

**ניתוח כלכלי של פעילות חברות הברוקראז' שאינם בנקים
בשוק ההון הישראלי**

מאיר אמיר

מרץ 2012

POB 84734 Mevasseret Zion 90805
P: 02-5330913
M: 050-6208208

Yarom.ariav@gmail.com

ירום אריאב

ת.ד. 84347 מבשרת ציון 90805
טלפון: 02-5330913
נייד: 050-6208208

תמצית מנהלים

עבודה זו, שנכתבה על פי הזמנת איגוד חברי הבורסה לניירות ערך בת"א שאינם בנקים (חש"בים), עוסקת בניתוח ההתפתחויות העיקריות בשוק הברוקראז' בארץ בשנים האחרונות, למן השלמת ביצוע מסקנות וועדת בכר.

העבודה מתמקדת במקומם של הברוקרים הפרטיים, החש"בים, ובמעמדם התחרותי למול מחלקות הברוקראז' של חמשת הבנקים הגדולים.

התמונה הכמותית שאנו מציגים כאן לשנת 2010 היא כי חלקם של החש"בים בשוק הברוקראז' במונחי הכנסות, עמד על כ- 13% כאשר חלקם של הבנקים הוא 87%. לחמשת הבנקים הגדולים יש לצד ההכנסות מפעילות ברוקראז' גם הכנסות משמעותיות, כ- 900 מיליון ₪ בשנת 2010, מעמלות הפצה ותפעול של קרנות נאמנות וקופות גמל.

שוק הברוקראז' בארץ נחלק לשתי זרועות פעילות: השוק הפרטי הקמעונאי והשוק העסקי. השוק הפרטי כולל את שירותי הברוקראז' שנותנים הבנקים ללקוחותיהם המנהלים את חשבונות העובר ושב, חסכונות וחשבונות ניירות ערך בחשבונות בסניפי הבנקים שלהם. מדובר בעיקר במשקי הבית. בשוק זה פועלים הבנקים לבדם, שכן בהעדר מערכת סניפים כשל הבנקים, החש"בים אינם ערוכים לספק שירותי ברוקראז' לציבור הרחב, בהעדר תחרות אפקטיבית בין הבנקים לבין עצמם בשוק הפרטי שיעורי עמלות הקניה והמכירה של ניירות ערך גבוהים במאות אחוזים מאלו שנגבים בשוק העסקי, השוק התחרותי שבו קיימת תחרות ממשית בין הבנקים לבין החש"בים. השוק העסקי כולל את הלקוחות העסקיים הגדולים, קרנות הנאמנות, קופות הגמל והפנסיה ומשקיעי חוץ. קרנות הנאמנות וקופות הגמל והפנסיה, השוק המוסדי, מהוות חלק חשוב בשוק העסקי. בשוק זה מתנהלת תחרות בין הבנקים לבין החש"בים.

בעוד שהתחרות על הלקוחות העסקיים הגדולים ועל משקיעי החוץ היא תחרות פתוחה והוגנת בין כל השחקנים, תחרות על מחיר, איכות שירות ורמת האנליסטים, הרי התחרות בין הבנקים לחש"בים בתחום מתן שירותי ברוקראז' לקרנות הנאמנות וקופות הגמל והפנסיה אינה תחרות הוגנת.

יש לבנקים יתרונות מובנים על החש"בים בשני תחומי פעילות אלו. העובדה שהבנקים מפיצים ומנהלים את קרנות הנאמנות וקופות הגמל נותנת להם יתרון תחרותי משמעותי מול החש"בים. לבנקים יש לכאורה אפשרות להעדיף הפצה של קרנות נאמנות וקופות גמל שמבצעות אצלם את פעילות הברוקראז'. זהו יתרון משמעותי שדוחק את החש"בים ומקטין את חלקם בשוק.

ניתן לומר בהקשר זה כי קיים פוטנציאל לניגוד עניינים בין פעילות הבנקים כמפיצים ומתפעלים של קרנות הנאמנות וקופות הגמל, לבין פעילות הברוקראז' המתבצעת באותם בנקים עצמם. ניגוד עניינים מובנה זה הוא מצב בלתי נסבל אשר יש למונעו או למצער לצמצמו.

התקנות האחרונות שהוציאה הרשות לניירות ערך, תיקון מס' 14 לחוק השקעות בנאמנות, עוד מחריפות את המגמה שכן הן קובעות כי שירות הברוקראז' לקרנות צריך להנתן לגורם המציע את המחיר הנמוך ביותר ובכך נקבעה עמדה שאין ערך מוסף בעבודת הברוקראז' למעט הפן הטכני של ביצוע המסחר בבורסה. ברור כי בשוק שבו התחרות היא רק על מחיר יכולים הבנקים להציע מחירים נמוכים ביותר, מחירים טורפנים שהם מחירי הפסד, כדי להוציא את החש"בים מן השוק לחלוטין. יש להם את העוצמה הכלכלית לכך מול החש"בים שהן חברות קטנות יחסית עם בסיס הון צר בהשוואה לבנקים.

בפועל תקנה זו הביאה לכך שכל פעילות הברוקראז' של הקרנות, החל משנת 2012 ואילך, תתבצע רק בחדרי העסקות של הבנקים והחש"בים איבדו מגזר פעילות שלם.

דעתנו היא, ובעניין זה קיבלנו את עמדת החש"בים, כי יש ערך מוסף בעבודת הברוקראז', יש פערים באיכות השירות, ברמת האנליזה, במיומנות המסחר וברמת הביצוע בכללה, ויש מקום לפערי מחירים, הפרשי עמלות קניה ומכירה, גם בשוק תחרותי.

המשך המגמה הקיימת תביא לדחיקת החש"בים משוק הברוקראז'. מדיניות ההיצף לכאורה הננקטת על ידי הבנקים תביא להקטנת חלקם של החש"בים עד כדי העלמותם מהשוק. הדבר יביא לשליטה מוחלטת של הבנקים בתחום הברוקראז', שליטה שתביא בסופו של תהליך להגדלת הריכוזיות בתחום זה ולעליית מחירים, ותפגע באיכות וברמת שירותי הברוקראז' בארץ ולפגיעה בצרכנים.

זהו מצב דברים שיש למנוע אותו.

יש מקום לקבוע כי גוף המפיץ ומתפעל קרנות נאמנות וקופות גמל לא יוכל לתת שירותי ברוקראז' לאותן קרנות וקופות.

יש להמנע מכפיית תחרות מחיר, ורק מחיר, על שירותי ברוקראז', בהתעלם מכל היתרונות האיכותיים הגלומים בשירותי ברוקראז'.

על מנת לשמור על העקרונות שהתוותה וועדת בכר יש לעודד שוק ברוקראז' תחרותי שבו לצד הבנקים יפעלו גם חברות קטנות ותחרותיות, החש"בים.

לחש"בים תחום פעילות והתמחות אחד, מסחר בניירות ערך, שהוא מקור הכנסתם היחיד ואילו אצל הבנקים פעילות הברוקראז' היא רק אחת מהפעילויות יוצרות ההכנסה שלהם.

ההסטוריה בשוק ההון הישראלי מלמדת כי חידושים טכנולוגיים, יזמויות, פעילויות מתחכמות ומתן שירותי ערך מוסף למשקיעים, כולל משקיעי חוץ, נבעה בעיקר מהחש"בים ולא מהבנקים. קיומם של עשרת החש"בים המתחרים בינם לבין עצמם ועם הבנקים הוא תנאי הכרחי לקיום סביבה תחרותית, סביבה שבה נגבים מחירים תחרותיים עבור השירות ולמניעת ריכוזיות הפעילות בידי הבנקים בלבד.

תחרות הוגנת הינה לחם חוקו של שוק הון יעיל ומתפקד. בשוק כזה יש מקום הן לגופים גדולים ועתירי הון וכח אדם והן לגופים מתמחים שמטבע הדברים מעניקים איכות יותר טובה של המוצר. התחרות – מימדים שונים לה ואין לצמצמה להיבט צר של המחיר בלבד. תפקידה של הרגולציה הוא להבטיח את קיומם של כל סוגי הדגים באוקינוס שוק ההון, ולהבטיח שהגדולים לא בולעים את הקטנים בגלל העדפה רגולטורית המפלה לטובה דווקא את הגדולים.

תוכן העניינים

5	פרק א – מבוא ורקע קצר
7	פרק ב – שוק הברוקראז' בישראל: מבנה והתפתחות בשנים האחרונות
13	פרק ג – הברוקרים הפרטיים למול הברוקרים הבנקאים – ניתוח השוואתי
17	פרק ד – ניתוח ההתפחויות בשוק הברוקראז' לקופות הגמל ולקרנות הנאמנות
21	פרק ה – סיכום, מסקנות והמלצות.

פרק א – מבוא ורקע קצר

מסמך זה עוסק בתעשיית הברוקראז' בישראל, הכוללת את חברי הבורסה לניירות ערך בת"א, הבנקים והחברות שאינם בנקים, חשב"ים, שמופקדים על ביצוע המסחר בניירות ערך: מניות והמירים, אגרות חוב ונגזרים.

בעבודתנו אנו מתמקדים בניתוח פעילות הברוקראז' של מגזר החש"בים (הכולל 10 חברות) שפועל לצד פעילות הברוקראז' של חמשת הבנקים הגדולים: פועלים, לאומי, דיסקונט, מזרחי והבנק הבינלאומי. (פעילות הברוקראז' של הבנקים הקטנים מקובצת בדיווחי הבורסה לניירות ערך יחד עם הדיווח של חמשת הבנקים הגדולים) היקף ההכנסות השנתי של כלל תעשיית הברוקראז' בישראל עמד בשנת 2010 על כ - 3.7 מיליארד ₪ והתעשייה העסיקה כ - 2000 עובדים.

אולם, חשיבותה של תעשיית הברוקראז' למשק גדולה יותר ממה שמשקפים נתונים מספרים אלו. פעילות הברוקראז' מאפשרת את תפקודו השוטף והנעתו של שוק ההון הישראלי הכולל את פעילות המסחר של כלל החברות הציבוריות הנסחרות בבורסה, את פעילות גיוס ההון של הממשלה וניהולו ואת הפעילות המונטרית של בנק ישראל. ההיקף הכולל של פעילויות אלו בשנת 2010 הסתכם על פי נתוני הבורסה ב 1700 מיליארד ₪ לערך, שהתבצע בעשרות מיליוני פקודות קניה ומכירה שהוצאו לפועל על ידי חברות המספקות שירותי ביצוע – חברות הברוקראז'. פעילות הברוקראז' מהווה את הציר המרכזי של שוק ההון, הגורם המתווך בין המשקיעים לחברות ולממשלה, המנתב את ההשקעות הזרות בתחום הפיננסי ומבטיח את מעמדה של המדינה בשוקי ההון בעולם. עבודה זו נכתבה על פי הזמנת איגוד חברי הבורסה לניירות ערך בת"א שאינם בנקים. נתבקשנו לנתח את פעילות תעשיית הברוקראז' בשנים האחרונות תוך בחינת דפוסי ההתנהגות של השחקנים העיקריים בשוק ויתרונותיהם היחסיים.

בעבודה זו נעסוק בקצרה בסוגיות העיקריות של תעשיית הברוקראז' בישראל בשנים האחרונות: מבנה השוק, אפיון התחרות, מגזרי הפעילות העיקריים, חלקם של החש"בים למול הבנקים וניתוח המגמות בתקופה האחרונה. נעסוק גם באפיון עבודת הברוקראז', האם מדובר בפעילות ביצוע טכנית גרידא, שירות שהוא בגדר מוצר סטנדרטי, commodity, או שמא מדובר במוצר ייחודי בעל ערך מוסף, וכל זאת כמובן בהקשר של התחרות בין הבנקים לחש"בים. בפרק הבא, פרק ב, נציג את שוק הברוקראז' בארץ ונסקור את התפתחות תעשיית הברוקראז' בשנים האחרונות לאחר ישום מסקנות וועדת בכר.

בפרק ג ננסה לאפיין את פעילות החשב"ים למול פעילות הברוקראז' של הבנקים, הן בצד הכמותי והן בצד האיכותי.

בפרק ד ננתח את ההתפתחויות בשוק הברוקראז' בתקופה האחרונה, התקנות החדשות באשר לשירותי הברוקראז' הניתנים לקופות גמל וקרנות נאמנות והשפעתן על מבנה התחרות בשוק. בפרק ה נסכם את עיקרי הניתוח שלנו, נציג את המסקנות שלנו מהניתוח ונציע מספר המלצות על יסוד ניתוח זה.

לצורך ביצוע עבודה זו נפגשנו עם נציגי כל החברות באיגוד החש"בים, קיבלנו חומר רב בכתב, כולל מאזנים מבוקרים של חברות הברוקראז' הפרטיות לשלוש השנים האחרונות. נפגשנו עם נציגי הרשות לניירות ערך, הנהלת הבורסה לניירות ערך, הממונה על שוק ההון באוצר וגורמים נוספים המכירים את התעשייה.

עבודה זו משקפת את עמדתנו כפי שהתגבשה לאחר לימוד הנושא בתקופה האחרונה.

פרק ב – שוק הברוקראז' בישראל: מבנה והתפתחות בשנים האחרונות

כללי

מגזר הפעילות של מתן הוראות מסחר בניירות ערך - שוק הברוקראז' בישראל, מתבצע באמצעות גופים שהינם חברי הבורסה לניירות ערך בתל אביב ("הבורסה"). חברי הבורסה נחלקים לשני סוגים: חברי בורסה שהינם בנקים ולצידם קיימים גופים שהינם חברי הבורסה שאינם בנקים ("חש"בים"). יצוין, כי דיווחי הבורסה בנוגע לפלח השוק הבנקאי בשוק הברוקראז' כוללים את הפעילות של חמשת הבנקים הגדולים בישראל ולצידם מספר בנקים קטנים נוספים שהינם חברי בורסה.

החש"בים מצויים בבעלות בתי השקעות וחברות ביטוח כאשר הן הוקמו אך ורק במטרה לספק שירותי ברוקראז' ושירותים נלווים לשירותי הברוקראז'. הפעילות בתחום הברוקראז' היא הבסיס לעצם קיומם של החש"בים בעוד שלבנקים מגזרי פעילות נוספים אשר מהווים מקורות הכנסה נוספים ועצמאיים.

הבנקים מתחרים בתחום שירותי הברוקראז' בבנקים האחרים ובחש"בים ולמעשה שוק הברוקראז' הינו אחד המגזרים היחידים בו קיימת אלטרנטיבה אמיתית אל מול המערכת הבנקאית. מבנה שוק הברוקראז' מתאפיין בכך שהוא מבוסס על שני מגזרי שוק נפרדים כלומר שתי זרועות פעילות שונות, פרטי ועסקי. השוק הפרטי הוא שוק משקי הבית והשוק העסקי כולל את הגופים המוסדיים, את הלקוחות עסקיים הגדולים ואת משקיעי החוץ. להלן נתאר ונאפיין את שני מגזרי השוק הללו.

המגזר הפרטי/קמעונאי

המגזר הפרטי הינו מגזר משקי הבית, "המשקיעים הקטנים" ולמעשה "הציבור הרחב". מגזר זה כמעט תמיד יפנה לקבלת שירותי ברוקראז' מהבנקים, אשר מנהלים את הפעילות הפיננסית של המגזר הפרטי ובכלל זה ניהול חשבונות העו"ש, החיסכון וניירות הערך של הלקוחות הפרטיים - כל בנק מספק את שירותי הברוקראז' ללקוחותיו.

החש"בים אשר מנסים כל העת להתחרות בבנקים במגזר הפרטי, הורידו באופן משמעותי את תעריפי העמלות ביחס לתעריפי העמלות שהבנקים גובים מהמגזר הפרטי. אולם, היות והחש"בים אינם בעלי מערכת סינון עניפה כשל הבנקים, לציבור הרחב אין נגישות לשירותי הברוקראז' הניתנים על ידי החש"בים. רק פלח קטן מאד של משקיעים מהמגזר הפרטי אשר קרויים "שחקני מחיר" מבצעים את פעילות הברוקראז' שלהם אצל החש"בים בשל היותם בעלי "רגישות" לתעריפי העמלות הנגבים מהם והם אלה היחידים שנהנים מהתחרות בין הבנקים לבין החש"בים במגזר הפרטי.

כפועל יוצא מכך, לא קיימת תחרות ממשית במגזר הפרטי ועל כן, תעריפי עמלות הברוקראז' אשר הבנקים ממשיכים לגבות מהמגזר הפרטי נותרו כמעט ללא שינוי מזה תקופה ארוכה והם אף גבוהים עד לכדי מאות אחוזים מאלו אשר נהוגים במגזר המוסדי.

המגזר העסקי

המגזר העסקי כולל את הלקוחות הפרטיים והעסקיים הגדולים, משקיעי חוץ והגופים המוסדיים: קופות גמל, קרנות פנסיה וקרנות נאמנות. במגזר זה החש"בים היוו עד כה אלטרנטיבה אמיתית למערכת הבנקאית וכפי שיותאר להלן קיומה של תחרות ממשית במגזר זה נתן את אותותיו בשטח.

רקע - בעיית הריכוזיות של המערכת הבנקאית והחשיבות בהגברת התחרותיות

לאחר תחילת שנות האלפיים, המחוקק אשר היה ער לבעיית הריכוזיות של המערכת הבנקאית ולקיומם של ניגודי עניינים מובנים בפעילות המערכת הבנקאיים אשר פגעו בתחרותיות בשוק ההון בישראל החליט על הקמת וועדה שנועדה לבחון דרכים ואמצעים להגביר את התחרותיות בשוק ההון ולהקטין את הריכוזיות - הוועדה לבחינת הרפורמה בשוק ההון בישראל ("וועדת בכר"). וועדת בכר הגישה את המלצותיה בספטמבר 2004 ובעקבות המלצותיה נחקקו במהלך שנת 2005 שורה של חוקים ותקנות שהביאו לשנויים מבניים מהותיים בשוק ההון בישראל, שינויים אשר הושלמו בשנת 2008.

וועדת בכר עסקה ובחנה את סוגיית הריכוזיות בשוק ההון הישראלי בכלל ובמעמד הדומיננטי של המערכת הבנקאית בפרט. לגישת הוועדה המעמד הדומיננטי של מערכת הבנקאות הביא לפגיעה בתחרותיות. כמו כן, לשיטתה הפעילות של המערכת הבנקאית התאפיינה במבנה עסקי המכיל מערכות של ניגודי עניינים הנובעים ממערכת הפעילות הענפה של הבנקים.

הריכוזיות, כך קבעה הוועדה, פוגעת בתחרותיות. עוד קבעה הוועדה, כי קיומם של ניגודי עניינים אפשריים – מובנים מביאים לפגיעה נוספת בשוק ההון ובמשק הישראלי בכללותו ואף מגבירים את הפגיעה. על כן, המלצות וועדת בכר היו כי אין להסתפק בהידוק הפיקוח הרגולטיבי, בניית "חומות סיניות" בתוך הקונגלומרטים הבנקאיים, אלא יש לנקוט בצעד רדיקלי יותר: הפקעת פעילויות מחזקתם של הבנקים והעברתם למוסדות אחרים הנותנים שירותים פיננסיים בשוק ההון וצמצום היקף הפעילות של המערכת הבנקאית בשוק ההון.

וכך קבעה הוועדה בנושא סוגיית ניגודי העניינים שהיתה מוטבעת בפעילות הבנקאית:

" התפישה הפיקוחית המקובלת בתחומי פעילות רבים היא שלא להעמיד את הגופים הפועלים בשוק בפני מצב "בלתי אפשרי" של ניגודי עניינים. הנחת עבודה בבסיסה של תפישה זו היא כי עצם קיומו של פוטנציאל ניגוד עניינים הוא מצב בעייתי ובלתי רצוי, לא כל שכן כאשר קיימות טענות בדבר מימוש פוטנציאל ניגוד העניינים בפועל. " (עמוד 27 בדוח הוועדה)

במסגרת המלצותה להתמודדות עם בעיית הריכוזיות וניגודי העניינים המובנים בפעילות הבנקים".

וועדת בכר המליצה על מכירת קופות הגמל וקרנות הנאמנות שניהלו הבנקים באותה עת וכן הטילה מגבלות על פעילות החיתום של הבנקים.

בעקבות יישום המלצות וועדת בכר אשר כאמור באו לידי ביטוי בשורה של חוקים ותקנות, מכרו הבנקים את הפעילות של ניהול קופות גמל וקרנות הנאמנות לחברות ביטוח ובתי השקעות פרטיים. יחד עם זאת, הבנקים המשיכו לספק שירותים חיוניים (תפעול והפצה) לגופים שרכשו כאמור את קופות הגמל וקרנות הנאמנות כפי שהותיר להם לעשות כן המחוקק.

בסופו של תהליך, הבנקים אשר מכרו את פעילות ניהול קופות הגמל וקרנות הנאמנות במחיר מלא המשקף את הרווח העתידי שיצמח מפעילות הניהול אמנם העבירו את האחריות לניהול אותם נכסים לגופים הפרטיים אך בד בבד, הם ממשיכים להנות מנתח כלכלי מרווחים הנובעים מאותה פעילות בהיותם ספקים של שירותים חיוניים לאותם גופים שרכשו את הפעילות כאמור.

התחרות בשוק הברוקראז' במגזר המוסדי ביום שאחרי יישום המלצות וועדת בכר

כתוצאה מהוצאת פעילות ניהול קופות הגמל והקרנות הנאמנות מהבנקים, נוצרה אפשרות ליצירת תחרות אמיתית על מתן שירותי הברוקראז' לגופים אשר רכשו כאמור את פעילות הניהול של קופות הגמל וקרנות הנאמנות מהבנקים ("הגופים המוסדיים"). כפי שיפורט להלן, בעקבות התחרות שנוצרה במגזר המוסדי חלה ירידה בתעריפי עמלות הברוקראז'. כמו כן, החשב"ים גרמו לשכלול ולשיפור השירות שניתן למגזר המוסדי, בין היתר, בדמות של מתן שירותי אנליזה מתקדמים למגזר המוסדי כשירות הנלווה לשירותי הברוקראז' והן בשיפור שירות פעילות המסחר. נתונים אלה ממחישים את החשיבות בקיומה של תחרות ומתן אלטרנטיבה אמיתית לפעילות של המערכת הבנקאית שכן בהעדרה כפי שמתרחש במגזר הפרטי – קיימת סטגנציה הן של תעריפי העמלות והן של איכות השירות.

1. ירידה בתעריפי העמלות הברוקראז' המשולמים על ידי המגזר המוסדי

כאמור, בעבר פעילויות אלה נוהלו על ידי הבנקים ועל כן שירותי הברוקראז' סופקו גם הם על ידי הבנקים (כל בנק לקרנות ולקופות שלו). כעת משניהול הקרנות והקופות הועברו לניהול הגופים המוסדיים, גם החש"בים יכלו להציע את שירותיהם לגופים המוסדיים תוך שהן מהווים אלטרנטיבה למערכת הבנקאית.

ואכן, בעקבות פתיחת המגזר המוסדי לתחרות במהלך תקופה של כחמש שנים ועד לסוף שנת 2011, נרשמה ירידה עקבית בשיעור של של כ- 35%-50% בתעריפי עמלות הקניה והמכירה של מניות ואגרות חוב אשר שולמו על ידי המגזר המוסדי לבנקים ו/או לחש"בים.

יחד עם זאת, יש לציין כי המשך מעורבותם של הבנקים בתחום ההפצה והתפעול של קופות הגמל וקרנות הנאמנות הניבה לבנקים יתרון תחרותי נוסף, בתחום התחרות על הברוקראז' מול החש"בים, נושא שנדון בו בהמשך.

הוועדה לא עסקה בתחום פעילות הברוקראז' של הבנקים ולא הטילה כל מגבלות על פעילותם, אולי משום שסברה כי למרות המעמד הדומיננטי של הבנקים בתחום זה, הענף מתנהל בצורה תחרותית הן בין הבנקים לבין עצמם והן מול חברות הבורסה לניירות ערך בת"א שאינן בנקים.

2. ניתוח כמותי

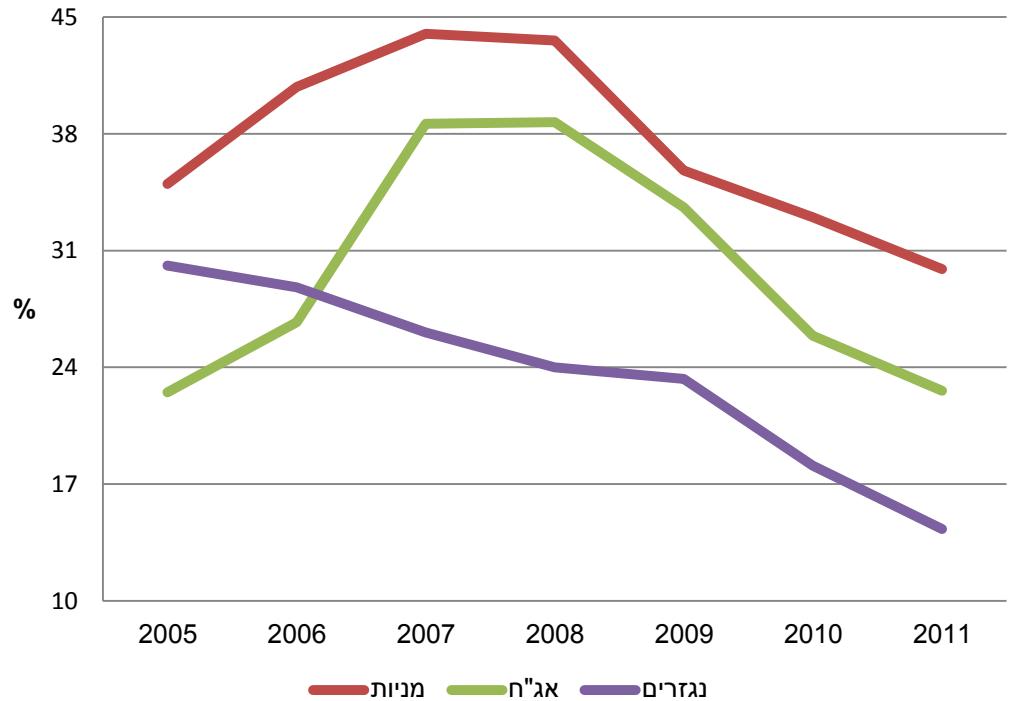
הטבלה להלן מציגה את מעמדם היחסי של הבנקים מול החש"בים בהיקף הפעילות בבורסה לניירות ערך בתחום המניות, האג"חים והנגזרים בשנים נבחרות:

התפלגות מחזורי המסחר של חברי ה בורסה באחוזים. 2005-2011						
שנה	מניות והמירים		אגרות חוב		נגזרים	
	בנקים	חש"בים	בנקים	חש"בים	בנקים	חש"בים
2005	65	35	77.5	22.5	69.9	30.1
2006	59.2	40.8	73.3	26.7	71.2	28.8
2007	56	44	61.4	38.6	73.9	26.1
2008	56.4	43.6	61.3	38.7	76	24
2009	64.2	35.8	66.4	33.6	76.7	23.3
2010	67	33	74.1	25.9	81.9	18.1
2011	70.1	29.9	77.4	22.6	85.7	14.3

הנתונים הם נתוני הבורסה לניירות ערך בת"א.

החל משנת 2005 במקביל ליישום מסקנות וועדת בכר, החל תהליך עליה בחלקם של החש"בים במסחר במניות ובאגרות חוב. תהליך זה נבלם בשנת 2008 ומאז חלקם של החש"בים נמצא בירידה, ירידה משמעותית, בכל אפיקי הפעילות, כפי שמורה הגרף להלן.

**חלקם של החש"בים במחזור המסחר בבורסה בשנים
2005-2011 (ב-%)**



החשש הוא כי עקב התקנות החדשות שהוציאה הרשות לניירות ערך ובעטייה של התחרות הבלתי הוגנת מצד הבנקים, מגמת הירידה בחלקן של החש"בים בשוק תמשיך, ואף תחריף, עד כדי סיכון המשך פעולתם בעתיד.

נראה כי המלצות וועדת בכר, אשר הותירה בידי הבנקים את הפצת ותפעול קרנות נאמנות וקופות גמל, הותירה בידי הבנקים יתרון תחרותי בתחום הברוקראז' למול החש"בים.

הבנקים הם המפיצים הבלעדיים של קרנות הנאמנות ודמי ההפצה של הקרנות מהווים מקור הכנסה חשוב עבורם. לאחרונה הבנקים גם החלו לשווק את קופות הגמל ותוכניות הפנסיה. היות וקרנות הנאמנות וקופות הגמל מתחרות ביניהן וההחלטה של המשקיעים איזו קרן או קופה להעדיף יכולה להיות מושפעת על ידי הגורם המייעץ שהוא גם הגורם המפיץ, הבנקים, יש לכאורה לבנקים מצב של ניגוד עניינים מובנה בבואם להתחרות בתחום הברוקראז' עם החש"בים.

לבנק יש כמובן אינטרס כי פעילות הברוקראז' של קופות הגמל וקרנות הנאמנות שהוא מפיץ ומתפעל תתבצע באגף הברוקראז' של הבנק ולא תעשה אצל אחת החש"בים.

ברור כי קיומה של אפשרות של ניגוד עניינים, העדפה בהפצה של קרנות וקופות אשר מבצעות את הברוקראז' בבנק, יוצר תמריץ למנהלי הקופות והקרנות לבצע את פעילות הברוקראז' בתוככי הבנק ולא אצל החש"בים.

אין לנו כמובן אפשרות לתעד ולהוכיח פורמלית את ההעדפה הזו כפי שהיא מוצאת את ביטויה בפועל, אך כפי שקבעה וועדת בכר, עצם קיומו של **פוטנציאל** לניגוד עניינים מהווה עילה לתיקון המצב ומניעתו. סוגייה אחרת היא סוגיית היתרון התחרותי בתחום הברוקראז' הנובע מכך שהבנק הוא הגורם המתפעל עבור קרנות הנאמנות וקופות הגמל.

תפעול הקופות והקרנות והעובדה שהבנקים נותנים שירותי קסטודיאן לקרנות ולקופות, מאפשר לבנקים גישה ישירה ויומיומית למידע על פעילות המסחר בניירות ערך, אג"ח ונגזרים של כל הקופות והקרנות המתופעלות על ידו וכן כמובן מידע מדויק על מבנה ההחזקות של כל הקופות והקרנות, ברמה יומיומית.

מידע הוא יתרון תחרותי מאד משמעותי בענף הברוקראז', כיון שהחש"בים שמבצעים ברוקראז' ואינם מבצעים פעולות קסטודיאן, חשופים רק למידע של פעילות הברוקראז' שהם עצמם מבצעים. המידע מאפשר לאגף הברוקראז' בבנק לפנות לכל אחת מהקופות ומהקרנות ולהציע לה למכור או לרכוש ניירות ערך כתוצאה מהמידע שנמצא אצלו, אצלו ולא אצל אף גורם מתחרה על הפעילות השוטפת של הקופה והקרנות.

הבנק החשוף למבנה האחזקות המפורט בכל רגע נתון של כלל הקופות והקרנות יכול להציע הצעות קונקרטיות, חבילה של מניות או אגרות חוב, שמתחריו, בהעדר מידע, לא יכולים להציע. אגף הברוקראז' בבנק, שפועל בצד מערך ההפצה ומערך התפעול של הקרנות והקופות המתנהל באותו בנק, נמצא במצב של יתרון על כל חברה שאין בידיה את המידע ואת היתרון השיווקי שמגלמת העובדה שכלל הפעילויות הללו נעשות תחת גג אחד, בתוך הבנק.

זו טענה עקרונית שאי אפשר להתעלם ממנה. זו טענה האומרת שיש ניגוד עניינים מובנה בין פעילות ההפצה והניהול של הקרנות והקופות למתן שירותי ברוקראז' עבורם, יש כאן מחד יתרון תחרותי של הבנק עקב המידע הזמין ויש כאן תמריץ לקופות ולקרנות להעדיף את הבנק על פני החש"ב מסיבות בלתי ענייניות, שאינן מטיבות עם לקוחות הקרנות ועמיתי הקופות.

הבנקים, בבואם לתת שירותי ברוקראז' לקופות ולקרנות, פועלים טכנית "כצד קשור" אשר נהוג להטיל סייגים ומגבלות על פעילותו מתוקף העובדה הזאת.

על היקף ההכנסות של חמשת הבנקים מתחומי פעילות הביצוע בניירות ערך, מהפצת קרנות נאמנות וקופות גמל ומשירותי התפעול לגופים אלו ניתן ללמוד מהטבלה להלן, שעובדה מתוך הדוחות הכספיים של חמשת הבנקים הגדולים לשנת 2010.

הכנסות חמשת הבנקים הגדולים מפעילות בניירות ערך, הפצת קרנות נאמנות ותפעול קופות גמל. 2010. מיליוני ₪.						
שם הבנק / פעילות	פועלים	לאומי	דיסקונט	מזרחי	הבינלאומי	סה"כ
הכנסות מפעילות בניירות ערך	1199	872	338	290	507	3206
הכנסות מעמלות הפצה קרנות נאמנות	174	188	81	39	54	536
הכנסות מניהול, תפעול ונאמנות לגופים מוסדיים	82	55	35	53	119	344
סה"כ הכנסות	1455	1115	454	382	680	4086

הפעילות בניירות ערך עצמה מייצרת הכנסה מצרפית של כ – 3.2 מיליארד ₪ לחמשת הבנקים. בסעיף זה כלולות הכנסות מעמלות קניה ומכירה של ניירות ערך, מהשוק הפרטי ומהסטור העסקי, שרק בו יש לבנקים תחרות עם החש"בים. לבנקים יש מקורות הכנסה נוספים הקשורים לפעילות בניירות ערך שאין לחש"בים. אלו כוללים עמלת שמירת ניירות ערך שגובים הבנקים מלקוחותיהם, הכנסות הבנקים המשמשים כנאמנים של קרנות נאמנות, עמלת העברה, קסטודיאן, שגובים הבנקים בגין העברת ניירות ערך מהחש"ב לבנק וכן יש לבנקים הכנסות מעשיית שוק באג"ח ממשלתי, פעילות הדורשת ריתוק הון רב, מעבר ליכולת ההונית של החש"בים.

בנוסף, פעילות ההפצה והתפעול של קופות הגמל וקרנות הנאמנות מביאה הכנסות נוספות לחמשת הבנקים בהיקף של כ – 900 מיליון ₪ נוספים. וזאת בצד היתרון שנותנת פעילות זו מול הקרנות והקופות בתחרות של הבנקים מול החש"בים שעליה כבר הרחבנו את הדיבור קודם לכן.

נראה כי למרות שמסקנות וועדת בכר יושמו במלואן, והקופות והקרנות כבר לא נמצאות בבעלות הבנקים, עדיין חלק גדול מההכנסות של הגופים המנהלים את הגופים הללו, מוצא את דרכו חזרה אל הבנקים כדמי הפצה¹ ותפעול, וזאת בנוסף ליתרון שפעילות זאת נותנת לבנקים בשוק הברוקראז'. מדובר בפעילות רווחית מאד מבחינת הבנקים.

¹ עמלת ההפצה שהבנק מקבל מקרן נאמנות עומדת על 0.6%, 40% מדמי הניהול בהנחה של 1.5% דמי ניהול

פרק ג – החש"בים מול הבנקים – ניתוח השוואתי

1. השוואה האיכותית

בעבר הלא רחוק התנהל המסחר בניירות ערך על "רצפת המסחר" של הבורסה, כאשר הסוחרים נוכחים פיסיית במקום ומקבלים החלטות בעת המסחר, על פי הנחיות הלקוחות. במצב דברים זה יכולתו וכישוריו של הברוקר, ניסיונו והליך קבלת ההחלטות שלו, נתנו יתרון לחברה שבה פעלו הסוחרים הטובים והמיומנים.

היום המסחר מתנהל בחדרי העסקה הממוחשבים של הבנקים והחש"בים, המסחר עצמו הוא ממוחשב ומתנהל באופן אוטומטי על בסיס מערכת ניהול ממוחשבת ומתוחכמת.

יש הטוענים שהתפתחות זאת הפכה את שירותי הביצוע של הברוקר לשירותים טכניים גרידא, השירות הופך להיות מוצר סטנדרטי מסוג commodity, שאין לו כל ייחוד וככזה יש לרכוש אותו כמו שרוכשים מוצרים שאין בהם כל ייחוד – במחיר הנמוך ביותר. על פי הגיון זה הברוקר הטוב ביותר הוא זה שמציע את שירותיו במחיר הנמוך ביותר.

טענה כנראה עמדה ביסוד התקנות שהתקינה הרשות לניירות ערך (חוק השקעות משותפות בנאמנות (תיקון מס' 14) תש"ע – 2010) שבהן נדון בפרק הבא.

משיחות רבות שקיימנו עם נציגי החש"בים עולה תמונה שונה לחלוטין.

השתכנענו כי יש בסיס לטענת החש"בים, לפיה שרות הברוקראז' הוא שירות בעל ערך מוסף גבוה שאינו ראוי להיות מתומחר כמו מוצר טכני סטנדרטי. שירותי הברוקראז', כך נטען, מלווים בשירותי אנליסטים ברמה הגבוהה ביותר. על כל שני סוחרים מבצעים מועסק אנליסט, כל אנליסט בתחום ההתמחות שלו, כאשר האנליסט נותן שירות שוטף לגורם המבצע וגם כמובן מספק דיעה נוספת לאנליסטים של הלקוחות של חברת הברוקראז'. האנליזה הכלכלית היא כלי הכרחי לקבלת החלטות מושכלת יותר, כלי לשיפור התשואה של קרן הנאמנות או קופת הגמל, או של כלל לקוחות החברה. אין האנליסט של חברת הברוקראז' מחליף את האנליסטים של הקרנות והקופות. הוא תורם להם מניסיונו ומידעיותו ומסייע לקבלת החלטות שלהם. בקרב משקיעי חוץ יש דרישה חד משמעית שכל פעילות ברוקראז' תהייה מגובה באנליזה.

לטענת החש"בים תנאי השכר הגבוהים שזוכים להם האנליסטים הבכירים הם ההוכחה לכך שהם מייצרים ערך מוסף לחברות וללקוחות שלהם, ולא מקרה הוא שאותם אנליסטים מתרכזים בחברות הברוקראז'.

יתרה מכך, לטענת החש"בים, גם פעילות המסחר עצמה אינה בגדר עבודה טכנית מול מסך המחשב שאין בה ייחוד. יש אמנם סוחרים מבצעים שעבודתם היא טכנית אך יש מקום לפעילות מתוחכמת של הפגשת ביקושים והיצעים, תפירת חבילות של מניות ואג"ח, התאמת רכישות וקניות לצרכיו של

הלקוח, נקיטת יוזמה לעידוד סחר, שתורם הן לצד הקונה והן לצד המוכר, וכן חשובה מאד פעילות המסחר המתואמת שנעשית בחבילות גדולות בעסקאות מתואמות ולעיתים מחוץ לזירת המסחר בבורסה, פעילות שמאפשרת מסחר שאין בו תנודות גדולות עקב כמות המניות והאג"חים המוצעת. הדבר מאד משמעותי בשוק עם רמת סחירות ונזילות נמוכה כמו שוק ההון הישראלי. אין זה מקרה, כך נטען, שהפעילות במסגרת עסקאות מתואמות או בעסקאות מחוץ לבורסה, ומדובר בהיקף מסחר משמעותי, למעלה מ 10% מסך המסחר הכולל, מתבצעת בעיקר על ידי החש"בים. סוחר טוב יודע לקנות את ניירות הערך בצורה המתוחכמת ביותר, (אורדרים מתוחכמים) משמע במחיר הטוב ביותר וכך הוא יכול לחסוך ללקוח נאמר 1%-0.5% ממחיר הקניה, וגם אם נאמר שעמלת הביצוע של הסוחר החש"בי לצורך העניין היא גבוהה יותר מהעמלה המקבילה בברוקראז' הבנקאי, נאמר 0.075% אצל החש"ב לעומת 0.05% בבנק (עמלת רכישת מניות) פער זה מתגמד למול היתרון הנמדד בחיסכון בעת ביצוע רכישה אופטימלית.

אין תמה בכך כי רוב הפעילות של המשקיעים הזרים בבורסה בת"א, שאמונים על שירות איכותי העונה על דרישותיהם, שירות המלווה בשירותי אנליזה ברמה הגבוהה, מתנהלים רובם אצל החש"בים ולא במחלקות המקבילות בבנקים. העובדה שהחש"בים הם גופים קטנים יחסית, מעסיקים עשרות עובדים בלבד, ואינם מתנהלים בתוך מערכת בירוקרטית היררכית כמו בבנקים, מאפשרת להם לפעול ביעילות, למצוא את האנשים הנכונים, לעתים כאלה שמועסקים בבנקים, ולהציע להם את התנאים המועדפים. שלא כמו הבנקים, החש"בים יכולים לתגמל אישית אנליסטים וסוחרים על ביצועים טובים יותר, למדוד את הביצוע של כל אחד מהמבצעים ולשאוף למצוינות ששכרה בצידה. בחלק מהחש"בים למנהלים בפועל יש חלק בבעלות על החברה, גם כאן מדובר בתמריץ ליתר תחרותיות וחדשנות שטוב לא רק לחש"בים אלא גם לכלל המשקיעים בשוק.

2 . מבנה ההכנסות

הטבלה להלן מציגה את נתוני ההכנסות של החש"בים בשנים 2008-2010 על פי מגזרי הפעילות העיקריים. הטבלה עובדה על ידנו על בסיס המידע בדוחות הכספיים המבוקרים שקיבלנו משבע חשב"ים שממנו גזרנו אומדן לגבי עשר החברות שאינן בנקים.

הכנסות החש"בים בשנים 2008-2010 לפי סעיפים ראשיים. מיליוני ₪				
סעיף הכנסה/ שנה	2008	2009	2010	באחוזים 2010
הכנסות מקרנות נאמנות	30.0	30.8	30.0	6%
הכנסות מגופים מוסדיים	174.2	114.1	147.9	31%
הכנסות מלקוחות	179.8	199.8	195.2	41%
הכנסות אחרות	99.1	99.2	108.5	23%
סה"כ הכנסות מברוקראז'	483.0	443.3	481.5	100%
עמלות לבורסה לני"ע	31.2	34.4	38.4	8%

מדובר בהיקף הכנסות של כ- 480 מיליוני ₪, חש"ב ממוצע רושם הכנסות שנתיות מפעילות המסחר בניירות ערך של כ- 50 מיליון ₪ בשנה.

קרנות הנאמנות מהוות רק 6% מהיקף הפעילות של החש"בים למרות שחלקן בשוק ההון הוא כ- 20%. הגופים המוסדיים מהווים 31% מהפעילות, הלקוחות של החברות (מוסדות, חברות ופרטים)² מהווים 41% מההכנסות והכנסות אחרות, בעיקר ממשקיעי חוץ, מהוות את יתרת 23% של הפעילות. אם אמנם שירות הברוקראז' הוא שירות בעל ערך מוסף, הרי לחש"בים צריך להיות יתרון על הבנקים בקרב הלקוחות המתוחכמים, אלו שיודעים להעריך איכות, ולא מחפשים את ההנחה בשבריר האחוז של עמלת הקניה והמכירה.

הדבר נכון כנראה לגבי משקיעי החוץ והלקוחות הפרטיים, שם התחרות בין החש"בים והבנקים היא תחרות פתוחה. לגבי הקרנות והקופות, יש יסוד סביר להניח כי שם התחרות אינה תחרות שווה והוגנת ולכן היתרון של החש"בים בהיבטים של איכות השירות לא יכולים לבוא לידי מיצוי.

3. ניתוח תחרותי

הטבלה להלן מציגה את אומדננו לשוק הברוקראז' לשנת 2010 והיא מבוססת על נתוני הבורסה לניירות ערך, הדוחות הכספיים של הבנקים והדוחות הכספיים של החש"בים.

הכנסות החש"בים והבנקים מניירות ערך. מיליוני ₪. 2010				
הכנסות מפעילות בניירות ערך	באחוזים	עמלות לבורסה	שיעור העמלות מההכנסות	
חש"בים	13.1%	38.4	8.0%	481.5
בנקים	86.9%	119.9	3.7%	3,206.0
סה"כ	100.0%	158.3	4.3%	3,687.5

הבנקים מקבלים כ- 87% מההכנסות, לא כולל הכנסות מעמלות הפצה ודמי תפעול לקרנות הנאמנות ולקופות הגמל, והחש"בים מקבלים כ- 13% מההכנסות.

² לקוחות פרטיים של החש"בים הם לקוחות גדולים המשקיעים לפחות כמה מאות אלפי ש"ח

שיעור העמלה מתוך ההכנסות המשולמת לבורסה לניירות ערך הוא יותר מכפול אצל החש"בים לעומת הבנקים. משמעות הדבר הוא כי על כל 1 ₪ עמלה שמשולמת לבורסה הבנקים מייצרים הכנסה כפולה מאשר החש"בים.

יש הסבר למצב דברים זה.

העמלה הממוצעת על כלל פעילות הברוקראז' שגובים הבנקים גבוהה משל החש"בים.

לבנקים יש אוכלוסיית לקוחות שבוייה, לקוחות הבנקים באשר הם, מיליוני לקוחות, אשר באופן טבעי מקבלים שירותי קניה ומכירה של ניירות ערך בבנק שבו מתנהל החשבון הפרטי שלהם וגם חשבון ניירות הערך שלהם.

עיון מקרי באתר האינטרנט של בנק הפועלים מראה כי גובה עמלת מכירה וקניה של מניות הוא 0.7% כלומר שיעור גבוה מאד. אצל החש"בים עמלת הקניה והמכירה של מניות ללקוחות פרטים היא 0.1%

כ 85% פחות ממה שנהוג בבנקים, אבל רוב הציבור אינו נגיש לשירותי החש"בים, שאינם ערוכים לתת שירות קמעונאי. אמנם לקוחות פרטים גדולים של הבנקים יכולים להשיג תנאים משופרים גם בבנקים, אבל העמלה המינימאלית 0.2% היא עדיין כפולה מזו הנגבית אצל החש"בים.

בנוסף לבנקים יש מקור הכנסה נוסף, דמי שמירה שנתיים בסך 0.15%, אף הוא נתון למו"מ, אך החש"בים אינם נוהגים לגבות דמי שמירה.

לבנקים יש גם סעיפי הכנסות נוספים בתחום הברוקראז', הכנסות מעשיית שוק באגרות חוב ממשלתיות, תחום שהחש"בים אינם עוסקים בו וכן עמלות קסטודיאן בשיעור של 0.01% שהם גובים עבור כל העברת מניות המתבצעת על ידי חש"ב לחשבון מניות המתנהל אצלם והכנסות משירותי נאמנות לקרנות נאמנות.

ככלל החש"בים הם גופים פיננסיים קטנים מאד בהשוואה לבנקים, דרישות ההון העצמי מחברה העוסקת במסחר בבורסה בת"א הן כ 90 מיליון ₪ לעומת לדוגמא הון עצמי של כ- 23 מיליארד ₪ בבנק הפועלים לסוף שנת 2010.

לפיכך, מעצם העובדה שהבנקים נותנים שירותים מגוונים ללקוחות הפרטיים אשר הופכים אותם ללקוחות שבויים, התחרות בין הבנקים לחש"בים יכולה להתנהל רק על מתן שירותים ללקוחות גדולים (מוסדות, חברות ופרטיים), הגופים המוסדיים (קופות גמל, פנסיה, קרנות נאמנות) ומשקיעי חוץ).

בפרק הבא נמקד את הדיון בתחרות בשוק המוסדי.

פרק ד – ניתוח ההתפחויות בשוק הברוקראז' לקופות הגמל ולקרנות הנאמנות

בפרק זה נעסוק בתקנות שהתקבלו בשנים האחרונות המסדירות את רכישת שירותי ברוקראז' על ידי קופות גמל וקרנות נאמנות והשפעתן על התחרות בין הבנקים לחשב"ים. עיסוק בתקנות אלו יסייע לנו לדון במעמד התחרות של החש"בים מול הבנקים בטווח הקצר והארוך והשפעת התחרות על מחירי עמלות הברוקראז' בעתיד.

תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (רכישה ומכירה של ניירות ערך) התשס"ט – 2009 ("תקנות הגמלי")

בהתאם להוראות הדין, חברה מנהלת ("משקיע מוסדי"), רשאית לנכות מעמיתי קופות הגמל הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות בנכסי קופות הגמל ובכלל זה עמלות רכישה ומכירה בגין ביצוע עסקאות. בהתאם לתקנות הגמל, על המשקיע המוסדי לקיים הליך תחרותי לקבלת הצעות לשירותי ברוקראז' לפחות אחת לשלוש שנים. עוד נקבע כי ההליך יכלול ארבעה משתתפים לפחות ועל המשקיע המוסדי לבחור את חברי הבורסה המציעים את התנאים המיטיבים ביותר. בהקשר זה יצוין, כי החובה לקיים הליך תחרותי כאמור, חלה עוד לפני כניסתן לתוקף של תקנות הגמל.

נראה לנו כי הוראות לקיום הליך תחרותי נועדו לעודד את המשקיעים המוסדיים להנות מפירות התחרות בשוק הברוקראז' במגזר המוסדי. כמו כן, עצם קיומו של הליך כאמור, נועד גם הוא להתמודד עם ניגוד העניינים הגלום בהתקשרות עם חבר בורסה שהוא צד קשור שכן הם חוייבו לבחור את הזוכה אשר הציע את התנאים המיטיבים. בהקשר זה יצוין, כי המחוקק הותיר למשקיע המוסדי את שיקול הדעת לקבוע מהם הקריטריונים על פיהם יבחן את הזוכה בהליך. כלומר, המחוקק אפשר למשקיע המוסדי לבחור את הגוף שיספק לו שירותי ברוקראז' לא רק על בסיס תעריפי עמלות הרכישה והמכירה אלא גם על בסיס איכות השירותים אשר יספק למשקיע המוסדי. המחוקק סבר כי יש להותיר למשקיע המוסדי מרחב ושיקול דעת בבואו לבחור את הגוף שיספק לו את שירותי הברוקראז' שכן כפי שנוכחנו לדעת, יש חשיבות מכרעת במיוחד לגופים המנהלים נכסים בהיקפים גדולים גם לאיכות שירותי הברוקראז' שיינתנו להם.

זאת ועוד, המחוקק הגדיר בתקנות הגמל מי הוא צד קשור למשקיע המוסדי ואף הטיל מגבלות על המשקיע המוסדי בבואו לרכוש שירותי ברוקראז' מצד קשור לפיהן הוא רשאי לרכוש שירותי ברוקראז' מצד קשור בהיקף שלא יעלה על 20% מסך כל העמלות ששולמו בשל כלל הרכישות והמכירות שביצע המשקיע המוסדי במהלך השנה. עוד נקבע בתקנות הגמל כי העמלה שתשולם לצד הקשור בשל רכישה או מכירה כאמור לא תעלה על העמלה שתשולם לזוכה בהליך התחרותי, שאינו צד קשור, בשל עסקת רכישה או מכירה זהה או דומה.

בהקשר זה יצוין, כי העובדה לפיה מגבלת ה- 20% במסגרת ההתקשרות עם צד קשור חלה על כלל הרכישות שביצע המשקיע המוסדי עבור כלל קופות הגמל המנוהלות על ידו מאפשרת למשקיע המוסדי ליישמה מבחינה תפעולית. זאת, בניגוד להוראות החלות על מנהלי קרנות כפי שתתאורנה בהמשך.

כאמור, תקנות הגמל נועדו להתמודד עם ניגוד העניינים הגלום בהתקשרות של משקיע מוסדי עם צד קשור ונועדו להוות תמריץ לחברות המנהלות לפעול לקבלת התנאים המיטיבים מחבר הבורסה אשר יספק להם שירותי ברוקראז' ועל כן נראה שתקנות אלה מחוייבות המציאות. תקנות הגמל - היום שאחרי

בסופו של יום, נראה כי התקנות אכן השיגו את יעדיהן, שכן הן הביאו להנעת הליך תחרותי אשר הביא לירידה משמעותית בתעריפי עמלות הברוקראז' כאשר כלל הציבור אשר מנהל את כספיו בקופות הגמל ונושא בתשלום עמלות הברוקראז' נהנה מכך באופן ישיר. יחד עם זאת וכפי שיתואר בהמשך, בבואו לטפל בניגוד העניינים הגלום בהתקשרות עם חבר בורסה שהינו צד קשור הותיר המחוקק ללא מענה את ניגוד העניינים הגלום בהתקשרות של משקיע מוסדי עם חבר בורסה המספק למשקיע המוסדי גם שירותי תפעול והפצה ועל כן נדון בהמשך.

חוק השקעות משותפות בנאמנות (תיקון מס 14) התשי"ע – 2010 וכללי השקעות משותפות בנאמנות (עריכת מכרז ובחינת הזיקה של חברה סוחרת עם מנהל קרן), תשע"א-2011 ("תיקון 14") בדומה לתקנות הגמל קבע המחוקק הוראות חדשות לעניין שירותי ברוקראז' עבור קרנות הנאמנות המנוהלות על ידי מנהל הקרן אשר נכנסו לתוקף בתחילת שנת 2012. במסגרת תיקון 14 הוטלו מספר חובות ומגבלות על מנהל קרן אשר מעוניין לנכות מנכסי הקרן את עמלות הרכישה והמכירה בשל ביצוע עסקאות בקרן. בהתאם, נאסר על מנהל קרן לשלם מנכסי הקרן בשנת כספים של הקרן, לחברות סוחרות קשורות למנהל הקרן, יחד, או לחברות סוחרות קשורות לנאמן, יחד, ("צד קשור") בעבור ביצוע עסקאות בנכסי הקרן, סכום העולה על 20% מסך העמלות ששולמו מנכסי הקרן באותה שנת.

הגם שקיים דמיון למגבלה שהוטלה בתקנות הגמל, קיים שוני מהותי לעניין יישום המגבלה שכן בהתאם לתיקון 14 המגבלה שהוטלה ביחס לחבר בורסה שהינו צד קשור הוטלה ברמת הקרן. כפועל יוצא מכך, מנהל קרן אשר מנהל עשרות קרנות יתקשה ליישם מגבלה זו מבחינה תפעולית ולמעשה ההתקשרות עם חבר בורסה שהינו צד קשור הופכת לבלתי אפשרית. הבדל מהותי נוסף בין תקנות הגמל לתיקון 14 בא לידי ביטוי בקביעה לפיה במסגרת מכרז שעורך מנהל קרן כאמור לעיל, הוא מחויב לבחור את ההצעה הזולה ביותר. המחוקק התיר לבחור הצעה

שאינה הזולה ביותר אך ורק במקרים חריגים וזאת בכפוף לאישור וועדת הביקורת והדירקטוריון של מנהל הקרן.

במלים אחרות: עמדת הרגולטור שעל בסיסה נחקק תיקון 14 הינה כי שירותי הברוקראז' הם שירותים טכניים בעיקרם אשר יש לשאוף לקבל אותם ממי שמציע אותם במחיר הנמוך ביותר. עמדה זו לפיה נקבעה החובה לבחור אך ורק את ההצעה הזולה ביותר הינה בעייתית לאור החשיבות המכרעת שיש לתת לאיכות השירות ולרמתו בגופים אלה.

לאחר כניסתו לתוקף של תיקון 14 ברירת המחדל היא כי נשללה ממנהלי הקרנות היכולת להפעיל שיקול דעת בקביעת הקריטריונים לפיהם יקבע הזוכה במכרז ועל מנהל הקרן לבחור את חבר הבורסה המציע ההצעה הזולה במכרז.

יתרה מכך, החובה לבחור רק את ההצעה הזולה ביותר כאשר מנהל הקרן אינו רשאי להתקשר עם מספר חברות ברוקראז' גורמת לצמצום מרחב התמרון של מנהל הקרן. הטלת מגבלה זו חוסמת למעשה את הדרך למנהל הקרן לבצע עסקאות בצורה מתוחכמת כלומר במחיר הטוב ביותר ובכך להביא לחיסכון רב יותר עבור מחזיקי היחידות בקרן ואף לסייע לתשואת הקרן.

עמלות הברוקראז' מהוות שבריר אחוז מסך ההוצאה של הקרן, בפועל פחות מ 0.05% לפעולת קניה או מכירה של מניות ו 0.02% באגרות חוב. ויודגש, הגם שהגבלות אלו נועדו לגרום לחיסכון הרי שחיסכון הנמדד בעשירית או שתי עשיריות פרומיל אינו משרת את העמיתים אם חיסכון זה פוגע ברמת השירות שמקבלת הקרן מחברת הברוקראז' שלה ואף עלולה לפגוע בסופו של יום גם בתשואת הקרן.

התקנות הללו, אם כן, מתערבות בצורה בוטה בשיקול הדעת של מנהלי הקרנות, דומה שהרבה מעבר לנדרש, ובמקביל מגבילות את התחרות בשוק ואת התנהלותו החופשית.

תיקון 14 – היום שאחרי

כפועל יוצא מהמגבלות והחובות שהוטלו על מנהלי הקרנות במסגרת תיקון 14, בחרו כל מנהלי הקרנות, כמעט ללא יוצא מן הכלל, שלא לנכות את עמלות הברוקראז' מנכסי הקרן אלא מאמצעי מנהל הקרן ובכך לקבל פטור מחובת עריכת המכרז כלומר הקרן תהיה פטורה מתשלום עמלות הברוקראז'. כמהלך משלים העלו מנהלי הקרנות את דמי הניהול באותן קרנות בשיעור של -0.02% 0.05%.

במקביל, כפי שנמסר לנו, התקשרו מנהלי הקרנות עם הבנקים והגיעו להסדר לגילום עלויות התפעול של הקרנות ועמלות הברוקראז' בסכום קבוע, או בתעריף נמוך מאד.

הבנקים אשר הסכימו לגילום עמלות הברוקראז' בעלויות התפעול ו/או לתעריפי עמלות ברוקראז' שעולים לכדי מחירי היצף ו/או תעריפי עמלות אשר אינם עומדים באמת מידה כלכלית מנצלים את

חוסנם הפיננסי כדי לפגוע בחש"בים, פגיעה של הטווח הארוך, גם אם יגרמו לבנקים הפסדים בטווח הקצר.

אמנם בטווח הקצר נהנים מחזיקי היחידות של הקרנות מתעריפי עמלות נמוכים מאד וגם מהעובדה שלא יחויבו בעמלות מכירה בעת מכירת היחידות של הקרנות (מחיר זהה לרכישה ולמכירה של יחידות הקרנות) אך יש חשש שבטווח הארוך, הפגיעה בתחרות תביא להעלאת תעריפי הברוקראז' בשוק, ותחול גם על קרנות הנאמנות.

ומעבר לכך, התוצאות המתוארות לעיל, עלולות להביא לפגיעה בשוק ההון שכן אם הבנק יקבל סכום שנתי קבוע מראש, lump sum, בגין כל שירותי הברוקראז' שיספק למנהל הקרן, לא יהיה לו תמריץ (ולמעשה יהי לו אף תמריץ שלילי) לייצר מסחר ולעודד פעילות בשוק ההון, שכן, פעילות נוספת אינה יוצרת לו תוספת הכנסה.

קיפאון בפעילות יפגע בשאיפה ליצור שוק הון דינמי ומשוכלל, עם רמת סחירות גבוהה, נזילות טובה למשקיעים ותגובות מיידיות הן על ארועים חיצוניים, הן על התפתחויות בחברות הנסחרות והן על צורכי הביקוש וההצע המידיים של כל המשקיעים בבורסה.

דחיקת רגליהם של החש"בים מהמגזר המוסדי תקטין את מספר השחקנים בשוק הברוקראז', תחליש את התחרות ותגביר את בעיית הריכוזיות של המערכת הבנקאית הקיימת ממילא. כך, בסופו של יום לבנקים יהיה את חופש הפעולה לגבות עמלות ברוקראז' גבוהות פי כמה מאלו השוררות כיום במגזר המוסדי.

ההוכחה הניצחת לכך הם תעריפי עמלות הברוקראז' במגזר הקמעונאי, אשר כאמור, לא קיימת בו תחרות ממשית. ועל כן, תעריפי עמלות הברוקראז' אשר הבנקים ממשיכים לגבות מהמגזר הפרטי נותרו כמעט ללא שינוי מזה תקופה ארוכה והם אף גבוהים עד לכדי מאות אחוזים מאלו אשר נהוגים במגזר המוסדי.

פרק ה – סיכום, מסקנות והמלצות.

תיקון 14 לחוק השקעות משותפות בנאמנות יצר יתרון תחרותי לא הוגן לבנקים על פני החש"בים בכל הקשור לשירותי ברוקראז' עבור קרנות נאמנות.

חששם של החש"בים הוא שבעקבות התקנות שהוציאה הרשות לניירות ערך באשר להתקשרות של קרנות נאמנות עם נותני שירותי ברוקראז' - יוזמה שנועדה להיטיב עם מחזיקי היחידות אך ספק אם השיגה זאת אולם נראה כי וודאי היטיבה עם הבנקים – תבוא יוזמה דומה לעריכת מכרזי מחיר "תחרותיים" מצד משרד האוצר באשר לגופים המוסדיים שמהווים נדבך חשוב בשוק הברוקראז' בארץ.

צעד כזה יכול להגדיל משמעותית את חלקם של הבנקים בשוק הברוקראז' שכן הבנקים יכולים להציע מחירים נמוכים, נמוכים מאד, שהחש"בים לא יוכלו לעמוד בהם לאורך זמן ואם יקבע כי הקריטריון האחד והיחיד לרכישת שירותי ברוקראז' הוא קריטריון המחיר, ואין בלתו, דינם של החש"בים להמשיך ולקטון ואולי בכלל להעלם.

כאשר הקריטריון היחיד הוא המחיר בלבד, ייקל על הבנקים לנקוט במדיניות של כעין מחיר היצר, כאשר בטווח הקצר הם מוכנים לצמצם את רווחיהם ולהציע מחירים טורפניים אך בטווח הארוך, לאחר שהחש"בים ייצאו מהתחום, ייקל עליהם להעלות את מחיר שירותי הברוקראז'.

גם אם כרוך הדבר בהפסד של הטווח הקצר, הבנקים לבטח יכולים לשאת בהפסד זה בעיקר כאשר בטווח הארוך יוכלו לפצות את עצמם במחירים יותר גבוהים שיגבו.

כל החש"בים פועלים כזרועות ביצוע בתוך בתי השקעות פרטיים ובתי השקעות שבשליטת חברות ביטוח, שלצד שירותי הברוקראז' מציעים גם שירותי ניהול קרנות נאמנות, קופות גמל ופנסיה. אם הגופים המנהלים את כלל הפעילויות הללו יווכחו כי פעילות הברוקראז' מנחילה להם הפסדים ומקשה על פעילותם מול הבנקים, שלשירותי ההפצה והתפעול שלהם הם נזקקים, מסקנת גופים אלה תהיה לנטוש את מגזר הפעילות הזה, שהרי כלל פעילות החש"בים יכולה למצוא את פתרונה במערכת הבנקאות. וברור גם שבשיקול שבין טובת חברות הניהול של קרנות וקופות לבין טובת חברת ברוקראז' הנמצאות באותו בית השקעות, השיקול של הקופות והקרנות, שם נמצאות ההכנסות הכבדות של בית ההשקעות, יגבר.

התפתחות זאת, אם תקרה, אינה התפתחות חיובית מנקודת ראות שוק ההון בכללותו. כאשר הבנקים, שאינם מפגינים תחרות רבה במערכת היחסים העסקיים בינם לבין עצמם, יוותרו לבד במערכה, יקל עליהם להעלות את תעריפי עמלות הברוקראז' שהם גובים מקופות הגמל ומקרנות הנאמנות, מהלקוחות הגדולים, החברות ומשקיעי חוץ, כפי שהם נוהגים היום בשוק הקמעונאי של לקוחותיהם השבויים בחשבונות העובר ושב שלהם.

ומעבר לשאלת המחיר קיימת שאלת האיכות, החדשנות, היזמות, המצוינות. חלק גדול מהחדשנות בשוק הברוקראז' ואימוץ טכנולוגיות מתוחכמות בחדרי המסחר מקורו ביזמות של החש"בים. הרמה הגבוהה של עבודת האנליסטים של החש"בים, שמעבודתם נהנים הגופים המוסדיים, הלקוחות הגדולים, משקיעי חוץ וציבור המשקיעים בכללותו, לא תוכל להישמר, אם הגופים שמעסיקים אותם יתקשו להראות על ריווחיות או שיצמצמו את פעילותם עד כדי יציאה מהשוק.

קשה לשמר מצוינות ותחרותיות בגופים בירוקרטים כבדים והיררכיים שמעסיקים אלפי עובדים ומבחינה זאת הבנקים אינם מהווים תחליף מושלם לחש"בים, כל זאת אם נקבל את נקודת המוצא שגלום ערך מוסף לעבודת הברוקראז'.

כל היתרונות שמעניקים החש"בים לשוק ההון כיום ירדו לטמיון אם לא ניתן יהיה להם להמשיך ולפעול בשוק ולהתחרות באופן הוגן בבנקים ובינם לבין עצמם. שוק הון שבו פועלים חמשה בנקים גדולים וחמש חברות ביטוח גדולות עם תחרות מוגבלת, יהיה שוק הון פחות יעיל ופחות תחרותי.

נקודת המוצא של הרפורמה שהתוותה וועדת בכר היא הצורך בהקטנת הריכוזיות, הצורך בקיומם של גופים רבים בתוך שוק ההון המתחרים ביניהם ומאיצים את תהליך החדשנות והשירות האיכותי, לתועלת כלל הצרכנים ולתועלת המשק כולו.

מהלך הדברים בשוק הברוקראז' בשנים האחרונות עומד בסתירה לרפורמה בשוק ההון ומונע את קיומן של חברות קטנות מתמחות שפועלות בשוק בצד הבנקים הגדולים ומציעות שירותי ערך מוסף תחרותיים למול הבנקים.

נראה לנו כי יש צורך להשלים את צעדי רפורמת בכר כדי לשמור על היעדים שהוצבו אז לפיתוח שוק תחרותי, עם עשרות פעילים וללא ניגודי אינטרסים תוך הקטנה של הריכוזיות.

יש לקבוע כי קיים ניגוד אינטרסים מובנה בין תפעול והפצת קרנות וקופות ובין מתן שירותי ברוקראז' לגופים אלה.

כמובן שהבנקים ימשיכו לתת שירותי ברוקראז' למיליוני לקוחותיהם, המשקיעים הקטנים, משקי הבית, לפירמות העסקיות, למלכ"רים ולמשקיעי חוץ, תוך תחרות עם החש"בים, תחרות על איכות ועל מחיר, אבל הם יהיו מנועים מלתת שירותי ברוקראז' לקרנות נאמנות וקופות גמל שאותן הם מפיצים ואותן הם מתפעלים או שיוגבלו במגבלת 20% כפי שהוגבלו החש"בים.

יש לקבוע כי יש פגיעה מהותית בתחרותיות בשוק הברוקראז' כאשר הגופים העוסקים בתפעול קופות וקרנות יכולים לתת להם גם שירותי ברוקראז'.

Yarom Ariav Ltd.
Economical and Social Projects

ירום אריאב בע"מ
פרוייקטים לתועלת המשק והחברה

ויש להמנע מקביעת כללים מחייבים לגופים מוסדיים לרכוש שירותי ברוקראז' רק על בסיס המחיר ובכך להפריע לפעילות התקינה של השוק ולהתערב בשיקול הדעת של הגופים המנהלים.

POB 84734 Mevasseret Zion 90805
P: 02-5330913
M: 050-6208208

Yarom.ariav@gmail.com

ת.ד. 84347 מבשרת ציון 90805
טלפון: 02-5330913
נייד: 050-6208208