

**דוח הצוות:**

**לבחינת האפשרות להסדרת פעילותם של עושי שוק  
בבורסה בתל אביב**

לכבוד  
מר משה טרי  
יושב ראש רשות ניירות ערך

אדון נכבד,

אנו מתכבדים להגיש לך את דוח הצוות לבחינת האפשרות להסדרת פעילותם של עושי שוק (ספקי  
נזילות) בבורסה בתל אביב שמינתה קודמתך, גבי מירי כץ.

הצוות קיים דיונים רבים, במסגרתם האזין למומחים בתחום המסחר בבורסה ולגופים הפעילים  
בשוק ההון העשויים לפעול כעושי שוק בבורסה בתל-אביב. ההמלצות בדוח מבוססות, בין היתר,  
על לימוד הנושא בשוקי הון זרים, ובעיקר באלו בהם פועלת שיטת מסחר הדומה לזו הפועלת  
בבורסה בתל אביב.

בהתחשב בשיטת המסחר בבורסה, בגודלו של שוק ההון בישראל וברמת הסחירות בו, אנו  
מעריכים כי שילוב עושי שוק במסגרת שיטת המסחר הקיימת בבורסה עשוי להוות אמצעי חשוב  
לשיפור הנזילות של ניירות הערך הנסחרים בבורסה בתל-אביב.

הדוח המוגש לך כולל המלצות מפורטות בנוגע לדרך בה ראוי להסדיר את פעילותם של עושי  
השוק בניירות ערך של תאגידים, בנגזרים, באיגרות חוב ממשלתיות ובמלווה קצר מועד.  
ההמלצות מתייחסות גם לכללים הרצויים לפעילותם והאם יש מקום לעשיית שוק וולונטרית.

נוכח חשיבות הנושא, אנו מוצאים לנכון להמליץ על אימוץ ההמלצות הכלולות בדוח זה תוך פרק  
זמן קצר ככל הניתן. יישומן של ההמלצות הנוגעות לניירות ערך של תאגידים אינו מותנה ביישומן  
לגבי נגזרים, ולהיפך. כמו כן, אין יישומן של ההמלצות הנוגעות לאיגרות חוב ממשלתיות ומלווה  
קצר מועד מותנה ביישומן של ההמלצות הנוגעות לניירות ערך של תאגידים ולנגזרים, ולהיפך.

אנו מבקשים להודות לכל אלה שהגישו חומר לצוות והופיעו בפניו. אנו מודים במיוחד לעו"ד  
לייזה חיימוביץ, שריכזה את עבודת הצוות במקצועיות ובמסירות, לאיציק שורקי ובתיה פילו  
מרשות ניירות ערך, לעופר פלג ממשרד האוצר ולרובי גולדנברג מהבורסה לניירות ערך בתל-אביב,  
שליוו את עבודת הצוות במקצועיות ובמסירות.

בכבוד רב,

פרופסור שמואל האוזר, יו"ר

מר אלעזר אמיר-הימל

גבי שרה פרוש

מר מיקי קהן

מר עדי ריבלין

מר דרור שליט

העתק: מר שאול ברונפלד, מנכ"ל הבורסה לניירות ערך בתל אביב  
ד"ר מאיר סוקולר, משנה לנגיד בנק ישראל  
מר אייל בן שלוש, הממונה על שוק ההון, ביטוח וחכונ

## תוכן עניינים

עמוד		סעיף	
3	<i>עיקרי הדברים</i>		<b>פרק א</b>
11	<i>מניות, ניירות ערך המירים ואיגרות חוב המונפקים בידי תאגידים ונכסים נגזרים</i>		<b>פרק ב</b>
11	כללי	1	
13	עשיית שוק במניות, ניירות ערך המירים ואיגרות חוב המונפקים בידי תאגידים	2	
	2.1 בעיית הנזילות והתרומה האפשרית של עשיית שוק למסחר בבורסה		
13	2.2 מודל להסדרת פעילותם של עושי שוק		
15	2.3 תחולת המודל על ניירות ערך דלי סחירות		
21	נכסים נגזרים	3	
23	3.1 מי רשאי לשמש כעושה שוק		
23	3.2 התחייבויות עושה השוק		
24	3.3 מקורות ההכנסה של עושה השוק (תמריצים)		
25			
26	<i>איגרות חוב ממשלתיות ומלווה קצר מועד</i>		<b>פרק ג</b>
26	כללי	1	
28	עשיית שוק באיגרות חוב ממשלתיות ומלווה קצר מועד	2	
28	2.1 המודל להסדרת פעילותם של עושי שוק בבורסה		
34	2.2 המסחר בין עושי השוק הראשיים (Inter-Dealer System)		
35	2.3 סליקת עסקות באיגרות חוב ממשלתיות ומלווה קצר מועד		
35	2.4 מאגר השאלות		
36	<i>קניה ומכירה של ניירות ערך, נכסים נגזרים, איגרות חוב ממשלתיות ומלווה קצר מועד, במהלך המסחר בבורסה, שלא בידי עושה שוק</i>		<b>פרק ד</b>
38			<b>נספחים</b>
39	כתב המינוי	א	
40	בעיית הנזילות בבורסה בתל אביב והתרומה האפשרית של פעילות עושי שוק למסחר בבורסה	ב	
47	עושי שוק במניות בינוניות ודלות סחירות בבורסת יורונקסט (Euronext)	ג	
53	בורסת ISE (International Securities Exchange)	ד	
61	עושי שוק באיגרות חוב ממשלתיות הניסיון הבינלאומי	ה	
68	רשימת מקורות		

# בחינת האפשרות להסדרת פעילותם של עושי שוק בבורסה בתל אביב

## א. עיקרי הדברים

1. הצוות מעריך כי התועלת העיקרית מכניסת עושי שוק לבורסה, שתפקידם לספק נזילות למסחר בדרך של מתן פקודות קניה ומכירה רציפות, טמונה ביכולתם לתרום בפועל לשיפור נזילותם של ניירות הערך הנסחרים בבורסה, לרבות אלה שסחירותם כיום דלה.
2. הצוות בחן מספר מודלים להסדרת פעילותם של עושי שוק הנוהגים בבורסות שונות בעולם, וכן שמע עדויות מפי פעילים בשוק ההון. על יסוד אלה, ממליץ הצוות אילו מודלים ראוי לאמץ לשם הסדרת פעילות עשיית שוק בישראל.  
המודלים המוצעים בידי הצוות להסדרת פעילות עשיית שוק בניירות ערך מושתתים על העקרונות הבאים:
  - (1) תפקיד עושה השוק הינו מתן נזילות לשוק;
  - (2) עשיית שוק תשולב במסגרת שיטת המסחר הקיימת בבורסה, שהינה שיטת מסחר ממוחשבת מונעת פקודות (order-driven), ועל כן לא תינתן לעושה שוק עדיפות בביצוע פקודות בבורסה;
  - (3) עשיית השוק תעשה בהתאם למגבלות קבועות וידועות מראש הנוגעות בעיקרן למרווח המרבי בין מחירי קניה לבין מחירי מכירה שיצוטטו בידי עושה השוק, לכמות המזערית של ניירות ערך שתיכלל בכל ציטוט, וכיוצא בזה;
  - (4) עשיית שוק יעילה המתקיימת לאורך זמן מותנית בכדאיות כלכלית לביצועה ולפיכך, עידוד כניסתם והמשך פעילותם של עושי שוק במסחר כרוך במתן תמריצים;
  - (5) אין מניעה לצטט מרווחי קניה-מכירה במהלך המסחר בבורסה גם בידי מי שלא מונה לפעול כעושה שוק, וזאת בכפוף למגבלות המפורטות בדוח זה.

3. הצוות ממליץ על אימוץ שני מודלים נפרדים להסדרת עשיית שוק. המודל הראשון יחול על עשיית שוק במניות, ניירות ערך ניתנים למימוש או להמרה בניירות ערך אחרים ואיגרות חוב המונפקים בידי תאגידים. מודל זה יחול גם על נכסים נגזרים. המודל השני יחול על עשיית שוק באיגרות חוב ממשלתיות ומלווה קצר מועד. יישומו של מודל אחד אינו מותנה ביישומו של המודל האחר. בנוסף, יישומו של המודל הראשון על כל אחד מסוגי ניירות הערך אינו מותנה ביישום המודל לגבי נגזרים, ולהיפך.

### 3.1 מניות, ניירות ערך המירים ואיגרות חוב המונפקים בידי תאגידים (להלן ניירות ערך) ונכסים נגזרים (להלן נגזרים)

עיקרי המודל המוצע בידי הצוות הינם כלהלן:

3.1.1 אין להטיל על התאגידים או על הבורסה חובה למנות עושי שוק לניירות ערך או לנגזרים;

3.1.2 מי שיבקש מן הבורסה לפעול כעושה שוק בניירות ערך יידרש להיות חבר בורסה והוא יבצע פעילות זו לחשבון עצמו. חבר הבורסה יוכל לפעול כעושה שוק בכל ניירות הערך, למעט בניירות ערך של החבר עצמו, תאגיד השולט בו, נשלט בידו או מצוי בשליטת בעל שליטה בו.

עושה שוק בנגזרים יהא חבר בורסה המבצע פעילות זו לחשבון עצמו. בנוסף, הצוות סבור כי בנגזרים ראוי לאפשר גם לתאגיד אחר (שאינו חבר בורסה), הפועל לחשבון עצמו בלבד (נוסטרו), באמצעות חבר בורסה, לפעול כעושה שוק.<sup>1</sup> הצוות ממליץ כי מינוי עושי שוק שאינם חברי בורסה ייעשה רק לאחר שיובטח פיקוח הבורסה על פעילותם כעושי שוק.

הצוות סבור כי המקום הראוי להסדרת העיסוק בעשיית שוק הוא חוק ניירות ערך, וכי בגדר הסדרת העיסוק יש לקבוע הוראות בענין הגדרת עושה שוק, חובת רשיון, תנאים למתן רשיון (כגון חובה לפעול במסגרת של תאגיד מטרה הפועל לחשבון עצמו בלבד (SPC- Special Purpose Company)), מגבלות על מחזיק הרשיון (כגון איסור על פעילות עשיית שוק הנגועה בניגוד ענינים בשל פעילות ניהול כספים עבור אחרים או בשל קשר עם תאגיד שבניירות הערך שלו פועל עושה השוק), הוראות אכיפה, פיקוח וכדומה.

---

<sup>1</sup> חברי הצוות מיקי קהן ועדי ריבלין הביעו הסתייגותם ממינוי עושי שוק שאינם חברי בורסה. ראה פירוט בהערת שולים מס' 15.

בנוסף, סבור הצוות כי יש לתקן את תקנון הבורסה הדין בפיקוח על חברי הבורסה על מנת להסדיר את העיסוק של חבר הבורסה בעשיית שוק ואת הפיקוח עליו.

3.1.3 עושה שוק יפעל בהתאם למגבלות שתקבענה בידי הבורסה, בהתאם להמלצות הצוות המפורטות בדוח זה. המגבלות המוצעות נוגעות, בעיקרון, למרווח המרבי בין שערי הקניה לשערי המכירה של פקודות עושה השוק, לכמות המזערית של ניירות ערך שתיכלל בכל פקודה ולפרק הזמן המזערי במהלך כל יום מסחר שבו יידרש עושה השוק להזרים פקודות.

הצוות ממליץ כי בעתיד, לאחר שייצבר ניסיון ביישום המלצות דוח זה, יישקל הצורך לקבוע מגבלות גם על גובה המרווח המרבי בין שני מחירים עוקבים של מכירה או של קניה.

3.1.4 על מנת לעודד פעילות עשיית שוק בבורסה, ממליץ הצוות להתיר לתאגידים ולבורסה/מסלקת מעו"ף (בהיות התאגידים ומסלקת מעו"ף מנפיקים של ניירות ערך ונגזרים, בהתאמה) לשלם לעושי שוק שיפעלו בניירות ערך או בנגזרים שלהם. התשלום יהווה בידיהם הכנסה נוספת על זו הצפויה מן המרווח בין מחיר הקניה לבין מחיר המכירה (להלן, מרווח קניה-מכירה) שנוצר בעסקות שיבוצעו בבורסה, כמפורט להלן:

3.1.4.1 התאגיד הצוות ממליץ לאפשר לתאגיד למנות עושה שוק, אחד או יותר, לניירות הערך שלו, בתמורה לתשלום כספי. גובה התמורה וכל יתר תנאי ההתקשרות ייקבעו בהסכם בכתב בין התאגיד לבין עושה השוק ומלוא פרטי ההסכם, לרבות שינויים שיעשו בו, יובאו לידיעת הציבור בדוח מיידי, שיוגש בידי התאגיד לרשות ולבורסה. הצוות ממליץ כי התמורה בעד פעילות עושה השוק תקבע כסכום כספי שאינו מותנה בהיקף הפעילות של עושה השוק. הצוות ממליץ לאפשר לתאגיד למנות עושה שוק במסגרת הצעה ראשונה לציבור (IPO) ולכלול בתשקיף ההצעה פרטים אודות המינוי.

בנוסף, ממליץ הצוות לאסור על עושה השוק לקבל, במישרין או בעקיפין, הוראות בקשר לקניה או למכירה של ניירות הערך, ובעיקר הוראות שמקורן בתאגיד (אשר בניירות הערך שלו פועל עושה השוק) או בבעל שליטה בו.

3.1.4.2 הבורסה הצוות ממליץ לבורסה לשקול מתן הנחה על עמלות המסחר והסליקה.<sup>2</sup> בנוסף, ממליץ הצוות לבורסה לשקול מתן תשלום כספי למי שיפעל כעושה שוק בנגזרים דלי סחירות ובעת השקת נכס נגזר חדש ;

3.1.5 הצוות סבור, כי בעצם גילוי העובדה שבספר הפקודות המרכזי כלולות פקודות של עושה שוק גלום מידע חשוב למשקיעים, שכן הוא מספק לציבור מידע אודות מקור הביקושים וההיצעים בנייר הערך המסוים. לפיכך, ממליץ הצוות כי בכל עת בה קיימות פקודות של עושה שוק בלפחות אחת משלוש השכבות הגלויות של ספר הפקודות המרכזי של הבורסה, יופיע סימון מיוחד המצביע על קיומן של פקודות עושה שוק בשכבות אלה. הסימון לא יציין אלו פקודות שייכות לעושה השוק, אלא רק יספק מידע אודות קיומן.<sup>3</sup> בנוסף, ממליץ הצוות כי הבורסה תפרסם מידע אודות פעילות עושי השוק על פי היקף פעילותם ועל פי מאפיינים אחרים, כפי שהבורסה תמצא לנכון לקובעם.

3.1.6 הצוות ממליץ להבחין בין ניירות ערך על פי היקף הסחירות בהם. הצוות ממליץ לבורסה לקבוע, כי לענין זה יראו כנייר ערך דל סחירות כל נייר ערך שאינו נכלל במדד ת"א 100 או במדד יתר 150.

הצוות ממליץ לאפשר לעושי שוק הפועלים בניירות ערך דלי סחירות, להימנע מנטילת התחייבות לעשיית שוק בשלב המסחר הרציף ולפעול בשלב מסחר הפתיחה בלבד. הצוות ממליץ כי בעתיד, לאחר שייצבר ניסיון ביישום המלצות הדוח, תשקול הבורסה האם ראוי להגביל את כל המסחר בניירות ערך דלי סחירות לשלב מסחר הפתיחה ושלב המסחר בשער נעילה בלבד, ולהתיר מסחר בשלב המסחר הרציף רק בניירות ערך בהם מינה התאגיד עושה שוק גם לשלב זה.

---

<sup>2</sup> בבורסת ה-Euronext ניתן לעושי השוק פטור מלא מעמלות המסחר.

<sup>3</sup> חברי הצוות דרור שליט ואלעזר אמיר-הימל הסתייגו מהמלצה זו וסברו כי החסרונות בסימון, כאמור, עולים על היתרונות. הצוות מודע לבעיה הטכנית הקשורה בסימון פקודות הקניה והמכירה של עושי שוק בשל הצורך, לכאורה, באבחנה בין הפקודות של עושה השוק לבין הפקודות של סוחר אחר בספר הפקודות. לפיכך, מומלץ שהסימון בספר הפקודות ייעשה כל אימת שעושה השוק הגיש פקודות לביצוע והן מופיעות בספר הפקודות, גם אם סוחר אחר ייתן פקודות בשער זהה שמופיעות בספר. בדרך זו יימנע הצורך לעשות את האבחנה כאמור.

## 3.2 איגרות חוב ממשלתיות ומלווה קצר מועד

3.2.1 יישום המודל המוצע בשוק איגרות חוב ממשלתיות ומלווה קצר מועד מותנה במינוי בידי משרד האוצר ובנק ישראל של עושי שוק ראשיים (Primary Dealers) שיפעלו בסדרות כדלקמן (להלן סדרות שלב א'):

(א) כל הסדרות של מלווה קצר מועד;

(ב) כל סדרות איגרות החוב הלא צמודות מסוג שחר;

(ג) 5 סדרות איגרות חוב צמודות למדד מסוג גליל, כפי שייקבע;

עושי השוק הראשיים ייטלו על עצמם מחויבות לפעול בהתאם לדרישות המפורטות בדוח זה ובתמורה ייהנו מן ההטבות המפורטות בדוח זה. הצוות ממליץ, כי בעתיד, לאחר שייצבר ניסיון ביישום המלצות הדוח, תישקל האפשרות למנות עושי שוק ראשיים גם בסדרות אחרות של איגרות חוב.

בנוסף, ממליץ הצוות לאפשר גם לעושי שוק נוספים לפעול בסדרות שלב א' או בסדרות אחרות של איגרות חוב ממשלתיות, כעושי שוק רגילים (להבדיל מראשיים). מעמדם של עושי השוק הרגילים ישווה, לכל דבר וענין, למעמדם של עושי השוק בניירות ערך (כמפורט בפרק ב' לדוח) ועל כן לא תהיה להם גישה למערכת המסחר הסגורה שתוקם עבור עושי שוק ראשיים, כאמור בפרק ג' לדוח, והפיקוח עליהם יעשה בידי הבורסה (בהיותם חברי בורסה). ייחודן של סדרות שלב א', על כן, הינו בהמלצה שמשרד האוצר ובנק ישראל ימנו עושי שוק ראשיים לסדרות אלה.

3.2.2 עושה שוק יהיה חבר בורסה המבצע פעילות זו לחשבון עצמו.

הצוות ממליץ למשרד האוצר ולבנק ישראל למנות לסדרות שלב א' עושי שוק ראשיים שמספרם יקבע על פי שיקול דעתם. הצוות ממליץ לגופים אלה למנות גם עושי שוק ראשיים זרים.

3.2.3 עושה שוק יפעל בהתאם למגבלות שתקבענה בידי משרד האוצר ובנק ישראל, בהתאם להמלצות הצוות המפורטות בדוח זה. המגבלות המוצעות נוגעות, בעיקרן, למרווח המרבי בין שערי הקניה לשערי המכירה של פקודות עושה השוק, לכמות המזערית של ניירות ערך שתיכלל בכל פקודה ולפרק הזמן המזערי במהלך כל יום מסחר שבו יידרש עושה השוק להזרים פקודות.



הצוות ממליץ כי בעתיד, לאחר שייצבר ניסיון ביישום המלצות דוח זה, תישקל האפשרות לקבוע מגבלות גם על גובה המרווח המרבי בין שני מחירים עוקבים של מכירה או של קניה.

3.2.4 על מנת לעודד פעילות עשיית שוק באיגרות חוב ממשלתיות ומלווה קצר מועד, ממליץ הצוות למשרד האוצר ולבנק ישראל (בהיותם המנפיקים) וכן לבורסה לשקול מתן הטבות לעושי השוק הראשיים. ההטבות תהיינה הכנסה נוספת לעושי השוק על זו הצפויה להם מן המרווח בין מחיר קניה לבין מחיר מכירה שנוצר בעסקות שיבוצעו בבורסה. בנוסף, ניתן לשקול את אלה:

3.2.4.1 מתן זכויות עודפות בקשר עם מכרזי הנפקת איגרות חוב נוספות של הממשלה ומלווה קצר מועד, כפי שייקבע בידי משרד האוצר ובנק ישראל. הצוות ממליץ כי בין הזכויות כאמור תמנינה הזכויות כלהלן:

3.2.4.1.1 זכות להקצאה נוספת של איגרות חוב ממשלתיות ומלווה קצר מועד במכרזים מסוימים, כפי שייקבע, במחיר הממוצע שבו נקבע המכרז. ההקצאה הנוספת (Green shoe) תעשה תוך פרק זמן מרבי מתום מועד המכרז;

3.2.4.1.2 זכות בלעדית לעושי שוק ראשיים להשתתף במכרזים מסוימים;

3.2.4.2 הפחתת עמלות המסחר והסליקה שגובה הבורסה;

3.2.5 הקמת מערכת מסחר סגורה Inter Dealer System (להלן IDS) שהנגישות אליה תוגבל לעושי השוק הראשיים בלבד והסליקה והמשמורת הנובעים מן המסחר בה תעשינה בידי מסלקת הבורסה. מערכת המסחר הסגורה (IDS) נועדה לסייע לעושי השוק הראשיים להשיג מלאי המאפשר להם לספק נזילות לשוק.

ציטוטי הקניה והמכירה שיהיו במערכת ה-IDS יפורסמו לציבור באופן רציף ומיידי באמצעות מפיצי המידע. פרסום המידע על העסקות שנעשות בבורסה, מיועד להשיג שקיפות מלאה על המסחר בין עושי השוק הראשיים. פרסום מחירי העסקות שיבוצעו במערכת המסחר הסגורה כאמור, צפוי להשפיע על המחירים שייקבעו במהלך המסחר בבורסה, ומבחינה זו יספק המסחר בין

עושי השוק "עוגן" לשוק איגרות החוב הממשלתיות בבורסה ומחוצה לה. הניסיון בעולם, בעיקר בארצות הברית ובריטניה, מצביע על כך שהמחירים בהם נעשות עסקות במערכת ה-IDS משקפים את המרווחים הצרים ביותר בהם ניתן לסחור באיגרות חוב ממשלתיות. מידע זה חיוני לתמחור נכון של כלל איגרות החוב, לרבות אלו המונפקות בידי תאגידים.

3.2.6 הצוות סבור, כי בעצם גילוי העובדה שבספר הפקודות המרכזי כלולות פקודות של עושה שוק גלום מידע חשוב למשקיעים, שכן הוא מספק לציבור מידע אודות מקור הביקושים וההיצעים בנייר הערך המסוים. לפיכך, ממליץ הצוות כי בכל עת בה קיימות פקודות של עושה שוק בלפחות אחת משלוש השכבות הגלויות של ספר הפקודות המרכזי של הבורסה, יופיע סימון מיוחד המצביע על קיומן של פקודות עושה שוק בשכבות אלה. הסימון לא יציין אלו פקודות שייכות לעושה השוק, אלא רק יספק מידע אודות קיומן.<sup>4</sup> בנוסף, ממליץ הצוות כי הבורסה תפרסם מידע אודות פעילות עושי השוק על פי היקף פעילותם ועל פי מאפיינים אחרים, כפי שהבורסה תמצא לנכון לקובעם.

3.2.7 הצוות ממליץ כי הפיקוח על פעילות עושי השוק הראשיים באיגרות חוב ממשלתיות ומלווה קצר מועד ייעשה בידי בנק ישראל ומשרד האוצר. לצורך זה, ממליץ הצוות כי הבורסה תעביר לידי משרד האוצר ובנק ישראל, באופן שוטף, נתונים על פעילות עושי השוק הראשיים במסחר בבורסה, נתונים שיסייעו בידיהם לעקוב אחר פעילותם.

3.2.8 הצוות ממליץ למשרד האוצר ולבנק ישראל לבחון את האפשרות להקים מאגר השאלות מרכזי ממנו יורשו עושי השוק הראשיים לשאול איגרות חוב ממשלתיות ומלווה קצר מועד. לחלופין, ממליץ הצוות לבורסה להקים מאגר השאלות מרכזי שישרת את כלל שוק ניירות הערך, כאמור.

---

<sup>4</sup> חברי הצוות דרור שליט ואלעזר אמיר-הימל הסתייגו מהמלצה זו. ראה הערת שוליים 3.

## לוח 1: מאפייני פעילות עשיית שוק

הלוח שלהלן מציג את עיקרי המלצות הצוות בנוגע למאפיינים של פעילות עשיית שוק. עושי השוק יחויבו לצטט, בו זמנית, מחירי קניה ומכירה של ניירות ערך במרווח מסוים שלא יעלה על המרווח שייקבע ובכמות ניירות הערך שלא תפחת מן הכמות שתקבע לגבי כל סוג של נייר ערך. המספרים משמשים כאינדיקציה בלבד ומבוססים על הנתונים המוצגים בנספח ב'.

המחויבות של עושה השוק לגבי:		שלב מסחר	סוג נייר ערך
מרווח	כמות מזערית		
<b>ניירות ערך</b>			
2.00%	10,000 ₪	פתיחה ורציף	מניות ת"א- 25
3.00%	6,000 ₪	פתיחה ורציף	מניות ת"א- 75
5.00%	4,000 ₪	פתיחה ורציף	מניות יתר- 150
8.00%	2,000 ₪	פתיחה ו/או רציף	יתר המניות וכתבי אופציה
3.00%	4,000 ₪	פתיחה ורציף	איגרות חוב להמרה
1.50%	30,000 ₪	פתיחה ורציף	איגרות חוב רגילות
<b>נכסים נגזרים</b>			
	15 חוזים	רציף	אופציות למועד מימוש קרוב
	15 חוזים	רציף	אופציות למועדי מימוש הבאים
	3 חוזים	רציף	חוזים עתידיים
<b>איגרות חוב ממשלתיות ומלווה קצר מועד</b>			
<b>מק"מ, איגרות חוב מסוג שחר ו-5 סדרות מסוג גליל (סדרות שלב א')</b>			
0.15%	90,000 ₪	פתיחה ורציף	מק"מ
0.25%	90,000 ₪	פתיחה ורציף	שנה עד עשר שנים
0.35%	90,000 ₪	פתיחה ורציף	למעלה מעשר שנים
כנ"ל	5 מיליון ₪	Inter Dealer System	כל סדרות שלב א'

## **ב. מניות, ניירות ערך המירים ואיגרות חוב המונפקים**

### **בידי תאגידים ונכסים נגזרים**

#### **1. כללי**

1.1 הצוות נתבקש לבחון האם, ובאיזו מידה, נדרשת עשיית שוק בניירות ערך הרשומים למסחר בבורסה. במידה ועשיית שוק רצויה, נדרש הצוות לשאלה האם יש להסדיר פעילות זו וכיצד ראוי להסדירה. בחינת האפשרות לשילובם של עושי שוק מהווה נדבך נוסף בניסיון להתמודד עם בעיית הסחירות הנמוכה המאפיינת את מרבית ניירות הערך הרשומים למסחר בבורסה.

1.2 בטרם תובאנה המלצות הצוות, מובא להלן תאור פעילותו של עושה שוק אליו מתייחס הדוח:

עושה שוק הינו מתווך פיננסי המגיש לספר הפקודות המרכזי של הבורסה, במהלך שעות המסחר בה, כולן או מרביתן, ציטוטים של מחירים לקניה ולמכירה של ניירות ערך שביניהם מרווח מסוים. בורסות שונות בעולם, בהן נוהגת שיטת מסחר דומה לזו הנוהגת בבורסה בתל-אביב, נוהגות לכנות את עושי השוק הפועלים בהן "ספקי נזילות".

מחירי הקניה והמכירה וגובה המרווח ביניהם נקבעים בידי עושה השוק עצמו על פי שיקול דעתו הבלעדי ובכפוף למגבלות הנקבעות בידי הבורסות בהן הוא פועל. העסקות מבוצעות בבורסה לחשבון הנוסטרו של עושה השוק.

1.3 הצוות בחן מספר מודלים לעשיית שוק וביניהם המודלים הנוהגים בבורסות ובשווקים המוסדרים כלהלן, שהמסחר בהן רציף וסימולטני: הבורסה בניו-יורק (NYSE); Nasdaq; בורסת ה-Euronext<sup>5</sup> הממזגת את המסחר בבורסות פריס, אמסטרדם, בריסל וליסבון, ובורסת International Securities Exchange<sup>6</sup> (ISE) בארה"ב שבה נסחרים נכסים נגזרים בלבד. ב-Nasdaq, לדוגמא, נוהגת שיטת מסחר מסוג Quote driven (מונע ציטוטים) ואילו בשתי הבורסות האחרונות נוהגת שיטת מסחר מסוג Order driven (מונע פקודות) הדומה בעיקרה לשיטה הנוהגת בבורסה

<sup>5</sup> תאור המודל הנוהג בבורסת ה-Euronext מצוי בנספח ג'.

<sup>6</sup> תאור המודל הנוהג בבורסת ה-ISE מצוי בנספח ד'.

בתל-אביב. מטעם זה ראה הצוות לנכון להתמקד בבחינת המודלים לעשיית שוק המיושמים בבורסות אלה.

1.4 לאחר שמיעת עדויות רבות מפי פעילים בשוק ובחינת המודלים שיושמו בבורסות כאמור, ובהסתמך על ספרות שפורסמה בעולם, הגיע הצוות למסקנה כי עשיית שוק עשויה לתרום להגברת הנזילות בבורסה בתל-אביב. לאחר סקירת המודלים האמורים, וכמוסבר להלן, הגיע הצוות למסקנה כי המודל הפועל בבורסה ה-Euronext הינו המודל המתאים יותר לאימוץ בישראל. מודל ה-Euronext Market Model (להלן מודל EMM) עשוי לדעת הצוות לתרום לשיפור הנזילות בניירות ערך מסוימים הרשומים למסחר בבורסה בישראל ויתרונו נובע, במידה רבה, משיטת המסחר הנוהגת בו הדומה במהותה לשיטת המסחר הנוהגת בישראל.

1.5 במודל EMM שמתואר בנספח ג' להלן, קיים הסדר כללי החל על פעילות עושי השוק ובצדו הסדרים פרטניים מיוחדים הנוגעים לעשיית שוק בסוגי ניירות ערך שונים. במודל ה-EMM מבחינים בין ניירות ערך על פי היקף הסחירות בהם. הצוות ממליץ לאמץ את העיקרון לפיו יחול הסדר אחיד על כלל ניירות הערך ועל נגזרים, למעט האבחנה בין ניירות ערך שתעשה בהתאם להיקף הסחירות בהם, ולשווי השוק שלהם, כפי שיפורט בהמשך. לגבי איגרות חוב ממשלתיות ומלווה קצר מועד (אינן נסחרות ב-Euronext), ממליץ הצוות לקבוע הסדר מיוחד כמפורט בפרק ג' שיוחד לדיון בנושא.

1.6 על יסוד ההנחה לפיה עשיית שוק עשויה לתרום להגברת נזילות השוק, ממליץ הצוות לעודד כניסה של עושי שוק למסחר בבורסה בדרך של מתן תמריצים, כמפורט בדוח זה. בסל התמריצים המוצע בידי הצוות לא נכללו "זכויות" הכרוכות בשינוי שיטת המסחר הנוהגת בבורסה כיום. זכויות מעין אלה המקובלות בבורסות מסוימות בעולם (בעיקר בורסות בהן שיטת המסחר הינה מסוג Quote driven) כוללות גישה לספר הפקודות המרכזי של הבורסה וקבלת עדיפות בביצוע פקודות.

1.7 כאמור, סבור הצוות כי לנוכחות של עושי שוק במסחר בבורסה עשויה להיות תרומה חיובית להגברת הנזילות בניירות הערך בהם יפעלו. מכאן נדרש הצוות לשאלה האם ראוי להסדיר פעילות עושי שוק באמצעות כללים מיוחדים או שמא ראוי לאפשר לפעילות כאמור להתקיים כפעילות "וולנטרית בלתי מוסדרת".

לאחר בחינה ושמיעת עדויות רבות מפעילים בשוק, הגיע הצוות למסקנה לפיה אין להתיר פעילות עשיית שוק בבורסה, זולת במסגרת הכללים המפורשים שייקבעו כמפורט בדוח זה. הצוות סבור, כי הדרך לחזק את אמון המשקיעים בניירות ערך הנסחרים בבורסה כרוכה בהגברת הנזילות של ניירות הערך, וזו מותנית במידת הוודאות באשר לקיומו של עושה שוק בנייר ערך מסוים. הצוות סבור, כי רק

מחויבות של עושה שוק לפעילות בנייר ערך פלוני, המלווה בפיקוח על מידת עמידתו של עושה השוק במחויבויות, צפויה לחזק את אמון המשקיעים, וכפועל יוצא, להגביר את הנזילות של ניירות הערך בהם ימצאו עושי שוק.<sup>7</sup>

הצוות מדגיש, כי אין בהמלצותיו בנוגע לפעילות עשיית שוק כדי לפטור פעולות אלה מתחולת הוראות חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, בכלל, ובכל הנוגע לאיסור על שימוש במידע פנים ועל תרמית בניירות ערך, בפרט, וכי אין בהמלצות אלה כדי להוות "נמל מבטחים" בפני תחולתן של הוראות אלה במקרה מסוים או אחר.

1.8 בדוח זה הופרד הטיפול בעשיית שוק במניות, בניירות ערך ניתנים למימוש או להמרה בניירות ערך אחרים ובאיגרות חוב המונפקים בידי תאגידים, מזה שבעשית שוק בנגזרים;

## **2. עשיית שוק במניות, ניירות ערך המירים ואיגרות חוב המונפקים בידי תאגידים**

### **2.1 בעיית הנזילות והתרומה האפשרית של עשיית שוק למסחר בבורסה**

בשנת 1999, פירסם אירגון רשויות ניירות הערך הבינלאומי (IOSCO) עבודה שבחנה את ההשפעה של עושי שוק על הנזילות ועל המסחר בבורסה. המסקנה העיקרית של כותבי הדוח היתה:

transparency (i.e. price discovery mechanism) of financial markets and is therefore a desirable participant in emerging

בישראל, האפשרות לשילובם של עושי שוק הועלתה מספר פעמים בהקשר של שיכלול השוק, והתרומה האפשרית שעשויה להיות להם לנזילות, על רקע העובדה שבבורסה בתל אביב, חלק הארי של ניירות הערך הרשומים למסחר סובל מזה שנים

---

<sup>7</sup> התייחסות נוספת לנושא נמצאת בפרק ד' בדוח זה.

רבות מהעדר סחירות.<sup>8</sup> בניירות ערך אלה טרם נמצא מענה לבעיית הנזילות, ונראה כי גם שינוי שיטת המסחר והעברתה לשיטת הרצף לא הביאו לפתרון מספק לבעיית הסחירות. בנספח ב' אנו מציגים נתונים ומתארים בקצרה את הקשר בין שיטות מסחר לבין נזילות שיכול להמחיש את הפוטנציאל הקיים בהסדרת עשיית שוק בבורסה בתל אביב.

הדיון בצורך לשלב פעילות של עשיית שוק רלבנטי גם בהתחשב בעובדה שבשנים האחרונות אנו עדים לשינויים ושיפורים מרחיקי לכת בשיטות המסחר בבורסות שונות בעולם. שינויים אלה משקפים את ההכרה הגוברת בצורך להגביר את נזילותם של ניירות הערך הרשומים למסחר באותן בורסות. עשרות מאמרים שפורסמו בספרות הכלכלית - מימונית סיפקו תמיכה תאורטית ואמפירית לחשיבות הנזילות למשקיעים בניירות הערך בכלל, ולהשפעה של שיטת המסחר על הנזילות בפרט.

הטענה בדבר הקשר בין שיטת מסחר בבורסה לבין נזילות נבחנה לאחרונה גם בהקשר של הגשת פקודות קניה ומכירה עם מגבלת מחיר, שיוצרת מעין מרווח קניה-מכירה, לבין עשיית שוק. על פי הממצאים, שיתופם של עושי שוק, בשוק ששיטת המסחר הנהוגה בו מונעת פקודות (order-driven), תורם לנזילות.<sup>9</sup>

זאת ועוד, מספר בורסות ששיטת המסחר שלהן דומה לזו של הבורסה בתל אביב עודדו בשנים האחרונות פעילות של עושי שוק, בעיקר לניירות ערך בעלי סחירות בינונית. על בורסות אלו נמנות הבורסות בפריס, אמסטרדם, בריסל, פרנקפורט, מילנו ואתונה.

הצוות סבור, כי עידוד כניסתם של עושי שוק לפעילות בניירות ערך רשומים למסחר בבורסה הינו צעד נוסף בדרך לשיפור נזילותם של ניירות ערך.

---

<sup>8</sup> לדוגמא, בדוח הצוות לבדיקת דוח ועדת החקירה בענין ויסות המניות הבנקאיות (ועדת אריה מינטקביץ משנת 1986) נאמר ששוק הון החסר מנגנון של עושי שוק לוקה בחסר ולפיכך הקמת תשתית לפעילותם של עושי השוק מהווה תנאי הכרחי לשכלולו של שוק ההון בישראל.

<sup>9</sup> ראה לדוגמא עבודתו של האן (2001) בה הוא סוקר את הספרות ומציג ממצאים אמפיריים לגבי התרומה של עושי השוק לנזילות בבורסת ה-Euronext ואת עבודתם של נימלנדרן ופטרלה (2002) לגבי התרומה של עושי השוק באיטליה לניירות ערך דלי סחירות.

## 2.2 מודל להסדרת פעילותם של עושי שוק

### 2.2.1 דרישה למינוי עושה שוק

הצוות ממליץ לא להטיל על התאגידים חובה למנות עושי שוק בניירות ערך. יחד עם זאת, גורם שימונה בידי תאגיד לשמש עושה שוק או שיבקש לפעול כעושה שוק בניירות ערך מבלי שמונה לכך בידי תאגיד, יידרש לפעול במסגרת ההסדר המוצע להלן.

### 2.2.2 מי רשאי לשמש עושה שוק

הצוות ממליץ להגביל את עשיית השוק לחבר בורסה המבצע פעילות זו לחשבון עצמו. כן ממליץ הצוות לאפשר לחבר הבורסה לפעול כעושה שוק בכל ניירות הערך הנסחרים בבורסה, למעט בניירות ערך של החבר עצמו, תאגיד השולט בו, תאגיד הנשלט בידו או תאגיד המצוי בשליטת בעל שליטה בו.

הצוות סבור כי המקום הראוי להסדרת העיסוק בעשיית שוק הוא חוק ניירות ערך, וכי בגדר הסדרת העיסוק יש לקבוע הוראות בענין הגדרת עושה שוק, חובת רשיון, תנאים למתן רשיון (כגון החובה לפעול במסגרת של תאגיד מטרה הפועל לחשבון עצמו בלבד), מגבלות על מחזיק הרשיון (כגון האיסור על פעילות עשיית שוק הנגועה בניגוד ענינים בשל פעילות ניהול כספים עבור אחרים או בשל קשר עם תאגיד שבניירות הערך שלו פועל עושה השוק), הוראות אכיפה, פיקוח וכדומה.

בנוסף, סבור הצוות כי יש לתקן את תקנון הבורסה הדין בפיקוח על חברי הבורסה על מנת להסדיר בו את עיסוקו של חבר הבורסה בעשיית שוק ואת הפיקוח עליו.

בנוסף, ממליץ הצוות לרשות ניירות ערך לקבוע כי התאגיד שמינה את עושה השוק (ואשר סעיף 36 לחוק ניירות ערך חל עליו), יידרש אף הוא להגיש לרשות ולבורסה דוח מיידי אודות המינוי כאמור או שינוי תנאי המינוי. בדוח כאמור, ייכללו פרטים מלאים בדבר תנאי ההתקשרות, לרבות פרטים אודות התמורה שנקבעה בו (הדוח כאמור יעשה בהתאם לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970 (להלן תקנות הדיווחים)).



הצוות ממליץ לקבוע כי על פעילות עושי השוק יחולו המגבלות, כמפורט להלן:

2.2.3.1 חובה לצטט באופן רציף מחירי קניה ומכירה של נייר ערך בכל יום בו מתקיים מסחר בנייר הערך, הן בשלב מסחר הפתיחה והן בשלב המסחר הרציף.

הצוות שמע מפי הפעילים בשוק על חששם ממצבים מיוחדים המכונים בהם השוק בכללותו או נייר ערך מסוים חשופים לתנודת שער חדה בזמן קצר. מצבים אלה יכולים לנבוע, בין השאר, ממאורעות מסוימים שהמידע אודותם גורר תגובה מיידית של משקיעים. במצבי נמנעים עושי השוק מלמלא את יעודם העיקרי כספקי נזילות, שכן הם מתקשים לתמחר נכון ובזמן אמת את מחירי ניירות הערך בהם הם פועלים.

בנוסף, שמע הצוות מפי פעילים בשוק כי נראה שעובד יחיד מטעם עושה השוק יפעל במספר ניירות ערך ולכן יש לאפשר לעובד "להתרחק משולחן עבודתו" לזמן קצר, מבלי שתפגע מחויבותו להזרים פקודות.

במענה לקשיים שהועלו, כאמור, ומתוך כוונה למזער את הסיכונים להם עושי השוק חשופים, ממליץ הצוות לקבוע כי עושה שוק לא יידרש להזרים פקודות במהלך כל יום המסחר בבורסה, אלא רק במרביתו. משך הזמן המזערי בו יידרש עושה שוק לצטט מחירים, כאמור, במהלך יום מסחר, ייקבע בהתאם להיקף הסחירות של נייר הערך בו הוא פועל. הצוות ממליץ, כי בכל ניירות הערך הכלולים בפרק זה, למעט בניירות ערך דלי סחירות, כהגדרתם בסעיף 2.3 להלן, יידרש עושה השוק לצטט מחירים במשך 80% מזמן שלב המסחר הרציף, לפחות.

בנוסף, לאור הניסיון שנצבר בעולם בעתות משבר ומפולת המאופיינים בתנודות שערים חדות של ניירות ערך ומדדים, ממליץ הצוות לבורסה לקבוע כללים מפורשים שיאפשרו לעושה שוק, במקרים אלה, לחדול מהזרמת פקודות למשך זמן מסוים, כפי שייקבע בידי הבורסה.

2.2.3.2 כמות ניירות הערך שתיכלל בכל פקודה לא תפחת מן הכמות שתקבע בהתייחס לכל נייר ערך בנפרד (ראה האינדיקציות המפורטות בלוח 1);

על מנת לחסוך מעושה השוק את הצורך להחזיק מלאי שוטף של ניירות ערך, ממליץ הצוות לאפשר לו לשאול ניירות ערך מן התאגיד שבניירות הערך שלו הוא פועל או מבעלי העניין בתאגיד. הצוות סבור, כי בניירות ערך ששחירותם נמוכה ושיעור אחזקות הציבור בהם נמוך אף הוא, מקבלת ההשאלה מן התאגיד או מבעלי העניין משנה חשיבות.

יודגש, כי האיסור על מתן הוראות הנוגעות לפעולות עושה השוק במהלך המסחר, יחול ביתר שאת על מעורבות התאגיד או בעל שליטה בו. קביעת מחירי הקניה או המכירה של ניירות הערך נתונה לשיקול דעתו הבלעדי של עושה השוק.

2.2.3.3 המרווח בין מחירי הקניה והמכירה בכל נייר ערך לא יעלה על המרווח שייקבע (ראה האינדיקציות המפורטות בלוח 1);

2.2.3.4 מחויבות עושה השוק לפעולות עשיית שוק בנייר ערך מסוים תהיה לתקופה מזערית של שנה אחת; הצוות ממליץ כי בשנה הראשונה ליישום המלצות הדוח, תקוצר תקופת ההתחייבות כאמור, למחצית השנה;

2.2.3.5 לענין המגבלה המפורטת בסעיף 2.2.3.3 כאמור, ממליץ הצוות כי בעתיד, לאחר שייצבר ניסיון ביישום המלצות דוח זה, תישקל האפשרות לקבוע מגבלות גם על גובה המרווח המרבי בין שני מחירים עוקבים של מכירה או של קניה.

#### 2.2.4 מקורות ההכנסה של עושה השוק (תמריצים)

לאחר בחינת הדרישות שראוי להטיל על עושי השוק, בחן הצוות את ה"זכויות" או התמריצים שיש להקנות לעושי השוק על מנת לעודד כניסתם לשוק.

בעניין זה שמע הצוות פעילים בשוק ההון, סקר את התמריצים המקובלים בבורסות שונות בעולם ואת ישימותם על רקע תנאים המיוחדים לבורסה

בתל-אביב. על יסוד אלה ממליץ הצוות לגורמים הבאים לשקול מתן הטבה לעושי שוק שתהווה בידיהם הכנסה נוספת על זו הצפויה להם מן המרווח בין מחיר הקניה לבין מחיר המכירה שנוצר בעסקות שיבוצעו בבורסה, כמפורט להלן:

2.2.4.1 התאגיד הצוות ממליץ לאפשר לתאגיד למנות עושה שוק, אחד או יותר, לניירות הערך שלו, בתמורה לתשלום כספי.

2.2.4.2 הבורסה הצוות ממליץ לבורסה לשקול מתן הנחה על عملות המסחר והסליקה.

התקשרות התאגיד עם עושה שוק מעוררת חשש מניגוד ענינים ביניהם, שכן לתאגיד יש, באופן טבעי, ענין משולש בהתקשרות: רצון לשלם תמורה נמוכה ככל שניתן בעבור נזילות גבוהה ככל שניתן, החותרת להשגת שווי אטרקטיבי ככל שניתן לניירות הערך שלו.

על מנת להקטין את החשש מניגוד ענינים, סבור הצוות כי יש לנקוט בפעולות אלה:

(א) קביעת מנגנון תשלום עבור עשיית שוק שאינו מותנה בהיקף הפעילות של עושה השוק. לדוגמא, הסכמה בין התאגיד לעושה השוק על תשלום סכום כספי קבוע עשויה לנתק בין האינטרסים של התאגיד ועושה השוק. יודגש שהסכום הכספי הקבוע יכול להשתנות מדי תקופה, ואולם אין לקשור בין גובה התשלום לבין יעדים כדוגמת מחזור העסקות של עושה השוק, מחירי ניירות הערך וכדומה.

פרטי ההסכם, לרבות גובה התשלום ומועדיו, ייקבעו בהסכם בין התאגיד לבין עושה השוק, בכתב, ויובאו לידיעת הציבור בדרך של פרסום דוח מיידי שיוגש לרשות ניירות ערך ולבורסה.

(ב) איסור על התאגיד או בעל שליטה בו לתת לעושה השוק, במישרין או בעקיפין, הוראות בקשר לקניה או מכירה של ניירות הערך.

## 2.2.5 סיום פעילותו של עושה שוק

כאמור, ממליץ הצוות להגביל את התקופה המזערית לגביה יתחייב עושה שוק לפעול בנייר ערך מסוים לשנה אחת. בשנה הראשונה ליישום המלצות הדוח ממליץ הצוות להפחית את תקופת ההתחייבות המזערית למחצית השנה.

המלצת הצוות בדבר קביעת מגבלה על התקופה המזערית לעשיית שוק בנייר ערך, מעוררת את השאלה כיצד ראוי לטפל במצב בו מופסקת עשיית השוק במהלכה של התקופה כאמור, בין ביוזמת עושה השוק, או התאגיד הממנה, ובין על פי דרישת הבורסה. הצוות ממליץ להתיר הפסקה של עשיית שוק בנייר ערך, בטרם תמה תקופת ההתחייבות כאמור, אם התקיים אחד מאלה:

2.2.5.1 התאגיד מינה עושה שוק אחר תחתיו;

2.2.5.2 עושה שוק הודיע על כוונתו לחדול מעשיית שוק בנייר ערך מסוים והודעתו נמסרה לתאגיד (אם מינה אותו) ולבורסה לא יאוחר מ-45 ימים בטרם תובא פעילותו לידי סיום<sup>10</sup>, וזאת על מנת לאפשר לבעלי מניות לקבל החלטה בקשר להמשך החזקת ניירות הערך שלהם בטרם תחדל עשיית השוק בנייר הערך.

הצוות ממליץ לחייב את התאגיד הממנה לדווח על אירוע הפסקת פעילות או החלפה של עושה שוק בדרך של פרסום דוח מיידי לפי תקנות הדיווחים.

הצוות ממליץ להסמיך את הבורסה לחדש את רשיון הפעולה של עושה שוק שחדל לפעול כאמור, אם ראתה לנכון לעשות כן, ולאחר ששוכנעה כי התקיימו לגבי עושה השוק נסיבות מיוחדות בעטיין נבצר ממנו לפעול בנייר הערך בו חדל לפעול, וכי עילת הביטול תוקנה, ובמועד בקשת החידוש התקיימו לגביו כל התנאים למתן רשיון המפורטים בפסקה 2.2.2;

---

<sup>10</sup> חברת הצוות שרה פרוש הביעה הסתייגותה מהמלצת הצוות בענין תקופת "ההודעה המוקדמת" וסברה כי יש להאריך תקופה זו ל-90 ימים.

2.2.5.3 עושה שוק הפר התחייבות אחת או יותר מן ההתחייבויות האמורות בפסקה 2.2.3, במשך שני ימים עוקבים או במשך ששה ימים שאינם עוקבים במהלך תקופה בת ששה חודשים, לכל הפחות;

היה והתקיים אחד מן המקרים, כאמור, ממליץ הצוות להסמיך את הבורסה לשקול, האם וכיצד, לנקוט באחד מן הצעדים שלהלן כנגד עושה השוק:

2.2.5.4 הפסקת פעילות עושה השוק בנייר ערך מסוים או בכלל ניירות הערך בהם הוא פועל;

2.2.5.5 הטלת קנס כספי בסכום שייקבע בידי הבורסה;

2.2.5.6 שלילת זכותו של עושה השוק לפעול בנייר ערך מסוים או בכלל ניירות הערך למשך תקופה שתקבע בידי הבורסה.

## 2.2.6 פרסום מידע בקשר לפעילות עושה שוק

2.2.6.1 הצוות מייחס חשיבות לפרסום שמותיהם של עושי השוק. הפרסום יכלול את רשימת ניירות הערך שבהם יפעל עושה השוק, מועד תחילתה של פעילותו בכל נייר ערך ונתונים סטטיסטיים שונים שהבורסה תראה לנכון לפרסמם. הצוות ממליץ כי הבורסה תיטול את האחריות לפרסום כאמור, בדרך שתביא את המידע לידיעת הציבור, בתדירות שלא תפחת מארבע פעמים בשנה (אחת לשלושה חודשים);

2.2.6.2 הצוות ממליץ כי כל שינוי בזהות ניירות הערך שבהם פועל עושה שוק או בפרמטרים של מתכונת פעילותו יפורסם באופן שוטף במערכת הפצת המידע של הבורסה;

2.2.6.3 הצוות ממליץ כי בפרסום, כאמור, יובא לידיעת הציבור שמו של עושה שוק שחדל לפעול, בין אם חדל לשמש עושה שוק בנייר ערך מסוים ובין אם חדל מלפעול כעושה שוק בכלל. במקרה בו היתר עושה השוק הושעה או נשלל, יפורסם המידע ויכללו בו פרטים לעניין העילה להשעיה או לשלילת ההיתר;

2.2.6.4 הצוות ממליץ לפרסם בדוח מיידי, שיוגש בידי התאגיד שמינה את עושה השוק, לרשות ולבורסה, פרטים אודות ההסכם, לרבות תיקונים לו, שנעשו בין עושה שוק לתאגיד שמינה אותו;

2.2.6.5 הצוות סבור, כי בעצם גילוי העובדה שבספר הפקודות המרכזי כלולות פקודות של עושה שוק גלום מידע חשוב למשקיעים, שכן הוא מספק לציבור מידע אודות מקור הביקושים וההיצעים בנייר הערך המסוים. לפיכך, ממליץ הצוות כי בכל עת בה קיימות פקודות של עושה שוק בלפחות אחת משלוש השכבות הגלויות של ספר הפקודות המרכזי של הבורסה, יופיע סימון מיוחד המצביע על קיומן של פקודות עושה שוק בשכבות אלה. הסימון לא יציין אלו פקודות שייכות לעושה השוק, אלא רק יספק מידע אודות קיומן.<sup>11</sup>

## 2.3 תחולת המודל על ניירות ערך דלי סחירות

2.3.1 הצוות ממליץ לא להבחין בין ניירות הערך הנמנים בפרק זה (מניות, ניירות ערך המירים ואיגרות חוב המונפקים בידי תאגידים) על פי סוגם, אלא על פי היקף הסחירות בהם. הבחנה זו נוהגת במודל ה-EMM ובמסגרתה חולקו ניירות הערך הרשומים למסחר ב-Euronext לארבע קבוצות: 100 המניות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר, 150 המניות הבאות אחריהן, מניות בינוניות ויתר המניות שאינן סחירות.<sup>12</sup>

2.3.2 הצוות ממליץ לחלק את ניירות הערך ל-2 קבוצות בלבד שיבדילו בין ניירות ערך סחירים לניירות ערך דלי סחירות. ניירות ערך ייחשבו כדלי סחירות אם

---

<sup>11</sup> חברי הצוות דרור שליט ואלעזר אמיר-הימל הביעו הסתייגותם מסימון זה.

<sup>12</sup> ב-EMM נייר ערך לא סחיר הוא זה שמספר העסקות בו בשנה נמוך מ-5,000. בניירות ערך אלה שאין להם עושה שוק המסחר מתבצע באמצעות מכרז שלוש פעמים ביום, בדומה למסחר בשלב הפתיחה בבורסה בתל אביב. אחד ההבדלים בין המודל ה-EMM לבין המודל המוצע, נעוץ בהעדר הצורך לכפות עושה שוק בנייר ערך לא סחיר במודל המוצע. הבדל שני נעוץ בצורך לעודד התקשרות חוזית שתיצור את האפשרות לעשיית שוק במניה מבלי לפגוע באופן מעשי בעיקרון של מסחר בשיטת הרצף, שהרי ממילא נייר הערך נסחר פחות מפעם אחת ביום, בממוצע. בחודש דצמבר 2001, היקף המסחר היומי ב-Euronext היה 5.917 מיליארד יורו. מתוך זה 5.222 מיליארד יורו היה במניות הכלולות ב-Euronext 100. במניות ה-150 next, 150 מניות שסחירותן הגבוהה ביותר מלבד אלה שב-Euronext 100, נפח המסחר היומי היה בשנת 2001, בממוצע, כ-127 מיליון יורו ליום. נפח המסחר היומי ב-Euronext היה כ-50 מיליון יורו למניה. לשם השוואה, במניות ת"א-25 ממוצע נפח המסחר ליום בשנת 2001 היה כ-7 מיליון ש"ח למניה. ב-Euronext, ניירות הערך הלא סחירים הם קבוצת ניירות הערך שסחירותם הנמוכה ביותר בבורסה. בקבוצה זו נכללים כל ניירות הערך שמספר העסקות בהם ביום אינו עולה על 20 (או 5,000 עסקות בשנה).

אינם נכללים במדד ת"א-100 או במדד יתר 150. היקפי המסחר בניירות ערך אלה נמוכים ויש הטוענים כי למסחר הרציף בניירות ערך אלה אין תועלת מרובה<sup>13</sup>.

2.3.3 על מנת לעודד עשיית שוק בניירות ערך דלי סחירות ממליץ הצוות להתיר לעושה שוק שיפעל בניירות ערך אלה לצמצם את התחייבויותיו לשלב מסחר הפתיחה בלבד, וזאת על פי דרישתו.

בעתיד, לאחר שייצבר ניסיון ביישום המלצות הדוח, ממליץ הצוות לבורסה לשקול האם להגביל את המסחר בניירות הערך דלי הסחירות לשלב מסחר הפתיחה ושלב המסחר בשער נעילה<sup>14</sup>. במקביל, תינתן לתאגיד אפשרות להעביר את המסחר בניירות הערך שלו גם לשלב המסחר הרציף, ולשם כך יידרש למנות עושה שוק (שכאמור, יפעל בשלב המסחר הרציף).

---

<sup>13</sup> במסמך של ה-Euronext המפרט את עיקרי שיטת המסחר והרציונל בבסיס השיטה נאמר: In the case of less liquid securities, it is necessary to consider whether it is relevant that transactions are conducted immediately, as there are so few transactions per day. It is also necessary to decide whether the costs attached to immediate execution generate a price that ought to be paid by the investor. The fewer transactions per day, the wider the spread between bid and offer prices and the more investor sees this as drawback. This is a vicious circle. An illiquid market can also result in sharper price fluctuations, triggering auctions at unscheduled times, i.e., spontaneous auctions. On the basis of the above, we can conclude that

order in continuous trading loses its economic benefits. The entire system tends towards an auction system, as volatility interruptions at unscheduled moments of the day lead to spontaneous auctions.

תמיכה לטענה זו נמצאה בעבודתם של האוזר ותנחומא (1998).  
<sup>14</sup> למניעת האפשרות לסחור בניירות ערך אלה בשלב הרציף פגיעה מזערית, אם בכלל, במסחר בבורסה בתל אביב שהרי ממילא ניירות הערך שמדובר בהם נסחרים בממוצע בפחות מעסקה אחת ליום (ראה לוח 3 נספח ב'). דרישה דומה קיימת ב-Euronext לגבי ניירות ערך לא סחירים (פחות מ-20 עסקות ביום בממוצע).

המסחר בשוק ניירות הערך שונה מן המסחר בשוק הנגזרים. על אף זאת, ממליץ הצוות ליישם בשוק הנגזרים מודל דומה למודל עשיית השוק בניירות ערך, שכן הנחות העבודה של הצוות ועקרונות המודל ישימים באותה מידה בשני השווקים. המודל המוצע הינו המודל המפורט בסעיף 2.2 בשינויים המחויבים, בתנאים ובסייגים המפורטים להלן:

### 3.1 מי רשאי לשמש כעושה שוק

הצוות ממליץ להגביל את עשיית השוק בנגזרים לחבר בורסה המבצע פעילות זו לחשבון עצמו, וכן לתאגיד אחר הפועל לחשבון עצמו בלבד (נוסטרו), באמצעות חבר בורסה. הצוות ממליץ כי מינוי עושי שוק, שאינם חברי בורסה כיום, ייעשה רק לאחר שיובטח פיקוח הבורסה על פעילותם כעושי שוק.

בשונה מהמלצת הצוות להגבלת עשיית השוק בניירות ערך רק למי שהינם חברי בורסה, סבור הצוות כי ניתן לאפשר כיום למי שאינם חברי בורסה לעשות שוק בנגזרים. הצוות סבור, כי הואיל והנפקת הנגזרים, מינוי עושי השוק ותשלום התמריצים נעשה בידי מסלקת מעו"ף, ראוי לאפשר למסלקת מעו"ף למנות עושי שוק גם אם אינם חברי בורסה. עשיית שוק בניירות ערך כרוכה בפיקוח על מערכת היחסים בין עושה השוק לבין התאגיד הממנה אותו ובהגנה על ציבור המשקיעים מפני תופעות של ניגוד ענינים בין צדדים אלה. קביעת נורמות המבטיחות קיומה של מערכת יחסים תקינה והוגנת בין צדדים אלה והפיקוח על שמירתן כרוכים בתיקון הוראות הדין הקיים. מערכת היחסים בין מסלקת מעו"ף, הבורסה ועושה השוק אינה כרוכה בניגודי ענינים מובנים, והפעולות שיעשו בידי הבורסה והמסלקה לצורך יישום המודל המתואר בפרק זה נופלות, על פניו, לגדר סמכותן הטבעית. פעולות אלה הכוללות, בין היתר, הנפקת נגזרים, מינוי עושה שוק, תשלום לעושה שוק ופיקוח על פעולותיו אינן שייכות לתחום יחסי הבורסה וחבריה, אלא לתחום סמכויות הניהול של המסחר והסליקה, ועל כן ניתן לכלול בהן גם מי שאינם חברי בורסה<sup>15</sup>.

כאמור, הצוות סבור כי בהתאם לדין הקיים, יידרש עושה שוק שאינו חבר בורסה לפעול באמצעות חבר, ובלבד שיואגד כתאגיד, יפעל לחשבון עצמו (נוסטרו) וימנע מכל פעילות ניהול כספים או תיקי השקעות עבור אחרים. בנוסף, יזוהה חשבון עושה השוק בידי הבורסה, במישרין, והפעילות בו תפוקח בידי הבורסה.

<sup>15</sup> בניגוד להמלצת חברי הצוות, הביעו חברי הצוות מיקי קהן ועדי ריבלין הסתייגותם מהמלצת הצוות לאפשר למי שאינו חבר בורסה לפעול כעושה שוק וסברו כי מודל מסוג זה שאינו מקובל בעולם מפחית את אפשרויות הבורסה לבצע פעולות פיקוח ואכיפה ופוגע בתנאי פעילותם. לדעתם, יש להסדיר עבור עושה השוק מעמד של חברות בבורסה.



כאמור בפרק ב' לדוח, סבור הצוות, כי המקום הראוי להסדרת העיסוק בעשיית שוק הינו חוק ניירות ערך. בנוסף, סבור הצוות כי יש צורך לתקן את תקנון הבורסה ולהסדיר את עיסוקו של חבר בורסה עושה שוק ואת הפיקוח עליו.

## 3.2 התחייבויות עושה השוק

הצוות ממליץ לקבוע כי על עושה השוק יחולו המגבלות, כמפורט להלן:

3.2.1 חובה לצטט באופן רציף מחירי קניה ומכירה של נגזר בכל יום בו מתקיים מסחר בנגזרים.

כאמור בסעיף 2.2.3.1, ממליץ הצוות לקבוע כי עושה שוק לא יידרש להזרים פקודות במהלך כל יום המסחר בבורסה. משך הזמן המזערי בו יידרש עושה שוק לצטט מחירים, כאמור, במהלך יום המסחר ייקבע בהתאם להיקף הסחירות של הנגזרים בהם הוא פועל. הצוות ממליץ, לדרוש מעושה השוק לצטט מחירים במשך 80% מזמן המסחר, לפחות.

בנוסף, לאור הניסיון שנצבר בעולם בעתות משבר ומפולת המאופיינים בתנודות שערים חדות של ניירות ערך ומדדים, ממליץ הצוות לבורסה לקבוע כללים מפורשים שיאפשרו לעושה שוק, במקרים של מפולת או משבר, לחדול מהזרמת פקודות למשך זמן מסוים, כפי שייקבע בידי הבורסה.

3.2.2 הכמות המזערית של הנגזרים שייכללו בכל פקודה תקבע בידי הבורסה בשים לב לכמויות המוצעות להלן<sup>16</sup>:

3.2.2.1 באופציות מסדרה למועד מימוש קרוב 15 חוזים.

3.2.2.2 באופציות מסדרה למועד מימוש הבאים 15 חוזים.

3.2.2.3 בחוזים עתידיים 3 חוזים;

3.2.3 המרווח בין מחירי הקניה והמכירה בכל נכס נגזר לא יעלה על המרווח המרבי שייקבע בידי הבורסה לגבי כל נכס נגזר בנפרד (ראה האינדקסציות המפורטות בלוח 1);

3.2.4 הצוות ממליץ שהתחייבות עושה השוק תוגבל רק למספר אופציות שמחירי המימוש הנקובים בה נמנים על ארבעת מחירי המימוש הקרובים ביותר לשער נכס הבסיס האחרון הידוע. המדרגות בין מחירי המימוש כאמור לא יעלו על המדרגות המפורטות להלן:

3.2.4.1 באופציות call ו-put בכסף מדרגה אחת;

3.2.4.2 באופציות call ו-put בתוך הכסף מדרגה אחת;

3.2.4.3 באופציות call ו-put מחוץ לכסף שתי מדרגות.

מוצע לקבוע כמות זיזים שונה לאופציות בכסף (מדרגה אחת), אופציות בתוך הכסף (מדרגה אחת) ואופציות מחוץ לכסף (שתי מדרגות).<sup>17</sup>

3.2.5 מחויבות עושה השוק לפעילות בנגזר מסוים תהיה לתקופה שלא תפחת מ-3 חודשים;

### 3.3 מקורות ההכנסה של עושה השוק (תמריצים)

הצוות ממליץ להסמיך את הבורסה להעניק, על פי שיקול דעתה, תמריצים לעושי שוק שיפעלו בנכסים נגזרים, כמפורט להלן:

3.3.1 פטור מתשלום עמלות מסחר וסליקה בשל ביצוע פעולות בנכסים נגזרים. מובן כי מידת התועלת לעושה השוק מהנחה בעמלות מותנית בהיקף פעילותו בנכס הנגזר;

3.3.2 תשלום לעושי שוק; הצוות ממליץ לבורסה לעודד כניסה של עושי שוק, במיוחד בנגזרים דלי סחירות ונגזרים חדשים, בדרך של תשלום לעושי השוק אלה, שיכול ויותנה בהיקף פעילותם.

<sup>16</sup> המספרים המצוינים בסעיף זה משמשים לאינדיקציה בלבד.

<sup>17</sup> "זיז" (טיק) מייצג את התנודה המזערית בשער נייר הערך במסגרת המסחר בבורסה כקבוע בהנחיות הבורסה.

## ג. איגרות חוב ממשלתיות ומלווה קצר מועד

### 1. כללי

- 1.1 נזילותו של שוק ניירות ערך מהווה אחד מן התנאים החיוניים וההכרחיים לקיומו של שוק ניירות ערך תקין. מקובל להגדיר שוק ניירות ערך נזיל כשוק בו יכולים המשתתפים להזרים פקודות קניה ומכירה באופן רציף ולבצע עסקות באופן מיידי ובסכומים ניכרים, כאשר משקיע בודד אינו יכול להטות את שערי ניירות הערך משווי משקלם. הצוות מדגיש, כי אחד ממאפייניה הבולטים של הנזילות הוא היותה "תהליך שמזין את עצמו".
- 1.2 הניסיון שנצבר בשוקי העולם מצביע על כך ששוק איגרות החוב הממשלתיות והמלווה קצר מועד תומך ביתר השווקים הפיננסיים, וכי הגברת נזילותו של שוק זה תורמת להוזלת עלויות גיוס ההון במשק.
- 1.3 הצוות בחן מספר מודלים לעשיית שוק באיגרות חוב ממשלתיות, וביניהם המודלים הפועלים בארה"ב, אירופה ויפן, וכן שמע עדויות של פעילים בשוק איגרות החוב הממשלתיות בישראל, בארה"ב ובאיטליה (ראה לוח 2 ונספח ה' להלן).
- 1.4 לאחר בחינת המודלים שיושמו בשווקים כאמור, והניסיון שהצטבר בהם, ולאחר שמיעת הפעילים בשווקים כאמור, הגיע הצוות למסקנה כי אחת הדרכים החשובות להגברת נזילות שוק איגרות החוב הממשלתיות בישראל היא שילוב עושי שוק ראשיים, שתפקידם לספק נזילות.
- המלצות הצוות מבוססות על העובדה, לפיה בשונה מן המקובל במרבית המדינות, מתנהל כיום עיקר המסחר באיגרות החוב הממשלתיות בישראל במסגרת המסחר בבורסה ולא מחוצה לה.

## לוח 2

מועדי הקמת מערכת IDS באיגרות חוב ממשלתיות ומספר עושי שוק ראשיים  
 בשוקי הון שונים בעולם

מספר עושי שוק ראשיים	שנת ההקמה	מדינה
45	1940	קנדה
22	1960	ארה"ב
9	1982	שבדיה
19	1986	אנגליה
20	1987	צרפת
28	1988	איטליה
15	1988	ספרד
25	1989	אוסטריה
12	1990	בלגיה
5	1992	פינלנד
6	1995	אירלנד
8	1995	נורבגיה
13	1999	הולנד
15	2000	פורטוגל
18	2002	יפן (ביישום)

מקור הנתונים הינו:

The relevance of primary dealers for public bonds issues,  
 Wolfgang Breuer, CFS working paper No. 1999/11.

ומקורות נוספים

## 2. עשיית שוק באיגרות חוב ממשלתיות ומלווה קצר מועד

### 2.1 המודל להסדרת פעילותם של עושי שוק בבורסה

#### 2.1.1 דרישה למינוי עושי שוק

יישום המודל המוצע בשוק איגרות החוב הממשלתיות ומלווה קצר מועד יותנה במינוי, בידי משרד האוצר ובנק ישראל, של עושי שוק ראשיים (Primary Dealers) שיפעלו בסדרות מסוימות כמפורט להלן.

הצוות סקר את הנעשה בשוק איגרות החוב בישראל ומציין, כי חרף הפחתה ניכרת במספר הסדרות המונפקות בעשור האחרון, נותרו עדיין כמאה סדרות וכי מספר זה גבוה מן המקובל בשוקי איגרות החוב בעולם. הצוות מעריך כי קשה לצפות כי בשלב ראשון ליישום המלצות הצוות תתקיים פעילות של עשיית שוק הכרוכה במחויבות לפעול במספר כה גבוה של סדרות. מסיבה זו, ממליץ הצוות ליישם את המודל להסדרת פעילותם של עושי שוק באיגרות חוב בשני שלבים. בשלב הראשון תוסדר עשיית שוק באיגרות החוב הסחירות ביותר עליהן נמנות סדרות אלה (להלן סדרות שלב א'):

- (א) כל הסדרות של מלווה קצר מועד;
- (ב) כל סדרות איגרות החוב הלא צמודות מסוג שחר;
- (ג) 5 סדרות איגרות חוב צמודות למדד מסוג גליל, כפי שייקבע;

עושי השוק הראשיים ייטלו על עצמם מחויבות לפעול בהתאם לדרישות המפורטות בדוח זה ובתמורה ייהנו מן ההטבות המפורטות אף הן בדוח זה. הצוות ממליץ, כי בעתיד, לאחר שייצבר ניסיון ביישום המלצות הדוח, תישקל האפשרות למנות עושי שוק ראשיים גם בסדרות אחרות של איגרות חוב.

בנוסף, ממליץ הצוות לאפשר גם לעושי שוק נוספים לפעול בסדרות שלב א' או בסדרות אחרות של איגרות חוב ממשלתיות, כעושי שוק רגילים (להבדיל מראשיים). מעמדם של עושי השוק הרגילים יושווה, לכל דבר וענין,

למעמד של עושי השוק בניירות ערך (כמפורט בפרק ב' לדוח) ועל כן לא תהיה להם גישה למערכת המסחר הסגורה שתוקם עבור עושי השוק הראשיים, כאמור בפרק ג' לדוח, והפיקוח עליהם יעשה בידי הבורסה (בהיותם חברי בורסה).

יודגש שייחודן של סדרות שלב אי הינו בהמלצה שמשרד האוצר ובנק ישראל ימנו עושי שוק ראשיים לסדרות אלה.

### 2.1.2 מי ראשי לשמש עושה שוק

הצוות ממליץ להגביל את אפשרות המינוי של עושי השוק הראשיים לחברי בורסה בלבד המבצעים פעילות זו לחשבון עצמם.

הצוות ממליץ למשרד האוצר ולבנק ישראל למנות לסדרות שלב אי עושי שוק ראשיים, שמספרם יקבע על פי שיקול דעתם. הצוות ממליץ לגופים אלה לשקול גם מינוי עושי שוק ראשיים זרים.

כאמור בפרק ב' לדוח, סבור הצוות, כי המקום הראוי להסדרת העיסוק בעשיית שוק הוא חוק ניירות ערך. בנוסף, סבור הצוות כי יש צורך לתקן את תקנון הבורסה (הדן בחברי בורסה) ולהסדיר את העיסוק של חבר הבורסה בעשיית שוק ואת הפיקוח עליו.

### 2.1.3 התחייבויות עושה השוק

הצוות ממליץ לקבוע כי על פעילות עושי השוק הראשיים יחולו המגבלות, כמפורט להלן:

2.1.3.1 חובה להזרים פקודות קניה ומכירה של איגרות חוב ממשלתיות ומלווה קצר מועד, באופן רציף, בכל יום בו מתקיים בהם מסחר בבורסה. חובת הציטוט חלה הן בבורסה (לרבות בשלב מסחר הפתיחה ובשלב המסחר הרציף) והן במערכת המסחר הסגורה שתתואר בהמשך (Inter Dealer System).

כאמור בפרק ב' סעיף 2.2.3.1, מכיר הצוות בקשיים המתעוררים במצבים המכונים . בהתאם לכך, ממליץ הצוות לקבוע כי עושה שוק ראשי לא יידרש להזרים פקודות במהלך כל יום המסחר בבורסה, אלא רק במרביתו. משך הזמן המזערי בו

יידרש עושה שוק ראשי לצטט מחירים, כאמור, במהלך יום מסחר, ייקבע בידי משרד האוצר ובנק ישראל, בהתאם להיקף הסחירות של הסדרות בהן הוא פועל. הצוות ממליץ, כי בסדרות שלב א' יידרש עושה השוק לצטט מחירים במשך 80% מהזמן בשלב המסחר הרציף, לפחות.

בנוסף, לאור הניסיון שנצבר בעולם בעתות משבר ומפולת המאופיינים בתנודות שערים חדות של ניירות ערך ומדדים, ממליץ הצוות למשרד האוצר ולבנק ישראל לקבוע כללים מפורשים שיאפשרו לעושי שוק ראשיים, לחדול במקרים מעין אלה מהזרמת פקודות למשך זמן מסוים, כפי שייקבע.

2.1.3.2 הכמות המזערית של איגרות חוב ממשלתיות ומלווה קצר מועד שתיכלל בכל פקודה לא תפחת מן הכמות שתקבע לכל סדרה הכלולה בסדרות שלב א' (ראה האינדיקציות המפורטות בלוח 1) ולכל אחת מ"זירות המסחר" (מסחר בבורסה וב-IDS);

2.1.3.3 המרווח בין מחירי הקניה והמכירה בסדרות שלב א' לא יעלה על המרווח שייקבע, בהתייחס לכל סדרה בנפרד, ובהתחשב באורך חיי הסדרה (ראה האינדיקציות המפורטות בלוח 1);

2.1.3.4 מחויבות עושה השוק הראשי לפעילות בסדרות שלב א' תהיה לתקופה מזערית של שנה אחת;

2.1.3.5 הצוות ממליץ כי בעתיד, לאחר שייצבר ניסיון ביישום המלצות דוח זה, תישקל האפשרות לקבוע מגבלות גם על גובה המרווח המרבי בין שני מחירים עוקבים של מכירה או של קניה.

#### 2.1.4 מקורות ההכנסה של עושה השוק וזכויות נוספות (תמריצים)

לאחר בחינת הדרישות שראוי להטיל על עושי השוק, בחן הצוות את ה"זכויות" או התמריצים שיש להקנות לעושי השוק הראשיים על מנת לעודד כניסתם לשוק.

בעניין זה שמע הצוות פעילים בשוק ההון, סקר את התמריצים המקובלים בשוקי הון שונים בעולם ואת ישימותם על רקע תנאים המיוחדים לבורסה בתל-אביב. על יסוד אלה ממליץ הצוות לגורמים הבאים לשקול מתן הטבות לעושי שוק הראשיים שתהווה בידיהם הכנסה נוספת על זו הצפויה להם מן

המרווח בין מחיר הקניה למחיר המכירה שנוצר בעסקות שיבוצעו בבורסה, כמפורט להלן:

2.1.4.1 הצוות ממליץ לבורסה לשקול הפחתת עמלות המסחר והסליקה לעושי שוק.

2.1.4.2 הצוות ממליץ למשרד האוצר ובנק ישראל להעניק לעושי השוק זכויות עודפות בקשר עם מכרזי הנפקת איגרות חוב ממשלתיות ומלווה קצר מועד חדשים, כפי שייקבע בידיהם. הצוות ממליץ כי בין הזכויות, כאמור, תימננה הזכויות כלהלן:

2.1.4.2.1 זכות להקצאה נוספת של איגרות חוב ממשלתיות ומלווה קצר מועד, שיונפקו במכרזים מסוימים, כפי שייקבע, וזאת במחיר הממוצע שבו נקבע המכרז. ההקצאה הנוספת תעשה תוך פרק זמן מרבי מתום מועד המכרז (Green-shoe);

2.1.4.2.2 זכות להשתתף במכרזים מסוימים, כפי שייקבע, שהנגישות אליהם תוגבל לעושי שוק הראשיים בלבד;

2.1.4.3 הצוות ממליץ להקים מערכת מסחר סגורה (IDS) שהנגישות אליה תוגבל לעושי השוק הראשיים בלבד והסליקה והמשמורת הנובעים מן המסחר בה תעשנה בידי מסלקת הבורסה. מערכת המסחר הסגורה נועדה לסייע לעושי השוק הראשיים להשיג מלאי המאפשר להם לספק נזילות לשוק.

#### 2.1.5 סיום פעולת עושה שוק

כאמור, ממליץ הצוות לקבוע כי התקופה המזערית לגביה יתחייב עושה שוק ראשי לפעול בסדרות שלב א' לא תפחת משנה אחת.

המלצת הצוות בדבר קביעת מגבלה על התקופה המזערית לעשיית שוק מעוררת את השאלה כיצד ראוי לטפל במצב בו מופסקת עשיית השוק במהלכה של התקופה כאמור, בין ביוזמת עושה השוק הראשי ובין על פי דרישת משרד האוצר או בנק ישראל. הצוות ממליץ להתיר הפסקה של עשיית שוק בסדרות שלב א', בטרם תמה תקופת ההתחייבות כאמור, אם התקיים אחד מאלה:



2.1.5.1 עושה שוק ראשי המבקש לחדול מעשיית שוק בסדרות שלב א' הודיע למשרד האוצר, לבנק ישראל ולבורסה על כוונתו 60 ימים לפחות בטרם תובא פעילות עשיית השוק לידי סיום.

הצוות ממליץ כי בשנה הראשונה ליישום המלצות הדוח, יותר לעושה שוק לחדול מפעילות עשיית שוק כאמור בהודעה שתיתן 30 ימים מראש.

הצוות ממליץ להסמיך את משרד האוצר ובנק ישראל לחדש את מינויו של עושה שוק ראשי שחדל לפעול כאמור, אם יראו לנכון לעשות כן, ולאחר ששוכנעו כי התקיימו לגבי עושה שוק ראשי נסיבות מיוחדות בעטיין נבצר ממנו לפעול, וכי עילת הביטול תוקנה.

2.1.5.2 עושה שוק ראשי הפר התחייבות אחת או יותר מן ההתחייבויות האמורות בפסקה 2.1.3, במהלך שני ימים עוקבים או במהלך ששה ימים שאינם עוקבים, במהלך תקופה בת שישה חודשים, לכל הפחות.

2.1.5.3 היה והתקיים אחד מן המקרים, כאמור, ממליץ הצוות להסמיך את משרד האוצר ובנק ישראל לשקול, האם וכיצד, לנקוט באחד מן הצעדים שלהלן כנגד עושה שוק ראשי:

2.1.5.3.1 סיום מינוי עושה שוק ראשי בסדרות שלב א';

2.1.5.3.2 הטלת קנס כספי בסכום שייקבע בידיהם;

2.1.5.3.3 שלילת זכותו של עושה השוק לפעול כעושה שוק ראשי בסדרות שלב א' או בסדרות אחרות, וזאת במשך שנתיים מיום שחדל לפעול כעושה שוק ראשי בשל אחד מן המקרים המפורטים בפסקאות משנה 2.1.5.1 עד 2.1.5.2;

## 2.1.6 פיקוח ובקרה על פעילות עושי שוק

הצוות ממליץ להסמיך את משרד האוצר, בנק ישראל והבורסה לבצע פעולות פיקוח ובקרה על עושי השוק הראשיים, ולקבוע לשם כך נהלים

מיוחדים. בין יתר הנהלים ממליץ הצוות כי ייקבעו הנהלים המפורטים להלן:

2.1.6.1 קביעת דרישה לפיה יגישו עושי השוק הראשיים למשרד האוצר ולבנק ישראל דוחות כספיים תקופתיים ודוחות כספיים ביניים, כפי שייקבע;

2.1.6.2 נוהלי בקרה שיאפשרו למשרד האוצר ולבנק ישראל לבחון עמידת עושה השוק הראשי בהתחייבויות שיוטלו עליו בקשר עם המסחר בבורסה וכן נהלים שיאפשרו למשרד האוצר ולבנק ישראל לבחון עמידת עושה השוק הראשי בהתחייבויות שיוטלו עליו בקשר עם ה-IDS.

## 2.1.7 פרסום מידע אודות פעילות עושי השוק הראשיים

2.1.7.1 הצוות מייחס חשיבות לפרסום שמותיהם של עושי השוק הראשיים, הסדרות בהן הם פועלים ונתונים סטטיסטיים שונים אודות פעילותם. הצוות ממליץ כי משרד האוצר ובנק ישראל ייטלו את האחריות לפרסום כאמור, בדרך שתביא את המידע לידיעת הציבור, בתדירות שלא תפחת מארבע פעמים בשנה (אחת לשלושה חודשים);

2.1.7.2 הצוות ממליץ כי שינויים בזהות עושי השוק הראשיים או בזהות הסדרות בהן הם פועלים, ככל שיהיו, יפורסמו באופן שוטף;

2.1.7.3 הצוות ממליץ כי בפרסום, כאמור, יובא לידיעת הציבור שמו של עושה שוק הראשי שחדל לפעול והנימוק להפסקת פעולתו;

2.1.7.4 הצוות ממליץ כי מחירי העסקות שיבוצעו בין עושי השוק הראשיים ב-IDS יפורסמו במערכות הפצת מידע בישראל ובמערכות מידע זרות כגון רויטרס ובלומברג. זהות מערכת ההפצה תקבע במועד המינני.

2.1.7.5 הצוות סבור, כי בעצם גילוי העובדה שבספר הפקודות המרכזי כלולות פקודות של עושה שוק גלום מידע חשוב למשקיעים, שכן הוא מספק לציבור מידע אודות מקור הביקושים וההיצעים בנייר הערך המסוים. לפיכך, ממליץ הצוות כי בכל עת בה קיימות פקודות של עושה שוק בלפחות אחת משלוש השכבות הגלויות של

ספר הפקודות המרכזי של הבורסה, יופיע סימון מיוחד המצביע על קיומן של פקודות עושה שוק בשכבות אלה. הסימון לא יציין אלו פקודות שייכות לעושה השוק, אלא רק יספק מידע אודות קיומן.<sup>18</sup>

## 2.2 המסחר בין עושי השוק הראשיים (Inter-Dealer System)

המודל להסדרת פעילותם של עושי שוק ראשיים באיגרות חוב ממשלתיות ומלווה קצר מועד מבוסס על העובדה שבישראל מתקיים המסחר בניירות הערך הללו, בבורסה, בשונה מן הנהוג במדינות רבות. הצוות ממליץ לשמר את המסחר במסגרת הבורסה אך להוסיף בצידה מערכת מסחר חדשה וסגורה שתתרום לשיפור המסחר בבורסה.

מערכת המסחר החדשה שממליץ הצוות להקים תפעל כשוק סיטונאי (Wholesale) למסחר באיגרות חוב ממשלתיות ומלווה קצר מועד. הנגישות למערכת תוגבל לעושי השוק הראשיים שימונו בידי משרד האוצר ובנק ישראל לפעול בסדרות שלב א'.

הצוות שמע מפי פעילים בשוק איגרות החוב הממשלתיות ומלווה קצר מועד עדויות רבות על חשיבות קיומו של שוק סיטונאי לצד השוק הקמעונאי. הניסיון שנרכש בשוקי איגרות החוב ומטבע החוץ המובילים בעולם מלמד כי להפרדה בין שני השווקים יש ערך מוסף לשוק הקמעונאי. הצוות מדגיש כי אימוץ מודל המקובל בשווקים החשובים בעולם יתרום לקיצור תהליך בניית השוק הסיטונאי ותמיכתו בשוק הקמעונאי, שכן השוק הראשון תורם להגברת מהירות ביצוע העסקות ולהפחתת מרווחי המחירים (ראה נספח ה'). בנוסף, סבור הצוות, כי הצלחת השוק הסיטונאי עשויה לזרז את כניסתם של בנקים זרים לשוק הישראלי כעושי שוק, וזה לכשעצמו, צפוי להגביר את סחירותו של השוק המקומי.

הצוות ממליץ לחייב את עושי השוק הראשיים הפועלים במסגרת ה-IDS לפרסם את מחירי העסקות שבוצעו ביניהם בזמן אמת באמצעות מערכות הפצת מידע בישראל ומערכות הפצת מידע זרות כגון רויטרס ובלומברג. הצוות סבור כי השקיפות בניהול המסחר בין עושי השוק הראשיים תקרין על המסחר באיגרות חוב ממשלתיות ומלווה קצר מועד בבורסה ותועלתה כ- benchmark צפויה להיות רבה. הצוות סקר את הנעשה במדינות בהן פועלת מערכת IDS כזו, ואת השפעתה החיובית על מנגנון

---

<sup>18</sup> חברי הצוות דרור שליט ואלעזר אמיר-הימל הביעו הסתייגותם מסימון זה.

קביעת המחירים של איגרות החוב בבורסה. הניסיון במדינות אלה מצביע על כך שהמחיר שנקבע במסחר בין עושי השוק הראשיים מאופיין במרווח הצר ביותר ועל כן הוא חיוני לתמחור נכון של כלל שוק איגרות החוב הממשלתיות כמו גם איגרות חוב המונפקות על ידי תאגידים.

### 2.3 סליקת עסקות באיגרות חוב ממשלתיות ומלווה קצר מועד

הסליקה של כל העסקות באיגרות חוב ממשלתיות ומלווה קצר מועד תתבצע במסלוקת הבורסה, לרבות העסקות שבוצעו ב-IDS.

### 2.4 מאגר השאלות

במהלך הדיונים, נשמעו מפי פעילים בשוק אגרות החוב בארץ ובחוו"ל עדויות מהן עולה חשיבות קיומה של היכולת לשאול איגרות חוב ומלווה קצר מועד לצורך מכירה בחסר (short), שהיא חלק חיוני מפעילותו של עושה שוק ומיכולתו לשכלל את שוק איגרות החוב ולספק לו נזילות.

שאלת ניירות ערך נעשית בארה"ב ובמדינות אחרות באמצעות שוק ה-REPO (Repurchase Agreement) שבמסגרתו מוכר צד א' אגרת חוב (או נכס פיננסי אחר) לצד ב' על פי הסכם בו נקבעת זכותו של המוכר לבצע רכישה חוזרת של אגרת חוב דומה בעתיד. במובן זה, משמש ה-REPO מכשיר פשוט וגמיש למתן הלוואה מגובה בנייר ערך, בדרך כלל אגרת חוב ממשלתית. כדי לאפשר פעילות מסוג זה, בטרם קם שוק דומה בישראל, נדרשת מעורבות ממשלתית בהשאלת איגרות חוב ומלווה קצר מועד לעושי השוק שזקוקים להם לצורך מתן נזילות לשוק.

לשם כך, הצוות ממליץ למשרד האוצר ולבנק ישראל לבחון את האפשרות להקים מאגר השאלות מרכזי ממנו יורשו עושי השוק הראשיים לשאול איגרות חוב ממשלתיות ומלווה קצר מועד. לחלופין, ממליץ הצוות לבורסה להקים מאגר השאלות מרכזי שישרת את כלל עושי השוק בניירות הערך, כאמור.<sup>19</sup>

---

<sup>19</sup> מאגרי השאלה מהסוג המתואר מופעלים על ידי רשויות ניהול החוב הממשלתיות באירופה דוגמת צרפת והולנד.

**ד. קניה ומכירה של ניירות ערך, נכסים נגזרים, איגרות חוב ממשלתיות ומלווה קצר מועד, במהלך המסחר בבורסה, שלא בידי עושה שוק**

1. הצוות רואה חשיבות רבה בקביעת ההסדר המוצע בדוח זה, אשר תכליתו למנוע התרחשות תופעה המכונה שמשמעותה היא נוכחות מוגברת של עושי שוק בימי מסחר "טובים" בהם ניתן לנצל הזדמנויות עסקיות רבות והעלמות מכוונת מזירת המסחר בימי מסחר "קשים". כמובן, ש"העלמות" מזירת המסחר יכול שתעשה גם בדרך של ציטוט מחירי קניה ומכירה במרווחים גבוהים המאיינים את פעילות עושה השוק באותו יום מסחר. הצוות סבור, כי יישום ההסדר המוצע יסייע להשגת נזילות בימים בהם היא דרושה במיוחד.

2. הצוות ממליץ לקבוע כי עשיית שוק בניירות ערך, בנגזרים ובאיגרות חוב ממשלתיות ומלווה קצר מועד, תעשה בכפוף לכללים שייקבעו כאמור בדוח זה, בלבד.

3. הצוות מודע לקיומם של משקיעים הפועלים בשוק לחשבון עצמם ומבצעים פעולות רבות של קניה ומכירה במהלך כל יום מסחר. למיטב ידיעת הצוות, אין כיום וודאות באשר לשאלה האם ציטוט מרווחי קניה ומכירה במהלך המסחר בבורסה מהווה הפרה של הוראות חוק ניירות ערך. הצוות מדגיש כי בשוק נזיל במיוחד לא ניתן למנוע הופעת סוחרים הקונים ומוכרים בתכיפות גבוהה, תוך שהם מרוויחים מן המרווח המזדמן בין מחירי הקניה והמכירה ומסייעים לצמצום המרווחים ולהגברת הנזילות.

לאור כל זאת, סבור הצוות, כי יש לאפשר ציטוט מרווחי קניה ומכירה במהלך המסחר בבורסה גם בידי מי שלא מונה לשמש עושה שוק, כאמור (להלן המשקיע), וזאת בכפוף למגבלות, כמפורט להלן:

3.1 פעולות הקניה והמכירה ייעשו לחשבונו האישי של המשקיע;

3.2 המשקיע לא יורשה לפרסם כל מידע ממנו ישתמע, במישרין או בעקיפין כי הוא מונה לשמש עושה שוק. המשקיע לא יעשה שימוש בתואר "עושה שוק" או בכל תואר אחר ממנו עשוי להשתמע כי פעל כעושה שוק;

3.3 המשקיע לא יורשה לקבל הכנסות כספיות הקשורות לפקודות הקניה והמכירה, זולת הכנסות הנובעות מן המרווחים שבין מחירי קניה לבין מחירי מכירה של פקודותיו שיבוצעו; המשקיע לא יהיה זכאי לקבל הנחות מעמלות המסחר והסליקה שיינתנו בידי הבורסה, וכן לא יותר לו לקבל כל

הטבה מן הבורסה, משרד האוצר, בנק ישראל או מתאגיד, לרבות בעל ענין  
בו, שבניירות הערך שלו ייתן ציטוטים.

## נספחים

נספח א'	-	כתב המינוי
נספח ב'	-	בעיית הנזילות בבורסה בתל אביב והתרומה האפשרית של פעילות עושי שוק למסחר בבורסה
נספח ג'	-	עושי שוק במניות בינוניות ודלות סחירות בבורסת יורונקסט (Euronext)
נספח ד'	-	בורסת ה- ISE (International Securities Exchange)
נספח ה'	-	עושי שוק באיגרות חוב ממשלתיות הנסיון הבינלאומי.

## נספח א'

ג' באב התשס"א  
23 ביולי 2001  
מכ010155 14-53/ע

לכבוד  
פרופ' שמואל האוזר  
מר אלעזר אמיר-הימל  
גב' שרה פרוש  
מר מיקי קהן  
מר עדי ריבלין  
מר דרור שליט

נכבדי,

הנדון: צוות לבחינת האפשרות להסדרת פעילותם של עושי שוק בבורסה בתל-אביב

על דעת הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון, מנהל המחלקה המוניטרית בבנק ישראל ומנכ"ל הבורסה לניירות ערך בתל אביב, הנכם מתמנים לצוות שתפקידו לבחון את נושא הסדרת פעילותם של עושי שוק בניירות ערך הנסחרים בבורסה בישראל.

הצוות מתבקש להתייחס, בין השאר, לשאלות הבאות:

1. בהתחשב בשיטת המסחר בבורסה, בגודלו של שוק ההון הישראלי וברמת הסחירות בו, מהי תרומתם האפשרית של עושי שוק לשכלול השוק.
2. מהן החובות והזכויות שמן הראוי לקבוע לעושי שוק, ומהם הכללים הרצויים לפעילותם.
3. האם יש מקום לעשיית שוק וולנטרית על-פי קוד התנהגות (Code of Conduct) ובאם התשובה חיובית - על ידי מי צריך להיקבע הקוד ועל פי איזה עקרונות, ואיזה הסדרים חוקיים מצריך הדבר.
4. האם אפשרי/רצוי מצב שבו קיימים עושי שוק לחלק מניירות הערך הנסחרים בלבד.
5. מהי המסגרת החוקית המתאימה להסדרת הנושא.
6. אם מסקנת הצוות תהיה כי פעילות עושי שוק בבורסה בתל אביב רצויה - מהם שלבי יישום ההמלצה.

בראש הצוות יעמוד פרופ' שמואל האוזר והנכם מתבקשים להגיש את המלצותיכם בתוך ארבעה חודשים.

הצוות יוכל להיעזר במחלקה המשפטית של הרשות ככל שיידרש.

אני מודה לכם על היענותכם להשתתף בצוות ומאחלת לכם הצלחה.

בברכה,

מירי כץ

העתק: מר שאול ברונפלד, מנכ"ל הבורסה לניירות ערך בתל-אביב  
ד"ר מאיר סוקולר, מנהל המחלקה המוניטרית, בנק ישראל  
גב' ציפי סמט, הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון



## נספח ב'

### בעיית הנזילות בבורסה בתל אביב והתרומה האפשרית של פעילות עושי שוק למסחר בבורסה.

#### 1. כללי

בעיית הנזילות של המניות בבורסה בתל אביב לא נפתרה עם הכנסת שיטת הרצף למסחר בניירות ערך, במיוחד בניירות הערך שהיו ממילא דלי סחירות. בנספח זה אנו מתארים בקצרה את הקשר בין שיטות המסחר לבין נזילות כדי להמחיש את הפוטנציאל שקיים בהסדרת פעילותם של עושי שוק בבורסה. בחלק השני אנו מציגים נתונים לגבי נזילותם של ניירות הערך.

#### 2. רקע

בשנים האחרונות היינו עדים לשינויים מרחיקי לכת בשיטות מסחר בבורסות שונות בעולם. המכנה המשותף של השינויים הללו הוא ההכרה בצורך לשפר את שיטות המסחר כדי לשפר את מידת הנזילות של ניירות הערך הרשומים למסחר באותן בורסות. עשרות מאמרים שפורסמו בספרות הכלכלית-מימונית סיפקו תמיכה תיאורטית ואמפירית לחשיבותה של הנזילות בכלל, וההשפעה של שיטת המסחר על הנזילות בפרט.

חלק מן העבודות הללו עסק בהשפעה שיש לשיטת המסחר על נפח המסחר, תנודתיות שערי המניות ונזילותן.<sup>20</sup> חלק אחר עסק בהשפעה של מסחר אלקטרוני אוטומטי ורציף על יעילות המסחר ועל הצורך של רשויות הפיקוח בשוקי ההון הללו להיערך למסחר מסוג זה.<sup>21</sup> בכל המחקרים הללו הועלתה הטענה שלשיטת המסחר, בכלל, ולמסחר אלקטרוני, בפרט, השפעה חשובה על יעילות המסחר. השפעה זו יכולה לבוא לידי ביטוי בגידול נפח המסחר, בהורדת תנודתיות שערי המניות, בשיפור נזילות המסחר ובהעברה יעילה של מידע.

עמיהוד ומנדלסון (1986), לדוגמא, מצאו שלנזילות יש מחיר שבא לידי ביטוי, בין השאר, בעובדה שהפער בין שערי הקניה לבין שערי המכירה - כמדד למידת הנזילות - מתואם עם

---

<sup>20</sup> ראה לדוגמא, גרבייד וסילבר (1979), עמיהוד ומנדלסון (1991, 1990, 1987, 1986), גורל (1986), האסברוק (1993), דומוויץ וונג (1994), גורג' וונג (1995), וואנג וסטול (1995), האריס ולינץ ומנדהאל (1996), ועמיהוד, מנדלסון ולאوترבך (1997).

<sup>21</sup> ראה לדוגמא, דומוויץ (1992), בקר ועמיתיו (1993) ודומוויץ וונג (1994).

עליה בשערי המניות. סנגר ומקונל (1986), קדלק ומקונל (1994), כריסטי וואנג (1994), ואחרים, מראים שבמעבר ממסחר ב-NASDAQ ל-NYSE או AMEX, היקפי המסחר גדלים וערכן של המניות עולה. תוצאות דומות התקבלו לגבי הבורסה בתל אביב על ידי, האוזר ותנחומא (1998), קלעי, ווי וויל (2002). בכל המחקרים האלה נטען שהסיבה העיקרית לכך היא שהשינוי בשיטת המסחר הביא לשיפור ברמת הנזילות של המניות. על ההשפעה של הנזילות על מחירי ניירות ערך ונגזרים ניתן ללמוד גם מעבודות שונות לגבי מחירי איגרות חוב על ידי עמיהוד ומנדלסון (1991) וקמרה (1994), ולגבי אופציות על ידי אלדור, ברנר והאוזר (2001).

הטענה בדבר הקשר בין שיטת המסחר בבורסה לבין מידת הנזילות של ניירות הערך הנסחרים בה נבחנה לאחרונה גם בהקשר של הגשת הפקודות לקניה ולמכירה של ניירות ערך בבורסה עם מגבלת מחיר על ידי סוחרי נזילות שפועלים בשוק כעושי שוק. ברוקס וסו (1997), לדוגמא, מצאו שסוחרי הנזילות ב-Nasdaq וב-AMEX מורידים עלויות בדרך של צמצום מרווחי קניה-מכירה. טייסן (2000) הראה שקיומם של עושי שוק משפר את איכות מעבר המידע למשקיעים. תוצאה דומה התקבלה גם על ידי בייליס, היליון וספאט (1995) שהראו שפעילותם של עושי השוק משפרת את הנזילות ומקטינה את מרווחי הקניה והמכירה בשוק. הממצאים האלה עקביים עם טענתם של פוקהולט, קיידן וקנדל (2001) שהוספת "ספקיי" נזילות (קרי, עושי שוק) בשוק ששיטת המסחר בו היא order-driven צפויה לתרום לשיפור הנזילות.

אכן, בשנים האחרונות מספר בורסות ששיטת המסחר שלהן דומה לזו של הבורסה בתל אביב עודדו כניסתם של עושי שוק, במיוחד בניירות ערך דלי סחירות. בין הבורסות הללו ניתן למנות את אלה: פריס, אמסטרדם, בריסל, פרנקפורט, מילנו ואתונה.

לאחרונה פורסמו ממצאים ראשוניים לגבי ההשפעה של עושי השוק על ניירות הערך הרשומים למסחר ב-Euronext (בורסות של פריס, אמסטרדם ובריסל). בעבודתו של האן (2001) נבחנה ההשפעה של עושי השוק על הנזילות של חברות קטנות ובינוניות שמניותיהן נסחרות ב-Euronext. הממצא העיקרי היה שנפחי המסחר גדלו באופן משמעותי ושמרווחי הקניה מכירה הצטמצמו בהתאם. הממצאים הללו עיקביים גם עם אלה של נימלנדרן ופטרלה (2002) שבחנו השפעתם של עושי שוק על מניות דלות סחירות באיטליה. התוצאות שהם קיבלו תומכות בניתוח של גרוסמן ומילר (1988) לפיו עושי שוק יכולים לגרום לשיפור נזילותם של ניירות ערך דלי סחירות. ממצאים דומים התקבלו גם בעבודה שפורסמה על ידי אירגון רשויות ניירות ערך הבינלאומי (IOSCO, 1999). מסקנתם היתה שעושי שוק תורמים ליעילות שוק בכך שהם מוסיפים נזילות ומייעלים את התהליך של גילום המידע במחיר.

כל אלה מהווים את ההצדקה הכלכלית לבחינת האפשרות של שילוב עושי שוק במסחר  
בבורסה בתל אביב בדומה לשוקי הון רבים בעולם. אפשרות זו צריכה להיבחן בהתחשב  
בשיטת המסחר הקיימת בבורסה.

במסגרת הזו, ניתן לראות את הסדרת פעילותם של עושי השוק כשינוי שעשוי לתרום  
לשיפור נזילותם של ניירות הערך הנסחרים בבורסה בתל אביב.

3. בעיית הנזילות בבורסה בתל-אביב.

לוח 3 להלן מציג את הנתונים העיקריים לגבי היקפי המסחר של המניות הנסחרות בבורסה בתל אביב בשנת 2001 ובמחצית הראשונה של שנת 2002.

לוח 3א - היקפי המסחר בשנת 2001

ממוצע יומי לשנת 2001 (שקלים)				
מינימום	מקסימום	חציון	ממוצע	
729,811	30,572,107	4,432,064	7,232,493	מחזור יומי
96,813	3,401,198	598,179	843,897	מחזור בפתחה
618,261	26,326,970	3,734,345	6,160,551	מחזור ברציף
15,811	45,448	26,398	27,538	נפח עסקה ממוצע ברציף
37.53	584.26	146.97	181.42	מספר עסקות ממוצע ברציף
<b>מינימום</b>	<b>מקסימום</b>	<b>חציון</b>	<b>ממוצע</b>	
35,506	5,907,969	246,206	526,769	מחזור יומי
898	232,282	6,476	18,809	מחזור בפתחה
33,003	5,509,623	233,257	491,595	מחזור ברציף
6,485	72,095	17,755	19,414	נפח עסקה ממוצע ברציף
1.91	270.96	11.02	26.41	מספר עסקות ממוצע ברציף
<b>מינימום</b>	<b>מקסימום</b>	<b>חציון</b>	<b>ממוצע</b>	
19,920	1,712,881	45,459	91,931	מחזור יומי
39	150,763	1,675	4,666	מחזור בפתחה
12,487	1,510,763	41,259	83,596	מחזור ברציף
3,405	183,895	14,690	18,316	נפח עסקה ממוצע ברציף
0.29	86.59	2.41	6.23	מספר עסקות ממוצע ברציף
<b>מינימום</b>	<b>מקסימום</b>	<b>חציון</b>	<b>ממוצע</b>	
8,416	19,858	13,258	13,506	מחזור יומי
14	2,386	634	711	מחזור בפתחה
6,955	18,469	12,013	12,237	מחזור ברציף
2,685	84,180	9,999	13,831	נפח עסקה ממוצע ברציף
0.17	3.76	0.97	1.24	מספר עסקות ממוצע ברציף
<b>מינימום</b>	<b>מקסימום</b>	<b>חציון</b>	<b>ממוצע</b>	
3,553	8,257	5,555	5,696	מחזור יומי
0	1,357	292	332	מחזור בפתחה
464	7,824	5,019	5,149	מחזור ברציף
2,114	51,256	9,599	12,785	נפח עסקה ממוצע ברציף
0.08	2.42	0.46	0.57	מספר עסקות ממוצע ברציף
<b>מינימום</b>	<b>מקסימום</b>	<b>חציון</b>	<b>ממוצע</b>	
1,153	3,437	1,925	2,106	מחזור יומי
0	811	117	153	מחזור בפתחה
620	3,472	1,790	1,881	מחזור ברציף
2,335	40,384	8,233	10,157	נפח עסקה ממוצע ברציף
0.04	0.81	0.22	0.25	מספר עסקות ממוצע ברציף
<b>מינימום</b>	<b>מקסימום</b>	<b>חציון</b>	<b>ממוצע</b>	
166	1,152	543	582	מחזור יומי
0	277	35	62	מחזור בפתחה
35	1,080	430	504	מחזור ברציף
1,724	39,983	5,283	6,990	נפח עסקה ממוצע ברציף
0.01	0.38	0.08	0.1	מספר עסקות ממוצע ברציף
<b>מינימום</b>	<b>מקסימום</b>	<b>חציון</b>	<b>ממוצע</b>	
0	159	31	52	מחזור יומי
0	63	0	8	מחזור בפתחה
0	155	27	43	מחזור ברציף
12	20,000	2,429	3,645	נפח עסקה ממוצע ברציף
0	0.09	0	0.02	מספר עסקות ממוצע ברציף

לוח 3ב - היקפי המסחר בשנת 2002 (מחצית ראשונה)

ממוצע יומי למחצית הראשונה של שנת 2002 (שקלים)				
מינימום	מקסימום	חציון	ממוצע	
694,004	37,818,784	5,514,568	7,839,498	מחזור יומי
70,922	3,776,242	596,769	890,058	מחזור בפתחה
581,745	37,485,168	4,710,804	6,578,356	מחזור ברציף
11,779	42,713	24,371	24,614	נפח עסקה ממוצע ברציף
24.41	743.98	190.44	219.35	מספר עסקות ממוצע ברציף
<b>מינימום</b>	<b>מקסימום</b>	<b>חציון</b>	<b>ממוצע</b>	
28,328	2,702,902	173,221	366,705	מחזור יומי
246	298,854	5,099	15,326	מחזור בפתחה
24,615	2,516,262	158,105	332,346	מחזור ברציף
5,496	35,793	13,838	14,725	נפח עסקה ממוצע ברציף
1.77	118.17	12.07	21.39	מספר עסקות ממוצע ברציף
<b>מינימום</b>	<b>מקסימום</b>	<b>חציון</b>	<b>ממוצע</b>	
13,521	649,886	30,540	60,096	מחזור יומי
8	63,664	1,744	3,216	מחזור בפתחה
1,103	612,208	27,208	54,104	מחזור ברציף
2,662	97,081	11,678	15,517	נפח עסקה ממוצע ברציף
0.10	46.89	2.36	4.37	מספר עסקות ממוצע ברציף
<b>מינימום</b>	<b>מקסימום</b>	<b>חציון</b>	<b>ממוצע</b>	
4,871	13,269	8,068	8,275	מחזור יומי
0	6,369	458	712	מחזור בפתחה
17	13,628	6,956	7,258	מחזור ברציף
2,035	55,344	9,711	12,799	נפח עסקה ממוצע ברציף
0.01	2.80	0.67	0.70	מספר עסקות ממוצע ברציף
<b>מינימום</b>	<b>מקסימום</b>	<b>חציון</b>	<b>ממוצע</b>	
1,445	4,854	2,740	2,814	מחזור יומי
0	1,226	223	262	מחזור בפתחה
358	4,654	2,218	2,397	מחזור ברציף
1,192	41,646	5,877	7,894	נפח עסקה ממוצע ברציף
0.03	1.39	0.35	0.40	מספר עסקות ממוצע ברציף
<b>מינימום</b>	<b>מקסימום</b>	<b>חציון</b>	<b>ממוצע</b>	
326	1,430	798	823	מחזור יומי
0	451	65	87	מחזור בפתחה
93	1,306	701	706	מחזור ברציף
1,847	32,918	4,855	6,731	נפח עסקה ממוצע ברציף
0.02	0.48	0.12	0.14	מספר עסקות ממוצע ברציף
<b>מינימום</b>	<b>מקסימום</b>	<b>חציון</b>	<b>ממוצע</b>	
0	322	87	113	מחזור יומי
0	163	0	14	מחזור בפתחה
0	322	70	93	מחזור ברציף
30	11,750	2,690	3,287	נפח עסקה ממוצע ברציף
0	0.15	0.02	0.03	מספר עסקות ממוצע ברציף

הנתונים מעידים שאין הבדל משמעותי בין היקפי המסחר בשנת 2001 לבין אלה שבמחצית הראשונה של שנת 2002.

על פי הנתונים המוצגים בלוח 3א, מחזור המסחר היומי הוא כ- 7 מליון ש"ח, בממוצע, במניות ת"א- 25 בהשוואה לכ- 500,000 ש"ח בקבוצת המניות ת"א- 75 ופחות מ- 100,000 ש"ח במניות 101 ועד 250. במניות הנותרות היקפי המסחר היו זעומים. החל בקבוצת המניות מ- 351 ואילך, היתה פחות מעסקה אחת ליום בממוצע. בתוך הקבוצה הזו בלמעלה מ- 200 מניות כמעט ולא היה מסחר. מקור הנתונים הוא רשות ניירות ערך והבורסה.

#### לוח 4 א : מרווחי קניה-מכירה במניות בשנת 2001

מרווחי קניה-מכירה ממוצעים לשנת 2001								
651-	551-650	451-550	351-450	251-350	101-250	ת"א 75	ת"א 25	
20.88%	17.17%	13.64%	11.12%	8.43%	3.16%	1.11%	0.33%	ממוצע
18.67%	13.85%	10.53%	8.40%	6.22%	1.83%	0.65%	0.20%	חציון
14.88%	12.61%	10.94%	9.60%	7.95%	3.87%	1.55%	0.39%	סטיית תקן
87	1,214	4,530	11,965	27,308	206,288	456,192	1,077,461	כמות מרווחים
התפלגות המרווחים:								
2.30%	1.57%	2.21%	2.54%	2.79%	12.17%	40.00%	80.75%	קטן מ- 0.5%
2.30%	1.64%	1.74%	2.10%	3.59%	12.93%	26.20%	13.92%	בין 0.5% - 1%
5.75%	3.05%	2.96%	6.44%	7.76%	28.88%	19.95%	4.55%	בין 1% - 2%
1.15%	2.72%	5.34%	6.10%	10.14%	14.12%	6.82%	0.59%	בין 2% - 3%
5.75%	2.47%	4.68%	6.79%	8.59%	7.98%	3.08%	0.13%	בין 3% - 4%
1.15%	4.45%	5.39%	6.40%	8.47%	5.25%	1.55%	0.04%	בין 4% - 5%
2.30%	4.36%	5.70%	6.48%	7.42%	4.46%	0.83%	--	בין 5% - 6%
1.15%	4.12%	5.30%	5.72%	6.39%	3.16%	0.45%	--	בין 6% - 7%
1.15%	4.37%	4.86%	5.32%	6.35%	2.56%	0.30%	--	בין 7% - 8%
1.15%	3.87%	4.11%	5.22%	5.27%	1.72%	--	--	בין 8% - 9%
3.45%	3.71%	5.01%	4.24%	4.50%	1.46%	--	--	בין 9% - 10%
72.40%	63.67%	52.70%	42.65%	28.73%	5.31%	--	--	מעל 10%

#### לוח 4 ב : מרווחי קניה-מכירה במניות בשנת 2002 (מחצית ראשונה)

מרווחי קניה-מכירה ממוצעים למחצית הראשונה של שנת 2002								
551-	451-550	351-450	251-350	101-250	ת"א 75	ת"א 25		
17.39%	16.01%	12.81%	9.12%	3.71%	1.18%	0.32%	ממוצע	
12.75%	12.21%	9.39%	6.61%	2.16%	0.71%	0.19%	חציון	
13.43%	12.88%	10.71%	8.51%	4.68%	1.70%	0.36%	סטיית תקן	
158	1,143	4,195	7,759	73,383	190,142	659,487	כמות מרווחים	
התפלגות המרווחים:								
1.27%	2.49%	1.36%	3.89%	9.92%	36.40%	80.57%	0.5%	קטן מ-
0.63%	1.87%	1.29%	3.67%	11.85%	27.51%	14.64%	1%	בין 0.5% -
2.53%	2.49%	4.16%	7.49%	24.09%	21.46%	4.26%	2%	בין 1% -
3.80%	4.17%	6.07%	7.84%	17.45%	7.11%	0.42%	3%	בין 2% -
3.16%	5.15%	5.71%	9.11%	8.72%	3.06%	0.08%	4%	בין 3% -
6.96%	5.77%	6.86%	7.49%	6.47%	1.68%	0.02%	5%	בין 4% -
5.70%	5.68%	6.48%	6.83%	4.47%	0.92%	0.01%	6%	בין 5% -
1.90%	2.84%	5.04%	5.87%	3.24%	0.55%	-	7%	בין 6% -
6.33%	4.09%	5.04%	5.09%	2.83%	0.37%	-	8%	בין 7% -
5.06%	4.80%	4.52%	5.34%	1.97%	0.21%	-	9%	בין 8% -
2.53%	2.66%	5.69%	3.68%	1.70%	0.18%	-	10%	בין 9% -
60.13%	57.99%	47.76%	33.72%	7.29%	0.55%	-	10%	מעל

בנוסף, בדקנו גם את אחד הפרמטרים החשובים של נזילות - מרווחי קניה-מכירה אפקטיביים, על בסיס עסקות בפועל, במניות, איגרות חוב ומק"מ. הנתונים מוצגים בלוחות 4 ו-5, בהתאמה. בלוח 4 הנתונים מעידים שמרווחי הקניה-מכירה נמוכים מאוד במניות ת"א-25. בקבוצת המניות הרביעית ואילך (ממניה 251) המרווחים הללו גבוהים יחסית. לוח 1 מבוסס על הנתונים מלוחות 4 ו-5. כמו כן, הנתונים מעידים שאין הבדל משמעותי בין מרווחי קניה-מכירה בשנת 2001 לבין אלה שבמחצית הראשונה של שנת 2002.

**לוח 5א: מרווחי קניה-מכירה באיגרות חוב ממשלתיות ומק"מ בשנת 2001**

מרווחי קניה מכירה ממוצעים באיגרות חוב ומק"מ לשנת 2001					סוג ני"ע
איגרות חוב				מק"מ	מועד פדיון
מעל עשר שנים	חמש עד עשר שנים	שנה עד חמש שנים	עד שנה	עד שנה	ממוצע
0.267%	0.143%	0.129%	0.165%	0.027%	0.010%
0.120%	0.041%	0.046%	0.045%	0.083%	0.083%
0.397%	0.356%	0.296%	0.348%	61,989	כמות מרווחים
13,381	65,382	92,462	12,507	-	כמות מרווחים
התפלגות המרווחים:					
26.47%	55.96%	54.59%	54.47%	92.05%	קטן מ 0.05%
20.51%	20.77%	20.84%	14.83%	5.35%	0.05%-0.1%
19.51%	9.97%	11.84%	10.93%	1.27%	0.1%-0.2%
9.03%	3.27%	4.13%	5.56%	0.26%	0.2%-0.3%
7.22%	2.31%	1.99%	3.31%	0.21%	0.3%-0.4%
3.82%	1.19%	1.31%	2.03%	0.17%	0.4%-0.5%
7.76%	3.41%	3.22%	5.91%	0.34%	0.5%-1%
4.96%	2.14%	1.52%	2.25%	0.34%	1%-2%
0.56%	0.75%	0.43%	0.49%	0.01%	2%-3%
0.15%	0.22%	0.13%	0.21%	-	מעל 3%

**לוח 5ב: מרווחי קניה-מכירה באיגרות חוב ממשלתי ומק"מ בשנת 2002 (מחצית ראשונה)**

מרווחי קניה מכירה ממוצעים באיגרות חוב ומק"מ למחצית הראשונה של שנת 2002											
איגרות חוב שחר			איגרות חוב גילון			איגרות חוב- ללא שחר וגילון				מק"מ	סוג ני"ע
חמש עד עשר שנים	שנה עד חמש שנים	עד שנה	חמש עד עשר שנים	שנה עד חמש שנים	עד שנה	מעל עשר שנים	חמש עד עשר שנים	שנה עד חמש שנים	עד שנה	עד שנה	מועד פדיון
0.107%	0.083%	0.062%	0.105%	0.101%	0.082%	0.289%	0.546%	0.290%	0.291%	0.032%	ממוצע
0.060%	0.049%	0.028%	0.052%	0.049%	0.029%	0.160%	0.246%	0.124%	0.131%	0.010%	חציון
0.153%	0.141%	0.097%	0.250%	0.148%	0.190%	0.412%	0.744%	0.538%	0.493%	0.067%	סטיית תקן
37,735	39,315	3,984	20,969	5,174	870	11,569	14,164	30,551	5,950	75,347	כמות מרווחים
התפלגות המרווחים:											
42.75%	50.26%	68.00%	44.30%	22.83%	71.95%	19.94%	11.96%	22.26%	25.39%	84.92%	קטן מ 0.05%
24.95%	26.20%	16.01%	25.60%	9.01%	11.95%	19.02%	14.91%	22.26%	16.59%	10.38%	0.05%-0.1%
18.48%	15.43%	9.96%	18.04%	7.14%	8.39%	20.08%	17.93%	22.29%	21.92%	3.26%	0.1%-0.2%
6.96%	4.59%	3.36%	5.48%	2.82%	2.53%	11.68%	9.61%	11.25%	11.75%	0.66%	0.2%-0.3%
2.95%	1.41%	1.00%	2.61%	1.04%	1.61%	7.18%	7.98%	5.55%	6.37%	0.27%	0.3%-0.4%
1.75%	0.69%	0.60%	1.24%	0.66%	0.34%	6.86%	5.26%	3.41%	3.33%	0.11%	0.4%-0.5%
1.75%	1.24%	1.05%	1.86%	1.01%	2.30%	10.94%	15.89%	6.73%	8.50%	0.24%	0.5%-1%
0.34%	0.14%	-	0.78%	0.22%	0.80%	3.06%	9.85%	3.64%	4.05%	0.15%	1%-2%
0.07%	0.01%	-	0.03%	-	0.11%	1.15%	4.81%	1.95%	1.51%	-	2%-3%
0.01%	0.02%	-	0.05%	-	-	0.08%	1.80%	0.65%	0.59%	-	מעל 3%

## נספח ג'

### עושי שוק במניות בינוניות ודלות סחירות בבורסת יורונקסט (Euronext)

#### 1. מבוא<sup>22</sup>

1.1 יורונקסט הוקמה בספטמבר 2000 כמיזוג של הבורסות בפריס, אמסטרדם ובריסל. בדצמבר 2001 הצטרפה ליורונקסט גם הבורסה של ליסבון. בתחילת 2002 רכשה יורונקסט 51% מהבורסה לנגזרים של לונדון - LIFFE.

יורונקסט נמצאת בתהליך של מיזוג ושיתוף פעולה עם בורסות נוספות.

1.2 ביורונקסט נסחרים מניות, איגרות חוב ונגזרים.

1.3 שיטת המסחר דומה לזו הנוהגת בבורסה בתל אביב והיא מבוססת על ספר פקודות ממוחשב מונע פקודות (Order Driven).

פלטפורמת המסחר הינה NSC הצרפתית הפועלת ב-15 בורסות בעולם.

1.4 יורונקסט ביצעה הנפקה לציבור ביולי 2001 וגייסה כ-400 מיליון יורו לפי ערך חברה של 2.8 מליארד יורו.

1.5 נתונים עיקריים (דצמבר 2001).

\* מספר חברות – 1,539.

\* ערך שוק – 2.1 טריליון יורו.

\* מחזור בניירות ערך – 6.7 מליארד יורו ליום.

\* מחזור בנגזרים – 1.5 מליארד חוזים ליום.

בהתאם לנתונים אלו, יורונקסט היא הבורסה הגדולה באירופה במונחים של מחזור בניירות ערך והשניה בגודלה במונחים של ערך שוק.

---

<sup>22</sup> בנספח זה נעשה שימוש במונח "עושה שוק" לתיאור ספקי הנזילות (Liquidity Providers) הפועלים ביורונקסט. השימוש במונח Market Makers ביורונקסט מיוחס לעיתים ל"עושי השוק הוולנטוריים", דהיינו לאותם חברי בורסה הבוחרים להגיש פקודות קניה ומכירה על פי שיקול דעתם, ללא הבטחה לעמוד בתחייבויות כלשהן או זכאות לתמורה כלשהי בגין פעילותם. פעילותם של האחרונים מתרכזת בעיקר במניות הסחירות ביותר ורווחיהם נובעים מהמרווח בין מחירי הקנייה לבין מחירי המכירה בלבד.



## 2. המסחר במניות

### 2.1 שיטת המסחר

- 2.1.1 במערכת המסחר הנוהגת ביורונקסט קיימים שני מנגנוני מסחר:  
\* מסחר דו-צדדי - רציף.  
\* מסחר רב צדדי - מכרז.
- 2.1.2 בבורסת יורונקסט קיימת הבחנה בין המניות הסחירות ואלו שסחירותן דלה (פחות מ- 5,000 עסקות בשנה).<sup>23</sup>
- 2.2 שוק המניות חולק ל- 4 קבוצות בהתאם לסחירות המניות ולהכללתם במדדים השונים, ובהתאם לפרמטרים שלהלן:
- 2.2.1 מניות EURONEXT-100: 100 המניות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר.
- 2.2.2 מניות NEXT-150: 150 מניות נוספות בעלות שווי השוק הגדול ביותר.
- 2.2.3 מניות בינוניות: מניות בהן מתבצעות 5,000 או יותר עסקות בשנה (20 ביום) ומניות הנכללות במדדים חשובים נוספים (CAC 40 בצרפת, ו-AEX בהולנד).
- 2.2.4 יתר המניות.
- 2.3 במניות מתקיים מסחר רציף או מסחר במכרז בלבד, בהתאם לחלוקה הבאה:
- 2.3.1 מניות הנסחרות באופן רציף  
\* ללא עושי שוק.  
\* עם עושי שוק – חובה לעשיית שוק.  
\* עם עושי שוק – אין חובה לעשיית שוק.
- 2.3.2 מניות הנסחרות במכרז בלבד  
\* ללא עושי שוק.  
\* עם עושי שוק.

---

<sup>23</sup>ראה תאור וביקורת על השיטה הצרפתית במאמר של מוסרלה ופיוואר (2001). החוקרים מצאו כי העברת מניות בבורסה בפריז ממסחר במכרז בלבד למסחר רציף שיפרה את הסחירות וכי אין שינוי מהותי במידת הסחירות של המניות במקרה של העברה בכוון ההפוך.

- 2.3.3 במניות הסחירות מתקיים מסחר ב- 3 שלבים:  
 \* שלב פתיחה מכרז רב צדדי.  
 \* שלב רציף דו צדדי.  
 \* שלב נעילה מכרז רב צדדי במתכונת הדומה לזו של המסחר בשלב הפתיחה.

שלב "פתיחה נוסף" מתבצע גם במקרה של תנודת שער חדה.<sup>24</sup>

- 2.3.4 במניות "דלות סחירות" לא מתקיים מסחר רציף. במקום זאת, מתקיימים מידי יום 3 מכרזים רב צדדים. מינוי עושה שוק במניה יכול להעביר את המסחר למתכונת המסחר הרציף, בדומה למניות הסחירות.

### 3. עושי השוק

- 3.1 בורסת יורונקסט מאפשרת פעילות עושי שוק על מנת לספק נזילות נוספת במסחר.
- 3.2 עושי השוק פועלים על-פי כללים שנקבעו, כמפורט להלן.
- עושי השוק אינם פועלים במניות הסחירות ביותר, מניות 100 .
- 3.3 קיימים 3 סוגים של עושי שוק:
- 3.3.1 עושי שוק קבועים חייבים להגיש ציטוטים החל מ- 15 דקות לפני תחילת מסחר הפתיחה ועד לסיום שלב הנעילה.  
 \* מניות 150 ציטוט מינימלי: 20 – 100 אלף יורו (בהתאם לסחירות נייר הערך). מרווח מקסימלי – 3%.  
 \* מניות אחרות ציטוט מינימלי – 10 אלפי יורו. מרווח מקסימלי 4%.
- 3.3.2 עושי שוק למיתון תנודתיות חייבים להגיש ציטוטים רק בשלב הרב צדדי.  
 \* ציטוט מינימלי – 15 אלף יורו.  
 \* מרווח מקסימלי – 4%.
- 3.3.3 עושי שוק למכרזים עבור ניירות ערך דלי סחירות במיוחד הנסחרים רק בשיטת המכרז.

<sup>24</sup> מסחר ב- 3 שלבים כמפורט לעיל, לרבות מסחר רב צדדי בסוף יום המסחר על פיו נקבע השער הקובע בכל מניה, הינו על-פי "המודל האירופי" עליו החליטו 8 הבורסות העיקריות באירופה.

\* ציטוט מינימלי – 5 אלפי יורו.

\* מרווח מקסימלי – 4%.

יצויין כי הציטוטים מוגשים כפקודות רגילות למערכת ואין להם עדיפות כלשהי על פקודות אחרות.

### 3.4 מי יכול להיות עושה שוק

כל חבר בורסת יורונקסט יכול להיות עושה שוק ובלבד שעשיית השוק תבוצע לחשבון מיוחד של בעלי המניות העיקריים של החברה ששוכרת את שירותיו של עושה השוק. חשבון זה מיועד לפעילות עשיית שוק בלבד ולבורסה יש את הכלים למעקב אחר הפעילות בחשבון זה.

התפקיד העיקרי של עושה השוק הוא לספק לחברה סל שירותים, מעבר לתפקידו כספק נזילות. בין היתר, עושה השוק מספק לחברה שירותים הקשורים בניתוח הפעילות במניה, ייעוץ, מידע על עסקות חריגות במניה, יצירת קשר בין קונים ומוכרים פוטנציאליים, וכדומה.

### 3.5 חובות עושה השוק

ציטוט מחירים (הגשת פקודות קניה ומכירה, סימולטנית, בכל עת) בכמות ובמרווח כמפורט לעיל. חובות עושה השוק מוסדרות, כאמור, בהסכם שנחתם בינו לבין בורסת יורונקסט, כמו גם שאר החובות באשר לדרך פעולתו במסחר, ובהתאם להסכם שנחתם בינו לבין התאגיד עצמו.

הגשת הפקודות על ידי עושה השוק, המעקב אחר מגמות השוק, והתגובה של עושה השוק בהתאם, מבוצעים באופן ידני. ככל הידוע, אין מערכות אוטומטיות להגשת פקודות במניות או לתיקון בהתאם למגמות בשוק.

כל זוג עובדים "אחראי" על עשיית שוק ב- 20 עד 30 מניות.

### 3.6 תמריצים שניתנים לעושה השוק

3.6.1 פטור מעמלות על עסקות שביצע.

3.6.2 אפשרות למימון עושה השוק על-ידי החברה כמפורט להלן:

\* הסכם בין עושה השוק לבין בעלי המניות של החברה המנפיקה.

- \* הגשת ההסכם ליורונקסט.
- \* ההסכם הינו לתקופה של שנה לפחות.
- \* התשלום נע בין 20 ל- 100 אלף יורו לשנה והוא תלוי במידת הסחירות של ניירות הערך ובמקצועיות של עושה השוק.
- \* היורונקסט אינה צד להסכם בין עושה השוק והחברה. עם זאת הבורסה שומרת לעצמה את הזכות לא לאשר הסכם מסויים לפי שיקול דעתה. כמו כן, נחתם הסכם בין עושה השוק לבין הבורסה לגבי התחייבויותיו של עושה השוק.

עושה שוק יכול לפעול גם ללא מימון החברה, במקרה זה הוא מודיע על כך לבורסה שמייצעת את החברה.

### 3.7. יצוין כי:

- 3.7.1 לעושי השוק אין מונופול על נייר ערך - לכל מניה יכולים להיות מספר עושי שוק.
- 3.7.2 לעושה שוק אין מונופול על ביצוע העסקות אין לו עדיפות בביצוע ואין לו עדיפות במידע.
- 3.7.3 פקודות שהוגשו על ידי עושי השוק, או שהוא היה צד להן, אינן מסומנות בסימון כלשהו. הפיקוח בבורסה יכול לזהות פקודות ועסקות של עושי שוק ואולם הבורסה לא מפרסמת מידע זה.

## 4. סיכום – נקודות עיקריות

- 4.1 שיטת המסחר בבורסת יורונקסט דומה לזו הנהגת בבורסה בתל אביב והיא מבוססת על ספר פקודות ממוחשב (Order-Driven). הבורסה יזמה קיומם של עושי שוק, כספקי נזילות, שפועלים במקביל לציבור ללא מתן בלעדיות או עדיפות וללא סימון הפקודות שלהם או עסקות בהן הם מעורבים.
- 4.2 עשיית שוק נעשית באופן שונה בקבוצות מסחר שונות לפי חלוקה שנקבעה מראש. חלוקת הקבוצות היא לפי מידת הסחירות, שווין של החברות, והשתייכותם למדדים העיקריים. בקבוצת המניות דלות הסחירות (פחות מ- 5000 עסקות בשנה), המניות נסחרות רק שלוש פעמים ביום במכרז. אם נחתם הסכם עם עושה שוק שיפעל במניה דלת סחירות, ניתן להעביר את המסחר במניה הזו למסחר רציף.

4.3. הגדרה מפורטת של חובות עושה השוק לגבי הכמות המזערית והמרווח המרבי בין שערי הקניה והמכירה שעליו לצטט.

4.4. אפשרות מימון עושה השוק על-ידי החברה המנפיקה.<sup>25</sup>

---

<sup>25</sup> מודל דומה קיים ב-LIFFE, בורסת הנגזרים הלונדונית, המממנת בעצמה את עושי השוק בהתאם להיקף פעילותם בנגזרים. הבורסה היא "המנפיק" ולכן יש לה אינטרס לממן את עושי השוק בפעילות בנגזרים לא סחירים או בשלב בו יש ליצור "מסה קריטית" של מסחר בנגזר חדש.

## נספח ד'

### בורסת ISE (International Securities Exchange)

בורסת ה- ISE ממוקמת בניו יורק ומנהלת מסחר אלקטרוני רציף וממוחשב באופציות. בורסה זו החלה לפעול בחודש מאי, 2000. כיום נתח השוק של המסחר באופציות ב- ISE הוא כ- 27% מכלל המסחר באופציות בארה"ב.

ב- ISE רשומות למסחר כ- 520 אופציות על מניות. אופציות אלה מחולקות בין עושי השוק לעשר קבוצות, שוות ככל שניתן, במונחי נפח, תנודתיות, ענף וריכוז גיאוגרפי. לכל קבוצה מתמנה עושה שוק עיקרי (להלן PMM) ועד ל- 10 עושי שוק תחרותיים (להלן- CMM) שתפקידם לספק נזילות.

קיימים שלושה סוגי חברים בבורסת ה- ISE :

#### 1. עושה שוק ראשי ( )

אלו הם עושי שוק הנושאים במחויבויות הכוללות: ציטוט מחירי קניה ומחירי מכירה ברציפות בכל האופציות שהוקצו להם, ולוודא שפקודות לקוח אינן מבוצעות אוטומטית במחירים נחותים ביחס למחירים זמינים בבורסות אחרות.

PMM יחיד ממונה לכל אחת מעשר קבוצות האופציות הנסחרות בבורסה. החובה לצטט מחירי קניה ומחירי מכירה בקבוצה המוקצה מלווה באפשרות לסחור בסכום מוגבל (עד ל- 10% מנפח המסחר הרבעוני בחוזים) של אופציות אחרות הנסחרות בבורסה.

#### 2. עושה שוק תחרותי (Competitive Market Maker - CMM)

אלו הם עושי שוק בלתי תלויים זה בזה המצטטים מחירי קניה ומכירה באופן בלתי תלוי ומספקים עומק ונזילות לשוק. כל אחד מהם נדרש לספק ברציפות ציטוטי מחיר בלפחות 60% מהאופציות בקבוצה המוקצית לו.

הבורסה ממנה עד 10 CMM לכל אחת מעשר קבוצות האופציות הנסחרות בבורסה. ה- CMM יכולים, בנוסף, לסחור באופציות אחרות הנסחרות בבורסה (עד ל- 25% מנפח המסחר הרבעוני בחוזים).

#### 3. חברים בעלי גישה אלקטרונית (EAM Electronic Access M)

EAM הינם ברוקרים/דילרים המייצגים הוראות קנייה ומכירה של סוכנויות ובעלים בבורסה. EAM אינם רשאים לצטט או להתקשר בפעילות של עשיית שוק ב- ISE.

חברות ברוקריסוֹדילרים יכולות להיות EAM, כמו גם PMM ו/או CMM ב- ISE, כל עוד פונקציה ה- EAM מתבצעת באופן בלתי תלוי מפונקציה עשיית השוק.

בנוסף, חברה יכולה לשמש כעושה שוק במספר קבוצות של אופציות. יחד עם זאת, לא ניתן לשמש כ- PMM וכ- CMM באותה קבוצה של אופציות, בעת ובעונה אחת.

כמו כן על מנת לרכוש/להחכיר חברות כעושה שוק בבורסה יש להפוך לחבר בורסת ה- ISE.

## מאפייני המסחר

### 1. ספר פקודות מרכזי

קיים ספר פקודות מרכזי לכל הסדרות הרשומות בבורסה. לפקודות לקוח, עדיפות על ציטוטי עושה השוק ועל פקודות של מי שאינו לקוח באותו המחיר, בהתעלם מעדיפות הזמן. בספר הפקודות מתפרסמות הוראות הקנייה והמכירה (כולל ציטוטי עושי השוק) הטובות ביותר.

פקודות המועברות על ידי EAM מחויבות לציין את מקור הפקודה:

(1) פקודת לקוח כל מי שאינו רשום כרוקר/דילר.

(2) פקודת מקצוען פקודה של EAM או ברוקר/דילר רשום, למעט עושה שוק באופציות מבורסה אחרת.

(3) עושה שוק אחר עושה שוק באופציות מבורסה אחרת.

### 2. אנונימיות

מערכת ה- ISE מזהה את הפקודות והציטוטים המועברים על ידי החברים, אך מידע זה אינו זמין למשתתפים. גם ה- PMM, אשר מורשה לראות את מלוא ספר הפקודות, אינו מקבל מידע על זהות החבר.

### 3. פקודות

עושי שוק חייבים לצטט מחירי קניה ומכירה. בקבוצה המוקצה להם יכולים עושי השוק להעביר, כנגד פקודות וציטוטים שניתנו, פקודות IOC (ביצוע מידי או ביטול) או על ידי

התאמת המחירים שהם מצטטים. באופציות מחוץ לקבוצה המוקצה, עושה שוק רשאי להעביר פקודות לימיט או IOC בלימיט. השימוש בפקודות שוק ופקודות FOK אסור לעושי שוק ולא להא לה שאינם לקוחות. פקודות לימיט המועברות על ידי עושי שוק ושאינם לקוחות לא יתקבלו אם המרחק מה- BBO (Best Bid Offer) גדול משני טיקים (\$0.25).

#### 4. רישום של עושי שוק

- (1) עושה שוק הינו חבר יחיד או ארגון עם נציגות מסחר (Designated Trading Representatives להלן, DTR) רשומה, הנרשם בבורסה למטרת ביצוע עסקות כדילר-ספציאליסט כמפורט להלן.
- (2) הבקשות לרישום כ- PMM או כ- CMM יוגשו לבורסה שתבחן את הבקשה על פי פרמטרים שנקבעו.
- (3) לבורסה זכות להשעות או להפסיק רישום של עושה שוק אם להערכתה החבר כשל בביצוע את תפקידו כעושה שוק.

#### 5. נציגות מסחר DTR

- (1) ציטוטים ופקודות של עושי השוק ישלחו למערכת הבורסה רק על ידי DTR המורשה לפעול רק עבור חשבון עושה השוק הקשור אליו.
- (2) הבורסה תאשר DTR על פי בקשה בכתב של עושה שוק.
- (3) DTR יכול שיהיה:
  - (א) חבר יחיד הרשום כעושה שוק.
  - (ב) ממונים, שותפים, עובדים או אנשים קשורים לארגון חבר הרשום כעושה שוק.
- (4) על מנת לאשר אדם כ- DTR יש לעבור בחינת ידע על כללי הבורסה.
- (5) הבורסה רשאית לדרוש מעושה השוק לספק לה מידע נוסף הנחוץ על מנת לקבל החלטה לגבי אדם מסוים.
- (6) למנכ"ל הבורסה זכות לקבוע תנאים, שיראה לנכון כנחוצים, במינוי אדם כ- DTR.



## 6. מינוי עושי שוק

- (1) הדירקטוריון, או ועדה מטעמו, ימנה עושי שוק לאחת או יותר מקבוצת סדרות האופציות Class- (הכוונה לכל סדרות ה- CALL או ה- PUT של אותו נכס בסיס, להלן קבוצת סדרות) הנסחרות בבורסה. המינוי יעשה תוך התחשבות במקורות הפיננסיים הזמינים של עושה השוק, בניסיונו, התמחותו בעשיית שוק ובמסחר באופציות, ושימור והעלאת התחרות בין עושי השוק בכל קבוצת סדרות האופציות אליה מונו.
- (2) הדירקטוריון או ועדה מטעמו תקצה את קבוצת סדרות האופציות לקבוצות (כעשר קבוצות גדולות) ותבצע מינויים לקבוצות אלה ולא לקבוצת סדרות לבדה.
- (3) למעט חריגים ובאישור מיוחד, מינוי עושה שוק יוגבל לקבוצות של סדרות הנסחרות בלא יותר מקבוצה אחת, לכל עושה שוק.
- (4) לכל קבוצת סדרות ימונה PMM אחד ולפחות שני CMM.
- (5) מינוי של עושה שוק לקבוצת סדרות של איגרות חוב ייעשה בהסכמה, אך סירוב מצדו יכול לשמש כסיבה מספקת להשעיה או ביטול רישומו כעושה שוק.

## 7. חובות עושי השוק

על עסקות של עושה השוק להשתלב באופן עקבי עם מהלך המסחר התקין וההוגן.

בדרך כלל, הדרישות המצופות מעושי שוק הן אלה:

- (1) על עושה השוק, למעט במצב של תנאי שוק בלתי רגילים, להימנע מרכישת אופציית רכש או אופציית מכר במחיר של יותר מ- \$0.25 ממחיר bid או offer של נכס הבסיס, בהתאמה.
- (2) לא לקנות ביותר מ- \$1 פחות או למכור ב- \$1 יותר, ממחיר העסקה האחרונה לחוזה האופציה הספציפי, פלוס או מינוס השינוי המצרפי במחיר המכירה האחרון של מניית הבסיס שחל מאז זמן העסקה האחרונה על חוזה האופציה הספציפי. דרישה זו תקפה גם ממחיר סגירה של יום עסקים אחד לפתיחה של היום העוקב. במסחר התוך יומי הדרישה תקפה לעסקות שהיו במהלך שעה ואילו במסחר הבין יומי הדרישה לעסקה סוגרת שהייתה במהלך שעה לפני הסגירה ועסקה פותחת במהלך שעה לאחר הפתיחה.

## 8. חובות כלליים :

בנוסף לחובתו של עושי השוק לפעול בדרך המבטיחה מסחר תקין והוגן, עליו לבצע את אלה :

- (1) להתחרות עם עושי שוק אחרים על מנת לשפר את השוק בכל קבוצות סדרות האופציות להן הוא מונה כעושה השוק.
- (2) בתנאי שוק רגילים, לעשות שוק בדרך של ציטוט מחירים, ולתרום לגידול במספר החוזים הנסחרים בבורסה בכל קבוצות סדרות האופציות להן מונה עושה השוק.
- (3) לעדכן ציטוטי שוק בתגובה לשינויים בתנאי השוק בכל קבוצות סדרות האופציות להן מונה עושה השוק.
- (4) לתמחר חוזים בהוגנות על ידי, בין השאר, ציטוטים עם מרווחים של לא יותר מ-
  1. \$0.25 כשה- bid פחות מ-\$2
  2. \$0.40 כשה- bid בין \$2-5
  3. \$0.50 כשה- bid בין \$5-10
  4. \$0.80 כשה- bid בין \$10-20
  5. \$1 כשה- bid גבוה מ-\$20

מרווחים אלו לא יהיו בתוקף לאופציות בכסף שהמרווחים במניית הבסיס בשוק הראשי גדולים יותר. במקרים אלו המרווחים יהיו כגודל המרווחים של מניית הבסיס בשוק הראשי.

## 9. חובות ה-PMM מעבר לחובות הכלליים :

- (1) להבטיח גודל מינימלי של ציטוט (10 חוזים).
- (2) להפנות פקודות של לקוחות ציבוריים שלא בוצעו אוטומטית מאחר ויש מחיר טוב יותר בבורסה אחרת הסוחרת באותם חוזים.
- (3) ליזום מסחר בכל סדרה.
- (4) עושה השוק אינו רשאי לפעול בעסקות לחשבון בו עשוי להיות לו אינטרס שעלול לפגוע בביצוע חובותיו כעושה שוק.

(5) על עושי שוק נאסר כיחידים או כקבוצה, במתכוון או שלא במתכוון, להשפיע על המסחר בחוזי אופציות מקבוצת סדרות מסוימת או להשפיע על רכישות ומכירות בבורסה בדרך שיש בה כדי לפגוע במסחר תקין והוגן.

## 10. ציטוטים של עושה השוק

- (1) הזכות לצטט ניתנת רק לעושי השוק ורק באותן קבוצות הסדרות המוקצות לו.
- (2) הציטוטים יכללו מחיר וכמות החוזים בהם מוכן עושה השוק לסחור עם:
  - (א) לקוח ציבורי (מחויב לשמור על כמות מינימלית של 10 חוזים).
  - (ב) שאינם לקוחות (מחויב לשמור על כמות מינימלית של חוזה אחד).
- (3) בכל מצב של ביצוע חלקי או מלא של פקודה במחיר הציטוט יש לחדש ציטוט באותו מחיר או במחיר חדש.
- (4) עושה השוק מחויב בציטוט מחיר קניה ומחיר מכירה, סימולטנית, בכפוף למרווחים המותרים.
- (5) PMM מחויב ברציפות ציטוטי מחירי קניה ומכירה, ובהשתתפות בכל העסקות הנובעות בכל קבוצות הסדרות ובכל הסדרות הרשומות בבורסה אליהן קיבל מינוי על בסיס יומי.
- (6) CMM, בכל יום נתון, מחויב להשתתף בכל העסקות הנובעות בלפחות 60% מקבוצות סדרות האופציות השייכות לקבוצה אליה הוא ממונה ובאותם 60% בכל הסדרות הרשומות.
- (7) בכל עת ש-CMM מכניס ציטוט או פקודה בקבוצת סדרות מוקצה לו, חובה עליו לשמר רציפות ציטוטים בכל הסדרות עם אותו חודש פקיעה עד לסיום המסחר באותו יום. אם אותו ציטוט או פקודה נעשה בסדרת אופציות אשר פוקעת במהלך אותו חודש, חובה על ה-CMM להשתתף בכל יום בסבב הפתיחה ולשמר רציפות ציטוטים בכל הסדרות בחודש זה עד לפקיעה.
- (8) הבורסה רשאית, במידה ותראה צורך, לדרוש מ-CMM לצטט ציטוט יחיד או לצטט באופן רציף באחת או יותר מהסדרות בקבוצת הסדרות המוקצות לו.

## 11. פקודות עושי השוק

- (1) בקבוצות הסדרות המוקצות :  
הפקודות המותרות לעושי השוק הן IOC ופקודות דרך מנגנון ה-Block . CMM ימלאו  
אחר הדרישה לעיל במידה ולא ציטטו קודם באותה סדרה.
- (2) בקבוצות הסדרות שאינן מוקצות לו רשאי עושה השוק להעביר פקודות לימיט  
ופקודות IOC בהתקיים ש- :
  - (א) פקודות עושה השוק כפופות למגבלות של EAM.
  - (ב) המגבלות על המרווחים יתקיימו בין פקודות לימיט לקנות לבין פקודות  
לימיט למכור אותו חוזה אופציה.
  - (ג) הפקודות אינן בסדרות אופציות בהן הארגון החבר של עושה השוק ממונה  
כעושה שוק כלשהו.
- (3) סך כל החוזים המבוצעים במהלך רבעון על ידי CMM בקבוצות סדרות שאינן מוקצות  
לו, לא יעלה על 25% מסך החוזים הנסחרים לכל חבר CMM (סך המחזור חלקי מספר  
חברי CMM).
- (4) סך כל החוזים המבוצעים במהלך רבעון על ידי PMM בקבוצות סדרות שאינן מוקצות  
לו, לא יעלה על 10% מסך החוזים הנסחרים לכל חבר PMM.
- (5) משתי הנקודות האחרונות הבורסה רשאית לפטור בתקופה הראשונה שהיא  
המוקדמת בין שנה מתחילת הפעילות לבין תאריך תחילת המסחר בכל האופציות.
- (6) דיווח על חשבונות הבורסה תיקבע את הדרך שבא כל עושה שוק יגיש לה ויחזיק  
דוח שוטף הכולל פירוט של כל חשבונות המניות, אופציות, וניירת ערך קשורים  
נסחרים בהם ייתכן ועושה השוק, באופן ישיר או עקיף, יתקשר בפעילות מסחרית.  
עושי שוק לא יתקשרו במניה, אופציה, או נייע קשור לחשבון שלא דווח במסגרת  
דרישה זו.
- (7) דיווח על פקודות על פי בקשת הבורסה, עושה שוק ידווח על כל פקודות הקניה  
והמכירה שהגיש ביחס ל- (1) מניית בסיס לאופציות נסחרות בבורסה ; ו- (2) ניירות  
ערך הניתנים להמרה לאותה מניית בסיס, כמו גם פוזיציות הפתיחה והסגירה בכל  
מניות אלו.

(8) דרישות נזילות נכסים נזילים בסכום הגבוה בין רף מינימלי לבין סכום המחושב מפוזיציה במספר חוזים (20 ל- PMM ו- 10 ל- CMM) בכל קבוצת סדרות (על בסיס הפרמיה הגבוהה בכל סדרה).

(9) מגבלות עסקיות פעילויות נוספות (כגון: עשיית שוק בנכס הבסיס, תפקוד כ-EAM) והתקשרויות בהם קיים חשש לניגוד ענינים עם עשיית השוק יורשו רק אם יתקיימו "חומות סיניות" בין פעילותו כעושה שוק לבין פעילויותיו האחרות.

## נספח ה'

### עושי שוק באיגרות חוב ממשלתיות הניסיון הבינלאומי

בשוקי ההון המפותחים, מנהלי חוב פועלים ליצירת שוק איגרות חוב ממשלתיות יעיל עמוק ונזיל, בין היתר, כדי להוזיל את עלות הגיוס. בחלק גדול מן המדינות מתמנית קבוצה של גופים פיננסיים, שדירוג האשראי שלהם גבוה והם מתאימים לשמש כמתווכים פיננסיים בשוק איגרות החוב. בארה"ב הגופים הללו מכונים Primary Dealers (PD). במדינות אחרות משתמשים במונח Market-Makers; באנגליה, לדוגמא, הגופים הללו מכונים Gilt-Edged Market-Makers (GEMMS), ובצרפת הם מוגדרים (SVTs) Specialists in Treasury Securities.

בתמורה להתחייבויות שגופים אלה נוטלים על עצמם, לרבות החובה לצטט ברציפות מחירים לקניה ומכירה (Bid-Ask) של איגרות חוב ממשלתיות בשוק המשני, גופים אלה מקבלים הטבות בשוק הראשוני והמשני, וזאת בנוסף ליתרונות עקיפים מהמעמד המיוחד שלהם כעושי שוק, דוגמת גישה בלתי אמצעית לרשויות. מגוון ההתחייבויות מחד, וההטבות מאידך, משתנה ממדינה למדינה. במקרים מסוימים, חברות אלה פועלות כ-PD גם ללא הכרה רשמית, אך בעידודן של הרשויות. ההתחייבות הכללית להבטיח נזילות באיגרות חוב ממשלתיות מיושמת במדינות השונות בדרכים שונות. לעיתים זו התחייבות כללית לא מוגדרת להבטחת נזילות על ידי פעילות רציפה בשוק, ולעיתים זו התחייבות שמתייחסת למרווח מרבי מוגדר בין מחיר הקניה לבין מחיר המכירה שחובה עליהם לצטט, בסדרות של איגרות חוב שהוגדרו מראש. בחלק מהמדינות יש מחויבות לבצע את הפעילות במחירים המוצגים על ידי עושי השוק, במדינות אחרות אלה רק מחירים אינדיקטיביים. באנגליה עשיית שוק כוללת את כל איגרות החוב, לרבות איגרות חוב צמודות. במדינות אחרות כמו בארה"ב וצרפת ההתחייבות היא רק באיגרות חוב שמשמשות כ-Bench Mark.

להלן תיאור כללי של ההטבות ושל המודלים העיקריים של PD במדינות השונות, בשוק הראשוני ובשוק המשני:

#### 1. שוק ראשוני

מתן בלעדיות בגישה למכרזים:

- (א) בלעדיות בגישה למכרזי איגרות חוב.
- (ב) בלעדיות במכרזים בסיבוב שני, בדרך כלל, במחיר ממוצע.
- (ג) בלעדיות בסדרות מסוימות שנקבעו על ידי המנפיקים.
- (ד) הקלות בעיתוי העברת התשלום כנגד הפקודות.
- (ה) בלעדיות בגישה לרשת מסכים של מחירי איגרות חוב ל-PD.

## 2. שוק משני

בדרך כלל, ההטבות כוללות:

- (1) אפשרות כניסה למערכת המסכים המגלה את המסחר בין ה-PD.
- (2) אפשרות להשאיל איגרות חוב ולמכור אותן בחסר. פעילות מסוג זה ניתנת בעיקר במדינות בהן שוק ה-Repo לא מפותח דיו.
- (3) כמקובל בחלק מן המדינות, מתן בלעדיות בשוק המשני, בדרך המאפשרת לפעילים אחרים בשוק להגיב רק לפקודות של עושי השוק, או, לחלופין, מתן זכות סירוב ראשונה לעושי השוק לפקודות שהוגשו מהציבור.

## 3. המודל האמריקאי של עושי שוק ראשיים (Primary Dealers)

עושי שוק ראשיים הם בנקים וברוקרים אשר סוחרים בני"ע ממשלתיים של ממשלת ארה"ב מול הבנק המרכזי להלן (ה-Fed) ובאמצעותם מיישם הבנק המרכזי את מדיניותו המוניתרית על ידי פעולות בשוק החופשי. בה בעת מספקים עושי-השוק הראשיים לבנק המרכזי מידע על שוק איגרות החוב, המשמש אותו בעיצוב ויישום מדיניותו המוניתרית. ה-PD הם ספקי נזילות הפועלים באופן תחרותי ומפיקים רווחים מהפער בין ה-Bid ל-Ask.

מערכת עושי השוק הראשיים הוקמה על ידי הבנק המרכזי בשנת 1960 וכללה 18 עושי שוק. בשנת 1988 היו 46 עושי שוק ראשיים. כיום פועלים 22 עושי שוק ראשיים בלבד. הסיבה העיקרית לירידה במספר עושי השוק היתה מיזוגים.

הסטנדרטים שנקבעו על ידי הבנק המרכזי גרמו לכך שהוא נתפס אצל המשקיעים כמפקח על עושי השוק הראשיים. בשנת 1992 ביצע הבנק המרכזי רפורמה שתכליתה היתה להקל ולהפוך את המערכת לפתוחה יותר. לדוגמא, במסגרת הרפורמה הזו, בוטלה הדרישה לשמור על אחוז אחד מסך פעילות לקוחות מזווחות, ואת המעקב אחר מצבם הפיננסי של עושי השוק הראשיים. הבנק המרכזי קבע קריטריונים חדשים לפעילותו של עושי-שוק ראשי קיים, שהעיקריים בהם הם אלו:

(א) עושה השוק יהיה משתתף "משמעותי" במכרזי איגרות חוב הממשלה (שוק ראשוני).

(ב) עושה השוק יהיה "שותף טוב" של הבנק המרכזי (בשוק המשני) במונח זה שהוא תורם לנזילותן של איגרות החוב. עושה השוק מתחייב לנפח מסוים של עסקות בפועל

עם הבנק המרכזי, ולהשתתף דרך קבע בתחרות על המחירים בעסקות הללו. הבנק המרכזי בוחן את היקף העסקות השונות אותן מבצע הגוף הפיננסי עימו.

(ג) עושה השוק יספק לבנק המרכזי מידע על השוק וניתוחים היכולים לסייע לו בקביעת מדיניותו המוניטרית ויישומה.

בתמורה למתן בלעדיות בגישה למכרזים שאיננה מאפשרת לרוכשי איגרות חוב להשתתף במכרזים התחרותיים אלא רק באמצעות ה-PD, מתחייבים ה-PD לעשיית שוק. כל PD מתחייב לעשות שוק בלפחות 20% מאיגרות החוב. עיקר הפעילות מבוצעת ב-9 סדרות של איגרות החוב הסחירות ביותר. חלוקת הסדרות בין ה-PD מתבצעת על ידי הבנק המרכזי כך שלכל אגרת חוב יהיו לפחות שלושה עושי שוק.

כאמור, ל-PD יש תפקיד מרכזי ביצירת שוק נזיל ורציף של איגרות החוב הממשלתיות. ה-PD מתחייבים לצטט מחירים ברציפות, ובכמות מזערית שנקבעה להם. קיימת מגבלה על גודל השינוי המרבי במחיר המצוטט ממחיר העסקה האחרונה. גובה הסכום שה-PD נדרשים לצטט נקבע על פי גודלו של ה-PD, סכום זה נע בין 1 ל-25 מיליון דולר. המחויבות לפעול למשך תקופה מוגדרת, ולספק ציטוטי מחירי קניה ומכירה באופן רציף, יוצרת אצל המשקיעים תחושת בטחון של אפשרות לסחור באיגרות החוב בכל רגע נתון. יתר על כן, המגבלה הקיימת על שינוי מרבי במחיר מקטינה את אי הוודאות לגבי המחיר של העסקה הבאה. עמידת עושי השוק הראשיים בקריטריונים הנ"ל נבחנת אחת לשנה. לא עמדו עושי שוק ראשיים בקריטריונים הללו לאורך זמן, תופסק פעילותם כעושי שוק ראשיים.

הבנק המרכזי קבע גם קריטריונים לקבלת מועמדים המבקשים לפעול כעושי שוק ראשיים. בין השאר, נקבעו הקריטריונים הבאים:

(א) הגוף המועמד צריך להיות בנק מסחרי הנתון לפיקוח המפקח על הבנקים בבנק המרכזי, או ברוקר/עושה-שוק רשום ברשות ניירות ערך האמריקאית (SEC).

(ב) הגוף המועמד, או בעלי השליטה בו, צריכים לעמוד בתקני ההון<sup>26</sup>:  
בנקים מסחריים צריכים לעמוד בתקני ההון Tier I ו-Tier II של הסכמי באזל (Basel Capital Accord). בנקים מסחריים צריכים להיות בעלי הון מסוג Tier I בהיקף מינימלי של 100 מיליון דולר.

---

<sup>26</sup> תקני ההון נועדו להבטיח כי עושי השוק הראשיים יהיו מסוגלים לקיים עסקות עם הבנק המרכזי בהיקפים מספיקים ולהבטיח את יכולתו לפעול בשוק החופשי.



ברוקרים רשומים צריכים להיות בעלי הון מינימלי של 50 מיליון דולר והון עודף שנקבע בהתאם לרמת הסיכון ועל פי תקנות משרד האוצר ו/או רשות ניירות הערך.

(ג) מתן מעמד של עושה שוק ראשי לגופים בבעלות זרה מותנה בהדדיות מצד מדינת האם של בעליהם.

גוף פיננסי שמבקש לפעול כעושה שוק ראשי צריך להגיש בקשה בכתב הכוללת נתונים המעידים על עמידתו בקריטריונים שתוארו לעיל. הבנק המרכזי אמור להתייעץ עם הגופים המפקחים הרלוונטיים (המפקח על הבנקים ורשות ניירות ערך) באשר לעמידתו בדרישות ההון.

עד הרפורמה בשנת 1992 נהג הבנק המרכזי לבצע מעקב ופיקוח על עושי השוק הראשיים. הפיקוח היה באמצעות יחידת פיקוח בבנק המרכזי. מאז שנת 1992 נדרשים עושי השוק להעביר לבנק המרכזי דוחות הון תקופתיים, דוח שבועי על פעילות המסחר שלהם, מצב המזומנים, היקף עסקות במכשירים עתידיים, ופוזיציות אחרות באיגרות חוב ובנכסים פיננסיים אחרים. העובדה שהבנק המרכזי אינו הגוף המפקח הרשמי של עושי השוק הראשיים באה לידי ביטוי בהעדר סמכויות אכיפה ויכולת ענישה כנגד עושי השוק הראשיים, ככאלה. עבירות, לכאורה, מטופלות על ידי משרד האוצר, המפקח על הבנקים ורשות ניירות ערך.

#### 4. PD בשוקי איגרות חוב ממשלתיות במדינות האיחוד האירופי

רוב המדינות החברות באיחוד האירופי (13 מתוך 15) משתמשות במערכת של PD להבטחת הפצת איגרות החוב הממשלתיות בשוק הראשוני ושיפור הנזילות של השוק המשני. מספר ה-PD נע בין 6 ל-26. ב-7 מדינות, ה-PD פועלים רק בשוק האיגרות חוב וב-6 האחרות הפעילות היא בשוק האיגרות חוב וה-Treasury Bills. רוב ההטבות וההתחייבויות המוצעות ל-PD דומות במדינות האיחוד. בניגוד למודל האמריקאי, באירופה, ברוב המקרים, לא ניתנת בלעדיות לגישה למכרזי איגרות חוב.

ההטבות העיקריות שניתנות הן אלה:

(א) זכות בלעדית להציע פקודות לא תחרותיות (Non Competitive Bids) במהלך המכרז או לאחריו.

(ב) הזכות להשתתף בהצעות Buy-Back של איגרות חוב.

- (ג) בלעדיות או הטבות בהנפקות סינדיקט.
- (ד) פעילות מועדפת בשוק ה-Repo (6 מדינות).
- (ה) זכות ל-Strip ולבניה מחדש של איגרות חוב.

ההתחייבויות העיקריות הן אלה:

- (א) השתתפות ברוב המכרזים ורכישה של כמות מזערית שנמדדת על בסיס נתונים שנתיים או רבעוניים.
- (ב) התחייבויות בשוק המשני במטרה לשפר את הנזילות. לצורך זאת חלה חובה לצטט מחירים לקניה ולמכירה מ-PD אחרים, וממשקיעים, והצגת מחירים אינדיקטיביים במסכים.
- (ג) ב-5 מהמדינות ההתחייבות לעשיית שוק מיושמת במערכת מסחר אלקטרונית. (בלגיה, יוון, איטליה, הולנד, פורטוגל).

## 5. MTS

MTS היא מערכת מסחר אלקטרונית בין דילרים (Inter-Dealer System, להלן - IDS) שמיושמת בכמה מדינות באירופה. מערכת ה-IDS איננה פתוחה לציבור הרחב, והיא כרוכה בהתחייבות לעשיית שוק של חלק מן המשתתפים במסחר. ההתחייבות של עושי השוק היא לצטט מחירי קניה ומחירי מכירה, ובכמות מזערית, בקבוצה של איגרות חוב שהוגדרה מראש. התחייבות זו כוללת את המרווח המרבי בין מחירי הקניה לבין מחירי המכירה והיא תקפה לחמש שעות מסחר ביום. המערכת פועלת באמצעות Quote-Driven Electronic Books במספר מדינות אירופה. בשנתיים האחרונות אימצו את המערכת הולנד, בלגיה, צרפת, גרמניה ופורטוגל. במקביל הוקמה מערכת למסחר באיגרות חוב מסוג MTS-Bench-mark באירופה. שוק ה-MTS הראשון אשר החל לפעול בשנת 1988 היה באיטליה. הממצאים האמפיריים בשוק זה מלמדים שהתחייבות לעשיית שוק תורמת לנזילות של איגרות חוב, גם בתקופות של תנודתיות גבוהה במחירים.

## 6. הולנד

בניגוד למקובל באירופה, בהולנד ניתנה ל-PD בלעדיות בשוק הראשוני. קיים הסכם עם 13 גופים פיננסיים (מקומיים וזרים) לשמש כ-PD באיגרות החוב הממשלתיות. החל משנת 2001 ההסכם קובע כי עליהם להיות פעילים הן בשוק הראשוני והן בשוק המשני לאיגרות

חוב הממשלתיות. לכל ה-PD חוזה לשנה אחת. ההתחייבות כוללת להפיץ ולקדם את איגרות החוב הממשלתיות, כולל דיווח חודשי על פעילותם. כנגד התחייבות זו, ניתנת להם בלעדיות גישה למכרזים בשוק הראשוני ואפשרות לבצע עסקות Strip ו-Repo. בנוסף ניתן להם תשלום ביחס להיקף הרכישה שלהם בשוק הראשוני.

איגרות החוב הסחירות ביותר נסחרות ב-MTS אמסטרדם (ראה פירוט להלן), שהוא פרויקט משותף של ממשלת הולנד, ה-PD ו-MTS איטליה. זוהי מערכת אלקטרונית למסחר בין הדילרים, המערכת היא בבסיסה "מונעת ציטוטים" (Quote-Driven). ה-PD פועלים בה כעושי שוק ויש להם בלעדיות וחובה לצטט מחירים באיגרות חוב bench-mark ובאיגרות חוב סחירות אחרות, לפחות חמש שעות ביום. בנוסף ל-PD המערכת כוללת קבוצה של Market Dealers. למשתתפים אלה אסור לצטט מחירים במערכת, אך הם רשאים להגיב לציטוטים של ה-PD. מספר ה-Market Dealers, המאושרים על ידי הנהלת MTS אמסטרדם, נמצא במגמת עלייה והגיעה בשנת 2001 ל-13.

## 7. איטליה

באיטליה פועלים Specialists אשר עליהם לעמוד בתנאים מחמירים בהשוואה לדילרים אחרים. התנאים כוללים היקף פעילות בשוק הראשוני (3% מהמכרזים על בסיס שנתי) והשתתפות פעילה בשוק המשני, שהוא שוק אלקטרוני (MTS), שנבחנת על פי מספר פרמטרים וביניהם: מספר איגרות נסחרות, מחזור, מרווח ועוד.

המחויבות לעשיית שוק כוללת:

- (א) פעילות ב-20 אחוזים מאיגרות החוב הממשלתיות. בכל חודש יש "חלוקה מחדש" של האיגרות על פי סדר קבוע.
- (ב) חובה לצטט מחירי קניה ומחירי מכירה ברציפות באיגרות חוב, לפחות 5 שעות ביום.
- (ג) לאיגרות חוב שהזמן לפרעון נמוך משנתיים, נקבע מרווח מרבי של 0.1 אחוזים.
- (ד) לאיגרות חוב שהזמן לפרעון הוא מעל שנתיים, נקבע מרווח מרבי של שתי נקודות בסיס בתשואה לאיגרות סחירות ועד ל-4 נקודות בסיס בתשואה לאיגרות חוב דלות סחירות.

בתמורה הם זכאים ל:

- (א) להשתתף בהקצאה הנוספת השמורה במכרזי איגרות חוב.
- (ב) להשתתף במכרזי ה-Buy-Back.
- (ג) השתתפות בפגישה חודשית עם אנשי משרד האוצר.

## ביבליוגרפיה

האוזר שמואל ויעל תנחומא, "בחינת יעילות המסחר בשיטת הרצף בבורסה בתל אביב", **רשות ניירות ערך**, יוני 1998.

הערות והצעות הצוות לבדיקת דוח ועדת החקירה בעניין ויסות מניות הבנקים (ועדת אריה מינסקביץ), נספח ב', יולי 1986.

Amihud, Y., and H. - *Journal of Financial Economics*, 17, 1986, 223-249.

Amihud, Y., and H. *Journal of Finance*, 1987, 533-553.

Amihud, Y., and H. *Journal of Finance*, 46, 1991, 1765-1789.

Amihud, Y., H. Mendelson and B. *Journal of Financial Economics*, 45, 1997, 365-395.

Biais, B. P. Hillion and C. order Flow in the Paris Bourse, *Journal of Finance*, 2000, 50, 1655-1689.

Becker, B., E. Lopez, V. Berrberri- *Journal of Financial Services Research*, 1992, 327-341.

Brenner, A., R. *Journal of Finance*, 56, 2001, 789-805.

Brook, R. and T. Su, "A simple Cost Reduction Strategy for Small Liquidity traders: *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 1997, 32, 4, 525-540.

*Journal of Financial Intermediation*, 3, 1994, 300-326.

*Journal of Financial Services Research*, 1992, 305-326.

*Journal of Economic Dynamics and Control*, 1994, 29-60.

- Euronext, 2001.

Euronext, 2001.

Euronext, 2001.

Foucault, T., O. Kadan, and E.  
working paper, The Hebrew University, 2001.

Garbade, K. D., and W. L.  
1979b, 577-593.

*Journal of Finance*, 34,

*Finance*, 3, 1988, 617-633.

*Journak of*

CAPITAL, Dec. 2001.

Execution Costs  
41, 1996, 313-357.

*Journal of Financial Economics*,

1999.

611-636.

Segmentation and Illiquidity on  
*Journal of Finance*, 49, 1994,

*Financial and Quantitative Analysis*, 29, 1994, 403-416.

*Journal of*

Kalay, A., L. Wei and A.  
2002, 523-542.

*Journal of Finance*, 57,

Muscarella, Chris J. and Michael S. Piwowar, "Market Microstructure and Securities Values: Evidence from the Paris Bourse", *Journal of Financial Markets*, June 2001, PP 209-229.

Nimalendran, M. and G.  
Intervention?

-traded stocks Benfeit from Specialist  
Gainseville, 2002.

*Quantitative Analysis* , 21, 1996, 1-25.

*Journal of Financial and*