

# "גשם אחד לא מעלה את מפלס הכנרת ושנה אחת עם הנפקות ראשוניות לא מבשרת על סוף המשבר בבורסה"

איגוד החברות הציבוריות, מעלות S&P ומשרד עורכי הדין גולדפרב זליגמן אירחו את ועידת ההנפקות 2018, בהשתתפות מאות מבכירי שוק ההון. על שולחן הדימויים: גל ההנפקות הראשוניות, המגמות המרכזיות בשוק האג"ח, היערכות הרגולטורית הנדרשת לעידן המטבעות הווירטואליים ותחזית לשנת 2018 | אלעד כהן

לאחר שנים של "בצורת" בשוק ההון המ"קומי, שנת 2017 מתבררת כשנת מפנה, עם 17 הנפקות ראשוניות ו"דם חדש" שהוסיף לבורסה הישראלית. איגוד החברות הציבוריות, מעלות S&P ומשרד עורכי הדין גולדפרב זליגמן אירחו את ועידת ההנפקות 2018, דת ההנפקות 2018, במרכז הכנסים של הבורסה לניירות ערך בת"א, בנוכחות של מאות מש-

## אות הוקרה מטעם איגוד החברות ליור רשות ני"ע

במסגרת ועידת ההנפקות התקיים טקס מיוחד בו מנכ"ל איגוד החברות הציבוריות, אילן פלטו, הזמין לבמה את יו"ר רשות ניירות ערך היוצא, פרופ' שמואל האוזר, לקבלת אות הוקרה מטעם האיגוד על תרומתו לפיתוח שוק ההון הישראלי. האוזר זכה לתשואות מהקהל ולברכות מאילן פלטו, שהודה בחום ליו"ר הרשות על כהונתו, אבל לא שכח לספר על העליות והירידות ביחס האיגוד ורשות ני"ע: "הי לנו מחלוקות רבות עם הרשות לאורך השנים, אבל אין ספק שההודאה הרגולטורית שהוביל פרופ' האוזר תרמה לשינוי בשוק ההון. רשות ניירות ערך היא אחד הגופים המקצועיים ביותר בשוק ההון ואנו מאחלים לך הצלחה בהמשך הדרך."



אילן פלטו מעניק את האות לפרופ' האוזר

## "יהיו יותר הנפקות ב-2018"

יו"ר רשות ני"ע היוצא, פרופ' שמואל האוזר, הודה לאיגוד להחברות הציבוריות על אות ההוקרה שהוענק לו על תרומתו לפיתוח שוק ההון (ראו מסגרת) ואמר, כי "שנת 2017 הייתה שנה יוצאת מן הכלל מבחינת כמות ההנפקות - 17 במניות, 12 באג"ח ועוד שתי חברות דואליות". לדברי האוזר, "כבר היום מונחות על שולחן הרשות כ-20 בקשות של חברות להנפקות חדשות".

האוזר סיכם את כהונתו ברשות ניירות ערך ואמר ש"במבט לאחור על שנותיי ברשות אני חושב שעמדנו באתגר. שיכללנו את השוק, הרחבנו את כמות המוצרים, פתחנו את השוק לעולם, פתרנו את ניגודי העניינים בבורסה והקלנו ברגולציה על החברות הציבוריות. לק"



איתי בן-זאב | צילומים: ניר קירר

"17 החברות החדשות שהצטרפו לבורסה בשנת 2017 באות מסקטורים שונים ומגוונים, וזה בדיוק מה שאנחנו רוצים. אם בוחנים את היחס בין מספר ההנפקות הראשוניות לשווי השוק של החברות שנסחרות בבורסה, אנחנו באחד המקומות הראשונים בעולם"



רונית הראל | צילום: יחי'צ

"הריבית הנמוכה והנזילות הגבוהה בשוקי האג"ח חיזקו את הפרופיל הפיננסי ואת היכולת של החברות להתמודד עם סיכונים עתידיים בצד העסקי. כתוצאה מכך, בשנים האחרונות אנו רואים יותר העלאות דירוג מהורדות דירוג"



עיד נחמה ברין | צילום: מיכאל טופיל

"הרגולציה הישראלית יכולה להחליט לחבק את העולם החדש הזה או לדחות אותו, אבל בסופו של דבר אני משערת שהיא תיאלץ להתאים את עצמה למה שיקרה במדינות מתקונות אחרות. הדין הישראלי הוא רק חלק מפאזל, שחסרות בו עוד רוב החתיכות"

חנו על עצמנו פרשנות מרחיבה לגבי תפקידנו בשוק ההון ועמדנו במשימה". מנכ"ל הבורסה, איתי בן זאב, בחר להתייחס לאתגרים הבאים שמונחים לפתחו. לדבריו, "הבורסה איבדה 40% מהלקוחות שלה בשנים האחרונות. לפני שבע שנים רבע מיליון אזרחים ישראלים היו פעילי לים בבורסה, אבל המספר הזה ירד ב-40%. זה האתגר הגדול שלנו". בן זאב הוסיף באופטימיות כי, "17 החברות החדשות שהצטרפו לבורסה בשנת 2017 באות מסקטורים שונים ומגוונים, וזה בדיוק מה שאנחנו רוצים. אם בוחנים את היחס בין מספר ההנפקות הראשוניות לשווי השוק של החברות שנסחרות בבורסה, אנחנו באחד המקומות הראשונים בעולם". בן זאב העריך, כי המגמה החיובית תימשך גם ב-2018, ו"שיהיו יותר הנפקות ראשוניות ובשווי שוק יותר גבוה. גם הנפקות בשווי שמעל למיליארד שקל".

## קרובים לשיא באג"ח

המושב המרכזי בוועידה, תחת הכותרת "שנת המבחן של הבורסה הישראלית", אירח שורה של בכירים בשוק ההון. המושב נפתח בהרצאה של מנכ"ל מעלות S&P, רונית הראל, שסקרה את המגמות העיקריות בשוקי האג"ח. לדברי הראל, "משנת 2016 ניכרת עליה בשווי שוק האג"ח, המצביעה על כך שמע"בר להנפקת אג"ח למימון מחדש, המאפיינת את מרבית הגיוסים, חלק מהסכומים מופנים גם להשקעות ופעילויות חדשות. הנזילות הגבוהה בשוק הריבית והמרווחים הנמוכים ימשיכו לתמוך בשנה נוספת של פעילות ערה בשוק האג"ח". החברות האמריקאיות החדשות הגבירו השנה נוכחותהיקף הגיוס שלהן הסתכם בכשליש מסך הנפקות סקטור הנדל"ן. בתהליך מצויית חברות נוספות בעיקר מסקטור הנדל"ן, אך גם מהסקטור הפיננסי ומתחומים נוספים. יש לקוות שתגענה לשוק המקור מי חברות איכותיות וטובות".

הראל הוסיפה, כי "עד לשנים האחרונות, החוליה החלשה בדירוגי החברות הישראליות הייתה הפרופיל הפיננסי שלהן - יחסי הכיסוי ורמות המינוף. השנים הללו של ריבית נמוכה ונזילות גבוהה בשוקי האג"ח חייבו מאד את הפרופיל הפיננסי ואת היכולת של החברות להתמודד עם סיכונים עתידיים בצד העסקי. כתוצאה מכך, בשנים האחרונות אנו רואים יותר העלאות דירוג מהורדות דירוג".

מנחה המושב המרכזי, העיתונאי והפרשן הבכיר גולן חזני פתח את המושב ושאל האם אנחנו לא נגררים אחר האופוריה בשוקים. היעצת המשפטית של איגוד החברות הציבוריות, עיד ענת פילצר סומך, אמרה כי "מקודם מדי לדבר במונחים של התאוששות שוק ההון. בשנים האחרונות נמחקו 200 חברות ציבוריות, בעוד שהשנה התוספנו, בקיז הזה מחיקות, רק עשר חברות חדשות. בקצב הזה נידרש לעוד שני עשורים רק כדי לחזור לתור הזהב של הבורסה לפני עשור. חייבים לוודא שההקלות ברגולציה תימשכנה, שהשיח האנטי עסקי ייפסק ושתיווצר סביבה יותר ידידותית לחברות ציבוריות. אם לא יוענקו תמריצי מס לחברות מנפקות ולמשקיעים, יהיה קשה



מושב "שנת המבחן של הבורסה הישראלית", מימין לשמאל: עופר עמיר, יניב פגוס, שרון שואפי, עיד ענת פילצר-סומך, אסי ברטפלד, עיד עמיר צפירי

לשמר את המומנטום החיובי שנוצר". עופר עמיר צפירי, שותף בכיר במשרד עו"ד גולדפרב זליגמן טען, כי: "אין מקום ידידותי למנפיק כמו הבורסה בישראל. לא הייתה תקופת זהב כמו התקופה הזו מבחינת ידידותיות של הרגולטורים השונים לחברות המנפיקות. הדבר בא לידי ביטוי בעיקר במונחי Time To Money. בבורסה בישראל, הטווח בין ה'קיק-אופ' ל'קלוזינג' הוא קצר ביותר. אחד השיקולים המרכזיים של הלקוחות בבואם לבחור את שוק ההון המתאים להנפקה הוא התמשכות התהליכי העסקה. אין ספק שבישראל פרמטור זה מהמהירים בעולם. שוק ההון הישראלי הצמיח לעצמו זהות".

מנכ"ל קבוצת דלק, אסי ברטפלד, הציג זווית שונה: "אנחנו חושבים שקל יותר להנפיק בחו"ל. מדברים כל הזמן על שיפור המסחר בבורסה. יש המון מכשירים בתחום הייבירדי שלא נסחרים בארץ. באנו לבורסה עם רעיון למכשיר הייבירדי כזה לפני כשנה, ואין אמ"ר ליי? לקח לנו 20 שנה לאשר מניות בכורה, אז בוא נחכה עם זה. אלה דברים שהרגולטור צריך לתת את הדעת ולחשוב עליהם. הרגולציה הכריחה אותנו למכור את תמך. נשארנו עם לווייתן. אנחנו רוצים להיות חברה בין-לאומית, עם ייצוא למדינות סביבה. עד היום דלק הייתה תלויה במפעלים זרים ולא היה לנו את הידע לקדוח, לפתח ולשווק. היתרון הגדול של קבוצת דלק היום הוא שיש לה את ידע לפתח את השדה, לשווק ולמכור אותו".

עופר עמיר, מנהל צוות הנדל"ן S&P EMEA וות דירוגי החברות בישראל S&P מעלות, התייחס לתופעה מתרחבת של הנפקות אג"ח מצד חברות נדל"ן אמריקאיות: "דירוג הוא כמו סימון מוצרים והמשקיע מחליט האם לרכוש את המוצר ואין לת מחיר אותו. בנוגע לחברות האמריקאיות, יש מגוון רחב של חברות ברמות דירוג שונות, עם פער משמעותי באיכות האשראי שלהן. כל עוד התמחר הוא בהתאם לסיכון המשתמע מהדירוג אין מניעה בעיני לרכוש את האג"ח של חברות אלה. השייכות ל-S&P הגלובלית, שמדרגת חברות מכל הסוגים, נותנת לצוות המקומי את הכלים המתאימים לדרגת חברות הפועלות מחוץ לישראל".

## להתייחס בזehירות לאג"ח האמריקאיות

מנכ"ל פועלים IBI, עופר גרינבאום, שהיה מעורב כחתם בהנפקות רבות של חברות אמריקאיות טען, כי "התופעה של חברות שכאות לגייס בארץ ברוכה, אבל בתנאי שתהיה עליה תווית של 'להתייחס בזehירות'. לחתם יש אחריות מאד גבוהה לנהל את התהליך. לחלק מהחברות יש אג"חים בארה"ב, ונאמר קודם שמגיעים לפה רק בגלל הריבית הנמוכה, אבל אני חושב שהמודל של גיוון מקורות מימון הוא רלוונטי לחלוטין לחברות BDC. העסק הזה טוב כל עוד הוא מנוהל נכון. כל חברה שמגיעה לארץ מארה"ב, ויש מטבע הדברים פחות ידע לגביה, צריך לעשות הרבה בדיקות ולאסוף מידע רב".

האסטרטג הראשי של קבוצת איילון, מס לחברות מנפקות ולמשקיעים, יהיה קשה





מארגני ועידת ההנפקות 2018 יחד עם פרופ' האזור, משמאל לימין: אילן פלטו, מנכ"ל איגוד החברות הציבוריות, עו"ד נחמה ברין, שותפה וראש מחלקת חברות ושוק הון גולדפרב זליגמן, רונית הראל, מנכ"ל מעלות

**יניב פגוט**, בירך על גל ההנפקות הראשוניות בכורסה ואמר, כי "שנת 2017 הייתה שנת מפנה וסוף סוף יש 'דם חדש' וסחורה חדשה לתיק הנכסים של הציבור. היקף גיוסים של שלושה מיליארד שקלים בשנה הוא טיפה בים ביחס לתיק הנכסים של הציבור ולצרכי הנזיליות של המוסדיים כך שהבורסה צריכה לייצר יעדים כמותיים אגרסיביים לשנים הבאות". פגוט גם הציע לבורסה "לבחון הנפקה של מדד מניות שיעקוב אחר הנפקות חדשות, במטרה להגביר את הנזילות והשקיפות של ההנפקות החדשות".

יו"ר דירקטוריון מניבים, קרן הריט החדש שה **שרון שופי** אמרה כי "מניבים קרן הריט החדשה, נוסדה לאחר שכעשור לא קמו קרנות ריט חדשות. השקענו מאמצים בגיוס המשקיעים, השלמת המסמכים המשפטיים, תהליכים רגולטוריים, וכל זאת תוך כדי מו"מ עם בעלי נכסים, לצורך רכישת נכסים והשקעת כספי הגיוס. מדובר בהליך ארוך ולא פשוט, שהצליח לחתום היתה בעיקר עקב שיתוף פעולה מוצלח בין כל הנוגעים בדבר, המשקיעים המוסדיים, עורכי הדין מגולדפרב זליגמן, וסיוע ותמיכה של כל הגופים הרגולטורים רשות המיסוי, הרשות לני"ע והבורסה, שמאוד רצו בהצטרפותה של קרן ריט חדשה".

### סערת הביטקוין

המושב השני של ועידת ההנפקות דן בתופעה המרכזית של שוק ההון בשנת 2017 - שנת הביטקוין והמטבעות הווירטואליים. המושב נפתח בהרצאה של **איל הרצוג**, יזם וארכיטקט מוצר בחברת Bancor, שסקר את ההתפתחויות האחרונות בתחום והסביר לקהל את הדקויות בתחום כריית המטבעות הווירטואליים. מנחה המושב, **רו"ח שלומי שוב**, התמקד בלחץ על נציגי רשות המסים ובנק ישראל, בדרישה לספק תשובות רגולטוריות ולפזר את ערפל אי-הוודאות סביב ההשקעה בתחום.

עו"ד נחמה ברין, ראש מחלקת חברות



מני רוזנפלד

**"העיקר הוא הבשורה שטכנולוגיית הבלוקצ'יין מביאה והיכולת ליצור כלכלה חדשה שאינה זקוקה לגורמים מתווכים ומוקדי כוח ריכוזיים. הטפל הוא ההיסטוריה והבהלה להשקעה במטבע הביטקוין, ששערו המתנווד יכול בטווח הקצר לקרוס באותה קלות בה טיפס."**

לעומתם, יו"ר איגוד הביטקוין הישראלי, **מני רוזנפלד**, אמר כי "חשוב להבחין בין עיקר לבין הטפל. העיקר הוא הבשורה שהטכנולוגיה מביאה והיכולת ליצור כלכלה חדשה שאינה זקוקה לגורמים מתווכים ומוקדי כוח ריכוזיים. הטפל הוא ההיסטוריה והבהלה להשקעה במטבע, ששערו המתנווד יכול בטווח הקצר לקרוס באותה קלות בה טיפס".

נות בחוקים ובכללים ומזדרזים לייצר ולהציע מערכות ושירותים על בסיס הבלוקצ'יין והמטבעות הווירטואליים, קיימים או עתידיים, לפני שיהיו אסורים באופן כזה או אחר, תוך נטילת סיכונים רגולטוריים. מצד שני, יש לא מעט יזמים ומשקיעים שחוששים לפעול בסביבה כל כך חסרת וודאות ועל כן מעדיפים להמתין להתבהרות הרגולציה ובינתיים יושבים על הגדר".

מנהל רשות המיסים, **משה אשר**, צינן את ההתלהבות ואמר כי: "אין ספק שלפנינו מהפכה שלמה, אבל אנו חושבים שזה לא מטבע. לפי החקיקה המקומית הביטקוין לא עומד בקריטריונים הללו. ברור לכולנו שהביטקוין משמש ברובו כנכס וכך צריך למסות אותו. מדובר בנכס השקעתי כמו מניה ולא קונים ביטקוין בשביל לקנות אותו משהו בסופר. בינתיים ההשקעה הזאת עולה בצורה פנומנלית. אבל צריך לזכור שאחרי כל עלייה יש גם ירידה".

**מיקי קהן**, מנהל האגף הפיננסי בבנק ישראל, אמר כי "אין שינוי בעמדת בנק ישראל כלפי המטבעות הווירטואליים. בנק ישראל מתייחס גם הוא למטבעות אלה כאל נכס פיננסי, בדומה לרשות המסים. הביטקוין ודומיו אינם מטבע בישראל ואינם נחשבים גם כמטבע חוץ. כשמסתכלים על התפתחות המחירים של המטבעות הווירטואליים ניתן להבחין בקלות שמדובר בהתנהגות תנודתית מאד שעלולה להביא לאובדן ערך פתאומי".

מנהלת המחלקה הכלכלית ברשות ני"ע, **ד"ר גיתית גור גרשגורן**, הבהירה כי "לרגולציה מספר תפקידים בהתפתחויות המונעות על-ידי הטכנולוגיות החדשות בשוק ההון - צמצום אי-הוודאות, קביעת כללים וסטנדרטים מתאימים ואימוץ הטכנולוגיה לפיקוח בקרה והתממשקות עם התעשייה, וכל זאת תוך איזון בין הגנת המשקיעים ושימור החדשנות".

ושוק הון במשרד גולדפרב זליגמן, ציינה כי: "טכנולוגיית הבלוקצ'יין ומה שנלווה אליה היא משהו שונה מאוד ממה שאנחנו מכירים, ולרובנו היא לא קלה לעיכול. זהו עולם מאתגר, כי הוא מערב תחומים רבים ומעורר שאילת לוח כמעט בכל היבט - טכנולוגי, כלכלי, חשבונאי, וכמובן רגולטורי ומשפטי. הרגולציה הישראלית יכולה להחליט לחבק את העולם החדש הזה או לדחות אותו, אבל בסופו של דבר אני משערת שהיא תיאלץ להתאים את עצמה למה שיקרה במדינות מתקנות אחרות. הדין הישראלי הוא רק חלק מפאזל, שחסרות בו עוד רוב החתיכות".

"לחוסר הוודאות הרגולטורי הנוכחי יש שני היבטים", היא הוסיפה. "מצד אחד, יזמים וגופים רבים בעלי תעוזה מנצלים את הלקר-



מושב "ביטקוין ומטבעות וירטואליים" (מימין לשמאל): רו"ח שלומי שוב, עו"ד נחמה ברין, משה אשר, ד"ר גיתית גור גרשגורן, מיקי קהן ומני רוזנפלד