שלבים שבע עד תשע: רישום למסחר, תקופות חסימה ועשיית שוק

Dr Alexander Ressos, TEP
Attorney-at-Law (Switzerland and Germany),
Solicitor (England & Wales and Hong Kong)
Of Counsel, KGP Legal LLC
alexander.ressos@kgplegal.com.sg
www.ressos.com.sg

הסכמי רישום למסחר

בורסות ריכוזיות רושמות טוקנים למסחר על פי הסכמים שמנסחת הבורסה עצמה. תנאי הליבה שלהם כמעט אינם נתונים למשא ומתן, והם מטילים על המנפיק התחייבויות שהצוות המשפטי שלו צריך לקרוא כהתחייבויות רגולטוריות. התנאים הסטנדרטיים מחייבים את המנפיק להצהיר שהטוקן אינו נייר ערך בתחומי שיפוט מוגדרים ולהמציא חוות דעת משפטית ברוח זו. הם מחייבים גילוי של חלוקת הטוקנים ושל לוחות ההבשלה (vesting), הודעה על אירועים מהותיים, הימנעות מהשפעה פסולה על השוק ושיפוי לטובת הבורסה. דמי רישום, פיקדונות לעשיית שוק ו"התחייבויות שיווק" משולמים בטוקנים או במטבעות יציבים (stablecoins), ויש לרשום אותם בספרי המנפיק כהוצאות או כתמורה בעד שירותים. קרן (foundation) המשלמת לבורסה זרה דמי רישום בשווי של כמה מאות אלפי דולרים בטוקנים מבצעת תשלום שרשות הפיקוח עליה עשויה לבקש ממנה להצדיק לאור מטרתה. רשות המסים של צוג תכיר בו כהוצאה רק אם הוא מתועד.

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

תקופות חסימה והבשלה

לתקופות חסימה (lock-ups) שתי מטרות. הן מצמידות את הצוות ואת המשקיעים המוקדמים לפרויקט לאורך זמן, ובמקביל מאותתות לשוק שההיצע הסחיר נתון לשליטה. הן גם הנקודה שבה חוזרות שאלות המס וניירות הערך של פרק I, משום ששחרור מחסימה הוא אירוע הבשלה לעובד שווייצרי ואירוע קבלה לעובד בסינגפור. לכן יש לקבוע את תנאי החסימה באופן עקבי בתוכנית הטוקנים, ב־SAFTs ובכתבי האופציה. את תכנון המס של פרק I יש לבנות סביב לוח השחרורים. חסימה הנאכפת באמצעות חוזה חכם היא ראיה טובה יותר מחסימה הנאכפת בחוזה בלבד, משום ששני הרגולטורים ושתי רשויות המסים יכולים לאמת אותה על גבי השרשרת.

עשיית שוק ושימוש לרעה בשוק

מנפיקים מתקשרים עם עושי שוק כדי לספק נזילות בבורסות לאחר הרישום למסחר. ההסכמים לובשים שתי צורות: הלוואת טוקנים לעושה השוק בצירוף אופציית רכש במחיר קבוע, או התקשרות שבמסגרתה עושה השוק סוחר בטוקנים של המנפיק על חשבון המנפיק. שתי הצורות קרובות לגבול האיסורים על שימוש לרעה בשוק. חוק תשתיות השוק הפיננסי השווייצרי (Financial Market Infrastructure Act, FinMIA) אוסר השפעה פסולה על ניירות ערך הנסחרים בזירת מסחר שווייצרית, והוראותיו הפליליות חלות אף הן על ניירות ערך. טוקן שאינו נייר ערך ונסחר רק בזירות זרות נמצא מחוץ לאיסור הסטטוטורי. הוראת המרמה בחוק העונשין ודיני הנזיקין הכלליים נותרים זמינים.[1] חוק ניירות ערך וחוזים עתידיים (Securities and Futures Act, SFA) של סינגפור אוסר מסחר כוזב ותמרון שוק במוצרי שוק ההון. רשות המוניטרית של סינגפור (Monetary Authority of Singapore, MAS) הודיעה שתראה בהשפעה פסולה של בעלי רישיון על שווקי אסימוני תשלום דיגיטליים הפרה של תנאי הרישיון ושל דרישת ההתאמה וההגינות (fit and proper).[2]

התשובה המבנית היא הסכם עשיית שוק המגביל את עושה השוק לציטוט דו־צדדי בתוך מרווחים מוגדרים. ההסכם אוסר מסחר עצמי מדומה (wash trading), הצעות סרק (spoofing) ומסחר מתואם עם המנפיק. הוא מחייב דיווח על המלאי ועל העסקאות לפונקציית הציות של המנפיק וקובע מראש את מחיר האופציה בהתאם למדד ייחוס שניתן לאמת. מבנה ההלוואה והאופציה מסוכן יותר, משום שהוא נותן לעושה השוק תמריץ להוריד את המחיר לפני מימוש האופציה. כמה מתיקי האכיפה בחלק N עוסקים בתמריץ זה.

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

הערה מעשית

לפני חתימה על הסכם עשיית שוק, הדירקטוריון של המנפיק צריך להיות מסוגל להשיב בכתב על ארבע שאלות. אילו טוקנים מקבל עושה השוק, מאיזו הקצאה, והאם הם נכללים בהיצע במחזור שנמסר לבורסות? מה מותר לעושה השוק לעשות בהם מעבר לציטוט? כיצד ומתי נקבע מחיר האופציה, ומי מאמת את מדד הייחוס? אילו דוחות מקבל המנפיק, ומי קורא אותם? דירקטוריון שאינו יכול להשיב על שאלות אלה חשוף לטענה שאפשר השפעה פסולה על הטוקן שלו עצמו.

הערות

1. Financial Market Infrastructure Act of 19 June 2015 (FinMIA; FinfraG), SR 958.1, סעיף 143 (השפעה פסולה על השוק: איסור מינהלי לגבי ניירות ערך הנסחרים בזירת מסחר שווייצרית או במתקן מסחר DLT) וסעיף 155 (השפעה פסולה על השוק כעבירה פלילית); Swiss Criminal Code (SCC; StGB), SR 311.0, סעיף 146 (מרמה). חלק E, פרק X, וחלק H, פרק I. ↩

2. Securities and Futures Act 2001, סעיפים 197 עד 201 (מסחר כוזב, תמרון שוק, השפעה פסולה על מוצרי שוק ההון); MAS, "Response to Public Consultation on Proposed Measures on Market Integrity in Digital Payment Token Services", 2 ביולי 2023 (על בעלי רישיון לקבוע מדיניות נגד שיטות מסחר בלתי הוגנות). חלק K, פרק III, וחלק N, פרק I. ↩

Disclaimer

This article is provided for general information only. It is based on publicly available sources as at its date of publication. These sources have not been independently verified against licences, regulatory registers or the records of the entities concerned. It is not legal, tax, financial or investment advice. Nor is it a recommendation to invest in, transact with or use the services of any entity mentioned. Law and regulation change frequently, so the content may be incomplete or outdated. To the fullest extent permitted by law, Dr Alexander Ressos and the publisher of SingaporeIQ exclude all liability for loss or damage arising from the use of or reliance on this article. Readers should obtain advice on their specific circumstances before acting or refraining from action.

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

Names and trademarks of the entities discussed belong to their owners and are used for identification only. Their mention implies no endorsement, affiliation or allegation of wrongdoing. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. Corrections and updates: contact@ressos.com.

© 2026 Dr Alexander Ressos. This article may be quoted with attribution to SingaporeIQ (SingaporeIQ.com). Reproduction in full and any commercial use require prior written consent. The Legal Terms at https://singaporeiq.com/legal-terms apply.

Author contact: Dr Alexander Ressos, TEP · contact@ressos.com

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.