמיתית. שימוש בחציון מאפשר להתגבר על הבעיה.

הוועדה בדקה את היקפי המסחר בשנת 2005, שהם גדולים באופן משמעותי מאלה שבשנים הקודמות ומצאה, שב- 224 מניות חציון נפח המסחר בהן הוא אפס (לוח 1 בנספח ז').

הוועדה ממליצה לעשות אבחנה בין הטיפול בחברות ברשימת השימור לבין הטיפול במניות דלות סחירות.

הוועדה סבורה שרשימת השימור מיועדת לטפל במניות ששווי ושיעור החזקות הציבור בהן הוא נמוך מאוד או שההון העצמי שלהן נמוך, ולכן ככאלה אינן ראויות להיחשב כחברות ציבוריות. לעומתן, הטיפול במניות דלות סחירות מיועד להתמודד עם בעיית חוסר סחירות גם כאשר שווי ושיעור האחזקות הם מעל לרמה שקבעו הוראות השימור. כאמור, לדעת הוועדה, האפשרויות וההזדמנויות לתרמויות במניות דלות סחירות רבות יותר.

2.1 הוועדה מציעה לבחון החמרה בדרישות השימור. הוועדה סבורה שההחמרה בדרישות השימור צריכה להתחשב גם במספר המניות דלות הסחירות שייאלצו להיסחר בהתאם לאמור בסעיף 2.1. נתוני המסחר של המניות ברשימת השימור, נכון למועד כתיבת הדוח, מוצגים בחלק ב' של לוח 1 בנספח ז'.

2.2 הוועדה ממליצה שבמקום דרישת הפיזור בין מספר מזערי של מחזיקים הקיימת היום בהנפקות חדשות, חברות תוכלנה לבחור בין דרישה זו לבין מינוי עושי שוק בניירות הערך המונפקים.

2.3 הוועדה ממליצה לבחון מחדש את התנאים למחיקתן המהירה של חברות שלד ברשימת השימור, לאור החשש מביצוע מניפולציות בשערי ניירות הערך של החברות הללו.

ד. אכיפה פנימית קציני ציוד

הוועדה ממליצה למנות ממונה אכיפה פנימית אצל חברי הבורסה ומנהלי השקעות (קציני ציוד)

1. מינוי קצין ציוד

הוועדה ממליצה לתקן את חוק ניירות ערך באופן שכל חברי הבורסה ומנהלי ההשקעות הגדולים יחויבו לקיים מערכת אכיפה פנימית. זהותם של מנהלי ההשקעות עליהם תחול חובה זו תיקבע לפי היקף הנכסים המנוהלים על ידם. על חברי הבורסה ועל מנהלי השקעות אלה תוטל חובה לקיים מערכת לפיקוח ואכיפה בקשר לחוק היועצים וחוק ניירות ערך. במסגרת התיקון לחוק זה תוטל חובה למנות אדם מתאים לתפקיד הממונה על האכיפה הפנימית (ראה נספח ח').

הוועדה מייחסת חשיבות למינויו של ממונה על האכיפה העצמית בהתחשב בכך שלעיתים קרובות נעשות תרמיות בשוק ההון בקלות יחסית, כדלהלן:

- א. העברת הוראות נוגדות מאותו חשבון לקוח לפי הוראה טלפונית או פרונטלית.
- ב. פקידים מעבירים הוראות על סמך היכרות הלקוחות אף אם אינם בעלי החשבון ואין להם הרשאה רשמית לפעול בחשבון.
- ג. שימוש בחשבון הנוסטרו של מנהלי תיקים לביצוע עסקות מתואמות עם הלקוחות תוך כדי העלאת השערים ולבסוף "גלגול" המניות על הלקוחות.
- ד. ניהול תיק השקעות על ידי מנהל תיקים עבור קרוב משפחה.
- ה. השפעה בדרכי תרמית על שערי ניירות ערך, עבירות שבוצעו על ידי מנהלי תיקים שפעלו עצמאית או באמצעות חברי בורסה בדרך של ביצוע עסקות קניה ומכירה מלאכותיות בתוך חשבון מפצל או בין חשבונות של לקוחות מנוהלים.

הוועדה סבורה שיש להטיל את החובה הזו על כל גוף שעוסק במתן שירותים של ייעוץ השקעות או ניהול השקעות ברישיון עבור לקוחות. עם זאת, הוועדה מודעת לכך שהקמת מערכת אכיפה פנימית כזו בקרב גופים קטנים אינו מעשי ועל כן יש להחיל את החובה רק על הגופים שהשפעתם על הפעילות בשוק ההון רחבה ובכללם: (1) על כל חברי הבורסה לרבות בנקים; (2) מנהלי השקעות גדולים (ייקבע לפי היקף נכסים מנוהלים).

הוועדה ממליצה לתקן את חוק ניירות באופן שחברי הבורסה ומנהלי ההשקעות הגדולים יחוייבו למנות אדם מתאים לתפקיד הממונה על האכיפה הפנימית ולקיים מערכת לפיקוח ואכיפה בקשר לחוק היועצים וחוק ניירות ערך (ראה נספח ח').

2. מינוי צוות ברשות ניירות ערך

הוועדה ממליצה להקים ברשות ניירות ערך, צוות אכיפה, שיעמוד בקשר עם הממונים על האכיפה הפנימית, ייזום פעולות הדרכה ויפקח על קיום אכיפה פנימית באמצעות ביקורות שוטפות.

נספחים

הנספחים הם ניירות העבודה שהוכנו על ידי חברי הוועדה כחומר רקע לדיונים והמלצות הוועדה.

נספח א' : כתב מינוי

ד' באדר התשס"ה
13 בפברואר 2005

mt050017

לכבוד
פרופסור שמואל האוזר
מר רונן מדר
מר אבי דנון
גב' אורלי קרן
מר דרור שליט
מר יוני שמש
מר רובי גולדנברג

נכבדי,

הנדון: וועדה לבחינת אפשרויות למזעור תרמיות בשוק ההון

הנכם מתמנים בזאת לכהן כחברי וועדה שתמליץ על דרכים נוספות למניעת האפשרות לביצוע תרמית בניירות ערך ובנכסים הנסחרים בבורסה בתל-אביב (להלן - ניירות ערך), נוסף על הפעולות הננקטות כיום בידי הרשות והבורסה לניירות ערך (להלן - הבורסה).

בשנים האחרונות ננקטו בידי הרשות והבורסה שורה של פעולות שנועדו למזער את האפשרות לתרמית במסחר בניירות הערך. אף על פי כן, עודנה קיימת סברה כי השוק חשוף לאפשרויות שונות של תרמית בניירות ערך, בעיקר סביב פקיעה של נגזרים פיננסיים ובניירות ערך דלי סחירות.

לאור זאת, אבקש כי תמליצו על דרכים נוספות לצמצום האפשרויות לתרמית בניירות ערך. בין היתר, אבקש כי תתייחסו לנושאים אלה:

1. דרכים למזעור האפשרות לתרמית בימי פקיעה ובימים שלפני ימי הפקיעה;
2. בהתחשב בניסיון שנצבר במסחר בניירות ערך דלי סחירות, האם ראוי לאמץ כללים שונים למסחר בניירות ערך אלה אשר יקשו על האפשרות ולביצוע תרמית בהם?

פרופסור שמואל האוזר ישמש כיו"ר הוועדה.

הגב' בתיה פילו ומר איציק שורקי ישמשו כמרכזי הוועדה.

הרשות תעמיד לרשות הוועדה את האמצעים המנהליים שיהיו דרושים לעבודתה ותסייע לוועדה סיוע אדמיניסטרטיבי.

הוועדה תהא רשאית, ככל שתמצא לנכון, להזמין מומחים שיופיעו בפניה.

את המלצותיכם הנכם מתבקשים להשלים בתוך שלושה חודשים.

אנו מאחלים לכם הצלחה ועבודה פורייה.

בברכה,

משה טרי

העתק: מר שאול ברונפלד, המנהל הכללי, הבורסה לני"ע בת"א בע"מ

נספח ב': סקירת פעולות הבורסה למזעור האפשרויות לתרמיות במסחר בניירות ערך ובנגזרים

מאז הקמת שוק הנגזרים ביצעה הבורסה שורה של פעולות אשר נועדו למזער ככל האפשר את האפשרות לבצע מניפולציות. השינויים בשיטת המסחר לוקחים בחשבון את מבנה המדדים ושוק הנגזרים והם מקבלים אישור רק לאחר בחינה מדוקדקת של רשות ניירות ערך המתייחסת, בין היתר, להשלכות ההחלטה על מזעור האפשרות לבצע מניפולציות.

הפעולות למזעור מניפולציות נעשו במספר מישורים, שהעיקריים בהם הינם :

1. **שיפור שיטת המסחר במניות** המהוות נכס הבסיס (מניות מדד ת"א-25) ובמיוחד המנגנונים לקביעת שער הפקיעה, קביעת השער הקובע של כל יום מסחר והשער בו מתווספת או נגרעת מניה מהמדד.
2. **שיפור איכותו של מדד ת"א-25** המהווה נכס הבסיס של הנגזרים, באופן המקשה על ביצוע מניפולציות.

להלן רשימה (לא מלאה) של פעולות שנעשו במטרה למזער מניפולציות :

2.1 **מדד ת"א-25 כולל רק 25 מניות בעלות שווי שוק גבוה (דצמבר 1991)**

ככל שנכס הבסיס הינו "גדול" יותר, כך קשה יותר לבצע בו מניפולציות. לכן, מאז השקתו, כלל מדד ת"א-25 את המניות בעלות שווי שוק הגבוה ביותר מבין כל המניות. ערך השוק של מניות ת"א-25 הינו כיום (יוני 2005) כ- 270 מיליארד ₪, המהווים כ- 66% מערך השוק של המניות הרשומות בבורסה.

2.2 **מגבלת פוזיציות למחזיק בודד (אוגוסט 1993)**

כמקובל בשוקי הנגזרים בעולם, קיימת מגבלה על כמות הנגזרים שרשאי משקיע בודד להחזיק. מטרת המגבלה הינה להקטין את המוטיבציה של גוף המחזיק בנגזרים לבצע מניפולציות בנכס הבסיס, שכן ככל שלמחזיק בודד יותר נגזרים הוא יכול להפיק רווח רב יותר ממניפולציה בנכס הבסיס. מגבלת הפוזיציות הקיימת כיום בנגזרי ת"א-25 הינה 24,000 פוזיציות בכוון אחד (שוק עולה או שוק יורד).

2.3 **מגבלה של 9.5% למשקלה של מניה במדד ת"א-25 (ינואר 1991)**

כדי להקשות על ביצוע מניפולציה על שערי ניירות הערך הכלולות במדד, באמצעות

"ריכוז מאמצים" להשפעה בדרכי תרמית על השער של מניה בעלת ערך שוק גבוה במדד, נקבעה "תקרה" למשקל של מניה בודדת במדד. תקרה זו הינה כיום 9.5%. לדוגמא, בתאריך 15.12.2004 משקלה האמיתי של מניית טבע, המניה הגדולה במדד ת"א-25, היה כ-36.6% מערך השוק המקורי של כלל המניות במדד ת"א-25. משקלה המתוקן של טבע במדד הינו המקסימום האפשרי- 9.5%. ואולם, למנגנון ה"תקרה" יש גם השפעה הפוכה. הוא גורם למניות ה"קטנות" שבמדד להנות ממשקל יתר על חשבון המניות הגדולות. בדוגמא הזו, משקלה של "כלל תעשיות" (המניה הקטנה במדד) עולה מ-1.33% ל-1.82% (גידול של כ-37%).

2.4 מניות הבנקים צורפו למדד (ינואר 1995)

עם השקתו של מדד ת"א-25 לא נכללו בו מניות הבנקים, זאת עקב האיסור על קופות וקרנות של בנק להחזיק במניות של אותו בנק (האיסור קיים גם כאשר קרן הנאמנות היא קרן שמדיניות ההשקעות שלה היא "לחקות" את המדד!). מניות הבנקים צורפו למדד, למרות מגבלה זו המכבידה על המשקיעים המוסדיים, בכדי להגדיל את שווי השוק שלו, ולהקשות על ביצוע מניפולציות.

2.5 מנגנונים לשיפור המדד הקובע לפקיעת הנגזרים- המדד נקבע במסחר פתיחה רב צדדי בתחילת היום (ספטמבר 1996) ובמועד אקראי (ינואר 2001)

שינוי המנגנון לקביעת השער הקובע לפקיעת הנגזרים נחשב לפעולה החשובה ביותר שעשתה הבורסה להקטנת האפשרות לביצוע מניפולציות. כידוע, המדד הקובע על פיו מחושבת הפקיעה של נגזרי מדד ת"א-25 נקבע ביום המסחר האחרון שלפני המימוש שחל, בדרך כלל, ביום חמישי בשבוע האחרון בחודש. עם השקת הנגזרים על מדד ת"א-25 נקבע המדד הקובע בסוף היום על סמך מיצוע של מחירי עסקות דו צדדיות שבוצעו סמוך לתום יום המסחר ב-25 המניות המרכיבות את המדד. העברת חישוב המדד הקובע לפקיעה למסחר פתיחה רב צדדי שיפרה באופן בולט את איכותו של המדד הקובע והקשתה על ביצוע מניפולציות, וזאת משתי סיבות. ראשית מסחר הפתיחה הרב צדדי מרכז מחזורים גבוהים בנקודת זמן אחת מאחר שכל המוכרים והקונים פועלים במשותף זה מול זה, ושנית לפני מסחר הפתיחה מתקיים שלב טרום הפתיחה שבו ניתן לשוק מידע מלא ומעודכן על "השערים התאורטיים" וה"מדד התאורטי" הנובעים מהפקודות שהוגשו. לאחר שהוברר שבמספר פקיעות הוגשו פקודות מניפולטיביות גדולות סמוך מאוד למועד תחילת המסחר בפתיחה, באופן שלא מותיר זמן מספיק להגיב עליהן, נקבע כי מסחר הפתיחה יתקיים במועד אקראי, בטווח של 5 דקות, בין השעות 9:45 ל-9:50. משמעות המועד האקראי הינו שגוף המבקש להגיש פקודה ולהיות בטוח שהיא תוגש לפני תום מועד הגשת הפקודות למסחר בשלב הפתיחה, חייב להגיש אותה עד שעה 9:45 בבוקר-מועד תחילת הזמן האקראי. באופן זה יש לשוק 2.5

דקות במוצע להגיב על פקודה זו. מי שמנסה לבצע מניפולציה במסחר באופן בו יגיש פקודה סמוך לתחילת המסחר, בלי שיהיה סיפק בידי השוק להגיב עליה, מסתכן בכך שיאחר את תחילת המסחר.

ביום בו מחושב המדד הקובע לפקיעה, במסחר הפתיחה, היקפי המסחר גבוהים בהרבה מימי מסחר אחרים. מסחר פתיחה זה הוא גם מועד טוב לגופים המבקשים לקנות או למכור מניות מדד ת"א-25, מה שמקשה עוד יותר על ביצוע מניפולציות.

3. **שער הנעילה נקבע במועד אקראי על פי עסקות בהיקף כספי גבוה (דצמבר 2001)**

שער הנעילה שהוא השער של תום המסחר ולפיו מבוצע השערוך של קרנות נאמנות, קופות גמל ותיקי השקעה אחרים, נקבע על פי מיצוע של עסקות שבוצעו במסחר הרציף, לקראת תום שלב המסחר הרציף. כדי לצמצם את האפשרות להשפיע בדרכי תרמית על שער הנעילה נקבע כי המיצוע יבוצע על פי היקף המסחר במניות בסכום של 500,000 ₪ לפחות שבוצעו ב-10 הדקות האחרונות של המסחר. אם בזמן זה בוצעו עסקות בהיקף קטן יותר, יכלול החישוב גם עסקות שבוצעו מוקדם יותר במשך יום המסחר. על מנת למנוע ריכוז של עסקות בעלות מטרה מניפולטיבית סמוך לתום השלב הרציף, מסתיים שלב מסחר זה במועד אקראי בטווח של 5 דקות.

4. **מניות מתווספות ונגרעות מהמדד בתום יום המסחר במתכונת של מסחר פתיחה (פברואר 2002)**

מועד ההוספה או הגריעה של מניה ממדד ת"א-25 הינו זמן "רגיש" לפעילות מניפולטיבית, שכן שער המניה במועד ההצטרפות הינו "נקודת ההתייחסות" של המדד ולכן התשואה הנצברת עד למועד ההוספה (או עד למועד הגריעה), לא נכללת במדד (ראה מקרה מניית "פרטנר"). על מנת להקטין את האפשרות למניפולציות במועד רגיש זה נקבע כי ערב ההוספה/גריעה של מניה מהמדד יתקיים מסחר רב צדדי, במתכונת בו מתבצע מסחר הפתיחה בבוקר (כולל מרכיב האקראיות במועד המדויק של המסחר). מסחר זה מרכז, בדומה למסחר ביום הפקיעה מחזורים של עשרות מיליוני ₪.

5. **תנאי סף להכללת מניה במדד - הקריטריון העיקרי להכללת מניות במדד ת"א-25 הינו שווי השוק של מניה. בכדי לתת משקל גדול יותר לסחירותה של המניה ולהחזקות הציבור בה, מוצע לשקול שינויים בתנאי הסף להכללת מניה במדד כדלהלן:**

5.1 החזקות ציבור בשיעור 20% לפחות (יוני 2005).

5.2 שווי שוק החזקות הציבור הוא לפחות 400 מיליון ₪ (ינואר 2005).

יצוין כי מדדים מובילים בעולם כגון מדדי FTSE ו-DAX שחושבו בעבר על פי שווי השוק של המניות הנכללות בהם, מחושבים כיום על פי ה"כמות הצפה" - שווי המניות שבידי הציבור.

6. **מניות רדומות לא נכללות בחישוב ערך השוק של המניות (מאי 2003).**

7. **שווי שוק לצורך עדכון המדד-מחושב על פי ממוצע (ינואר 2005)**

ה"מועדים הקובעים" לעדכון הרכב המניות במדדים הם בתאריכים ה-15.6 וה-15.12. שווי השוק מחושב על פי השער הממוצע של המניה ב-15 הימים שקדמו למועד הקובע (כ-10 ימי מסחר), ולא לפי השער במועד זה, כפי שהיה בעבר. מטרת החישוב הממוצע הינו להקשות על האפשרות לבצע מניפולציה בשערי המניה על מנת שתיכלל במדד במועדים הקובעים.

נספח ג': שיפור מדד ת"א-25

1. מדד ת"א-25 הינו נכס בסיס לנגזרים שהיקף המסחר בהם הוא הגבוה מבין כל הנגזרים. הרכב נכון ויעיל של המדד, שמתחשב במידת הנזילות של המניות הכלולות בו מגדיל את חסינותם של המדדים ויכול לתרום למזעור האפשרויות לתרמיות במסחר במניות אלה

מאז השקת המדד לפני כ- 15 שנים, נעשו פעולות רבות על מנת לשפר את איכות המדד (ראה נספח ב').

2. בסעיפים הבאים מוצגות המלצות הוועדה בדבר המשך שיפור מדד ת"א-25.

במסגרת השיפורים במדד מוצע להגדיל את תקרת המשקל של מניה בודדת במדד, כמפורט להלן:

2.1 **משקלה המרבי של מניה במדד ת"א-25 תחום בתקרה של 9.5%** (ראה בלוח 1 המצ"ב נתונים על המשקל המקורי והמשקל המתוקן של המניות במדד).

2.2 מקובל לחשוב שהרעיון העומד ביסוד קביעת תקרת המשקל הינו הרצון למזער מניפולציות, שכן קל יהיה לבצע מניפולציה בערך המדד באמצעות מניפולציה על שער מניה בעלת משקל גבוה במדד. אלא ש"אליה וקוץ בה", הגבלת המשקל של מניות בעלות שווי שוק גבוה, מביאה במקביל להגדלת משקלן של מניות בעלות שווי שוק נמוך הנהנות מעודף המשקל המועבר אליהן מהמניות שמשקלן חצה את התקרה. לדוגמא, ב- 15.12.2004, משקלה המקורי של טבע במדד היה 36.6% ומשקלה המתוקן הינו המקסימום האפשרי - 9.5%. כתוצאה מכך גדל משקלן של "המניות הקטנות" במדד. כך למשל משקלה של כלל תעשיות (המניה הקטנה במדד) עולה מ- 1.33% ל- 1.82% (גידול של כ- 37%).

כלומר, תקרה נמוכה מדי מקלה על ביצוע מניפולציות במניות הקטנות ובכך יוצרת תמריץ לביצוע אותן מניפולציות.

2.3 לאור האמור לעיל מוצע להגדיל את משקלה המרבי של מניה במדד למשקל שיקבע בנפרד ויהיה בין 12% ל- 15%.

נציין כי:

א. בהתאם למפורט בלוח 1 נראה שיש מתאם גבוה יותר בין סחירות המניות

במדד לבין משקלן המתוקן, כאשר התקרה הינה 15% לעומת המצב הנוכחי של תקרת משקל של 9.5%.

ב. הגדלת המשקל המרבי של מניה בודדת במדד ל- 12% או ל- 15% תגדיל את משקלן של המניות הדואליות, ותתרום, לדעת הוועדה, גם היא למזעור האפשרויות למניפולציות.

2.4 הסיבה לקביעת תקרה בגובה 9.5% היתה הכלל המונע מקרנות נאמנות להחזיק יותר מ- 10% מנכסיהן במניה מסוימת. הגדלת התקרה תימנע מקרנות נאמנות "המחקות" את מדד ת"א-25 להשקיע בו במדויק אם משקלה של מניה יהיה יותר מ- 10% (הצעה לתיקון תקנות קרנות נאמנות בנושא זה נמצאת מזה חודשים רבים בהליכי חקיקה).

3. הגדלת משקל ה"כמות הצפה" במניות מדד ת"א-25

במסגרת המאמצים לשיפור איכות המדד נקבעו "תנאי סף" להכללת מניה במדד.

3.1 כללי

- תנאי הסף לשיעור אחזקות הציבור (הכמות הצפה) הינו 20%
- תנאי הסף לשווי הכמות הצפה הינו 400 מליון ש"ח.

3.2 "כמות צפה"

מוצע להמשיך בפעולות להגדלת החשיבות של ה"כמות הצפה" ובכללם:

- לבחון את האפשרות להגדיל בהדרגה את שיעור הכמות הצפה בתנאי הסף להכללת מניה במדד;
- לבחון את משמעות שיקלול המניות במדד על-פי שווי ה"כמות הצפה", כנהוג במדדים מובילים בעולם.

לוח 1

הצעה לשינוי משקל מרבי למניה במדד ת"א-25

ת"א-25										
א	ב	ג	ד	ה	ו	ז	ח	ט	י	יא
סידורי	שם נייר	שווי שוק במלש"ח (15/12/2004)	ממוצע במלש"ח* מחזור יומי	שיעור החזקות הציבור	ממוצע שווי החזקות הציבור	משקל מקורי	CAP 9.5%	CAP 12%	CAP 15%	אחוז בחירות
1	טבע	79,709	71.5	95.08%	74,293.1	33.64%	9.50%	12.00%	15.00%	18.45%
2	פועלים	17,466	56.9	64.12%	10,705.6	7.37%	9.50%	9.78%	9.44%	14.70%
3	לאומי	16,136	36.5	48.57%	7,388.4	6.81%	9.35%	9.03%	8.72%	9.41%
4	בזק	12,728	15.9	35.87%	4,423.6	5.37%	7.38%	7.12%	6.88%	4.10%
5	כיל	12,342	20.8	39.37%	4,762.2	5.21%	7.15%	6.91%	6.67%	5.38%
6	מכתשים אגן	9,155	24.2	57.32%	5,104.4	3.86%	5.31%	5.12%	4.95%	6.25%
7	מגדל ביטוח	6,901	6.5	16.23%	1,104.8	2.91%	4.00%	3.86%	3.73%	1.69%
8	פרטנר	6,637	11.2	34.50%	2,247.6	2.80%	3.85%	3.71%	3.59%	2.89%
9	אידיבי פתח	6,558	13.4	37.50%	2,508.4	2.77%	3.80%	3.67%	3.55%	3.46%
10	חברה לישראל	6,475	7.4	23.63%	1,501.7	2.73%	3.75%	3.62%	3.50%	1.92%
11	אפריקה	6,198	8.1	18.08%	1,075.4	2.62%	3.59%	3.47%	3.35%	2.09%
12	דיסקונט א	5,232	11.6	42.91%	2,283.2	2.21%	3.03%	2.93%	2.83%	2.98%
13	דיסקונט השקעות	5,225	8.8	32.53%	1,661.6	2.21%	3.03%	2.92%	2.82%	2.27%
14	אסם	4,561	3.3	25.13%	1,119.9	1.92%	2.64%	2.55%	2.47%	0.85%
15	נלל עסקי ביטוח	4,477	8.4	34.34%	1,501.6	1.89%	2.59%	2.51%	2.42%	2.16%
16	אלביט מערכות	4,330	10.9	48.68%	2,016.1	1.83%	2.51%	2.42%	2.34%	2.82%
17	שטראוס-עלית	4,149	6.0	24.15%	1,008.3	1.75%	2.40%	2.32%	2.24%	1.55%
18	גיוון	4,134	8.2	48.47%	1,948.1	1.74%	2.40%	2.31%	2.23%	2.12%
19	מזרחי	3,733	9.0	49.10%	1,830.3	1.58%	2.16%	2.09%	2.02%	2.32%
20	אגיס	3,630	15.3	50.14%	1,828.0	1.53%	2.10%	2.03%	1.96%	3.95%
21	הראל השקעות	3,585	6.4	34.05%	1,203.3	1.51%	2.08%	2.01%	1.94%	1.64%
22	דלק קבוצה	3,577	3.9	19.84%	727.7	1.51%	2.07%	2.00%	1.93%	1.00%
23	אלוריון	3,443	6.3	96.82%	3,408.1	1.45%	2.00%	1.93%	1.86%	1.64%
24	אידיבי אחזקות	3,404	11.3	30.84%	1,057.3	1.44%	1.97%	1.91%	1.84%	2.92%
25	נלל תעשיות	3,144	5.7	36.02%	1,165.3	1.33%	1.82%	1.76%	1.70%	1.46%
סה"כ		236,929	387.4							100%
כ דואליות		98,252	108							27.9%

נספח ד': שלב מסחר רב-צדדי לקביעת שער הנעילה

מומלץ כי מידי יום, בתום המסחר הרציף, יתקיים מסחר רב-צדדי קצר (מכרז נעילה) בכל ניירות הערך ושער הנעילה ייקבע על פי תוצאותיו.

1. המצב הקיים

1.1 המסחר בניירות ערך בבורסה מתקיים כיום ב- 4 שלבים :

- * שלב טרום פתיחה.
- * שלב פתיחה.
- * שלב רציף.
- * שלב מסחר בשער הנעילה.

1.2 האלגוריתם הקיים היום לחישוב שער הנעילה (השער הקובע) בכל ניירות הערך הנסחרים בבורסה, מבוסס על ממוצע שערי עסקות אחרונות שבוצעו בנייר הערך באותו יום מסחר.

חישוב שער הנעילה מורכב מאוד שכן הוא תלוי במספר רב של משתנים וביניהם: התמורה הכספית של העסקות, מועד ביצוען, שלב המסחר בו בוצעו וסוג נייר הערך. בנוסף, החישוב כאמור עשוי להיות מושפע גם מאירועים אחרים הקשורים למסחר בנייר הערך, כגון: הפסקת מסחר, יום מסחר ראשון וכו'. זאת ועוד, בשנת 2002 התווסף לחישוב שער הנעילה "מנגנון עש"ב" (עסקות בשקלים בודדים) שהעלה את מורכבות החישוב עוד יותר.

1.3 מאז השקת "רצף" בשנת 1997, פועלת הבורסה במטרה למזער את האפשרות להשפיע בדרכי תרמית על שערי הנעילה וזאת באמצעות האלגוריתם על פיו מחושב שער זה.

לדוגמא, בשנת 2002 נקבע כי בניירות ערך שעומדים להצטרף או להיגרע ממדד שיש עליו נגזרים, יחושב שער הנעילה על בסיס "מכרז נעילה". מכרז זה מכונה כיום בהנחיות "מסחר פתיחה מיוחד".

הנחיות אלה חלות כיום גם על ניירות ערך הכלולים בכל המדדים שיש עליהם תעודות סל. בנוסף, נקבעו בהנחיות אירועים נוספים המהווים עילה לקיום מסחר פתיחה מיוחד בנייר ערך.

הניסיון שנרכש מלמד כי "מסחר הפתיחה המיוחד" המתקיים בתום המסחר הרציף לרגל אירועים מסויימים מרכז מחזורי מסחר גדולים ומתנהל לשביעות רצונם של כל המשתתפים במסחר.

2. מכרז נעילה בבורסות המובילות באירופה

מזה מספר שנים מתקיים בכמה בורסות מובילות באירופה מכרז נעילה בסיום המסחר.¹

שלב מסחר זה מאופיין על-ידי שלב "טרום נעילה" הנמשך, מידי יום, בין 5 ל-10 דקות ואחריו, במועד הנקבע מידי יום באופן אקראי, מתקיים מסחר רב-צדדי. השער שנקבע במסחר הרב-צדדי הוא הבסיס לחישוב שער הנעילה של נייר הערך.

להלן פרוט המאפיינים של "מכרז הנעילה" בבורסות המובילות באירופה:

שלב מסחר בשער הנעילה	מרכיב האקראיות (שניות)	משך שלב "טרום נעילה" ² (דקות)	מועדי שלב "טרום נעילה"	
אין	30	5	16:30 – 16:35	לונדון
אין	30	5	20:00 – 20:05	פרנקפורט ³
אין	30	5	17:25 – 17:30	יורונקסט פאריז
יש, 10 דקות	30	5	17:25 – 17:30	יורונקסט אמסטרדם
יש, 10 דקות	30	5	17:25 – 17:30	יורונקסט בריסל
אין	30	5	17:30 – 17:35	מדריד
אין	60	10	17:25 – 17:35	מילאנו

3. הסיבות לקיום מכרז נעילה

הוועדה ממליצה לקיים מכרז נעילה מידי יום, מהסיבות המפורטות להלן:

3.1 לשער הנעילה חשיבות רבה שנובעת בעיקר מן העובדה שעל פיו משוערכים קרנות נאמנות, קופות גמל, קרנות פנסיה ותיקי השקעות, ולכן חשוב לגרום לכך שיהיה קשה להשפיע עליו בדרכי תרמית.

במסחר רב-צדדי באים לידי ביטוי הביקושים וההיצעים המצרפיים בנייר הערך

¹ . FESE - Federation of European Securities Exchanges

² ללא מרכיב האקראיות.

³ בפרנקפורט מתקיים מסחר רב-צדדי בשני מועדים נוספים במהלך היום, בשעה 13:00 ובשעה 17:30.

הממתנים את השפעתן של פקודות בהגבלת שער קיצונית על שער הנעילה. לפיכך, ניתן לראות בשער הנקבע במסחר רב-צדדי כשער המשקף באופן נאות את העדפות המשקיעים סמוך לפני תום המסחר.

בנוסף, על פי שער הנעילה מתקיים שלב המסחר בשער הנעילה. שלב מסחר זה אורך כ-15 דקות בלבד אולם המסחר בו מהווה כ-5% מהיקף המסחר בבורסה במניות ובניירות ערך המירים.

מחקר שפורסם ב-2003 אודות הבורסה של פריז⁴, מלמד כי קביעת שער הנעילה על בסיס תוצאות מסחר רב-צדדי משפרת באופן משמעותי את "איכות" השער.

3.2 הניסיון שנצבר במסחר בבורסה, כמפורט לעיל, תומך בהמלצה לקבוע את שער הנעילה על בסיס תוצאות מסחר רב-צדדי.

3.3 כידוע, המורכבות הקיימת כיום בחישוב שער הנעילה נובעת בעיקר מהרצון שהאלגוריתם לחישוב שער הנעילה ייתן ביטוי לעסקות האחרונות שבוצעו בנייר הערך מחד גיסא, אולם יקשה על ביצוע מניפולציות בשער הנעילה, מאידך גיסא. שתי מטרות אלו גלומות במכרז הנעילה הרב-צדדי וניתן להשיגן תוך צימצום המורכבות הכרוכה באלגוריתם הקיים.

3.4 אימוץ סטנדרטים בינלאומיים המקובלים בבורסות המובילות באירופה תורם לתדמית הבורסה, בעיקר בעיניהם של המשקיעים הזרים, והופך את שיטת המסחר בה למוכרת וברורה יותר ולכן גם לאטרקטיבית יותר עבורם.

4. עקרונות מכרז הנעילה

מומלץ לקיים מכרז הנעילה יתקיים בהתאם לעקרונות הבאים:

4.1 להאריך את שעות המסחר בניירות ערך ובנגזרים עד לשעה 15:17, כדי להאריך את משך שעות המסחר החופפות בין המניות הדואליות בבורסות בארה"ב לבין הבורסה בתל-אביב.

4.2 מועד סיום שלב המסחר הרציף יקבע מידי יום בזמן אקראי.

⁴ A closing call's impact on market quality at Euronext Paris, Michael S. Pagano and Robert A. Schwartz - Journal of Financial Economics, Vol. 68, no. 3 (June 2003), Pages 439-484

- 4.3 משך שלב "טרומ הנעילה" יארך בין 5 ל-10 דקות. מועד מכרז הנעילה יקבע מדי יום בזמן אקראי בטווח של 5 דקות (כלומר שלב טרום הנעילה יארך כ- 5 דקות + משך זמן אקראי של עד 5 דקות).
- 4.4 לאחר מכרז הנעילה יתקיים שלב מסחר בשער הנעילה, כנהוג היום. משך שלב זה יהיה 5-10 דקות.
- 4.5 שער הבסיס למכרז הנעילה יהיה שער העסקה האחרונה שבוצעה בנייר הערך, בשלב המסחר הרציף.
- 4.6 בשלב מסחר טרום הנעילה יחושבו ויפורסמו לכל נייר ערך שער ומחזור תאורטיים. לא יחושבו מדדים תאורטיים על סמך שערים אלו.
- 4.7 האלגוריתם לחישוב שער הנעילה יתבסס על השער שיקבע במכרז הנעילה, בכפוף לכך שהשווי הכספי של העסקות שבוצעו בו יהיה גבוה מסכום מזערי שיקבע בנפרד, אך יהיה נמוך מ-500 אלף ש"ח (הסכום הקיים כיום).
- אם השווי הכספי של העסקות שיבוצעו במכרז יהיה נמוך מהסכום המזערי הנ"ל, יחושב שער הנעילה כממוצע משוקלל של העסקות שבוצעו ב"מכרז הנעילה" בתוספת עסקות שבוצעו בנייר הערך לפני המכרז.

נספח ה': חסימת עסקות עצמיות

"עסקה עצמית" – עסקה בבורסה בדרך של הפגשת פקודת קניה עם פקודת מכירה, אשר הוזרמו על ידי "אותו בעל חשבון" או על פי הוראתו.

עסקות עצמיות ייתכנו בשלושה מצבים עיקריים:

1. עסקות עצמיות שנעשו בשוגג עקב טעויות הקלדה;
2. עסקות עצמיות עקב בעיה טכנית בתוכנת העברת הפקודות לביצוע במסחר בבורסה;
3. עסקות עצמיות שנועדו להשפיע בדרכי תרמית על תנודות השער של ניירות ערך (WASH (SALES).

הרציונל מאחורי ההצעה לחסום עסקות עצמיות, בין אם מקורן בטעות ובין אם התבצעו מתוך כוונה לרמות, הינו למנוע התקיימותן של עסקות מלאכותיות, שבמסגרתן הוזרמו על ידי אותן אדם פקודות קניה ומכירה של אותו נייר ערך, באופן שהן מבטלות האחת את רעותה. פעולה זו אינה מצריכה השקעה כספית כלשהי, שכן הבעלות בניירות הערך נשארת ממילא בידיו כל העת, שעה שהוא סוחר למעשה רק עם עצמו.

קביעת מנגנונים לחסימת האפשרות לביצוע עסקות עצמיות תסייע מחד, למנוע טעויות מאותם גופים ("עושי שוק") המצטטים באופן ממוחשב פקודות קניה ומכירה בניירות ערך ומאידך, תסייע ותמנע השפעה בדרכי תרמית על שעריהם של ניירות ערך באמצעות עסקות מלאכותיות (WASH (SALES), ובכך תמנע הסטת שער נייר הערך ממחיר השוק – המחיר שהיה נקבע על פי שיקולים כלכליים, כתוצר של היצע וביקוש אמיתיים.

מוצע כי חברי הבורסה יפעלו לעדכון מערכות המחשב לשם מניעת או חסימת עסקות עצמיות על ידי קביעת מנגנון חסימה בתוכנות העברת הפקודות למסחר בבורסה.

כמו כן מוצע להחיל את החסימה על כל סוגי ניירות הערך: מניות, ניירות ערך המירים למניות, נגזרים, אגרות חוב ותעודות סל **ובכל שלבי המסחר בבורסה**.

מוצע לקבוע כי הזרמת פקודות בחשבון המפצל של חברות לניהול תיקי השקעות, ניהול קרנות נאמנות וניהול קופ"ג, על ידי מספר מנהלי תיקים או מנהלי השקעות, תתבצע באמצעות חשבונות נפרדים (חשבון אחד לכל מנהל תיקים או מנהל השקעות), על מנת למנוע את הסיכון ביצירת עסקות עצמיות ביניהם.

בשלב זה נכלל מנגנון חסימה בתוכנת העברת ההוראות למסחר בבורסה, אשר משמשת את החש"בים (חברים שאינם בנקים) ולקוחותיהם. החסימה חלה על כל סוגי ניירות הערך, בשלב המסחר הרציף בלבד.

באשר לחסימתן של עסקות עצמיות בשלב מסחר הפתיחה, שלב מסחר רב-צדדי שבסופו נקבע שער לכל נייר ערך (שער פתיחה), שעל פיו מבוצעות עסקות הנובעות מפקודות שהוגשו בשלב טרום הפתיחה, התעוררו השאלות הבאות:

1. האם ראוי להתיר הזרמתן של פקודות נוגדות על ידי אותו בעל חשבון בפרק הזמן בו לא ניתן לבטל או לשנות פקודות; יודגש כי יתכן ושאלה זו מאבדת ממשמעותה לאור העובדה שהוועדה ממליצה לקצר את פרק הזמן בו לא ניתן יהיה לבטל או לשנות פקודות ל – 5 דקות בלבד.

2. איזה מנגנון חסימה ראוי שיתקיים בשלב מסחר רב-צדדי.

נוכח העובדה שהוועדה ממליצה על קיום מסחר רב-צדדי, פעמיים ביום, במניות דלות סחירות, הרלוונטיות של השאלות הנ"ל מתעצמת.

כמו כן מוצע לבחון את האפשרות של חסימת עסקות עצמיות כאמור לא רק אצל כל חבר בורסה בפני עצמו אלא גם בין החברים. לצורך כך יש להתגבר על בעיות טכניות מורכבות, הנובעות מחוסר תיאום וסינכרון בין המערכות השונות של החברים.

מומלץ לשקול יצירת חסם מובנה במחשב המסחר בבורסה (מספר מזהה חד-ערכי של בעל חשבון ניירות הערך) באופן בו בעת קליטת הפקודות שהוזרמו ממחשבי החברים, תתבצע סריקה של ספר הפקודות ותיבדק "תקינותן" לפני הפגשתן.

הוועדה מציינת כי בעת בחינת הנושא יש להתחשב באילוצים של המשקיעים הזרים בכלל ושל חברי הבורסה הזרים בפרט אשר מערכותיהם אינן כוללות בהכרח את הפרטים המזהים הנדרשים ליישום הפתרון כאמור. דרישה להכללת פרטים כאמור על-ידם עלולה להכביד ואולי אף לסכל את פעילותם בארץ. כל פתרון צריך שיעשה בתאום עם המשקיעים הזרים.

נספח ו': איסור עסקות מחוץ לבורסה בנגזרים

1. מצב קיים

בהתאם לפרק ז' לתקנון הבורסה הודן בעסקות מחוץ לבורסה.

1.1 ניתן לבצע עסקות מחוץ לבורסה במניות ואגרות חוב (כולל מק"מ) הרשומות למסחר בבורסה כפוף לתנאים הבאים.

1.1.1 קבלת אישור הלקוח מראש לביצוע העסקה מחוץ לבורסה.

1.1.2 קבלת אישור הלקוח מראש למחיר העסקה אם היא נעשית בשער פחות טוב משער הבורסה (אישור דומה נדרש אם היא מבוצעת לאחר תום המסחר ושער הייחוס הינו שער הנעילה).

1.2 אסור לבצע עסקות מחוץ לבורסה בנגזרים.

1.3 הדיווח על עסקות מחוץ לבורסה נמסר לבורסה על-ידי החברים בתום המסחר, ומתפרסם בגיליון השערים של הבורסה באיחור של יום לפחות לאחר ביצוע העסקה.

1.4 הוועדה בחנה שנית את הכלל המתייחס לאיסור ביצוע עסקות מחוץ לבורסה בנגזרים והגיעה למסקנה שהוא כלל נכון ורצוי, וזאת כמפורט להלן.

2. הבעייתיות בביצוע עסקות מחוץ לבורסה

2.1 הוועדה סוברת שככלל, יש להעדיף ביצוע עסקות בבורסה על פני ביצוע עסקות מחוץ לבורסה, וזאת מהסיבות הבאות:

2.1.1 עסקה המובאת לביצוע בבורסה עומדת במבחן השוק. בעת ביצועה נעשה רישום מדויק של מועד העסקה (TIME STAMPING) המקטין את האפשרות לבצע הונאות והעדפת לקוחות.

2.1.2 עסקה המבוצעת מחוץ לבורסה פוגעת ביעילות הכללית של השוק מאחר והיא גורמת לפרגמנטציה של המסחר. בנוסף נפגמת שקיפות המסחר

שכן המידע על העסקה מתפרסם באיחור, ובכך יש פגיעה נוספת ביעילות השוק.

2.2 עם זאת הותר ביצוע עסקות מחוץ לבורסה בניירות ערך, כפוף לתנאים המחמירים שפורטו בסעיף 1.1 לעיל, וזאת מהסיבות הבאות:

2.2.1 תנודות המחירים במניות ואגרות חוב הינן בדרך כלל קטנות יחסית לתנודות בנגזרים ולכן אפשרות ההונאה והעדפת לקוחות (באמצעות דווח על זמן לא מדויק) קטנה.

2.2.2 מאחר וכמות המניות של חברה הינה "קבועה", ישנה חשיבות מיוחדת למסחר מחוץ לבורסה ב"חבילות" דהיינו כמויות גדולות של ניירות ערך שמחירם שונה מאשר מחיר של כמות "רגילה" של מניות הנסחרת במקביל בבורסה. דוגמה בולטת לכך יכולה להיות מסחר ב"חבילת מניות" המגלמת שליטה בחברה, שמחירה עשוי להיות גבוה בשיעור ניכר ממחיר המניות הכלולות בה, והנסחרות בבורסה.

3. איסור עסקה מחוץ לבורסה בנגזרים

האמור בסעיף 2.1 לעיל מסביר ומחזק לדעת הוועדה את האיסור הקיים לבצע עסקות מחוץ לבורסה בנגזרים שכן:

3.1 תנודת המחירים בנגזרים הינה גבוהה, בפרק זמן קצר יחסית (מס' שניות) יכול מחירה של אופציה להשתנות בעשרות אחוזים, ולכן פוטנציאל ההונאה הינו גדול.

3.2 במסחר בנגזרים אין משמעות ל"חבילות" לשם השגת שליטה בחברה.

4. נימוקים נוספים לאיסור ביצוע עסקה מחוץ לבורסה בנגזרים

בנוסף לאמור לעיל מציינת הוועדה את הנקודות הבאות:

4.1 עסקות תואמות (ג'מבו) נותנות מענה הולם למקרה בו יש צורך לנהל מו"מ על ביצוע עסקה בנגזרים לפני ביצוע העסקה - אולם ביצוע העסקה הינו בבורסה.

4.2 ביצוע מסחר באסטרטגיות המתוכנן ע"י הבורסה ייתן מענה למקרה בו מתבצעת

עסקה משולבת במספר נגזרים בו זמנית.

- 4.3 **מסלקת הבורסה אינה צד נגדי מרכזי** לעסקות בניירות ערך המתבצעות מחוץ לבורסה, ויש להניח שבדומה לכך לעסקות בנגזרים, מסלקת מעו"ף לא תהייה צד נגדי מרכזי משום שיש בכך כדי להגדיל את הסיכון של חברי הבורסה ולקוחותיהם.
- 4.4 התייחסות דומה קיימת לגבי "**חשבון מפצל של מנהל תיקים**" - מנהל תיקים רשאי לפעול באמצעות חשבון מפצל במניות ואג"ח אך אינו מאושר לפעול באמצעות חשבון כזה בנגזרים.
5. **לסיכום** – הוועדה מציינת כי הכלל לפיו אין לבצע עסקות מחוץ לבורסה בנגזרים הינו כלל נכון, ויש להמשיך בו.

נספח ז': מניות דלות סחירות

במסמך זה אנחנו מציעים לקבוע שמניות דלות סחירות בבורסה בתל אביב (יש לקבוע הגדרה מתאימה לתנאי השוק המקומי), יעברו ממסחר רציף למסחר רב-צדדי, מספר פעמים ביום. כמו כן, מוצע לאפשר למניות דלות סחירות לעבור למסחר רציף בתנאי שימצאו עושה שוק קבוע.

בבדיקה שערכנו על פעילות חריגה שטומנת בחובה פוטנציאל למניפולציה בשערי המניות מצאנו שעיקר החשש הוא במניות דלות סחירות. הסוגיה קשורה, בין השאר, לשאלה האם המסחר הרציף מתאים למסחר במניות דלות סחירות. הסוגיה הזו נדונה בעבר והוחלט לאמץ את שיטת המסחר ברצף לכל המניות.

להערכתנו אימוץ שיטת מסחר בשיטת מכרז למניות דלות סחירות ישרת מספר מטרות וביניהן:

- (1) הקטנת היכולת לבצע מניפולציות במניות דלות סחירות;
- (2) הגדלת התמריץ להכנסת עושי שוק;
- (3) שיפור מצבם של המשקיעים במניות דלות סחירות;
- (4) אימוץ שיטת המסחר הנהוגה בבורסת היורונקסט תסייע במאמצי ההצטרפות של הבורסה בתל אביב לאיחוד הבורסות הנ"ל.

להלן מוצגים הנימוקים להצעה:

- **אפשרות למניפולציה במניות דלות סחירות** - מבדיקת נתוני מערכת לזיהוי חריגי מסחר לשנת 2004 עולה כי מרבית התצפיות החריגות מקורן במניות דלות סחירות. בין היתר ניתן ללמוד מהנתונים כי, 70% מתוך סך כל התצפיות שזוהו כחריגות ע"י המערכת בשנת 2004, היו תצפיות של חברות בעלות ממוצע יומי של 2 עסקאות ברציף ונפח מסחר של כ 19 אלף ש"ח.
- מתוך נתוני מערכת החריגים נבדקו ניירות ערך שהוחלט לגביהם על המשך בדיקה בעקבות החשד למניפולציה או תרמית בשנים 1997-2004. הטבלה הבאה מציגה ממוצע רב שנתי של התפלגות הניירות החשודים במונחי קטגוריות מסחר ביחס לנפח המסחר הממוצע בכל שנה:

קטגוריית מסחר	התפלגות ניירות ערך חשודים בשנים 1997-2004
ת"א 25	6%
ת"א 75	16%
101- ומטה	78%

מבדיקת מאפייני ניירות ערך אלה עולה כי כמעט 80% מהניירות החשודים מצויים בקטגוריית מסחר של מניות בעלות סחירה בינונית ודלה (החל ממניה 101 ומטה).

הטבלה הבאה מציגה את ניירות הערך בחתך לסוגי חשדות בשנים 1997-2004. מהנתונים עולה כי מרבית החשדות מתמקדים בעבירות של מידע פנים ותרמית:

סוגי חשדות	ממוצע רב שנתית באחוזים
מידע פנים	43%
תרמית	51%
אחר	6%

ההתמקדות בנייר זה היא על עבירות של תרמית בניירות ערך. הטבלה הבאה מציגה פילוח של עבירות התרמית לפי קטגוריות מסחר ביחס לנפח המסחר הממוצע בכל שנה (בין השנים 1997-2004):

קטגוריית מסחר	התפלגות ניירות ערך חשודים בתרמית
ת"א 25	0%
ת"א 75	5%
101 - ומטה	95%

מתוך קבוצת ניירות הערך החשודים בתרמית 95% מקורם במניות בעלות סחירה בינונית ודלה (החל ממניה 101 ומטה).

- מניות דלות סחירות בבורסה בתל אביב – מבדיקת נתוני המסחר של המניות שנסחרו בבורסה בשנת 2004 עולה כי, נפח המסחר היומי הממוצע של למעלה ממחצית מהמניות (החל ממניה 251 ומטה) היה נמוך מ 7 אלפי ש"ח ומספר העסקאות היומי הממוצע ברציף היה פחות מעסקה אחת ביום כמפורט בטבלה הבאה:

מספר עסקאות יומי בנעילה שנת 2004	מספר עסקאות יומי בפתיחה שנת 2004	מספר עסקאות יומי ברציף שנת 2004	נפח מסחר יומי ממוצע שנת 2004	מניות
13.19	26.97	342.12	13,515,159	ת"א 25
3.11	4.83	72.25	1,574,103	ת"א 75
0.47	1.19	11.99	196,916	101-250
0.04	0.21	0.81	7,298	יתר המניות

- שיטת המסחר בבורסה בתל אביב לעומת שיטת המסחר בבורסת היורונקסט - על פי שיטת המסחר הנהוגה כיום בבורסה בתל אביב נסחרות כל המניות בשלושה שלבי מסחר: (1) שלב מסחר הפתיחה (מכרז) הוא שלב מסחר רב צדדי (2) שלב המסחר הרציף, בו מתבצע מסחר דו צדדי רציף וסימולטני (3) שלב המסחר בשער נעילה, בו מבוצעות העסקאות במסחר דו צדדי בשער נעילה.

בבורסת היורונקסט, הבורסה השניה בגודלה באירופה במונחי שווי שוק ונפחי מסחר, המאגדת את הבורסות בפריז, אמסטרדם, בריסל, ליסבון, ובורסת הנגזרים LIFFE, נחלקות המניות למספר קטגוריות מרכזיות. החלוקה לקטגוריות קובעת את שיטת המסחר: מניות בעלות סחירות גבוהה מאוד (next-100) נסחרות במסחר רציף ללא עושי שוק; מניות בעלות סחירות בינונית נסחרות במסחר רציף עם עושי שוק; מניות דלות סחירות נסחרות לפחות פעם אחת ביום במסחר רב-צדדי (מסחר פתיחה) אלא אם החברות מינו עושה שוק ואז הן נסחרות במסחר רציף. ההגדרה למניה דלת סחירות, על פי תקנון המסחר של בורסת היורונקסט, היא קיומן של פחות מ- 2,500 עסקאות שנתיות המתורגם לכ - 10 עסקאות בממוצע ביום.

על רקע זה, אם חברות תבחרנה להשתמש בשירותים של עושי שוק, הן תוכלנה להיסחר בשיטת הרצף ובכך ניתן יהיה לקדם את פעילותם של עושי השוק מחד, להגביר נזילות מאידך.

הרציונל הכלכלי - מידת היעילות של שיטת המסחר נגזרת גם ממידת סחירותה. קיומו של מסחר רציף מיטיב את מצבם של המשקיעים במניות המאוד סחירות, משום ששיטת המסחר מאפשרת מפגש רציף בין קונים למוכרים בכל נקודת זמן, ותגובה מיידית לכל מידע חדש שמגיע לשוק. לעומת זאת, במניות דלות סחירות מצד אחד נפגעת יכולתם של משקיעים להגיב מיידית לכל מידע שמגיע לשוק, ומצד שני היקף מסחר קטן של מספר אלפי שקלים ביום ואף פחות מכך, עלול לטלטל את שערי המניה יתר על המידה. טלטלות אלה הן המקור העיקרי לפוטנציאל של מניפולציה בשערי המניות. מבחינה זו מצבם של המשקיעים במניות דלות סחירות משתפר דווקא בשיטת מסחר רב-צדדי שמרכז בשתי

נקודות זמן במשך היום את כל הביקושים וההיצעים. לא פחות חשוב מכך, היא ההכרה בעובדה ששיטת מסחר רב-צדדית כפי שנעשה בפתיחה מתאימה יותר לעסקאות שהיקפי המסחר בהן נמוכים.

- **המסחר בשיטת המכרז ברשימת השימור** - כיום מניות שנסחרות ברשימת השימור בבורסה נסחרות בשיטת המכרז הרב-צדדי. דהיינו, נראה שלבורסה יש אפשרות טכנית לבצע את השינוי.

על סמך הנתונים שהוצגו בסעיפים הקודמים, מוצע לקיים מסחר רציף במניות סחירות (יש לקבוע הגדרה מתאימה לתנאי השוק המקומי) ומסחר בשיטת המכרז במניות דלות סחירות. למניות דלות סחירות תינתן אפשרות לעבור למסחר רציף בתנאי שימצאו עושה שוק קבוע.

לוח 1 - נתונים על היקף הסחירות של המניות בבורסה

הנתונים מתבססים על שנת 2005 (ינואר עד יוני), מניות ברשימת השימור נכון ליוני 2005 מודגשות.

חלק א' – כלל המניות

מספר עסקאות חציון יומי	מספר עסקאות יומי חציון ברציף	נפח מסחר יומי חציון 2005 בש"ח	מניה	חברה	מונה
1060.0	964.0	63,337,969	662577	662	1
1377.0	1210.0	52,214,085	629014	629	2
1018.0	925.0	52,190,817	604611	604	3
998.0	911.0	30,591,534	1081819	1063	4
808.0	735.0	26,383,100	281014	281	5
730.0	664.0	19,889,990	230011	230	6
501.0	462.0	14,204,472	695437	695	7
496.0	457.0	13,582,103	691212	691	8
307.0	280.0	13,455,195	798017	798	9
282.0	257.0	9,345,264	576017	576	10
329.0	295.0	8,621,542	649012	649	11
245.0	221.0	8,418,552	639013	639	12
415.0	375.0	8,215,331	611012	611	13
361.0	318.0	7,592,829	1081124	1040	14
237.0	213.0	6,881,962	311019	311	15
225.0	202.0	6,441,029	736579	736	16
228.0	206.0	6,365,549	1081165	1041	17
333.0	306.0	6,343,633	260018	260	18
255.0	227.0	6,272,528	1083484	2095	19
197.0	180.0	6,238,537	224014	224	20
246.0	224.0	6,050,028	273011	273	21
325.0	293.0	5,980,031	1080670	1011	22
289.0	263.0	5,880,785	428011	428	23
447.0	403.0	5,879,195	1084458	2173	24
236.0	218.0	5,638,232	608018	608	25
270.0	242.0	5,177,172	1092428	1233	26
274.0	250.0	4,725,148	1086537	2200	27
193.0	178.0	4,395,146	585018	585	28
180.0	163.0	4,105,066	1081082	1037	29
236.0	216.0	4,077,133	1081116	1039	30
165.0	151.0	3,871,010	1084128	1095	31
247.0	226.0	3,578,860	1082965	2134	32
204.0	186.0	3,373,438	746016	746	33
127.0	117.0	3,341,115	1086925	1139	34
134.0	121.0	3,064,989	749077	749	35
169.0	153.0	2,927,549	256016	256	36
142.0	130.0	2,870,613	829010	829	37
175.0	157.0	2,747,895	304014	304	38
151.0	138.0	2,261,129	1082346	2093	39
122.0	113.0	2,224,368	315010	315	40
124.0	111.0	2,080,880	1081868	1065	41
90.0	86.0	1,934,824	777037	777	42
122.0	111.0	1,798,364	1087824	1152	43
75.0	69.0	1,587,022	126011	126	44

מספר עסקאות חציון יומי	מספר עסקאות יומי חציון ברציף	נפח מסחר יומי חציון 2005 בש"ח	מניה	חברה	מונה
129.0	119.0	1,560,279	1082510	2030	45
110.0	101.0	1,506,174	1082403	2031	46
71.0	67.0	1,340,533	1082353	2009	47
40.0	40.0	1,319,776	1210079	121	48
73.0	61.0	1,310,450	232017	232	49
87.0	78.0	1,304,748	338012	338	50
91.0	82.0	1,253,254	286013	286	51
54.0	51.0	1,202,989	1081942	1068	52
74.0	65.0	1,138,017	715011	715	53
88.0	73.0	1,041,896	506022	506	54
85.0	81.0	1,030,853	612010	612	55
39.0	38.0	997,774	226019	226	56
62.0	57.0	992,079	1083476	2159	57
51.0	47.0	983,348	593038	593	58
40.0	38.0	974,666	510016	510	59
57.0	53.0	974,289	127019	127	60
125.0	115.0	952,301	278010	278	61
64.5	60.5	946,204	1092451	2222	62
90.0	84.0	918,721	625012	625	63
75.0	69.0	909,950	756015	756	64
52.0	47.0	882,390	627034	627	65
40.0	38.0	873,653	763011	763	66
72.0	66.0	863,385	268011	268	67
42.0	39.0	839,682	1091354	1172	68
52.0	49.0	816,735	445015	445	69
53.0	49.0	771,351	555011	555	70
37.0	33.0	764,443	566018	566	71
45.0	41.0	760,271	390013	390	72
30.0	29.0	737,789	739037	739	73
53.0	50.0	718,928	1083682	1089	74
38.0	38.0	717,975	1093004	1245	75
32.0	29.0	669,926	699017	699	76
51.0	47.0	656,054	272013	272	77
32.0	30.0	650,168	308015	308	78
39.0	37.0	644,460	1087949	1154	79
88.0	78.0	623,615	1082379	2028	80
43.0	40.0	618,688	276014	276	81
75.0	68.0	611,986	1082916	2129	82
50.0	47.0	607,318	475020	475	83
27.0	26.0	604,346	694034	694	84
42.0	38.0	581,864	1083542	1084	85
36.0	34.0	540,127	767012	767	86
28.0	25.0	523,348	288019	288	87
38.0	35.0	521,682	1090364	1194	88
30.0	27.0	516,487	1093293	1166	89
17.0	17.0	511,184	632018	632	90
41.0	38.0	508,260	198010	198	91
23.0	22.0	493,673	1082551	2063	92
21.0	19.0	469,162	1092907	1244	93
42.0	40.0	455,004	351015	351	94

מספר עסקאות חציון יומי	מספר עסקאות יומי חציון ברציף	נפח מסחר יומי חציון 2005 בש"ח	מניה	חברה	מונה
32.0	31.0	450,816	1080324	68	95
19.0	19.0	442,139	1081603	1057	96
44.0	41.0	440,661	3960028	396	97
33.0	30.0	431,810	722314	722	98
36.0	34.0	413,864	488015	488	99
18.0	18.0	410,573	459016	459	100
44.0	40.0	407,648	1085182	2187	101
30.0	29.0	384,556	1084144	1096	102
50.0	48.0	378,241	505016	505	103
56.0	52.0	360,534	1082312	2026	104
26.0	25.0	355,788	318014	318	105
37.0	33.0	355,746	423012	423	106
29.0	24.0	347,149	1093202	1072	107
23.0	20.0	338,046	1080613	1008	108
20.0	19.0	336,270	501015	501	109
26.0	24.0	334,152	593012	593	110
17.0	17.0	320,469	800011	800	111
62.0	55.0	315,735	1080266	62	112
33.0	29.0	313,998	1091248	1216	113
8.5	8.5	311,877	1093046	1246	114
24.0	23.0	307,770	1092709	1238	115
48.0	43.0	303,848	587014	587	116
38.0	34.0	287,021	770016	770	117
18.0	17.0	280,830	698019	698	118
60.0	51.0	279,668	1080720	1010	119
15.0	14.0	275,400	253013	253	120
35.0	32.0	267,144	1083443	2156	121
20.0	20.0	265,517	1090141	1185	122
15.0	15.0	262,979	323014	323	123
19.0	0.0	261,120	220012	220	124
34.0	32.0	257,779	290023	290	125
8.0	8.0	252,660	751016	751	126
13.5	12.5	249,882	1092345	1132	127
21.0	20.0	247,790	1084383	2172	128
19.0	18.0	246,195	1088921	1164	129
21.0	20.0	245,585	1091081	1213	130
24.0	22.0	242,950	1086206	1134	131
12.0	12.0	234,491	223016	223	132
10.0	10.0	229,285	280016	280	133
29.0	25.0	228,907	1083716	2161	134
18.0	18.0	228,841	328013	328	135
25.0	24.0	227,824	1089622	1174	136
18.0	17.0	224,355	543017	543	137
13.0	13.0	224,142	404012	404	138
19.0	19.0	220,157	1082494	2084	139
12.0	12.0	217,751	209015	209	140
21.0	20.0	214,746	138016	138	141
25.0	22.0	207,835	1085166	2185	142
18.0	17.0	196,378	751032	751	143
13.0	13.0	192,831	1090133	1186	144
16.0	15.0	182,760	644013	644	145

מספר עסקאות חציון יומי	מספר עסקאות יומי חציון ברציף	נפח מסחר יומי חציון 2005 בש"ח	מניה	חברה	מונה
16.0	15.0	179,291	1091651	1219	146
10.0	10.0	177,064	607010	607	147
9.0	9.0	174,444	711010	711	148
10.0	10.0	172,999	1820083	182	149
9.0	9.0	169,919	583013	583	150
10.0	10.0	168,972	117010	117	151
17.0	16.0	168,661	299016	299	152
14.0	13.0	168,034	382010	382	153
11.0	10.0	165,190	723007	723	154
9.0	9.0	160,240	1087022	1140	155
12.0	12.0	158,204	255018	255	156
10.0	10.0	157,806	1085364	1125	157
8.0	8.0	157,367	565010	565	158
9.0	9.0	144,768	759019	759	159
12.0	11.0	141,188	1091065	1212	160
9.0	9.0	141,090	141010	141	161
14.0	13.0	137,322	422014	422	162
11.0	11.0	133,070	371013	371	163
9.0	9.0	132,956	1090117	1182	164
17.0	16.0	130,272	642017	642	165
22.0	21.0	129,508	1085208	2188	166
11.0	11.0	128,797	521013	521	167
11.0	11.0	125,970	1089721	1176	168
10.0	10.0	125,917	1083518	1083	169
9.0	9.0	124,934	755017	755	170
21.0	19.0	123,376	1080860	1027	171
5.0	5.0	116,314	674010	674	172
4.0	4.0	115,160	1080639	1009	173
10.0	10.0	114,008	389015	389	174
5.0	5.0	113,520	601013	601	175
8.0	8.0	113,295	1084367	1102	176
8.0	8.0	109,248	1090315	1193	177
15.0	11.0	107,995	169011	169	178
11.0	11.0	106,000	1080597	1006	179
10.0	9.0	103,474	744011	744	180
11.0	11.0	103,139	1091719	1220	181
8.0	8.0	93,862	660019	660	182
7.0	7.0	91,694	802033	802	183
13.0	0.0	87,237	368019	368	184
7.0	7.0	85,660	482018	482	185
6.0	6.0	84,386	168013	168	186
8.0	8.0	83,123	643015	643	187
15.0	15.0	82,829	765016	765	188
13.0	13.0	82,676	486027	486	189
9.0	9.0	78,881	524017	524	190
8.0	8.0	78,030	1081009	1033	191
7.0	6.0	76,551	354019	354	192
6.0	6.0	76,300	686014	686	193
16.0	14.0	76,140	1080415	73	194
7.0	7.0	75,455	528018	528	195

מספר עסקאות חציון יומי	מספר עסקאות יומי חציון ברציף	נפח מסחר יומי חציון 2005 בש"ח	מניה	חברה	מונה
5.0	5.0	75,325	132019	132	196
14.0	13.0	74,190	533018	533	197
13.0	12.0	72,709	345017	345	198
5.0	5.0	71,121	595017	595	199
5.0	5.0	70,693	621011	621	200
5.0	5.0	68,011	702019	702	201
2.0	2.0	66,757	1092840	1240	202
13.0	11.0	66,503	516013	516	203
6.0	6.0	66,023	1083955	1093	204
4.0	4.0	65,135	146019	146	205
5.0	5.0	62,041	532010	532	206
11.0	11.0	60,371	373019	373	207
6.0	6.0	59,823	363010	363	208
5.0	5.0	59,270	1085380	1126	209
5.0	5.0	58,275	1086230	1135	210
4.0	4.0	58,178	386011	386	211
7.0	7.0	56,330	473017	473	212
7.0	7.0	55,547	669010	669	213
4.0	4.0	54,650	819011	819	214
2.0	2.0	54,597	1092204	1232	215
3.0	3.0	53,630	1090547	1198	216
14.0	13.0	53,457	1080241	60	217
2.0	2.0	53,400	175018	175	218
4.0	4.0	53,090	1080456	76	219
4.0	4.0	50,272	1080522	1001	220
5.0	5.0	48,371	1083450	2157	221
5.0	4.0	47,439	1091933	1226	222
4.0	4.0	47,014	457010	457	223
9.0	6.0	46,300	394015	394	224
3.0	3.0	46,131	314013	314	225
14.0	13.0	42,419	135012	135	226
4.0	4.0	41,955	1082007	1071	227
5.0	5.0	40,961	568014	568	228
4.0	4.0	40,898	1081561	1054	229
4.0	4.0	40,448	1083633	1087	230
4.0	4.0	39,377	454017	454	231
4.0	4.0	38,887	822015	822	232
5.0	5.0	37,296	156018	156	233
5.0	5.0	35,315	1080928	1028	234
2.0	2.0	34,858	1082189	1075	235
9.0	8.0	34,204	1083856	1091	236
4.0	4.0	34,124	1085265	1122	237
5.0	5.0	33,418	213017	213	238
6.0	6.0	31,791	1081686	1060	239
2.0	2.0	31,410	399014	399	240
8.0	8.0	31,325	206011	206	241
3.0	3.0	30,620	1084698	1110	242
3.0	3.0	30,275	509018	509	243
4.0	4.0	30,003	1090943	1209	244
4.0	4.0	29,857	1083302	1079	245

מספר עסקאות חציון יומי	מספר עסקאות יומי חציון ברציף	נפח מסחר יומי חציון 2005 בש"ח	מניה	חברה	מונה
6.0	6.0	29,295	1085075	1118	246
4.0	4.0	27,861	265017	265	247
2.0	2.0	26,148	462010	462	248
4.0	4.0	25,935	769026	769	249
5.0	4.0	25,916	1084680	1109	250
3.0	3.0	24,494	339036	339	251
3.0	3.0	22,094	412015	412	252
3.0	3.0	22,032	1082544	2032	253
2.0	2.0	22,010	342014	342	254
4.0	4.0	21,944	375014	375	255
4.0	3.0	21,297	387019	387	256
5.0	0.0	19,500	1084433	1105	257
3.0	3.0	19,499	825018	825	258
2.0	2.0	18,500	425017	425	259
6.0	0.0	18,255	269019	269	260
2.0	2.0	18,097	1084292	1100	261
2.0	2.0	17,828	1090455	1197	262
4.0	0.0	17,577	637017	637	263
3.0	3.0	16,859	451013	451	264
1.0	1.0	16,148	730010	730	265
3.0	3.0	15,349	171017	171	266
1.0	1.0	14,668	477018	477	267
2.0	2.0	14,497	726018	726	268
1.0	1.0	14,425	634030	634	269
2.0	2.0	13,796	1081439	1050	270
3.0	2.0	13,720	818039	818	271
2.0	2.0	13,620	142018	142	272
2.0	2.0	12,976	546010	546	273
2.0	2.0	12,891	216010	216	274
1.0	0.0	12,782	383018	383	275
3.0	3.0	12,703	295014	295	276
2.0	2.0	12,210	797035	797	277
2.0	2.0	12,088	526012	526	278
2.0	2.0	11,550	130013	130	279
1.0	1.0	11,470	1085141	1120	280
3.0	3.0	11,057	208017	208	281
1.0	1.0	10,853	179010	179	282
1.0	1.0	10,725	645010	645	283
1.0	1.0	10,131	1085778	1130	284
1.0	1.0	9,900	673012	673	285
1.0	1.0	9,679	395012	395	286
2.0	2.0	9,630	147033	147	287
2.0	2.0	9,553	1081983	1070	288
2.0	2.0	9,530	778019	778	289
1.0	1.0	9,506	238014	238	290
2.0	2.0	9,327	1080035	52	291
1.0	1.0	9,264	192013	192	292
2.0	2.0	9,195	654012	654	293
2.0	2.0	8,932	1081058	1035	294
1.0	1.0	8,850	1090224	1187	295

מספר עסקאות חציון יומי	מספר עסקאות יומי חציון ברציף	נפח מסחר יומי חציון 2005 בש"ח	מניה	חברה	מונה
1.0	1.0	8,634	384016	384	296
5.0	4.0	8,608	1083419	1082	297
2.0	2.0	8,270	591016	591	298
2.0	2.0	8,179	1084789	1113	299
1.0	1.0	8,007	522011	522	300
1.0	1.0	7,894	302018	302	301
1.0	1.0	7,875	617035	617	302
1.0	1.0	7,787	1086792	1138	303
1.0	1.0	7,413	393017	393	304
1.0	1.0	6,960	1084763	1111	305
2.0	2.0	6,776	266015	266	306
1.0	1.0	6,362	606111	606	307
1.0	1.0	6,262	161018	161	308
1.0	1.0	6,175	1084003	1094	309
1.0	1.0	5,940	745018	745	310
1.0	1.0	5,879	813014	813	311
2.0	2.0	5,854	312017	312	312
3.0	0.0	5,853	341016	341	313
2.0	2.0	5,525	458018	458	314
1.0	1.0	5,500	1084482	1106	315
1.0	1.0	5,138	211011	211	316
1.0	1.0	5,129	377010	377	317
1.0	1.0	5,111	507012	507	318
1.0	1.0	4,999	1080589	1005	319
1.0	1.0	4,791	704015	704	320
1.0	1.0	4,571	549014	549	321
1.0	1.0	4,464	251017	251	322
1.0	1.0	4,399	1080985	1032	323
1.0	1.0	4,260	1084326	1101	324
1.0	1.0	4,222	1091685	1221	325
1.0	1.0	4,069	679019	679	326
1.0	1.0	4,013	1080274	63	327
1.0	1.0	4,000	1084185	1097	328
1.0	1.0	3,900	1082114	1074	329
1.0	1.0	3,650	1080464	77	330
1.0	1.0	3,576	148015	148	331
1.0	1.0	3,496	1085489	1128	332
1.0	1.0	3,447	1080845	1026	333
1.0	1.0	3,400	155036	155	334
1.0	1.0	3,263	243014	243	335
1.0	1.0	3,160	1084268	1099	336
0.0	0.0	3,155	759035	759	337
0.0	0.0	3,059	352013	352	338
1.0	1.0	2,986	514018	514	339
1.0	1.0	2,754	296012	296	340
1.0	1.0	2,700	1080753	1019	341
0.0	0.0	2,630	796011	796	342
1.0	1.0	2,613	1085026	1116	343
0.5	0.5	2,563	580019	580	344
1.0	1.0	2,550	372011	372	345

מספר עסקאות חציון יומי	מספר עסקאות יומי חציון ברציף	נפח מסחר יומי חציון 2005 בש"ח	מניה	חברה	מונה
0.0	0.0	2,523	1080407	72	346
1.0	1.0	2,490	485011	485	347
0.0	0.0	2,489	1081348	1047	348
0.0	0.0	2,485	426015	426	349
0.0	0.0	2,400	1083609	1086	350
1.0	1.0	2,352	551010	551	351
1.0	1.0	2,303	727016	727	352
1.0	1.0	2,236	202010	202	353
1.0	1.0	2,235	343012	343	354
0.0	0.0	2,092	1081215	1043	355
1.0	1.0	2,076	541011	541	356
0.0	0.0	2,018	157016	157	357
0.0	0.0	1,944	102012	102	358
0.0	0.0	1,869	1083575	1085	359
1.0	0.0	1,655	813030	813	360
0.0	0.0	1,508	434019	434	361
1.0	1.0	1,491	103010	103	362
1.0	0.0	1,221	355016	355	363
0.0	0.0	1,050	1084607	1107	364
2.0	0.0	879	1080688	1012	365
0.0	0.0	624	1081488	1052	366
0.0	0.0	600	1085810	1131	367
2.0	0.0	525	633016	633	368
1.0	1.0	451	1080605	1007	369
0.0	0.0	344	638015	638	370
1.0	0.0	135	720011	720	371
0.0	0.0	100	1083658	1088	372
0.0	0.0	89	349019	349	373
0.0	0.0	0	360016	360	374
0.0	0.0	0	467019	467	375
0.0	0.0	0	683318	683	376
0.0	0.0	0	106013	106	377
0.0	0.0	0	692012	692	378
0.0	0.0	0	1085331	1124	379
0.0	0.0	0	703017	703	380
0.0	0.0	0	362012	362	381
0.0	0.0	0	1080829	1024	382
0.0	0.0	0	262014	262	383
0.0	0.0	0	628099	628	384
0.0	0.0	0	340018	340	385
0.0	0.0	0	291013	291	386
0.0	0.0	0	628115	628	387
0.0	0.0	0	463018	463	388
0.0	0.0	0	544015	544	389
0.0	0.0	0	366013	366	390
0.0	0.0	0	408013	408	391
0.0	0.0	0	605030	605	392
0.0	0.0	0	261016	261	393
0.0	0.0	0	409011	409	394
0.0	0.0	0	391011	391	395

מספר עסקאות חציון יומי	מספר עסקאות יומי חציון ברציף	נפח מסחר יומי חציון 2005 בש"ח	מניה	חברה	מונה
<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0</u>	1080803	1022	396
<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0</u>	303016	303	397
<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0</u>	557017	557	398
0.0	0.0	0	730028	730	399
0.0	0.0	0	613034	613	400
0.0	0.0	0	1084953	1115	401
0.0	0.0	0	1081843	1064	402
0.0	0.0	0	525014	525	403
0.0	0.0	0	431015	431	404
0.0	0.0	0	508010	508	405
0.0	0.0	0	433011	433	406
0.0	0.0	0	333013	333	407
0.0	0.0	0	771014	771	408
0.0	0.0	0	282012	282	409
0.0	0.0	0	1080225	59	410
0.0	0.0	0	1080977	1031	411
0.0	0.0	0	573014	573	412
0.0	0.0	0	547018	547	413
0.0	0.0	0	661017	661	414
0.0	0.0	0	174037	174	415
0.0	0.0	0	174011	174	416
0.0	0.0	0	1080951	1029	417
0.0	0.0	0	1080183	57	418
0.0	0.0	0	1084425	1104	419
0.0	0.0	0	293019	293	420
0.0	0.0	0	416016	416	421
0.0	0.0	0	578013	578	422
0.0	0.0	0	550012	550	423
0.0	0.0	0	753012	753	424
0.0	0.0	0	1081074	1036	425
0.0	0.0	0	163014	163	426
0.0	0.0	0	1083377	1081	427
0.0	0.0	0	411017	411	428
0.0	0.0	0	536011	536	429
0.0	0.0	0	474015	474	430
0.0	0.0	0	1082817	2119	431
0.0	0.0	0	415018	415	432
0.0	0.0	0	217018	217	433
0.0	0.0	0	297010	297	434
0.0	0.0	0	133017	133	435
0.0	0.0	0	1083831	2170	436
0.0	0.0	0	700070	700	437
0.0	0.0	0	826016	826	438
0.0	0.0	0	1081033	1034	439
0.0	0.0	0	149013	149	440
0.0	0.0	0	212019	212	441
0.0	0.0	0	743013	743	442
0.0	0.0	0	357012	357	443
0.0	0.0	0	1080290	65	444
0.0	0.0	0	114017	114	445

מספר עסקאות חציון יומי	מספר עסקאות יומי חציון ברציף	נפח מסחר יומי חציון 2005 בש"ח	מניה	חברה	מונה
0.0	0.0	0	134015	134	446
0.0	0.0	0	675017	675	447
0.0	0.0	0	1085042	1117	448
0.0	0.0	0	731018	731	449
0.0	0.0	0	316018	316	450
0.0	0.0	0	118018	118	451
0.0	0.0	0	241018	241	452
0.0	0.0	0	337014	337	453
0.0	0.0	0	444018	444	454
0.0	0.0	0	400010	400	455
0.0	0.0	0	578039	578	456
0.0	0.0	0	805010	805	457
0.0	0.0	0	263012	263	458
0.0	0.0	0	606517	606	459
0.0	0.0	0	589010	589	460
0.0	0.0	0	329011	329	461
0.0	0.0	0	782011	782	462
0.0	0.0	0	442012	442	463
0.0	0.0	0	562017	562	464
0.0	0.0	0	417014	417	465
0.0	0.0	0	1081926	1067	466
0.0	0.0	0	815019	815	467
0.0	0.0	0	274019	274	468
0.0	0.0	0	713016	713	469
0.0	0.0	0	397018	397	470
0.0	0.0	0	559013	559	471
0.0	0.0	0	271015	271	472
0.0	0.0	0	264010	264	473
0.0	0.0	0	795013	795	474
0.0	0.0	0	548016	548	475
0.0	0.0	0	1084227	1098	476
0.0	0.0	0	641019	641	477
0.0	0.0	0	300012	300	478
0.0	0.0	0	313015	313	479
0.0	0.0	0	767038	767	480
0.0	0.0	0	1081371	1049	481
0.0	0.0	0	818013	818	482
0.0	0.0	0	494013	494	483
0.0	0.0	0	134031	134	484
0.0	0.0	0	1081249	1044	485
0.0	0.0	0	530014	530	486
0.0	0.0	0	1082437	2085	487
0.0	0.0	0	811034	811	488
0.0	0.0	0	1080548	1003	489
0.0	0.0	0	443010	443	490
0.0	0.0	0	418012	418	491
0.0	0.0	0	356014	356	492
0.0	0.0	0	319012	319	493
0.0	0.0	0	438010	438	494
0.0	0.0	0	440016	440	495

מספר עסקאות חציון יומי	מספר עסקאות יומי חציון ברציף	נפח מסחר יומי חציון 2005 בש"ח	מניה	חברה	מונה
0.0	0.0	0	724013	724	496
0.0	0.0	0	150037	150	497
0.0	0.0	0	666016	666	498
0.0	0.0	0	136010	136	499
0.0	0.0	0	719013	719	500
0.0	0.0	0	365015	365	501
0.0	0.0	0	419010	419	502
0.0	0.0	0	197012	197	503
0.0	0.0	0	811018	811	504
0.0	0.0	0	455014	455	505
0.0	0.0	0	446013	446	506
0.0	0.0	0	350017	350	507
0.0	0.0	0	1081967	1069	508
0.0	0.0	0	592014	592	509
0.0	0.0	0	1087659	1146	510
0.0	0.0	0	1084250	1036	511
0.0	0.0	0	824011	824	512
0.0	0.0	0	489013	489	513
0.0	0.0	0	437012	437	514
0.0	0.0	0	128017	128	515
0.0	0.0	0	347013	347	516
0.0	0.0	0	307017	307	517
0.0	0.0	0	1086297	1136	518
0.0	0.0	0	1083930	1092	519
0.0	0.0	0	305011	305	520
0.0	0.0	0	539015	539	521
0.0	0.0	0	810010	810	522
0.0	0.0	0	1080506	1000	523
0.0	0.0	0	716019	716	524
0.0	0.0	0	606418	606	525
0.0	0.0	0	752014	752	526
0.0	0.0	0	493015	493	527
0.0	0.0	0	258012	258	528
0.0	0.0	0	317016	317	529
0.0	0.0	0	584011	584	530
0.0	0.0	0	606095	606	531
0.0	0.0	0	150011	150	532
0.0	0.0	0	344010	344	533
0.0	0.0	0	716035	716	534
0.0	0.0	0	515015	515	535
0.0	0.0	0	367011	367	536
0.0	0.0	0	401018	401	537
0.0	0.0	0	496018	496	538
0.0	0.0	0	180018	180	539
0.0	0.0	0	1080399	71	540
0.0	0.0	0	144014	144	541
0.0	0.0	0	556019	556	542
0.0	0.0	0	336016	336	543
0.0	0.0	0	257014	257	544
0.0	0.0	0	249011	249	545

סה"כ מספר עסקאות חציון יומי	מספר עסקאות יומי חציון ברציף סה"כ	נפח מסחר יומי חציון 2005 בש"ח	מניה	חברה	מונה
0.0	0.0	0	235010	235	546
0.0	0.0	0	200014	200	547
0.0	0.0	0	413013	413	548
0.0	0.0	0	648014	648	549
0.0	0.0	0	429019	429	550
0.0	0.0	0	310011	310	551
0.0	0.0	0	531012	531	552
0.0	0.0	0	246017	246	553
0.0	0.0	0	111013	111	554
0.0	0.0	0	392035	392	555
0.0	0.0	0	564013	564	556
0.0	0.0	0	456012	456	557
0.0	0.0	0	402016	402	558
0.0	0.0	0	151019	151	559
0.0	0.0	0	421016	421	560
0.0	0.0	0	790014	790	561
0.0	0.0	0	684019	684	562
0.0	0.0	0	495010	495	563
0.0	0.0	0	279018	279	564
0.0	0.0	0	502013	502	565
0.0	0.0	0	361014	361	566
0.0	0.0	0	1084557	2177	567
0.0	0.0	0	732016	732	568
0.0	0.0	0	1081884	1066	569
0.0	0.0	0	1080332	69	570
0.0	0.0	0	435016	435	571
0.0	0.0	0	735019	735	572
0.0	0.0	0	406017	406	573
0.0	0.0	0	219014	219	574
0.0	0.0	0	599019	599	575
0.0	0.0	0	574012	574	576
0.0	0.0	0	484014	484	577
0.0	0.0	0	1080837	1025	578
0.0	0.0	0	558015	558	579
0.0	0.0	0	448019	448	580
0.0	0.0	0	523019	523	581
0.0	0.0	0	1080308	66	582
0.0	0.0	0	101014	101	583
0.0	0.0	0	162016	162	584
0.0	0.0	0	199018	199	585
0.0	0.0	0	359018	359	586
0.0	0.0	0	424010	424	587
0.0	0.0	0	468017	468	588
0.0	0.0	0	497016	497	589
0.0	0.0	0	579011	579	590
0.0	0.0	0	581017	581	591
0.0	0.0	0	750034	750	592
0.0	0.0	0	823013	823	593
0.0	0.0	0	1080779	1020	594
0.0	0.0	0	1080969	1030	595

מספר עסקאות חציון יומי	מספר עסקאות יומי חציון ברציף	נפח מסחר יומי חציון 2005 בש"ח	מניה	חברה	מונה
0.0	0.0	0	1083351	1080	596
0.0	0.0	0	1085323	1123	597

חלק ב': רשימת השימור נכון ליוני 2005

מספר עסקאות חציון יומי	מספר עסקאות יומי חציון ברציף	נפח מסחר יומי חציון 2005	מניה	חברה	מונה
5.0	0.0	19,500	1084433	1105	257
4.0	0.0	17,577	637017	637	263
3.0	0.0	5,853	341016	341	313
1.0	0.0	1,221	355016	355	363
2.0	0.0	879	1080688	1012	365
1.0	0.0	135	720011	720	371
0.0	0.0	-	360016	360	374
0.0	0.0	-	467019	467	375
0.0	0.0	-	683318	683	376
0.0	0.0	-	106013	106	377
0.0	0.0	-	692012	692	378
0.0	0.0	-	1085331	1124	379
0.0	0.0	-	703017	703	380
0.0	0.0	-	362012	362	381
0.0	0.0	-	1080829	1024	382
0.0	0.0	-	262014	262	383
0.0	0.0	-	628099	628	384
0.0	0.0	-	340018	340	385
0.0	0.0	-	291013	291	386
0.0	0.0	-	628115	628	387
0.0	0.0	-	463018	463	388
0.0	0.0	-	544015	544	389
0.0	0.0	-	366013	366	390
0.0	0.0	-	408013	408	391
0.0	0.0	-	605030	605	392
0.0	0.0	-	261016	261	393
0.0	0.0	-	409011	409	394
0.0	0.0	-	391011	391	395
0.0	0.0	-	1080803	1022	396
0.0	0.0	-	303016	303	397
0.0	0.0	-	557017	557	398

נספח ח': מערכת אכיפה פנימית בחברי הבורסה ומנהלי השקעות בקשר לחוק היועצים, וחוק ניירות ערך

הטענה שהאפשרות לבצע תרמיות בניירות ערך קלה מידי נובעת, בין השאר, מאלה:

- א. פקידים מעבירים הוראות נוגדות מאותו חשבון לקוח לפי הוראה טלפונית או פרונטלית.
- ב. פקידים מעבירים הוראות על סמך היכרות הלקוחות אף אם אינם בעלי החשבון ואין להם הרשאה רשמית לפעול בחשבון.
- ג. שימוש בחשבון הנוסטרן של מנהלי תיקים לביצוע עסקות מתואמות עם הלקוחות תוך כדי העלאת השערים ולבסוף "גלגול" המניות על הלקוחות.
- ד. ניהול תיק השקעות על ידי מנהל תיקים עבור קרוב משפחה.
- ו. השפעה בדרכי תרמית על שערי ניירות ערך על ידי מנהלי תיקים שפועלים עצמאית או באמצעות חברי בורסה על ידי ביצוע עסקות של קניה ומכירה מלאכותיות בתוך חשבון מפצל או בין חשבונות של לקוחות מנוהלים.

בבסיס התפיסה של הקמת מערכת אכיפה פנימית ההנחה היא שמניעה עדיפה על ענישה.

1. המטרה של מערכת אכיפה פנימית

- 1.1 ביצוע סקר סיכונים בארגון למניעת הפרות חוק.
- 1.2 בניית מערכות בקרה ממוחשבות על מנת לאתר הפרות חוק.
- 1.3 אם ארע שהופר החוק, לגלות בזמן את ההפרה, לפני שיגרמו נזקים חמורים ללקוחות.
- 1.4 תיקון ליקויים מערכתיים כדי למנוע הפרות עתידיות חוזרות ונשנות.
- 1.5 קביעת נהלים שנועדו למנוע את האפשרות לביצוע הפרות חוק.
- 1.6 לוודא שכל הדרגים בארגון מודעים להוראות החוק.

1.7 הטמעה בארגון שתהיה נכונות של כל הדרגים בארגון לפעול על פי הוראות החוק ולטובת הלקוחות.

2. הגופים הרלוונטים

עקרונית ראוי היה כי כל גוף העוסק במתן שירותים של ייעוץ השקעות או ניהול השקעות ברישיון עבור לקוחות, יידרש לקיים מערכת אכיפה פנימית. עם זאת, דומה שהקמת מערכת אכיפה פנימית בקרב גופים קטנים אינו מעשי על כן יש להחיל את החובה רק על הגופים שהשפעתם על הפעילות בשוק ההון רחבה, דהיינו:

- על כל חברי הבורסה לרבות בנקים
- מנהלי השקעות גדולים (ייקבע לפי היקף נכסים מנוהל).

בנוסף, יש לקבוע הסדר לפיו חברי הבורסה אוכפים את נהלי הציות לדיני ניירות ערך גם על אלה הפועלים באמצעותם ("חיצוניים"). אין הכוונה שחבר הבורסה יערוך ביקורות אצל מנהלי התיקים והברוקרים החיצוניים או יהיה צד להסכמי הניהול שלהם עם הלקוחות, אלא בעיקר לשימוש בבקורות הממוחשבות, שממילא יהוו חלק ממערך האכיפה הפנימית של החברים, ויתבססו על נתונים שהחבר יקבל מהפעילים ה"חיצוניים", כגון: עצם קיומן של הרשאות לפעול בחשבון של לקוח או ביצוע השקעה על פי תנאי הסכם הניהול. בנוסף, קיום אמצעי בקרה (בעיקר ממוחשבים) ואכיפה לחשיפת סימנים לביצוע עבירות תרמית "ברורות" המבוצעות על ידי "חיצוניים" באמצעות חברי הבורסה. הכוונה היא בעיקר לביצוע עסקות עצמיות בחשבון לקוח אחד או באמצעות חשבון מפצל אחד או בין חשבונות של לקוחות המנוהלים על ידי אדם אחד.

3. יישום:

תיקון חוק ניירות ערך במסגרתו תוטל על חברי הבורסה ומנהלי ההשקעות הגדולים חובה למנות אדם מתאים לתפקיד הממונה על האכיפה הפנימית ולקיים מערכת לפיקוח ואכיפה בקשר לחוק היועצים וחוק ניירות ערך.

במסגרת הצעת החוק:

3.1 יש להגדיר באופן מפורט וברור את תפקידו של ממונה אכיפה פנימית (הרחבה בסעיף 5).

3.2 הגדרת הסטטוס שלו בארגון. (הרחבה בסעיף 4).

3.3 הטלת סנקציה אישית נגדו (הרחבה בסעיף 6).

4. ממונה על אכיפה פנימית

רצוי שהממונה על האכיפה הפנימית בגופים אלה יהיה אדם שהתמנה במיוחד למילוי תפקיד זה אולם החברה תהיה רשאית, על פי שיקול דעתה, למנות לתפקיד גם נושא משרה הממלא תפקיד נוסף כגון דירקטור, יועץ משפטי, מבקר פנימי או מנהל בכיר אחר ובלבד שיעמדו במבחני כשירות, מיומנות ואי תלות כמפורט להלן.

הממונה יהיה אחראי על ציות הפירמה לחוק היועצים, חוק ניירות ערך ותקנות שהותקנו על פיהם וכן להנחיות הרשות. הממונה יהיה בעל כישורים מתאימים לתפקיד. הוא חייב להיות אדם בעל השכלה מתאימה, בעל ניסיון רב בשוק ההון ובתחום המסחר בניירות ערך, המכיר היטב את הפעילות העסקית ואת המבנה הארגוני של הגוף המפוקח. כאמור, הממונה יכול להיות חבר דירקטוריון או חבר ההנהלה הבכירה ובכל מקרה, לשם הבטחת אי תלותו, מינויו ופיטוריו יעשו על ידי הדירקטוריון והוא ידווח לדירקטוריון ולוועדת הביקורת לגבי נושאים המצויים באחריותו וכן לא יפקח על פעילויות שהוא עצמו מופקד על ביצוען. הממונה יקבל סמכויות עיון בכל מסמכי הגוף המפוקח וכן סמכויות לחקור הפרות חוק ולהטיל עונשים משמעותיים על המפרים, לרבות הטלת קנסות ופיטורין.

כאמור, הממונה אמור להיות נושא משרה הנוטל חלק בתהליך העסקי. תפקוד נכון של הממונה תורם לניהול העסק. רק מעורבות כזו תאפשר לו לייעץ לארגון, תוך כדי התהליך העסקי, מהי עסקה או פעולה שאינה מתיישבת עם חוקי ניירות ערך. רק מעמדה כזו יוכל הממונה לסייע בידי ההנהלה הבכירה לפקח על כך שהארגון יפעל במסגרת החוק ולאחר נקודות חולשה. זהו שוני מהותי מתפקיד המבקר הפנימי המסורתי, הבודק אירועים בדיעבד ופעמים רבות הוא נותן שירות חיצוני.

בבנקים למשל ניתן להשתמש בקציני הציות שפועלים כיום על פי הוראה של המפקח על הבנקים, הרעיון להמליץ לחדד את תפקידם גם לגבי מניפולציות בניירות ערך⁵.

על פי הוראת המפקח על הבנקים, מינוי קצין הציות נדרש במסגרת הכללית של ניהול הסיכונים בתאגיד בנקאי, במטרה להקטין את ההסתברות להפרה של חוקים והוראות, להביא לגילוי מוקדם של הפרה כזו, לצמצם את חשיפת התאגיד הבנקאי ומנהליו לתביעות והפסדים ולשמור על המוניטין של התאגיד הבנקאי.

⁵ בשנת 2002 פורסמה הוראה של בנק ישראל המחייבת כל תאגיד בנקאי ותאגידיים נשלטים למנות קצין ציות (הוראת נוהל בנקאי תקין חדשה, מספר 308 מיום 17/01/2002 -תחולה החל מ 1.4.02).

על פי האמור בהוראה עיקר עבודתו של קצין הציות הוא ליישום תוכנית הציות כפי שנקבעה על ידי הדירקטוריון. ההוראה האמורה מתייחסת רק לחוקים והוראות צרכניות, ביניהם גם חוק ניירות ערך, וחלה כאמור גם על חברות הבנות של הבנק כמו קופות גמל, מנהלי קרנות, חברות העוסקות בניהול תיקי השקעות וכן תאגידי העזר של הבנק.

במסגרת חוק איסור הלבנת הון נקבעה חובה למנות קציני ציות בכל מוסד פיננסי (בנקים, חברות וסוכני ביטוח, קופ"ג, חברי בורסה, מנהלי תיקים, חלפני כספים) לפיקוח על הוראות חוק איסור הלבנת הון.

5. תפקידי הממונה

- 5.1 להביא לידיעת עובדי ומנהלי החברה את המדיניות, לפיה יש לפעול ללא חריגה מהוראות החוק.
- 5.2 לבצע סקר סיכונים אחת לתקופה וליצור מערכת של כללים ונהלים מתאימה, שתבטיח ציות לחוקי ניירות ערך ושמירה על כספי לקוחות.
- 5.3 לעדכן את הנהלים באופן שוטף, על פי שינויי חקיקה ותקינה או שינויים שחלים באופי הפעילות העסקית, בסביבה העסקית או במבנה הארגוני של העסק.
- 5.4 להטמיע את הנהלים בפעילות השוטפת של העסק; להנחות ולהדריך את העובדים כיצד לפעול תוך ציות לחוקים וכיצד להוציא אל הפועל את המטרות העסקיות של הארגון מבלי להפר את החוק.
- 5.5 לבצע ביקורות ולפקח שהעובדים מקיימים בפועל את הכללים והנהלים.
- 5.6 לגלות הפרות חוק ולטפל בתיקון הליקויים במערכת האכיפה הפנימית.
- 5.7 לחקור את הנסיבות של הפרות חוק לנקוט בצעדים משמעותיים פנימיים נגד מפרי חוק.
- 5.8 להגיש להנהלה דוחות ביקורת ולדווח על הפרות חוק ועל דרכי ההתמודדות עמן.
- 5.9 לדווח לרשות ניירות ערך על עניינים מהותיים בתחום אחריותו.

5.10 דווח לרשות כאשר נמנע ממנו לבצע את תפקידו.

5.11 לדאוג לטיפול יעיל בתלונות לקוחות.

5.12 קבלה של עובדים חדשים – נהלים והדרכה.

6. אחריות הממונה על אכיפה פנימית

6.1 אחריות אזרחית לגבי הפרות חוק שבוצעו במסגרת פעילות חברי הבורסה ומנהלי השקעות גדולים.

6.2 הממונה ישא באחריות בגין עבירות משמעת או עבירות פליליות שבוצעו בידי התאגיד על פי חוק ניירות ערך וחוק היועצים בדומה לאחריות דירקטורים ומנכ"ל בחברה ציבורית (סעיף 53(ה) בחוק ניירות ערך ובסעיף 30(ג) בחוק היועצים).

עם זאת, ממונה שהוכיח כי נקט באמצעים סבירים כדי למנוע את העבירה – כלומר פעל במיומנות ובמקצועיות לקיומה של מערכת אכיפה פנימית נאותה - לא ישא באחריות כאמור לעיל.

אנו מציעים שניתן יהיה לבטח את הממונה בביטוח אחריות מקצועית בדומה לדירקטורים ונושאי משרה.

7. הקמת צוות ציות במסגרת הרשות

הוועדה ממליצה לשם הצלחת הרעיון ישנה חובה להקים בתוך הרשות צוות ציות (compliance) שיעמוד בקשר עם הממונים על האכיפה הפנימית, יזום פעולות הדרכה והסברה באמצעות הפצת חומר הסברה ויפקח על קיום אכיפה פנימית באמצעות ביקורות שוטפות בקרב הגופים.

7.1 המטרה לקיים ערוץ תקשורת פתוח ושוטף עם הממונים על האכיפה הפנימית של חברי הבורסה. במסגרת זו, יש לכנס את כל קציני הציות על מנת להנחות ולהדריך את חברי הבורסה כיצד ראוי לקיים מערכות בקרה אפקטיביות לצמצום הפרות חוקי ניירות ערך.

7.2 דיווח מהממונים על האכיפה לגבי הפרות חוק מהותיות שנחשפו.

7.3 יש לנצל ערוץ תקשורת זה להבהיר לחברי הבורסה ומנהלי התיקים הגדולים את

עמדות הרשות ואת פרשנותה לסעיפי חוק הנוגעים לעבירות חוק היועצים, כמו גם עבירות התרמית ושימוש במידע פנים. הרשות תעדכן את הממונים על האכיפה הפנימית, באמצעות הפצת חומר כתוב או עריכת מפגשי הסברה מעת לעת, לגבי נושאים העשויים לסייע בידם למלא את תפקידם כהלכה ולשכלל את מערכות האכיפה, כגון: התפתחויות חקיקה ופסיקה לגבי עבירות ניירות ערך והבהרות של גישת הרשות לגבי גבולות המותר והאסור בנושאים משפטיים שאינם ברורים דיים. כך שהנהלים שיופצו בארגון יהיו בשפה פשוטה ולא בשפה משפטית.

7.4 יישום מערכת אכיפה פנימית נאותה יגביר את מודעותם של עובדים, מנהלים ודירקטורים לדרישות חוק ניירות ערך ולמדיניות האכיפה של רשות ניירות ערך. תכנית כזו תביא להגברת השמירה על הוראות החוק ותיתן להנהלה אפשרות לקבל התראה מוקדמת לגבי הפרות חוק.

מערכת אכיפה פנימית תוסיף אמינות לשוק ההון ותועיל בסופו של דבר לכל הפעילים בשוק זה.