

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

חומר רקע למפגש נובמבר 2016:

#### “GO PRIVATE: הבורסה בתל אביב על רקע הרפורמה המוצעת - בין שאלת השוק היעיל לשאלת השוק הפעיל”

##### רקע

על רקע הירידה המתמשכת במחזורי המסחר ובכמות ההנפקות של מניות, מתחדדת השאלה האם הבורסה בתל אביב במצבה הנוכחי הינה בגדר שוק יעיל, לפי ההגדרה כלכלית- מימונית ושוק פעיל, לפי ההגדרה החשבונאית. להגדרות אלה השלכות דיווחיות משמעותיות וכן יש להן קשר גם לרפורמה המוצעת בבורסה. המשמעות הדיווחית נגזרת מכך שהתקינה החשבונאית (הן ה- IFRS והן ה- US GAAP) רואים במידע של שוק פעיל כמידע העדיף ביותר לצורך המדידה החשבונאית.

ביולי 2016 אישרה הכנסת בקריאה ראשונה הצעה לתיקון חוק ניירות ערך לשינוי מבנה הבורסה (תיקונים 60 ו-61). במסגרת הצעת החוק כלולות, בין השאר, גם הוראות שישומן יוביל להפיכת הבורסה מחברה פרטית, שהבעלות בה אינה ברורה לגמרי, המנועה מלחלק את רווחיה (נעשה שימוש שגוי במונח “חברה ללא מטרות רווח”), לחברת מניות, שהבעלות בה נחלקת בין בעלי מניותיה, ושרשאית לחלק את רווחיה לבעלי מניותיה<sup>1</sup>.

נספח ב' ו- ג' כולל נתוני סחירות וסחירות החברות בבורסה, בהתאמה.

##### החשיבות הכלכלית של הבורסה

בדיון הציבורי על הבורסה מודגשות שתי פונקציות של הבורסה שמבססות את הצורך הכלכלי בקיומה:

א. גיוס הון עצמי במחיר הון נמוך יחסית לחלופות עקב פיזור הסכון ותרומת השקיפות והרגולציה לשימור זכויות המיעוט.

ב. נזילות שמאפשרת למשקיע בעל אופק השקעה קצר להשקיע במכשירי מימון ארוכי טווח.

ברשות לני”ע ומשרד האוצר מנסים למנוע את התכווצות הבורסה כמכשיר לגיוס הון (IPO), על ידי מתן הטבות מס למנפיקים ולמשקיעים והפחתת הנטל הרגולטורי בעיקר בדיווחים. אחרים מציעים גם השמת מחסומים על תביעות ייצוגיות וצמצומן, וכן צפוי שצמצום הארביטראז' הרגולטורי בין הבורסה ומימון חוץ בנקאי בין היתר על ידי חקיקה, יתרום להחזרת האיזון בין העלות הרגולטורית של חלופות המימון שהופר לדעת רבים ופגע במימון באמצעות הבורסה.

לגבי הנזילות מציעה הרשות רפורמה בבעלות על הבורסה ובנגישות למסחר מתוך הנחה שתפחתנה עלויות הביצוע והמסחר יתעורר.

<sup>1</sup> לעיקרי הצעת החוק לשינוי מבנה הבורסה ראה נספח א'.

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

בספרות המקצועית מודגש שמסחר ישיר על ידי משקיעים פרטיים מקנה נזילות לבורסה משום שעיקר פעילותם נובע משיקולי נזילות ולא מניתוחים פנדמליסטיים. מבחינה זו מתעוררת בעיה עקב מיסוד השוק שיתגבר עם המעבר לקופות הגמל (תיקון 190, קופות גמל להשקעה וכו') ופנסיה שמושגות על יתרונות המיסוי להשקעה באמצעות מכשירים אלה תוך צמצום פעילות ישירה של משקיעים פרטיים. ישנה טענה שהשקעה מוסדית תורמת פחות לנזילות כי המוסדיים פועלים בכיוון יותר אחיד.

ברצוננו להדגיש קיומה של פונקציה מרכזית נוספת לשוק הון סחיר שפועל תחת רגולציה שמבטיחה שקיפות ומסחר הוגן. הכוונה לעוגן תמחור שמאפשר לתמחר באפן רוחבי מחיר הון, פרמיית סיכון ושווי חברות לא סחירות דומות.

חשוב להדגיש שתמחיר תשואה וסיכון על ידי השוק מהווה אבן פינה בקביעת חלופות למדיניות מאקרו כלכלית כשהשוק מהווה אינדיקטור לצפי משקיעים ונותן אינדיקציות מוקדמות שנלקחות בחשבון על ידי הבנק המרכזי כאינדיקציה לניהול המחזוריות העסקית.

האם השוק הפתוח בישראל ממלא פונקציה זו?

א. בעיה: האם מדדי השוק משקפים מצב לוקאלי? הרי ככל שישחרו ני"ע זרים וככל שמשקל הניירות הדואליים יגדל כך פוחתת אמינות האינדיקציה שמתקבלת מהשוק כמשקפת נתונים מקומיים.

ב. היקף המסחר המצומצם, תנודתיות שערים שמקורן עודפי ביקוש והיצע מקריים, מקשים על שימוש במחירי שוק כבסיס לתמחור. פערים מהותיים בין עסקאות העברת שליטה ובין שווי שוק שמקורן איננו שליטה, מצביעים על כשל שוק בקביעת שווי כלכלי. דוגמאות מתמחור חברות בסקטור הפיננסי (בנקים, חברות ביטוח, חברות ניהול השקעות) מלמדות על פער בין הערכת השוק ושווי כלכלי. שוק שנכשל בקביעת ערך כלכלי איננו ממלא תפקיד כלכלי בהקצאת מקורות ואיננו שוק יעיל במובן הכלכלי (לא המימוני).

#### “שוק פעיל” (Active market)

“שוק פעיל” מוגדר ב- IFRS 13 באופן הבא: “...שוק שבו עסקאות של הנכס או של ההתחייבות מתרחשות בתדירות מספיקה ובנפח מספיק כדי לספק מידע לגבי תמחור על בסיס מתמשך.” על מנת להתנתק מהמחיר המצוטט נדרש כי נדרש להראות כי המסחר בנייר הערך אינו עולה לכדי “שוק פעיל”.

התקן מתייחס למדידת שווי הוגן כאשר הנפח או הרמה של פעילות של נכס או של התחייבות ירדה באופן משמעותי:

השווי ההוגן של נכס או התחייבות יכול להיות מושפע כאשר החל ירידה משמעותית בנפח או ברמה של הפעילות בנכס זה או בהתחייבות זו ביחס לפעילות שוק רגיל של הנכס או של ההתחייבות (או נכסים דומים או התחייבויות דומות). בכדי לקבוע, אם על בסיס ראייה הניתנת להשגה החל, ירידה משמעותית

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

בנפח או ברמה של פעילות של הנכס או של ההתחייבות, ישות תעריך את המשמעותיות והרלוונטיות של גורמים כמו הגורמים הבאים:

- א. מעט עסקאות התרחשו לאחרונה.
- ב. ציטוטי מחיר אינם מפותחים תוך שימוש במידע שוטף.
- ג. ציטוטי מחיר משתנים מהותית על פני זמן או בין עושי שוק (לדוגמה שווקים של ברוקרים מסוימים).
- ד. מדדים, שבעבר היה להם מתאם גבוה עם ערכי השווי ההוגן של הנכס או של ההתחייבות, הם באופן מובהק אינם מתואמים עם אינדיקציות עדכניות לשווי ההוגן של אותו נכס או אותה התחייבות.
- ה. ישנה עליה משמעותית בפרמיות סיכון נזילות גלומות, תשואות גלומות או מדדי ביצוע גלומים (כמו שיעורי פיגור או חומרת ההפסד) בעסקאות נצפות או במחירים מצוטטים בהשוואה לאומדן של הישות לתזרימי מזומנים חזויים, תוך הבאה בחשבון של כל נתוני השוק הניתנים להשגה לגבי סיכון אשראי וסיכון אי ביצוע אחר עבור הנכס או עבור ההתחייבות.
- ו. ישנו מרווח גדול בין מחיר המכירה המוצע לבין מחיר הרכישה המוצע או גידול משמעותי במרווח.
- ז. ישנה ירידה משמעותית בפעילות של השוק עבור הנפקות חדשות (כלומר שוק ראשוני), או שאין שוק כזה, עבור הנכס או ההתחייבות או עבור נכסים דומים או התחייבויות דומות.
- ח. מידע מועט זמין לציבור (ל דוגמה עבור עסקאות שמתרחשות בשוק של צדדים עיקרים).

### פרשנות לשוק פעיל

עמדת רשות ניירות ערך היא שהבורסה בתא באופן גורף היא שוק פעיל אך בנייר האחרון של רשות נייע לעניין חברות הזנק יש התפתחות מסוימת - לעמדת הסגל, ובהתאם לפרשנויות מקובלות, קיומו של שוק פעיל צריך להיבחן בשים לב לעובדות ולנסיבות הרלוונטיות לחברת ההזנק ולהיקפי המסחר במנייתה. הרשות מספקת כדוגמאות מספר מקרים בהקשר זה:

1. במקרה מסוים, תאגיד מדווח סטה ממחיר מנייתו לצורך מדידת שווי תשלום מבוסס מניות ורכיבים נוספים. במקרה האמור, התאגיד יצא מרשימת השימור לפני המועדים הרלוונטיים למדידה, ומחזור המסחר הכולל בשנה שנסתיימה במועד ההענקה הסתכם בעשרות מיליוני שקלים. במקרה זה, סגל הרשות לא קיבל את עמדת התאגיד המדווח לפיה לא מתקיים “שוק פעיל”
2. במקרה אחר, תאגיד מדווח בחר שלא להסתמך על המחיר המצוטט של נייר ערך של חברת הזנק לצורך אמידת שווי, וזאת עקב היקפי המסחר הזניחים בנייר. במקרה האמור, מחזור המסחר בכל השנה שקדמה למדידה עמד על עשרות אלפי שקלים במצטבר, ועל סכום של עשרות עד מאות שקלים וכ-0.001% משווי החברה ליום; כמו כן, הפער שבין ה-Bid ל-Ask עמד על עשרות אחוזים

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

ונייר הערך נמצא ברשימת השימור (שנה שניה) של הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע”מ. בנוסף, לא חל שינוי מהותי בהיקפי המסחר בסמוך למועד המדידה. במקרה האמור, סגל הרשות לא מצא לנכון להתערב בעמדת החברה לפיה המסחר במניה אינו מהווה “שוק פעיל”.

3. מקרה דומה, במסגרת פנייה מקדמית תאגיד מדווח ביקש לסטות מהמחיר המצוטט של אופציות על אגרות חוב וזאת לאור העובדה שבמרבית ימי המסחר כלל לא היה מסחר בנייר זה, ובימים בהם היה מסחר, המחזורים היו נמוכים מאוד ועמדו על מאות שקלים ועד מתחת ל-2000. יש כמו כן, שיעור החזקות הציבור בנייר היה נמוך מאוד, ואף ניתן היה להדגים באופן אובייקטיבי יחסית כי המחיר בו נסחר היה בלתי כלכלי. סגל הרשות לא מצא לנכון להתערב בעמדת החברה לפיה המסחר בנייר הערך אינו מהווה “שוק פעיל”.

על אף שהדוח של ה-Expert Advisory Panel שהוקם על ידי ה-IASB ב-2008 בעקבות המשבר הפיננסי, פורסם לפני פרסום IFRS 13, יש בו התייחסות מעניינת לנושא שוק פעיל לעומת שוק לא פעיל:

#### Active versus inactive markets

There is no bright line between active markets and inactive markets. However, the biggest distinction between prices observed in active markets and prices observed in inactive markets is typically that, for inactive markets, an entity needs to put more work into the valuation process to gain assurance that the transaction price provides evidence of fair value or to determine the adjustments to transaction prices that are necessary to measure the fair value of the instrument. The issue to be addressed, therefore, is not about market activity per se, but about whether the transaction price observed represents fair value.

Characteristics of an inactive market include a significant decline in the volume and level of trading activity, the available prices vary significantly over time or among market participants or the prices are not current. However, these factors alone do not necessarily mean that a market is no longer active. An active market is one in which transactions are taking place regularly on an arm’s length basis. What is ‘regularly’ is a matter of judgement and depends upon the facts and circumstances of the market for the instrument being measured at fair value.

When a market is not active, an entity measures fair value using a valuation technique. The technique chosen should reflect current market conditions. Therefore, a transaction price in the same or a similar instrument should be considered in the assessment of fair value as a current transaction price is likely to reflect current market conditions.

## תכנית בחשבונאות

### ”פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

Accordingly, an entity considers such transaction prices, but does not conclude automatically that any transaction price is determinative of fair value. If such transaction prices are used, they might require significant adjustment based on unobservable data. Determining fair value in a market that has become inactive depends on the facts and circumstances and may require the use of significant judgement. Regardless of the valuation technique used, an entity must include appropriate risk adjustments that market participants would make, such as for credit and liquidity.

להלן התייחסות ESMA לשוק פעיל:

#### III Decision ref EECS/0115-03 – Measurement of financial instruments at fair value

Financial year end: 31 December 2013

Category of issue: Financial instruments

Standards or requirements involved: IFRS 13 Fair Value Measurement

##### Description of the issuer's accounting treatment

18. The issuer invested in shares of listed and unlisted entities. They were accounted for as AFS financial assets and represented over 50% of its total assets. The issuer measured the fair value of the listed securities on the basis of stock exchange prices when the shares were listed on an active market or based on valuation techniques when there was no active market.

19. In order to assess the existence of an active market, the issuer calculated a number of ratios and compared them against the following benchmarks:

- daily % of average value of trades / capitalisation lower than 0.05%;
- daily equivalent value of trades lower than CU 50,000 ;
- daily bid-ask spread higher or equal to 3%;
- maximum number of consecutive days with unvaried prices higher than 3;
- % of trading days lower than 100%.

20. On the basis of this analysis and the limited trading volume of the shares, the issuer considered that its investments in listed companies A, B and C were not traded in active markets and measured the fair value of these investments using a valuation technique on the basis of level 3 inputs.

## תכנית בחשבונאות

# “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum



The enforcement decision

21. The enforcer disagreed with the issuer's assessment on the "active markets" and considered that quoted prices of financial assets should have been used to measure fair value as, in accordance with IFRS 13.

Rationale for the enforcement decision

22. Appendix A of IFRS 13 defines fair value as the price that would be received in an orderly transaction. Paragraph 72 of IFRS 13 establishes the concept of 'fair value hierarchy' and categorises the inputs used in fair value measurement into three levels, giving the highest priority to unadjusted quoted prices in active markets and the lowest priority to unobservable inputs. Paragraph 77 of IFRS 13 states that "a quoted price in an active market provides the most reliable evidence of fair value" and should be "used without adjustment to measure fair value whenever available". Paragraph 67 of IFRS 13 states that valuation techniques measuring fair value should "maximise the use of relevant observable inputs and minimise the use of unobservable inputs".

23. Appendix A of IFRS 13 defines active market as a market in which transactions take place with sufficient frequency and volume to provide pricing information on an ongoing basis.

24. Paragraph B37 of IFRS 13 provides indicators to identify a significant decrease in the volume or level of activity of traded instruments. The enforcer considered that the indicators used by the issuer were insufficient to conclude that the transaction price did not represent fair value or that transactions occurred with insufficient frequency and volume.

25. Paragraph B43 of IFRS 13 lists circumstances that may indicate that transactions are not orderly, as a significant decrease in the volume or level of activity is not sufficient to conclude that all transactions are not orderly.

26. The enforcer considered that the issuer did not gather sufficient information to determine whether transactions were orderly or took place with sufficient frequency and volume to provide pricing information. Therefore, based on available data, it was not possible to conclude that the markets, where the investments were listed, were not active and further analysis should have been performed to measure fair value.

27. Finally, the valuations used to measure the fair value of financial assets were far above quoted prices, which raised additional concerns.

יש לציין כי לפי הפרשנות של PWC ההתייחסות לשוק פעיל הינה כדלקמן:

Level 1 inputs are quoted prices (unadjusted) for identical assets or liabilities in active markets. A quoted price for an identical asset or liability in an active market (e.g., an equity security traded on a major exchange) provides the most reliable fair value measurement and, if available, should be used to measure fair value in that particular market.

In practical terms, the list of instruments that likely qualify as Level 1 fair value measurements is fairly narrow. It includes the following:

- Listed equity securities traded in active, deep markets (for example, NYSE, NASDAQ, etc.)
- London Metal Exchange futures contract prices
- On-the-run Treasury bonds<sup>2</sup>
- Treasury bills (both on- and off-the-run,<sup>3</sup> because of the high volume of trades and pricing based on those trades)
- Exchange-traded futures and options

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

- Open-ended mutual funds with published daily NAV at which investors can freely subscribe to or redeem from the fund
- Closed-ended registered mutual funds (for example, exchange-traded funds) traded on active markets.

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

#### שאלות ונושאים נוספים לדיון

1. האם הבורסה בתל אביב כיום, או לפחות חלקים נכבדים מתוכה, מהווה “שוק פעיל” לצרכים חשבונאיים? בהקשר זה, האם יתכן שלא מדובר בשוק יעיל אך כן בשוק פעיל?
2. האם לירידה בפרמיות השליטה קיימת השלכה על כדאיות המסחר בבורסה?
3. האם קיימת הוכחה להשפעת הרישום בבורסה על מחיר ההון ומחיר החוב? כפועל יוצא, האם יש הצדקה למסחר בבורסה כיום כאשר נקודת המוצא היא שהעליות המינימליות של המסחר הן כמיליון שקל בשנה?
4. האם הרגולציה על השוק המוסדי הביאה למיעוט שחקנים בשוק ההון? ובכלל, האם נדרש קיומה של בורסה כאשר קיימת דומיננטיות כה גדולה של הגופים המוסדיים?
5. האם יש מקום לעודד שוק הון לוקאלי בעולם פיננסי גלובלי?
6. מהי החשיבות המקרו כללית שיש לשוק סחיר?
7. האם ניתן להציע נכסים חדשים למסחר?
8. בהעדר משקיעים פרטיים שסוחרים בשוק באפן ישיר, האם מחירי הבורסה ישקפו שווי כלכלי או ישאפו לשווי כלכלי?
9. מהי תרומת רישום למסחר של ני”ע זרים למשק הישראלי?
10. האם נדרשת וראויה פעילות רגולטורית שתבטיח שקיפות במסחר חוץ בורסאי?

## תכנית בחשבונאות

# “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

### נספח א: עיקרי הצעת החוק לשינוי מבנה הבורסה

ביולי 2016 אישרה הכנסת בקריאה ראשונה הצעה לתיקון חוק ניירות ערך לשינוי מבנה הבורסה (תיקונים 60 ו-61). במסגרת הצעת החוק כלולות, בין השאר, גם הוראות שיסומן יוביל להפיכת הבורסה מחברה פרטית, שהבעלות בה עמומה משהו, המנועה מלחלק את רווחיה (נעשה שימוש שגוי במונח “חברה ללא מטרות רווח”), לחברת מניות, שהבעלות בה נחלקת בין בעלי מניותיה, ושרשאית לחלק את רווחיה לבעלי מניותיה.

### השינויים העיקריים הכלולים בהצעת החוק

בין השאר, כוללת הצעת החוק הוראות המתייחסות לנושאים הבאים:

#### א. שינוי מבנה הבעלות בבורסה

- 1) הבורסה תהפוך מחברה (שאינה חברת מניות) המוגבלת בערבות חבריה, לחברת מניות. על פי הצעת החוק, על הבורסה ליזום מהלך לשינוי מבנה ההתאגדות לחברת מניות, ולחלק את מניותיה בין חברי הבורסה הנוכחיים, לפי יחס שיוסכם ביניהם, וזאת בתוך שישה חודשים ממועד אישור החוק.
- 2) כשלעצמה, הפיכת הבורסה לחברת מניות וחלוקת מניות החברה בין החברים לא תהווה אירוע מס.
- 3) רווח שינבע ממכירת מניות שיוקצו לחבר בורסה קיים, לאחר שינוי מבנה הבעלות, במחיר שאינו עולה על מחיר המשקף את החלק היחסי בהון העצמי של הבורסה ב-31.1.2015, יהיה חייב במס רגיל.
- 4) תמורת מכירת מניות שיוקצו לחבר בורסה קיים, מעבר למחיר העולה על מחיר המשקף את החלק היחסי בהון העצמי של הבורסה ב-31.12.2015, תועבר לבורסה, ותשמש אותה להפחתת עמלות ו/או להשקעה בפיתוח התשתיות הטכנולוגיות שלה.
- 5) החזקה ביותר מ-5% ממניות הבורסה (אמצעי שליטה) תהא טעונה אישור רשות ניירות ערך.
- 6) חבר בורסה לא יחזיק ביותר מ-5% מהון מניות הבורסה.

#### ב. חלוקת רווחי הבורסה

ביטול ההוראה בחוק הקיים, האוסרת על הבורסה לחלק את רווחיה.

#### ג. חברות בבורסה

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

הבורסה תהיה חייבת לקבל כחבר בורסה כל גורם המקיים את תנאי הכשירות לחברות בבורסה, ולאפשר לו גישה ישירה למסחר בבורסה.

#### ד. הוראות המתייחסות לממשל התאגידי בבורסה

1) **דירקטוריון** שימנה לכל היותר **15 חברים** (כיום, 15 חברים בעלי זכות הצבעה, בנוסף למנכ”ל שאינו בעל זכות הצבעה, בהם 8 דירקטורים שאינם קשורים לחברי הבורסה: 5 דח”צים, יו”ר שמתקיימים בו תנאי כשירות לדח”צ, נציג משרד האוצר ונציג בנק ישראל).

2) רוב הדירקטורים יהיו **דירקטורים בלתי תלויים** (בדומה למצב כיום).

3) לפחות שלושה מבין הדירקטורים הבלתי תלויים יהיו דירקטורים שנבחרו על ידי האסיפה הכללית, לאחר שהומלצו על ידי **ועדת איתור**, שהרכבה: שופט שמונה על ידי שר המשפטים בהמלצת נשיא בית המשפט העליון, יו”ר הבורסה, חבר סגל בכיר במוסד להשכלה גבוהה, שמונה על ידי יו”ר רשות ניירות ערך. על ועדת האיתור להציע לאסיפה 2 מועמדים בהתייחס לכל משרת דירקטור שנדרש אישה (כיום, כל חמשת הדח”צים ממונים על ידי ועדה בראשות שופט בדימוס, שחברים בה בנוסף אליו, יו”ר רשות ניירות ערך, יו”ר הבורסה, ונציג בית הספר למנע”ס באוניברסיטת תל אביב).

4) **בוועדת ביקורת** יכהנו רק דירקטורים בלתי תלויים, בהם כל שלושת הדירקטורים שמונו בהמלצת ועדת האיתור, שאחד מהם יהיה יו”ר הועדה (כיום, בפועל, ועדת הביקורת של הבורסה כוללת את חמשת הדח”צים ואותם בלבד).

מתפקידי הועדה:

א) להבטיח שהבורסה ממלאת את החובות והתפקידים כמפורט בחוק ובהתאם להוראות תקנון הבורסה.

ב) לבחון ולאשר את מדיניות ותוכניות העבודה של הבורסה, ואת היקף המשאבים שמקצה הבורסה לגיבוש מדיניות ולהכנת תוכניות עבודה.

ג) להציע לדירקטוריון מועמד לתפקיד המבקר הפנימי של הבורסה.

(בדומה לאופן שבו הועדה פועלת גם כיום).

#### ה. היציבות הפיננסית של הבורסה

דרישות להון עצמי ונזילות של הבורסה (מתקיים גם כיום, מכח הנחיית רשות ניירות ערך).

#### ו. מסלקות הבורסה (מסלקת ניירות ערך ומסלקת מעו”ף)

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

בדומה להוראות המתייחסות לבורסה, בכל הקשור לרישוי, תנאי כשירות, ממשל תאגידי, יציבות פיננסית וכו' (בדומה למצב המתקיים בפועל גם כיום).

#### ז. הוראות בדבר פיקוח רשות ניירות ערך על הבורסה

(1) שינוי מתווה האישור של שינויים בתקנון הבורסה - אישור שינויים בתקנון הבורסה יהיה טעון אישור רשות ניירות ערך, כאשר לשר האוצר תהא שהות להתנגד לשינוי, בתוך 10 ימים מיום שהודיעה לו הרשות על מתן אישורה לשינוי התקנון (כיום שינויים בתקנון הבורסה טעונים אישור של שר האוצר וועדת הכספים של הכנסת).

(2) “אישור קו” עם ההוראות החלות על גופים מפקחים אחרים, לרבות הליכי אכיפה מנהלית (הוראה שאין לה מקבילה כיום).

(3) סמכות ליו”ר דירקטוריון רשות ניירות ערך להתנגד למינוי של נושא משרה בבורסה (דירקטור, מנכ”ל, יועץ משפטי, מבקר פנימי ועוד עד שלושה נושאי משרה שיו”ר הרשות רשאי להגדיר) ולדרוש הפסקת כהונתו של נושא משרה, בשל גורמים המפורטים בחקיקה, ובכפוף לשימוע (כיום יו”ר רשות ניירות ערך רשאי להתנגד למינוי דח”צ ויו”ר. בחוק לא קבועה חובת שימוע).

(4) ביטול זכות הרשות למנות משקיף מטעמה בישיבות הדירקטוריון והאסיפה הכללית.

#### ח. הוראות אחרות

##### (1) ימי מסחר

הבורסה תסחר בימים שני-שישי (כיום, כידוע, סוחרת הבורסה בראשון-חמישי).

##### (2) רישום למסחר בבורסה בתל אביב של מניות הנסחרות בבורסות בחו”ל של תאגידים שהתאגדו מחוץ לישראל

הבורסה בתל אביב תהיה רשאית לרשום למסחר מניות של תאגיד שהתאגד מחוץ לישראל, אם מתקיימים בו התנאים הבאים:

- המניות נסחרות בבורסה מובילה, המנויה ברשימה המפורטת בחוק.
- לתאגיד אין זיקה של ממש לישראל.
- שווי מניות התאגיד גדול מ-50 מיליארד דולר.

##### (3) עמלות מסחר וסליקה שגובים חברי הבורסה מלקוחותיהם

### תכנית בחשבונאות

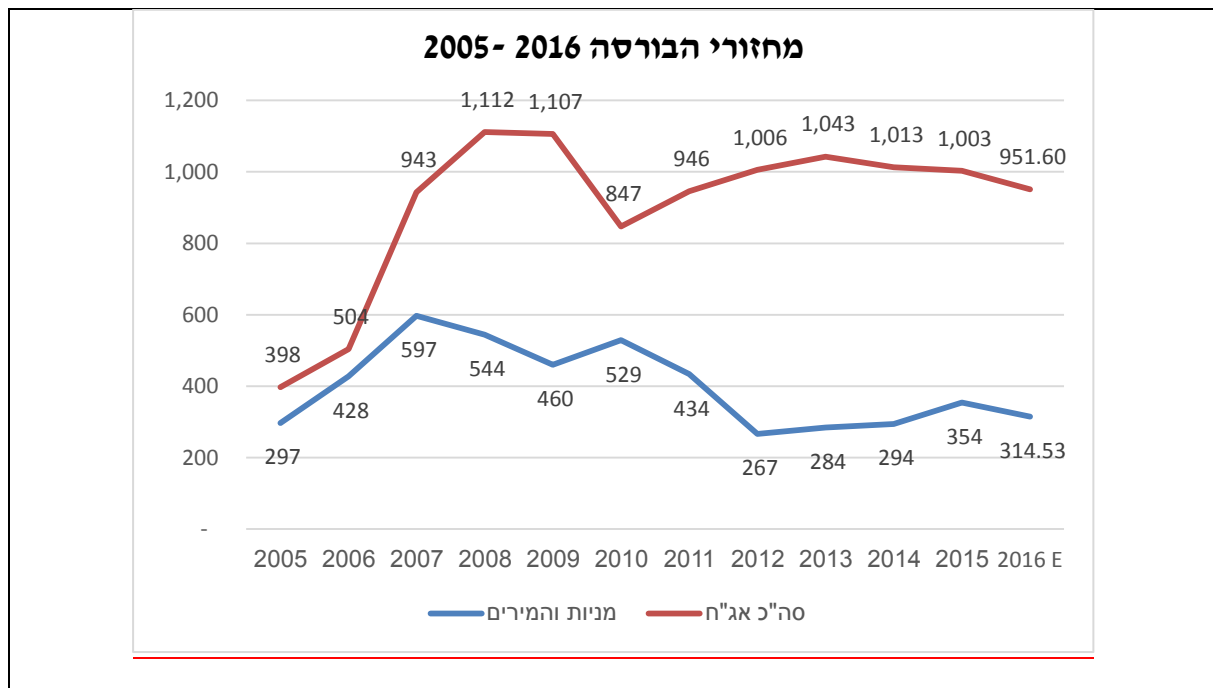
## “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

- חברי הבורסה יפרסמו ברבים באמצעות אתר האינטרנט של הבורסה את עמלות המסחר והסליקה שהם גובים מלקוחותיהם (כיום, אין הוראה דומה).
- הוראה הקובעת כי חבר בורסה שהינו בנק יכלול בהסכם התקשרות עם לקוחו הודעה בדבר האפשרות העומדת ללקוח לסחור בבורסה באמצעות חבר שאינו בנק, והוראה המפנה לפרסום באתר האינטרנט של הבורסה אודות עמלות המסחר והסליקה שגובים חברי הבורסה מלקוחותיהם (כיום, אין הוראה דומה).

תכנית בחשבוונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

נספח ב: נתוני סחירות

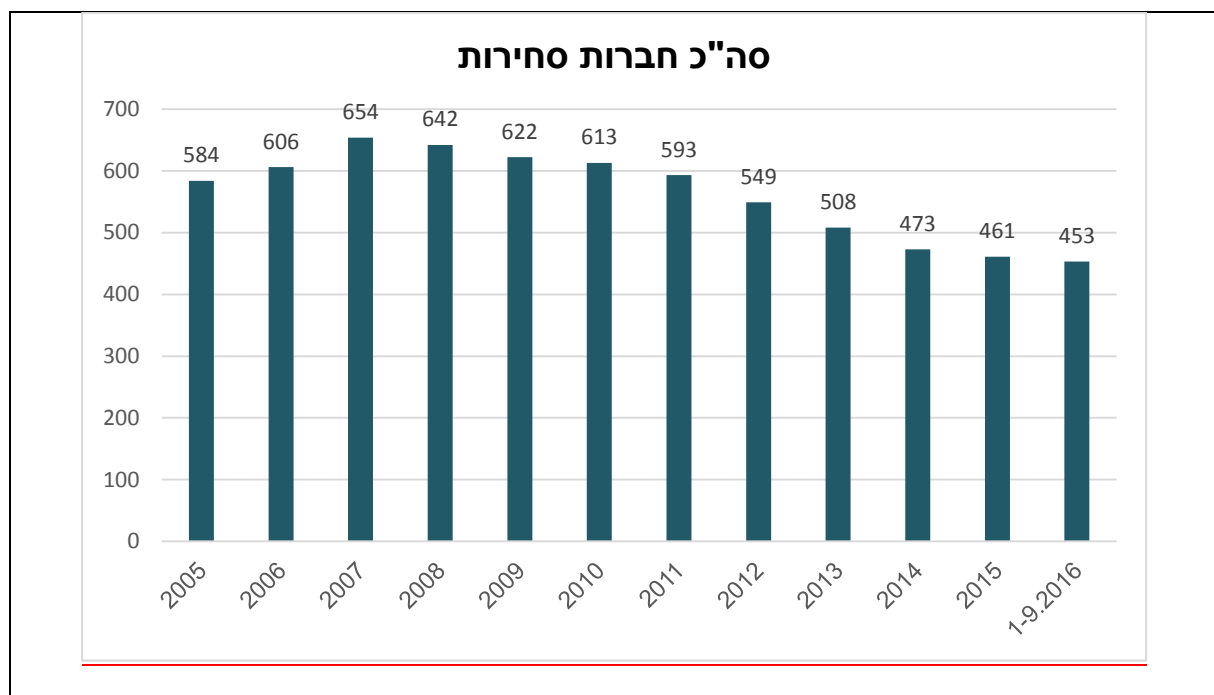


כולל עסקאות מחוץ לבורסה.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

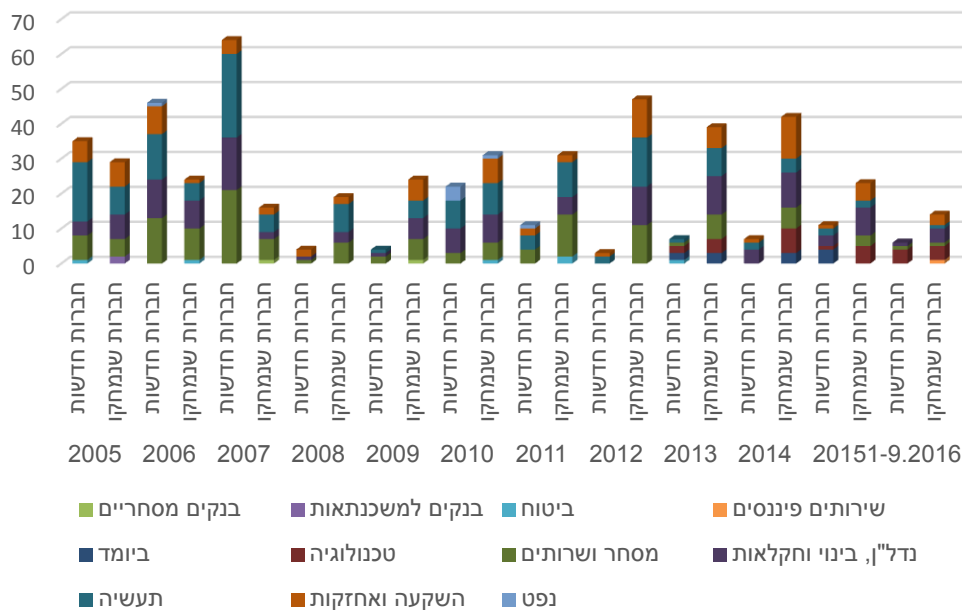
נספח ג: נתוני חברות סחירות 2005 - 2016



תכנית בחשבוונאות

”פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

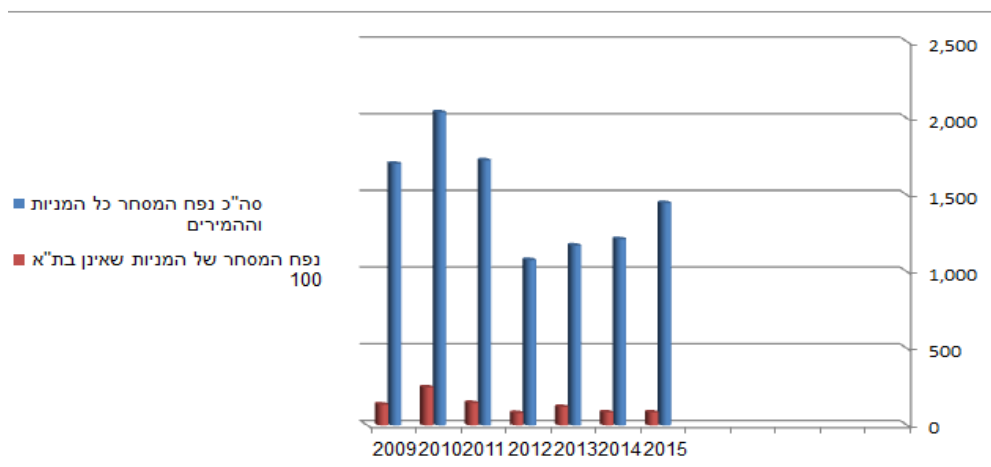
כניסות ויציאות לבורסה לפי ענפים 2005 - 9.2016



בהתבסס על מחקר שנערך ע"י יחידת המחקר של הבורסה ניתן לראות את הנתונים הבאים:

| 2013  | 2012  | 2011  | 2010  | 2009  |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1,172 | 1,077 | 1,727 | 2,040 | 1,705 |
| 120   | 80    | 146   | 247   | 135   |
| 10.2% | 7.4%  | 8.5%  | 12.1% | 7.9%  |

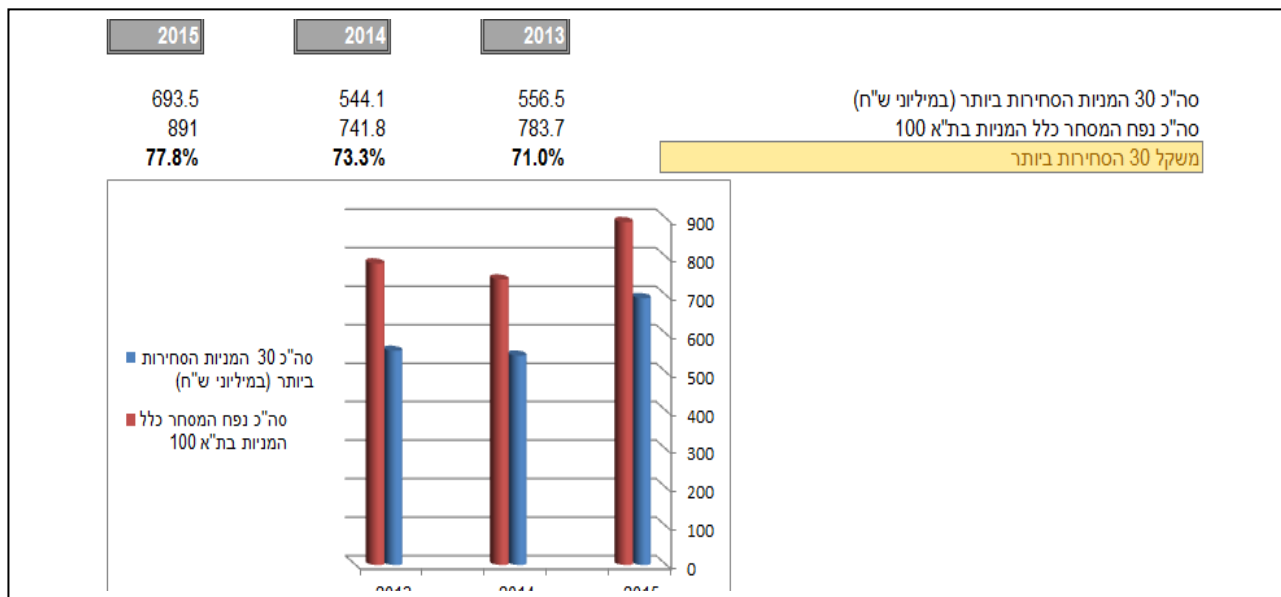
סה"כ נפח המסחר כל המניות וההמרים  
מתוכם נפח המסחר של המניות שאינן בת"א 100 (כ-300 מניות)  
משקל נפח המסחר במניות היתר מכלל נפח המסחר



## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

ניתן לראות שכ- 300 מניות המהוות את ת”א מאגר-היתר אשר מכיל את כל המניות הנסחרות והפעילות שאינן נמצאות במדד ת”א 100 מהוות על פני השנים בממוצע כ-10% מנפח המסחר בבורסה, ובשנת 2015 פחות מ-6% מנפח המסחר של כלל המניות בבורסת ת”א.



בהתבסס על המחקר, מתוך המניות הנסחרות במדד ת”א 100 אשר מהוות כ-90% מנפח המסחר של הבורסה בכללותה, 30 המניות בעלות נפח המסחר הגבוה ביותר מהוות בקירוב כ-75% מנפח המסחר של מדד ת”א 100, בחישוב פשוט, 30 המניות בעלות נפח המסחר הגבוה ביותר, (פחות מ-10% מהמניות הנסחרות בבורסה), מהוות כ-68% מנפח המסחר של כלל המניות וההמירים הנסחרים בבורסת ת”א. **הדבר עשוי להוות אינדיקציה לכך שיתרת המניות, אשר מסווגות כסחירות ע”פ הקריטריונים של הבורסה, אינן באמת בעלות נפח מסחר גבוה מספיק על מנת לטעון שמדובר בשוק פעיל. ועל כן יש לבחון האם יש לנכות פרמיית אי סחירות בגינם.**

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

| 2015      | 2014       | 2013       | 2012       | 2011       | קבוצה                              |
|-----------|------------|------------|------------|------------|------------------------------------|
| סה"כ      | סה"כ       | סה"כ       | סה"כ       | סה"כ       | מניות מדד ת"א-25                   |
| 469,029   | 4,400,155  | 4,726,141  | 5,533,595  | 7,250,329  | מניות מדד ת"א-100                  |
| 835,022   | 7,919,541  | 7,963,370  | 8,802,443  | 11,845,313 | סה"כ מניות והמרים                  |
| 1,141,015 | 11,814,201 | 12,006,178 | 11,953,870 | 16,479,106 | עסקאות מאגר-יתר                    |
| 305,993   | 3,894,660  | 4,042,808  | 3,151,427  | 4,633,793  |                                    |
| 8,350     | 79,195     | 79,634     | 88,024     | 118,453    | מספר עסקאות ממוצע למניה בת"א 100   |
| 956       | 12,171     | 12,634     | 9,848      | 14,481     | מספר עסקאות ממוצע למניה במאגר-היתר |

הנתונים מבוססים על כמות מניות ממוצעת של מניות במאגר - היתר של 320 מניות  
הנתונים הינם בערכים שנתיים

כמות העסקאות השנתיות הממוצעת למניה אשר אינה נכללת במדד ת"א 100 הינו נמוך באופן משמעותי ממניה הנסחרת בת"א 100 ולכן, בנטרול פרמטר שווי השוק הנכלל בחישוב נפח המסחר, ניתן לראות שגם כאשר בוחנים היקף עסקאות בלבד, מספר העסקאות למניה נמוך משמעותית, במניות הנמצאות במדד ת"א מאגר – היתר.