



מימין: יו"ר רשות ניירות ערך שמואל האוזר ומנכ"ל הבורסה איתי בן זאב. הבורסה רוצה להגדיל את מחזורי המסחר - אך הרשות מתעקשת כי היא מגנה על המשקיעים

### המטבעות הדיגיטליים נחסמים מהמדדים

# האוזר ובן זאב רבים: מי יעצור את הביטקוין

## בעוד משאבי טבע חוצה את השווי של מיליארד שקל החליט יו"ר רשות ני"ע שמואל האוזר לפוצץ את בלון הבלוקצ'יין - והפיל אותה ב-50%. צעד ראשון בדרך לפיקוח או אצבע חסר תועלת בסכר?

טבע דרך החברה הבורסאית ללא קשר לפעילות האמיתית של החברה - ומכך האוזר מודאג.

### 2. האם ייאסר על חברות המטבעות הדיגיטליים להיסחר בכלל בבורסה?

מניעת כניסה של מניות הפועלות בתחום המטבעות הדיגיטליים למרדי הבורסה המובילים, שבהם משקיעים בין היתר גופי הפנסיה ומנהלי קרנות הנאמנות המנהלים את כספי הציבור, היא

מעט 100% - רק על סמך הודעתה כי היא מינתה יועץ לבחון כניסה לתחום. אתמול קרסה מניית פנטזי נטוורק ב-28%.

מה שהאוזר אמר היה שיש בעיה חריגה בכך שחברות מנסות לייצר כלי עוקף חשיפה למטבע הדיגיטלי באופן שעלול להטעות את המשקיעים. כיום משקיעים שרוצים להיחשף למטבע מתקשים לעשות זאת בגלל שתהליך הרכישה מורכב, וראי לא נשים הפועלים מישראל. לכאורה, החברות שריווחו על כניסה לפעילות לות בתחום המטבעות הדיגיטליים יצרו פלטפורמה למסחר עקיף במ

מעבר למשאבי טבע, שעד לפני חודשים היתה שלד בורסאי שנסחר בשווי מיליוני שקלים בודדים. בשבוע האחרון זינקה מניית חברת פנטזי נטוורק, שעסקה עד לא מזמן במשחקי ספורט באינטרנט, בכ

רסה היה שהמניה תיכנס לפי שווי מנופה בעקבות "בהלת הביטקוין" המבוססת על ספקולציות ולא תמחור כלכלי אמיתי, ולאחר מכן תקרוס בעשרות אחוזים, כפי שאמנם קרה לאחר ההודעה של האוזר, ותפגע במשקיעים בתעוררות הסל העוקבות אחר מרדי הבורסה.

אם לא די בכך, בהנהלת הבורסה וברשות ניירות ערך הביטו נדהמים כאשר התופעה התפשטה אל הפרסום ב"כלכליסט" מתאריך 12.12.17



רחלי בינדמן

**ה**מטבע הדיגיטלי ביטקוין מסעיר את העולם הפיננסי בשבועות האחרונים - וגם את הבורסה המקומית הקטנה בירושלם. אתמול פוצץ יו"ר רשות ניירות ערך שמואל האוזר את הבלון המתנפח של מניית משאבי טבע, שנכנסה באחרונה לתחום כריית המטבעות הדיגיטליים וזינקה בחודשיים האחרונים בכ-9,000%. בכנס שהתקיים אתמול אישש יו"ר הרשות את חשיפת "כלכליסט" שלפיה אין כוונת הבורסה ורשות ניירות ערך לאשר למשאבי טבע להיכנס למרדי הבורסה - אף שהיא עמדה בקריטריונים להצטרפות למדד SME60 במסלול המהיר של ערכון המרדים הקרוב - והמניה התרסקה בתגובה ב-54% משווי שיא של כמיליארד שקל שאליו הגיעה שלשום. אם הנסיקה במחיר המניה היתה ממשיכה משאבי טבע אף היתה עשויה לעמוד בדרישות להיכלל במדד ת"א-125 בפברואר הקרוב. "לא נאפשר להכנס למרדי הבורסה מבוסס על ערך הביטקוין, כמו משאבי טבע, להיכלל באחד המדדים של הבורסה בתל אביב", הכריז האוזר. הספקולנטים שנאחזו בציפייה כי משאבי טבע יונחו ליהנות מביקושים של עשרות מיליוני שקלים מצד תעודות הסל העוקבות אחר מדד ת"א-125 מיהרו בתגובה לממש את האחזקה והפילו את המניה.

### 1. ממה חוששת רשות ניירות ערך?

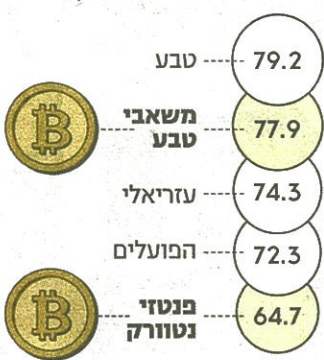
כפי שחשף "כלכליסט", בהנהלת הבורסה בראשות איתי בן זאב התמודדו בשבוע האחרון עם דילמה לא פשוטה, לאחר שמשאבי טבע רשמה בחודשיים האחרונים זינוק של אלפי אחוזים בערכה רק על בסיס דיווח כי חתמה על הסכם לרכוש חברת כריית מטבעות דיגיטליים הפועלת בקנדה. החשש של הנהלת הבור

צילומים: תומי הרב, עמית שעל



**נפלו על הבlook מניות הבלוקצ'יין בחל אביב אתמול, בשקלים**

**המניות הנסחרות ביותר אתמול ומחזור המסחר במיליוני שקלים**



חריפה הנהגות מביקושים ספקולטיביים ייכנסו למדדים המובילים, הדבר עלול לגרום לפגיעה באמון המשקיעים במדדים, שאמורים לשקף את הכלכלה הישראלית. הבעיה היא שברגע שיש שיקול דעת לבורסה עולה השאלה איפה הגבול. כך למשל, גם מניות של לא מעט חברות ביומד וטכנולוגיה מתמודדות עם תנור דתיות חריפה, אבל זה לא פוסל אותן מכניסה למדדי הבורסה. בשנים האחרונות יש לא מעט מניות של חברות טכנולוגיה שזינקו בחזרה והגיעו לשווי של מיליארדי דולרים לפני שייצרו הכנסות. כך היה גם במקרה של פייסבוק בשנים הראשונות לפעילותה. האם אין הצדקה לכך שאם מניות אלה מגיעות לשווי המ"תאים, שיסחרו גם תחת המדדים המובילים ויאפשרו למשקיעים ליהנות מחשיפה אליהם בפיזור רחב? לכאורה הגישה של האזור חריפה מדי, שכן ממילא למי שרוצה לקנות ביטקוין יש נגישות לכך גם שלא דרך הבורסה – ואולי מוטב שאם הוא כבר נחשף למטבע הוא יעשה זאת תחת כנפי הבורסה והגנת רשות ניירות ערך במונחי שקיפות וגילוי.

מונה בין היתר על הדאגה למשקיעים. הנהלת הבורסה רוצה כמוכן לעודד את מחזורי המסחר ולהביא חברות חדשות להיסחר בה. אחת הסוכריות לפיתוי חברות להירשם למסחר היא האפשרות שייכללו במדדי הבורסה וייהנו מביקור שים מצד חברות תעודות הסל. אך ברגע שיש אפשרות להפעיל שיקול דעת סרי בייקטיבי מצד הבורסה ולפסול חברות מכניסה למדדים שלא על בסיס דרישות סף טכניות, הוודאות במסחר בבורסה נפ"געת. פעילים בשוק שמנסים לחזות אילו מניות יכנסו למדדים בעדכון המדדים הקרוב נתקלים בחוסר ודאות כתוצאה מהצהרות כמו אלה של האזור.

את משאבי טבע למדדי הבורסה, אך בה נהלת הבורסה אמורים לרונ כסוגיה רק ביום המישי הקרוב – ועל פניו הסמכות לקבוע אילו חברות ייכנסו למדדים היא של הנהלת הבורסה ולא של רשות ניירות ערך. עם זאת, הרשות כרגולטור המפקח על הבורסה יש סמכות "כללית" לדאוג לתקינות המסחר ולטובת המשקיעים – ולפיכך היא הפוסק האחרון. במילים אחרות, גם אם הנהלת הבורסה היתה קובעת שמשאבי טבע כן תיכנס למדדיה, הרשות יכולה היתה לפסול את ההחלטה.

פרמטר נוסף – "זיקה ישראלית". זאת, בעקבות פרשת מנקינר, חברת תרופות זרה שביצעה רישום כפול בישראל וע"מדה ברדישות הסף כך שנכנסה למדד ת"א 125 ולאחר מכן קרסה והסבה הפסד כבר למשקיעים.

שעות ספורות לפני כניסתה של מנ"קיינר למדד דרשו ברשות ניירות ערך לעצור את כניסתה, על רקע התנודתיות הגבוהה שבה נסחרה, אך בהנהלת הבורסה, שמלכתחילה הביאה את מנקינר ל"ישראל, התקשו לנפק הסבר שיצדיק את אי הכללתה. בעקבות זאת הורתה רשות ניירות ערך לבורסה להוסיף לתקנון שלה את הקביעה כי רק חברות בעלי זיקה יש"ראלית יכללו במדדי הבורסה, שאמורים לשקף את פני הכלכלה המקומית.

**5. האזור מזהיר את מנהלי קרנות הנאמנות מהשקעה בחוזים עתידיים על הביטקוין ומה הם חושבים על זה?**

כפי שנחשף באתר "כלכליסט", רשות ניירות ערך פנתה אתמול למנהלי קרנות הנאמנות במטרה לברוק איתם אם הם שוקלים או כבר קנו חוזים עתידיים על הביטקוין, שהחלו להיסחר השבוע בוול סטריט. נציגי הרשות מסרו למנהלי הקרנות כי על ועדות השקעה שלהם לתת נימוקים שמצדיקים השקעה בחוזים אלה – ובמילים אחרות הזהירו אותם מההשקעה. ברשות ניירות ערך לא באמת חר"ששים שמנהלי הקרנות הגדולים במשק ירכשו חוזים על הביטקוין. החשש הגדול הוא ששחקנים קטנים שקמים בשנים האחרונות כמו פטריות אחרי הגשם יפתחו קרן נאמנות קטנה, ירכשו בחלק קטן ממנה חוזים על הביטקוין ואם הביטקוין ימשיך לנסוק לאחד שנה, תיאורטית הקרן עשויה להתברג בראש מערכות הדירוג של הבנקים ול"גייס סכומים גבוהים מהציבור על בסיס "הימור" שהצליח – וכלל לא משקף את פוטנציאל התשואה העתידית של הקרן. הדעות בקרב מנהלי הקרנות על המה"לך של האזור היו חלוקות אתמול. אחד המנהלים הבכירים אמר ל"כלכליסט" כי "ביטקוין זה הימור. רק מנהל לא אחד ראי שקיע בזה. תחשבי מה היה קורה לו מנהל קרן שהחזיק בקרן מנייתית לא מר"צלחת והיה קונה קצת חוזים על הביטקוין כדי להקפיץ אותה". מצד שני, היו מנהלים שטוענים שאין הצדקה לאסור כליל השקעה בחוזים על הביטקוין כל עוד היא גלויה ועל השולחן. "אם מנהל קרן מחליט להשיק קרן 90/10 ביטקוין וכותב בתשקיף שזו קרן שתוכל להיחשף בשיעור מסוים לחוזים על הביטקוין קוין אני לא רואה בזה שום בעיה. הלא כבר היום משקיעים שרוצים להיחשף למטבע קונים אותה בבורסת אלטרנטיביות או כבר עדיף שיקנו אותו דרך קרן נאמנות שהיא סחירה וכפופה למגבלות ופיקוח".

הסימת חברות גם עלולה לגרום לפגיעה בתקינות המסחר, ולכן בבורסה מעוניינים ששיקול הדעת הזה יופעל אך ורק במקרה קיצוני. גם במקרה של משאבי טבע, חלק דרמטי מהעליות במניה היו טמונות בצפיפות כי היא תיכנס למדד ת"א 125, שכעת מתבררת.

**4. האם נכון לתת לבורסה שיקול דעת לפסול חברות מהמדדים שלה או צריך להיצמד לדרישות הסף הטכניות?**

יש מעין מתיחות בעניין זה בין הנהלת הבורסה, שמעוניינת להגדיל את מחזורי המסחר ולהביא חברות חדשות להיסחר בבורסה, לבין רשות ניירות ערך, שא

בנוסף, במסגרת רפורמת המדדים שנכנסה לתוקף בפברואר האחרון נכנסה פונקציה חדשה, שנקראת ועדת מדדים, שבה חבר גם בן זאב, והיא יכולה להפ"עיל שיקול דעת ולפסול מניה מכניסה למדד. האזור אמנם העביר אתמול מסר חד משמע, שלפיו הבורסה לא תכניס

**קורים ונוכים**

**מנכ"ל משאבי טבע: "אפילו רגולטורים אינם יכולים לשלוט ביד הנעלמה"**



רועי סבג. מחובר בעסק רציני

במשאבי טבע עברנו ללא לאות בתור"דשים האחרונים כדי לנהל משא ומתן ולחתום על עסקה מונומנטלית מאוד עבור בעלי המניות שלנו". "הראינו במסגרת הגילוי הנאות שמדובר בעסק רציני עם הכנסות ו"ווחים שנתיים משמעותיות", הוסיף סבג. "זככל שחתהליך הזה ימשיך, אנו מצ"פים להגשת דוחות כספיים המבוקרים לפי תקני IFRS ולחשיפת התוכניות שלנו לגבי שוק ההון". "לדעתי, תחום ההתמקדות של הר"שות לני"ע והבורסה צריך להיות הח"שיפה של המכירות בשורט ללא הכיסוי (שורט "ערום" שלא מגובה בכטוחה, ד"ר בבורסה", אמר סבג. "אף בעל המניות הגיוני, שהש"קיע את הכסף שנצבר בעבודה קשה, לא היה מתנהג ככה", אמר סבג. "אני חושד שהמוכרים של פוזיציות שמונע ללא כיוו ממשכים לשגשג עקב הס"פקנות התד"צדרית, הן מצד העיתונות הפיננסית הישראלית והן עכשיו, מה"שלטונות. בינתיים, המשקיעים ארו"כי הטוחו כמוני או היוזמים שבנו את Backbone ימשיכו לבנות את העסק לטוח הארוך".

דורו ריין

הנהלת משאבי טבע מגיבה בת"ריפות לדברי יו"ד רשות ני"ע שמואל האזור כי "לא נאפשר לחברות שערך מבוסס על ערך הביטקוין, כמו משאבי טבע, להיכנס למדדי תל אביב". רועי סבג, בעל השליטה במשאבי טבע (50%), אמר ל"כלכליסט" כי "יש לי כבוד רב לבורסה, לניירות ערך ולפרופ"האזור, אבל אני מאמין שתפקיד הפיקוח על ניירות הערך צריך להיות בהתאם לחוק, שמגביל אותו לרגולציה של ניירות הערך הנסחרים בשווקים ברמות גילוי חברות ומניעת הונאה. תפקיד הפיקוח אינו לבצע החלטה שיפוטית על הערכות שווי ומחירי המניות". "בני אדם, אפילו רגולטורים, אינם יכולים לשלוט ביד הנעלמה של השוק", הוסיף סבג, והצהיר כי "בתוך דקות ספורות לאחר הערתו של האזור נמכרו מאות אלפי מניות של משאבי טבע, המייצגות 3%-5% מהחברה באופן אגרסיבי וללא קשר למחיר".

"הסחורה הדיגיטלית שאנחנו נכרה באמצעות רכישת 75% מהחברה הפר"טית הקנדית Backbone פועלת בשוק של חצי טריליון דולר", אמר סבג. "אנ"חנו כורים אותה בצורה עסקית, שאינה שונה מכל עסק אחר בכלכלה העול"י

אולי מובנת על רקע התנודתיות החריפה שלהם – אבל האם ככונות רשות ניירות ערך למנוע מחברות כאלה להיסחר בבורסה ולא לאפשר למשקיעים המעור"ניינים בכך להיחשף אליהם? לכאורה, כן. בנאומו של האזור הוא רמז על כך כשאמר כי "נשקול גם לא לאפשר לתח"פושות של ביטקוין ודומיו להיכנס ברלת האחרית למסחר בבורסה עד שנמצא מסגרת רגולטורית מתאימה למוצרים פיננסים מסוג זה". למעשה, האזור אמר כי בשלב זה הוא רואה בביטקוין השקעה ספקולטיבית הרומה בעיניו לאופציות בינאריות, השקולות להימורים, ולכן לא רוצה לראות חברות הפועלות בתחום נס"חרות בבורסה המקומית.

כאן עולה שאלה כמה רחוק האזור, או ליתר דיוק רשות ניירות ערך, צפויה ללכת. האם היא תבחן איסור על חברות שאין להן פעילות אמיתית ורק שוקולות או בוחנות כניסה לפעילות ולפיכך הופ"כות לפלטפורמת מסחר אלטרנטיבית למסחר במטבע? או לחלופין האם היא תאסור כליל על מסחר בחברות שפוע"לות בתחום ובכלל זה חברות טכנולוגיה עם פעילות ממשית?

בהקשר זה אמר ל"כלכליסט" ד"ר צבי גבאי, ראש מחלקת שוק ההון במשרד ברנע ושות' שהיה בעבר ממונה על האכי"פה ברשות ניירות ערך, כי "יש להבחין בין הכללת חברות העוסקות במסחר והשק"עה במטבעות וירטואליים במדדי הבורסה לבין האפשרות כי חברות כאלה ייסחרו בבורסה. ערכם של מטבעות וירטואליים, כמו הביטקוין והאתר, נוטה לתנודתיות גדולה, ולכן יש היגיון בגישה הזירה ככל שמדובר בהכללת חברות המשקי"עות במטבעות כאלה במדדים המובילים בבורסה. מהצד השני, על הרשות לוכור שהיא אחראית על הגילוי הניתן על ידי חברות ציבוריות ולא על היציבות שלהן. הרשות עשויה לחשוב שהשקעה במטבעות וירטואליים היא מסוכנת, אך כל עוד הח"ברה הציבורית מספקת לציבור גילוי מלא ונאות – אין שום הצדקה למנוע ממנה לפעול כפי שהיא רואה לנכון. לדעתי, זו חריגה מגבולות סמכויותיה של הרשות". "מאוד מצער אותי לראות שיו"ד הר"שות היוצא קושר בין תעשיית האופציות הבינאריות לבין תחום המטבעות הוויר"טואליים", אמר גבאי. "אין קשר בין הת"חומים, ואין הצדקה לבסס השקפת עולם רגולטורית על החשש מקירמה ומטכ"נולוגיה מתקדמת. אנחנו חיים בתקופה שבה הטכנולוגיה מאתגרת את המודלים הרגולטוריים המוכרים, והאתגר המונח לפתחה של הרשות טמון בפייתוח כלים רגולטוריים מתאימים ולא בניסיונות לעצור את הקידמה".

**3. מה הסמכות של הבורסה ורשות ניירות ערך לפסול חברות מכניסה למדדים?**

עד פברואר האחרון, על פניו הבורסה לא יכולה היתה לפסול חברות שעמדו ברדישות הסף הטכניות להיכלל במ"רדים. הדרישות העיקריות היו שיעור אחזקות ציבור מינימלי של 35% ושווי שוק בין 125 החברות הגדולות להכ"ללה במדד ת"א 125. לצד שני פרמטרים אלו נוסף לפני שנתיים לתקנון הבורסה