

המלצות סופיות

הוועדה לקידום השקעות
בחברות ציבוריות הפועלות בתחום

המחקר והפיתוח



הבורסה לניירות ערך



רשות ניירות ערך

המלצות סופיות
הוועדה לקידום השקעות
בחברות ציבוריות הפועלות בתחום

המחקר
והפיתוח

לכבוד:
פרופ' שמואל האוזר
יושב ראש רשות ניירות ערך

אדון נכבד,

הנדון: ועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח

אנו מתכבדים להגיש לך את דוח הוועדה הבין-משרדית לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח אשר הוקמה בחודש ספטמבר 2012 (להלן: "הוועדה").

הוועדה שמה לה למטרה לבחון את הסיבות לכך שחברות היי-טק אינן מבצעות הנפקות ראשונות לציבור באמצעות הבורסה באופן שהיה מצופה לאור חלקן בפעילות המשקית. על בסיס האמור, בחנה הוועדה אילו אמצעים ותמריצים נדרשים בכדי ליצור תשתית תומכת, כך שדרכן של חברות אלה לגיוס הון בבורסה, תהיה יעילה וכדאית יותר, והן תוכלנה להתפתח ולגדול בישראל וזאת חלף מכירת פעילותן לחברות זרות בשלבים מוקדמים יחסית.

בתאריך 4 ביוני 2013 פרסמה הוועדה דוח ביניים אשר כלל את עיקרי המלצותיה שנועדו לעודד השקעה בחברות בתחום המחקר והפיתוח באמצעות הבורסה, ולהגביר את הכדאיות עבור החברות הללו בגיוס הון באפיק זה.

לאחר שבחנה את הערות הציבור, החליטה הוועדה להשאיר על כנן את ההמלצות המרכזיות שבדוח הביניים, בכפוף למספר התאמות שנעשו בעקבות הערות הציבור ושפורטו בדוח.

המלצות הוועדה התקבלו בהסכמה של כל חבריה. הוועדה סבורה כי יישום מכלול ההמלצות המוצגות בדוח יתרום להפיכת הבורסה לחלופה משמעותית למימון חברות היי-טק ויגדיל את הסיכוי שחברות אלה יגדלו בישראל ולא יימכרו.

לאור החדשנות והמורכבות של חלק מהמלצות הוועדה, אנו ממליצים על הקמת צוות מעקב אשר מתפקידו יהיה לבחון את אופן יישום המלצות הוועדה ויעילותן ולהמליץ על הצורך בביצוע התאמות. צוות המעקב יורכב מנציגי הגופים החברים בוועדה, ונציגי רשות ניירות ערך והבורסה יעמדו בראשו. הצוות יתכנס לפחות אחת לחצי שנה וידווח ליושב ראש רשות ניירות ערך.

ברצוננו להודות לחברי הוועדה שהשקיעו ממרצם ומניסיונם לגיבוש ההמלצות, באופן מקצועי ומסור. כמו כן, ברצוננו להודות לרו"ח ענת פייער מאגף שוק ההון במשרד האוצר, לרו"ח בני יונה ורו"ח אופיר כהן (משפטן) מרשות המסים, לשירי גרנות מאגף החשב הכללי ממשרד האוצר ולעו"ד חיים זקס ממשרד המשפטים על תרומתם לעבודת הוועדה.

לבסוף, ברצוננו להודות לגב' רויטל חייק מהבורסה, מזכירת הוועדה, על הארגון המסור של עבודת הוועדה.

בכבוד רב,

חני שטרית בר
יו"ר הוועדה

שריה אוזרד, עו"ד
יו"ר הוועדה

העתק:

מר רון מלכה, מ"מ יו"ר הבורסה לניירות ערך בתל-אביב
מר יוסי ביינארט, מנכ"ל הבורסה לניירות ערך בתל-אביב
פרופ' יוג'ין קנדל, יו"ר המועצה הלאומית לכלכלה
מר אמיר לוי, הממונה על התקציבים במשרד האוצר
גב' דורית סלינגר, הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון
גב' מיכל עבאדי בויאנג'ו, החשבת הכללית, משרד האוצר
עו"ד (רו"ח) משה אשר, מנהל רשות המסים
עו"ד אבי ליכט, משנה ליועץ המשפטי לממשלה

חברי הוועדה (לפי סדר הא"ב):

רו"ח אליהו אהרן, רשות המסים

רו"ח בן חיים הילה, אגף שוק ההון, משרד האוצר

ד"ר גור-גרשגורן גתית, רשות ניירות ערך

מר דורפמן מוריס, המועצה הלאומית לכלכלה

עו"ד דניאל אלי, רשות ניירות ערך

עו"ד טלמור רוני, משרד המשפטים

עו"ד לוי מאיר, רשות ניירות ערך

מר ניסן יצחק, הבורסה לניירות ערך בתל-אביב

מר פרלמן מיכה, אגף התקציבים, משרד האוצר

עו"ד קרביץ אורנית, רשות ניירות ערך

מר רוטנברג יהלי, אגף החשב הכללי, משרד האוצר

רו"ח שורקי איציק, רשות ניירות ערך

8	חלק א' - תקציר הדוח
16	חלק ב' - רקע בנוגע לעבודת הוועדה
16	תעשיית ההיי-טק בישראל - רקע כללי
16	הסיכונים ודרך המימון
19	הצורך בגיוון מקורות המימון
23	חלק ג' - עידוד רישום למסחר של חברות מו"פ בבורסה
23	הגדרת חברות המטרה ויצירת מדד חדש
24	מדדים ומוצרי מדדים
26	הרחבת הידע בתחומי ההיי-טק
28	היבטי מיסוי
29	התאמות דרישות הגילוי בשוטף ובתשקיף
32	זוחות כספיים ערוכים US GAAP
34	היבטי ממשל תאגידי
36	היבטי גילוי וממשל תאגידי של חברות דלאוריות
37	שפת הדיווח לרשות ולרשם החברות

39	חלק ד' - קרנות היי-טק נסחרות
47	חלק ה' - פתרונות מימון חוץ בורסאיים
47	מימון המונים (Crowdfunding)
51	מועדון משקיעים מתוחכמים
52	היבטי מיסוי בהשקעה בחברות Seed באמצעות שותפויות מוגבלות
53	חלק ו' - עידוד השקעת גופים מוסדיים
54	החזקות המוסדיים בחברות היי-טק הנסחרות בבורסה
55	חשיבות השקעת גופים מוסדיים בתחום ההיי-טק
55	חסמים
55	פתרונות
56	נספח א' - כתב המינוי של הוועדה
60	נספח ב' - רשימת המוזמנים שהציגו בפני הוועדה
61	נספח ג' - הנפקות ראשוניות, מיזוגים ורכישות לפי ענפים
63	נספח ד' - מועדוני משקיעים

למנות את הרחבת מעגל התעסוקה באופן המשתף קשת רחבה של עובדים בעלי רמות השכלה שונות, שימור חלק גדול יותר משרשרת הערך בישראל, תרומה לשיפור התחרותיות ולזליגה חיובית של עובדים ומנהלים לענפי תעשייה אחרים. כמו כן יש לציין את יציבותן היחסית של החברות הגדולות, אשר מובילה לתשואה גבוהה יותר למשק לאורך שנים".

5. מבט על הייצוג של חברות היי-טק בשוק ההון המקומי (למעט חברות ביומד) מביא למסקנה כי הבורסה לא היוותה עד כה אלטרנטיבה יעילה לגיוסי הון על ידי חברות אלה, ובמיוחד בהתייחס לחברות היי-טק גדולות יחסית.

6. הציפייה משוק ההון בישראל היא, בין היתר, לממן ולאפשר צמיחה של חברות וגם לשרת מטרות חברתיות (כגון מוביליות כלכלית-חברתית). בנוסף, מצופה משוק זה כי יציע לחוסכים מגוון ניירות ערך, יאפשר לבנות תיקי חסכון יעילים ויעודד את החיסכון הפרטי. תעשיית ההיי-טק הישראלית היא, ללא ספק, תעשייה שתורמת למוביליות כלכלית וחברתית ועשויה להציע לחוסכים מגוון של ניירות ערך ברמות סיכון שונות.

7. לאור האמור, הוקמה הוועדה מתוך מטרה לבחון ולהמליץ על אמצעים ומהלכים שונים אשר יש בהם כדי לעודד השקעה בחברות היי-טק באמצעות הבורסה. זאת, מבלי להתפשר על שמירת עניינו של ציבור המשקיעים ותקינות המסחר.

8. הוועדה קיימה דיונים רבים במסגרתם הוצגו בפניה עמדותיהם של גופים הפעילים בענפי הטכנולוגיה והביומד כולל קרנות הון סיכון, גופים מוסדיים, חברות פרטיות וציבוריות, עורכי דין, רואי חשבון והמדען הראשי במשרד הכלכלה. רשימת הגופים שהציגו בפני הוועדה מצ"ב **כנספח ב'** לדוח זה.

9. הוועדה בחנה, בין היתר, את הנושאים הבאים: התאמת הוראות הגילוי התשקיפי והדיווח השוטף; קביעת כללי מסחר ייעודיים אגב בחינה אם יש הצדקה להקמת רשימת מסחר נפרדת; עידוד סיקור על ידי אנליסטים; הנגשת הבורסה למשקיעים זרים וחברות זרות; עידוד השקעתם של גופים מוסדיים; מבנה ההתאגדות; הטבות מס למשקיעים.

1. הוועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח (להלן: "הוועדה") הוקמה ביום 6 בספטמבר 2012 על ידי פרופ' שמואל האוזר, יו"ר רשות ניירות ערך, וחברים בה נציגים של אגף שוק ההון, אגף החשב הכללי ואגף תקציבים באוצר, רשות המסים, המועצה הלאומית לכלכלה, משרד המשפטים, הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ (להלן: "הבורסה") ורשות ניירות ערך.

כתב המינוי של הוועדה מצ"ב **כנספח א'** לדוח זה.

2. מדינת ישראל שמה לה למטרה לקדם את תעשיית ההיי-טק, מתוך הכרה כי תעשייה זו, על כל גווניה השונים, היא תעשיית העתיד ומנוע הצמיחה של המשק הישראלי.

3. במרוצת השנים הוקמו מספר ועדות שמטרתן היתה קידום תעשייה זו, תוך התייחסות למציאת פתרונות לשלבי ההתפתחות השונים של החברות, והגדלת הסיכוי שחברות אלה יתפתחו בישראל חלף מכירתן. כתוצאה מכך, המדינה סייעה ומסייעת להתפתחות תעשייה זו במגוון דרכים, ביניהן:

- פרויקטים שנועדו להכשיר כוח אדם מיומן.
- סיוע כספי הניתן על ידי המדען הראשי במשרד הכלכלה לחברות.
- התוכנית לעידוד השקעות של הגופים המוסדיים הישראליים בתעשייה עתירת הידע, במסגרתה ניתנה לגופים מוסדיים ישראלים המשקיעים בקרנות הון סיכון (המשקיעות בחברות היי-טק ישראליות), השתתפות של המדינה בסיכון הגלום בהשקעות אלו.
- "חוק האנג'לים" המקנה הטבות מס ליחידים המשקיעים בחברות הזנק.

4. בהקשר זה, ראוי לצטט מדברי ההסבר להצעת חוק המדיניות הכלכלית לשנים 2011 ו-2012 (תיקוני חקיקה), התשע"א - 2010:

"לחברות גדולות בתעשייה עתירת הידע יש חשיבות רבה למשק הישראלי היות שההשפעות החיצוניות החיוביות שלהן על תחומי משק אחרים ניכרות יותר לעומת החברות הקטנות. בין השפעות אלה ניתן

10. בתאריך 4 ביוני 2013 פרסמה הוועדה דוח ביניים אשר כלל את עיקרי המלצותיה שנועדו לעודד השקעה בחברות בתחום המחקר והפיתוח באמצעות הבורסה, ולהגביר את הכדאיות עבור החברות הללו בגיוס הון באפיק זה.

11. לאחר שבחנה את הערות הציבור, החליטה הוועדה להשאיר על כנו את ההמלצות המרכזיות שבדוח הביניים, בכפוף למספר התאמות, אשר המרכזיות שבהן יתוארו להלן:

- **הגדרת חברות המטרה** - הדרישה לשווי שוק (לאחר ההנפקה) של חברות המטרה הופחתה מ-250 מיליון ש"ח ל-200 מיליון ש"ח, על רקע הערות הציבור בנוגע לצרכי ההון של חברות הביומד;

- **עידוד אנליזה בלתי תלויה לחברות ההיי-טק** - כדי לסייע בשכלול שוק ההון המקומי, הוועדה ממליצה למשרד האוצר ולמדינת ישראל הראשי במשרד הכלכלה לבחון, בתאום עם רשות ניירות ערך, הקמת מסלול תמיכה לחברות היי-טק קטנות, אשר תכליתו השתתפות המדינה בעלויות האנליזה.

- **מיסוי יחידים בעלי שליטה** - בדוח הביניים הומלץ כי יחידים בעלי שליטה בחברות מחקר ופיתוח הנרשמות לראשונה בבורסה יחויבו על הכנסתם מעליית ערך האופציות (שהיו בידם טרם ההנפקה לציבור) ממועד ההנפקה בבורסה ועד לשימוש האופציות, במסלול הוני על פי סעיף 102 לפקודת מס הכנסה [נוסח חדש] (להלן: "הפקודה" או "פקודת מס הכנסה") חלף מיסוי פרוטי לפי סעיף 3(ט) לפקודה. כן צוין כי חלוקת הרווח עד למועד הרישום וממועד הרישום ועד למועד המכירה תיעשה באופן לינארי. במקום חלוקת הרווח באופן לינארי, כאמור, מומלץ בדוח זה כי חלוקת הרווח במועד המימוש תבוצע באופן הבא: יראו את חלק שווי ההטבה בגובה ממוצע שווין של מניות החברה בבורסה בתום שלושים ימי המסחר שלאחר הרישום למסחר בבורסה, בניכוי ההוצאות, כהכנסה פירוטית לפי סעיף 2(1) לפקודה, ואת יתרת שווי ההטבה כרווח הון החייב במס בשיעור של 25%.

- **תמריצים נוספים לקרנות היי-טק נסחרות** - הוועדה ממליצה למשרד האוצר להמשיך ולבחון את הצורך בעידוד ההקמה של קרנות היי-טק נסחרות על דרך

של מתן תמריצים נוספים, וזאת בין היתר על רקע הניסיון הבינלאומי שנצבר בעניין זה. מוצע לבחון תמריצים להפחתת עלויות המימון של הקרנות, באמצעות שימוש בערבויות מדינה אשר מטרתן להפחית את רמת הסיכון שעומדת בפני המשקיעים, או שימוש בערבויות מדינה שמטרתן להגדיל את תוחלת התשואה, או שילוב של השניים;

- **שותפויות מחקר ופיתוח** - דוח הביניים כלל התייחסות ראשונית ליצירת מודל מימוני חדש, בדמות שותפויות מחקר ופיתוח נסחרות. נושא זה איננו נכלל במסגרת הדוח הסופי של הוועדה, מכיוון שחברי הוועדה לא הגיעו לכדי הסכמה בנוגע להיבטים שונים הכרוכים ביצירת המודל.

12. הוועדה סבורה כי יישום מכלול ההמלצות יתרום להפיכת הבורסה לחלופה משמעותית למימון חברות היי-טק צעירות ותגדיל את הסיכוי שחברות אלה יתפתחו בישראל ולא יימכרו.

13. הותרת פעילותן של החברות בישראל תעודד, כאמור, העסקת קשת רחבה של עובדים בעלי רמות השכלה שונות; תבטיח שימור חלק גדול יותר משרשרת הערך בישראל; תתרום לשיפור התחרותיות בשוק ולזליגה חיובית של עובדים ומנהלים לענפי תעשייה אחרים.

14. הוועדה בדעה שהפיכת הבורסה לחלופה משמעותית לגיוס הון תגוון מצד אחד את מקורות ההון לתעשיית חברות ההיי-טק, תגדיל את היקף ההשקעות בתעשיית חברות ההיי-טק ותצמצם את התלות בשווקים כלכליים חיצוניים. ומצד שני, הנפקת חברות אלו בבורסה בישראל תתרום לשכלול שוק ההון לטובת כל המשקיעים.

15. על רקע התלות של חברות היי-טק צעירות בהון זר והעובדה שלמעלה מ-95% מחברות אלה נמכרות לחברות זרות, הוועדה ממליצה על שילוב בין מספר מהלכים שהשפעתם המצרפית צפויה לייצר תשתית יעילה וכדאית לגיוסים דרך הבורסה בישראל, הן לחברות הבינוניות והגדולות עצמן, והן לקרנות היי-טק נסחרות שמטרתן השקעה במספר חברות קטנות בשלבים המוקדמים יותר. כך, ניתן יהיה להסתמך יותר על שוק ההון המקומי לעומת ההתבססות הקיימת על הון זר, ובדרך זו תגדל ההסתברות של השארת חלק גדול יותר מהחברות בישראל.

הבורסה תבחן את המשך קיומו של מדד בלוטק 50. בנוסף, תבחן הבורסה דרכים ליצירת שיתוף פעולה עם עורכי מדדים בעלי מוניטין בינלאומי לשם יצירת מדדים ומוצרי מדדים המשלבים מניית של חברות היי-טק ישראליות או קשורות לישראל של חברות היי-טק (Israeli Oriented) הרשומות בבורסה והכלולות במדד הטק-עילית בישראל עם אלו הרשומות בבורסות זרות בלבד.

19.1.4 עידוד אנליזה בלתי תלויה לחברות היי-טק -

19.1.4.1 הבורסה תקדם ביצוע של תוכנית אנליזה בלתי תלויה לפיה הבורסה תתקשר עם חברת מחקר, אחת או יותר, שתסקר, בשלב ראשון, חברות ציבוריות בתחום הביומד, אשר יבקשו להיכלל בתוכנית.

19.1.4.2 הוועדה ממליצה לבחון את הרחבת תוכנית האנליזה (במודל זה או במודל דומה שיאושר בכפוף לתיקון חוק הייעוץ) לכלל החברות המסווגות לענפי הטכנולוגיה על ידי הבורסה (ובכלל זה קרנות היי-טק ושותפויות מחקר ופיתוח כמבואר להלן). הוועדה ממליצה כי האנליזה תינתן כבר בשלב הצעת ניירות הערך של החברות לראשונה לציבור.

19.1.4.3 כדי לסייע בשכלול שוק ההון המקומי, הוועדה ממליצה למשרד האוצר ולמדען הראשי במשרד הכלכלה לבחון, בתאום עם רשות ניירות ערך, הקמת מסלול תמיכה לחברות היי-טק קטנות, אשר תכליתו השתתפות המדינה בעלויות האנליזה.

19.1.5 היבטי מס -

19.1.5.1 לקבוע במסגרת הוראת שעה (שלוש שנים ממועד כניסת החקיקה לתוקף) כי עלות ההשקעה במניות אשר נרכשו במסגרת הנפקה לציבור של חברת מחקר ופיתוח אשר נכללה מיד לאחר ההנפקה הראשונה לציבור במדד טק-עילית תוכר במועד ההשקעה כהפסד

16. הוועדה ממליצה לקדם שני פתרונות עיקריים לעידוד מימון חברות היי-טק באמצעות הבורסה: עידוד הנפקה ראשונה לציבור בישראל של חברות היי-טק גדולות יחסית ועידוד הקמת קרנות היי-טק נסחרות.

17. הוועדה בדעה כי הצלחת הפתרונות הבורסאיים המוצעים מושתתת על שלושה אדנים: הבטחת תמחור נאות באמצעות שכלול שוק ההון המקומי ועידוד השקעת משקיעים זרים; התאמת הוראות הרגולציה למאפייני החברות והקרנות ולצורכי המשקיעים בהן, תוך הפחתת עלות יישומן; ומתן תמריצים שיעודדו את יצירתו של השוק.

18. לצד הפתרונות הבורסאיים האמורים, וכצעד משלים להן, הוועדה בדעה שיש לקדם שני פתרונות מימון ציבוריים חוץ בורסאיים לחברות הזנק צעירות, בדמות מימון המונים (Crowdfunding) היינו, גיוס סכומים קטנים ממספר גדול של משקיעים מהציבור, ומועדוני משקיעים מתוחכמים, דהיינו, פנייה לציבור של משקיעים מתוחכמים לשם גיוס הון.

19. להלן תיאור תמציתי של ההמלצות המרכזיות של הוועדה:

19.1 המלצות בנוגע להנפקה ראשונה לציבור בישראל

של חברות היי-טק

19.1.1 **חברות המטרה** - הוועדה בדעה שיש לעודד רישום למסחר של חברות גדולות יחסית, המצויות בדרך כלל בשלבי התפתחות מתקדמים (Growth) עם צורכי הון משמעותיים. משכך, התנאי המרכזי שנקבע לחברות המטרה הנו שווי שוק (לאחר ההנפקה) של 200 מיליון ש"ח.

19.1.2 **מדד "טק-עילית" (Tech Elite)** - הבורסה תיצור מדד בו ייכללו חברות היי-טק שיירשמו לראשונה למסחר בבורסה העונות על ההגדרה כאמור של חברות המטרה וכן חברות היי-טק ותיקות שכבר נסחרות בבורסה בעלות שווי שוק של 400 מיליון ש"ח לפחות.

19.1.3 **מדדים נוספים ומוצרי מדדים** - על מנת להגביר את נזילות ההשקעה במניות המטרה, הבורסה תשיק את מדד טק-עילית, הכולל את מניות המטרה, מתוך כוונה כי מנפיקי מוצרי מדדים ישיקו תעודות סל על מדד זה.

1. חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה - 1995 (להלן - "חוק הייעוץ").

הון בר קיזוז (חלף הכרתה כעלות במועד מכירת המניות וחישוב רווח ההון), בכפוף לתנאים הבאים: (א) ההשקעה בוצעה במסגרת הנפקה בבורסה בישראל של חברת המחקר והפיתוח; (ב) עיקר עיסוקה של החברה במחקר ופיתוח ובידיה אישור המדען הראשי במשרד הכלכלה לכך; (ג) החברה מחויבת לעסוק במחקר ופיתוח במשך 3 שנים מיום ההנפקה; (ד) הפסד ההון יוכר עד לתקרה מקסימאלית של 5 מיליון ש"ח; (ה) החברה הונפקה לראשונה בבורסה בישראל (במדד טק-עילית) בתקופת הוראת השעה. במידה והחברה לא תעמוד בתנאי הפעילות בתחום המו"פ, החברה המנפיקה תישא בתשלום הפרש המס (מגן המס במועד ההשקעה) עבור משקיעים שאינם בעלי מניות מהותיים.

19.1.5.1 לקבוע במסגרת הוראת שעה כי תינתן אפשרות ליחידים בעלי שליטה בחברות מחקר ופיתוח, אשר תכללנה מיד עם רישומן לראשונה למסחר בבורסה בישראל במדד טק-עילית ותגייסנה הון בבורסה בישראל, בתקופת הוראת השעה, להתחייב במס על עליית ערך האופציות (שהתקבלו בידיהם טרם רישום החברה בבורסה) ממועד הרישום בבורסה בישראל ועד למומשן, במסגרת סעיף 102 לפקודת מס הכנסה במסלול ההוני (מס בשיעור של 25%), ולא במסגרת סעיף 3(ט) לפקודה זו המחייב מימוש אופציות בידי בעלי שליטה במס בשיעור שולי.

19.1.6 הקלות והתאמות בדרישות הגילוי בשוטף ובתשקיף -

19.1.6.1 חברות המטרה תהיינה רשאיות לערוך את הדוחות הכספיים, דוח הדירקטוריון ופרק תיאור עסקי התאגיד הכלול בתשקיף ההנפקה הראשונה לציבור לתקופות של שנתיים בלבד (להבדיל משלוש שנים כנדרש מחברות רגילות).

19.1.6.2 חברות המטרה תהיינה רשאיות ליהנות מן ההקלות המפורטות להלן למשך תקופת הקלות של חמש שנים ממועד ההנפקה הראשונה לציבור או עד ששווי השוק של חברות אלה יעלה על מיליארד ש"ח, לפי המוקדם (להלן: "תקופת ההקלות"):

- חברות אלה תהיינה רשאיות ליהנות מהקלות הגילוי שיינתנו לחברות קטנות בהתאם למפת הדרכים של הרשות², אף אם הן לא יענו להגדרה של חברה קטנה.

- חברות אלה תהיינה פטורות לחלוטין מדרישות ה-ISOX (כולל מן הדרישה לערוך הצהרות הנהלה אף אם תמשיך לחול ביחס לחברות קטנות).

- הן תהיינה רשאיות לערוך את דוחותיהן הכספיים לפי כללי חשבונאות בינלאומיים או אמריקאיים (ראו להלן) ללא צורך בפירוטים נוספים לפי תקנות ניירות ערך הרלוונטיים.

- הן תהיינה רשאיות להגיש דוח רבעוני הכולל דוחות כספיים וסקירה של עיקרי ההתפתחויות בלבד (ללא צורך בדוח דירקטוריון).

19.1.6.3 להקנות לרשות ניירות ערך סמכות לפטור חברות המסווגות לענפי הביומד והטכנולוגיה של הבורסה מדרישות גילוי בתשקיף ובשוטף, ובכלל זה להתנות את הפטור בתנאים, כך שהרשות תהיה רשאית להתאים, מעת לעת ובמקרים הנדרשים, את דרישות הגילוי בתשקיף ובשוטף לדרישות הגילוי המקובלות בארצות הברית ובאנגליה בנוגע לחברות היי-טק.

19.1.6.4 חברות מטרה יהיו רשאיות להתנות במסגרת תשקיף ההנפקה הראשונה לציבור על הצורך באישור המחזיקים לשם מעבר לדיווח בהתאם להוראות פרק ה'3 לחוק (הסדר הרישום הכפול).

2. ההקלות העיקריות הנשקלות לתאגידים מדווחים קטנים הן ביטול החובה לפרסם דוח על הבקרה הפנימית (iSox) ודוח רואה החשבון המבקר על הבקרה הפנימית בחברות קטנות, ומתן פטור מהוראות התוספת השנייה לתקנות דוחות תקופתיים ומיידים בעניין ניתוח סיכונים שוק ("דוח גלאי") לחברות קטנות אשר החשיפה שלהן לסיכונים הנובעים מהחזקה במכשירים פיננסיים נמוכה.

לאשר מחדש עסקאות עם בעל שליטה אחת לשלוש שנים). כמו כן, חברות אלה תידרשנה לאשר עסקאות תגמול כאמור עם בעל השליטה המכהן בחברה, אם אושרו כדין לאחר הפיכת החברה לציבורית במועד המאוחר מבין שלוש שנים ממועד האישור הקודם או חמש שנים ממועד הפיכת החברה לציבורית.

19.1.8.4 מדיניות תגמול - חברה שתקבע את מדיניות התגמול שלה עובר למועד שבו הפכה לחברה ציבורית, ומדיניות תגמול זו תתואר כדין בתשקיף ההצעה לראשונה לציבור של מניותיה, תהיה פטורה מהצורך לאשר את מדיניות התגמול בהתאם להליכי האישור הקבועים בסעיף 267א לחוק החברות. אישור כאמור של המדיניות יידרש לראשונה רק לאחר שלוש שנים ממועד הפיכת החברה לחברה ציבורית.

19.1.8.5 גמול לדירקטור חיצוני - "הסכומים המזעריים" ו"הסכומים הקבועים" המפורטים בתוספת השנייה, בתוספת השלישית ובתוספת הרביעית לתקנות החברות (כללים בדבר גמול והוצאות לדירקטור חיצוני), התש"ס-2000, יופחתו בשליש, וזאת לגבי הגמול השנתי וגמול ההשתתפות של דירקטורים חיצוניים או דירקטורים חיצוניים מומחים שיכהנו בחברות מטרה שהינן בדרגה א, ב, ג ו-ד (עד 1 מיליארד ש"ח הון עצמי), כמפורט בתוספת הראשונה לתקנות האמורות. ההפחתה האמורה תחול במהלך חמש שנים ממועד ההנפקה הראשונה לציבור של חברת המטרה, והיא תחול בהתאמה גם לגבי דירקטורים בלתי תלויים שיכהנו בחברות מטרה כאמור.

19.1.8.6 אישור תנאי כהונה והעסקה של מנכ"ל במהלך שלוש שנים ממועד הפיכת החברה לציבורית - התקשרות עם מנכ"ל בתנאי כהונה והעסקה שאינם שונים מהותית מתנאי הכהונה וההעסקה של

19.1.7 דוחות כספיים ערוכים US GAAP - לאפשר לחברות מטרה שהתאגדו בישראל לערוך את דוחותיהן הכספיים בתשקיף ובדוחות התקופתיים והרבעוניים בהתאם לכללי ה-US GAAP (ולכלול במסגרתם ביאור התאמה לכללי ה-IFRS), אם, עובר להשלמת ההצעה הראשונה לציבור, הן מקיימות את התנאים המפורטים להלן: (א) יותר מ-50% מהכנסותיהן לא התקבלו בישראל, וזאת בכל אחת מתקופות הדיווח הכלולות בתשקיף בהן היו הכנסות; וכן - (ב) בעל שליטה בחברה אינו תושב ישראל; או למעלה מ-50% ממניות החברה הינן בבעלות מי שאינם תושבי ישראל.

19.1.8 היבטי ממשל תאגידי -

19.1.8.1 ועדה לבחינת הדוחות הכספיים - חברות המטרה לא תידרשנה להקים ועדה לבחינת הדוחות הכספיים במהלך תקופת ההקלות.

19.1.8.2 כהונת יו"ר-מנכ"ל - יושב ראש הדירקטוריון אשר כיהן כמנהלה הכללי במועד הפיכת החברה לחברה ציבורית (וניתן לכך גילוי במסגרת התשקיף), יהיה רשאי להמשיך בכהונה עד תום חמש שנים מהמועד בו הפכה החברה לחברה ציבורית, ובמהלך תקופה זו לא יידרש אישור האסיפה הכללית מכוח סעיף 121(ג) לחוק החברות, התשנ"ט - 1999 (להלן: "חוק החברות"). כמו כן, אם אושר באסיפה הכללית מינוי יושב ראש הדירקטוריון כמנהלה הכללי של החברה במהלך השנתיים שלאחר הפיכת החברה לציבורית, יהיה האישור תקף עד תום חמש שנים ממועד הפיכת החברה לציבורית (במובחן משלוש שנים ממועד האישור לפי המצב המשפטי הקיים).

19.1.8.3 הסכם ניהול עם בעל שליטה - חברת מטרה אשר התקשרה עם בעל שליטה המכהן בה בנושא משרה בעסקת תגמול, אשר תוארה בתשקיף, תידרש להביאה לאישור מחדש רק לאחר חמש שנים ממועד הפיכת החברה לציבורית (על אף הדרישה

המנכ"ל שכהן במועד ההנפקה הראשונה לציבור, ואשר תוארו כדין בתשקיף ההצעה לראשונה לציבור, תהיה פטורה מאישור האסיפה הכללית, ובלבד שהעסקה תואמת את מדיניות התגמול.

19.1.9 חברות דלאוריות -

19.1.9.1 חברות דלאוריות חדשות שייכללו במדד טק-עילית מיד לאחר רישומן לראשונה בבורסה, תהיינה רשאיות לדווח לבורסה ולרשות ניירות ערך בשפה האנגלית.

19.1.9.2 להמליץ לרשות ניירות ערך לבחון את הצורך בביצוע התאמות נוספות בהוראות הגילוי של חברות אלה, כל עוד הן מדווחות במקביל גם לרשות ניירות ערך האמריקאית, כך שתופחת עלות עריכת הדוחות, ובלבד שלא תיפגע איכות הגילוי הניתן למשקיעים בישראל, ולא תיפגע יכולתה של רשות ניירות ערך לפקח על קיום הוראות הגילוי.

19.1.9.3 הרשות תעשה שימוש בסמכותה, כך שלחברות הדלאוריות שייכללו במדד טק-עילית מיד לאחר ההנפקה הראשונה לציבור של מניותיהן, יוקנו ההקלות בממשל תאגידי המוקנות לחברות טק-עילית המאוגדות בישראל, וזאת למשך תקופת ההקלות.

19.1.10 שפת הדיווח -

19.1.10.1 לאפשר לחברות המטרה לערוך את תשקיף ההנפקה הראשונה לציבור בשפה האנגלית והתשקיפים שלאחריו בכלל, וכן לדווח בשוטף באנגלית כל עוד הן בגדר תאגיד מדווח. הזכאות לא תפקע עקב גריעת החברה מן הרשימה (למעט אם תפסקנה להיות מסווגות לענפי הבימוד והטכנולוגיה של הבורסה).

19.1.10.2 לאפשר לחברות הרשומות כיום בבורסה ושיכללו במדד טק-עילית להגיש את כל דיווחיהן ותשקיפיהן לרשות ניירות ערך בשפה האנגלית, בכפוף לקבלת אישור

אסיפות בעלי ניירות הערך של החברה ברוב רגיל, למעט בעלי השליטה. הזכאות להגשת הדיווחים בשפה האנגלית תתקיים כל עוד החברה תהיה בגדר תאגיד מדווח, ובלבד שתמשיך להיות מסווגת לענפי הבימוד והטכנולוגיה של הבורסה.

19.1.10.3 להמליץ לרשות ניירות ערך להבהיר כי חברות המסווגות לענפי הבימוד והטכנולוגיה (גם אם אינן נכללות במדד טק-עילית) תוכלנה לפרסם כדיווח מיידי תרגום לאנגלית של דיווחיהן בעברית, בכפוף להבטחת רציפות ומהימנות התרגום.

19.1.10.4 הוועדה תומכת בהצעת משרד המשפטים לפיה כלל החברות יהיו רשאיות להגיש לרשם החברות את התקנון וכן מסמכים לרישום שעבודים בשפה האנגלית (לצד טופס שיפרט בעברית הוראות עיקריות בתקנון ובמסמכי השעבוד האמורים).

19.1.10.5 בד בבד עם אפשרות הדיווח באנגלית תקים הבורסה אתר מאיה באנגלית, בדומה למאיה בעברית, כך שתהיה גישה נוחה וידידותית למשקיעים זרים להגיע לדיווחים של חברות אלו, של החברות הדואליות ושל חברות אחרות שיקחו על עצמן לתרגם את כל הדיווחים בעברית גם לאנגלית.

19.2 המלצות בנוגע לקרנות היי-טק נסחרות

19.2.1 **הקמת קרנות היי-טק במודל של קרנות נאמנות** - מוצע לאפשר הקמת קרנות היי-טק נסחרות במודל של קרנות נאמנות סגורות, בכפוף להתאמות שונות, לאור העובדה שקרנות היי-טק הן בגדר הסדרים להשקעה משותפת בניירות ערך (סחירים ולא סחירים), ועל מנת להתאים את הוראות הרגולציה למאפייני הקרנות תוך הפחתת עלותן.

19.2.2 **שני סוגים של קרנות נסחרות** - הוועדה ממליצה לאפשר קיומם של שני מודלים להקמת קרנות היי-טק נסחרות כקרנות נאמנות סגורות:

19.2.2.1 קרן היי-טק לתקופה מוגבלת שתיקבע בהסכם הקרן, ובלבד שלא תעלה על 15 שנה ("קרן היי-טק קצובה");

19.2.2.2 קרן היי-טק בלתי קצובה בזמן, אשר הציבור רשאי להביאה לידי פירוק אחת לתקופה בהחלטה מיוחדת ("קרן היי-טק מתמשכת").

קרנות אלה יהיו רשאיות להשקיע עד 30% מן הסכום שגויס מן הציבור בניירות ערך של חברות היי-טק לא נסחרות (ישראליות או קשורות לישראל), ובמקרה שבו תתקבל תמיכת מדינה, השיעור יהיה עד 50% מסכומי הגיוס.

19.2.3 קרנות היי-טק נסחרות יוקמו במסלול "קרן נאמנות פטורה" - קרן היי-טק נסחרת תהיה פטורה ממס על הכנסותיה, ובעלי היחידות בקרן יהיו חייבים במס במועד מימוש היחידות בקרן או בעת חלוקת רווחים.

19.2.4 הקלה בשיעור החזקה של קופות גמל - הוועדה ממליצה כי בהשקעה בקרנות היי-טק נסחרות תתאפשר הקלה בשיעור החזקה של אמצעי השליטה כהגדרתם בסעיף 9(2) לפקודת מס הכנסה הנדרשת בהגדרת שליטה בידי כמה מן הגופים המנויים בסעיף (רשות מקומית, מפעל הפיס, מוסד ציבורי או קופת גמל), לעומת מגבלת שיעור של עד 50% לפי הדין הקיים. החזקה של כמה גופים בשיעור שייקבע לא תיחשב כהפרת הוראות הסעיף לעניין שליטה, בכפוף לכך שגופים אלו אינם מנוהלים על ידי חברות ניהול זהות או בעלי שליטה זהה.

19.2.5 תמריצים נוספים לקרנות היי-טק נסחרות - הוועדה ממליצה למשרד האוצר להמשיך ולבחון את הצורך בעידוד ההקמה של קרנות היי-טק נסחרות על דרך של מתן תמריצים נוספים, וזאת בין היתר על רקע הניסיון הבינלאומי שנצבר בעניין זה. מוצע לבחון תמריצים להפחתת עלויות המימון של הקרנות, באמצעות שימוש בערבויות מדינה אשר מטרתן להפחית את רמת הסיכון שעומדת בפני המשקיעים, או שימוש בערבויות מדינה שמטרתן להגדיל את תוחלת התשואה, או שילוב של השניים;

19.3 פתרונות מימון חוץ בורסאיים -

19.3.1 כללי - הוועדה ממליצה על קידום של שני אמצעי מימון חוץ בורסאיים שיתאימו למיזמים בשלבי ה-Seed ואינם מתאימים להירשם בבורסה: גיוס באמצעות מנגנון ה-Crowdfunding - שימוש באינטרנט על מנת לגייס סכומים קטנים ממספר גדול של משקיעים מהציבור; ומועדוני משקיעים מתוחכמים. השילוב של שני אמצעים אלה עשוי להשלים את הפתרונות המימוניים האחרים בכך שהם מתייחסים למיזמים צעירים המצויים בשלב ההשקעה הראשוני, זאת להבדיל מן האמצעים האחרים - הבורסאיים - המכוונים, מטבעם, לחברות בשלבי התפתחות מאוחרים יחסית.

19.3.2 מימון המונים (Crowdfunding) - הוועדה ממליצה לאמץ מודל של מימון המונים בישראל לחברות הזנק ישראליות צעירות, לפי העקרונות המתוארים בדוח הוועדה. Crowdfunding הינו מודל לגיוס הון מהציבור הרחב באמצעות פלטפורמה אינטרנטית, כאשר הרעיון העומד בבסיסו הוא גיוס סכומים קטנים ממספר גדול של משקיעים. על פי המוצע, מנפיק יהיה רשאי לגייס בגיוס Crowdfunding בודד או במספר גיוסי Crowdfunding במהלך כל תקופה של 12 חודשים עוקבים - סכום מצטבר של עד 2 מיליון ש"ח. ככלל, משקיע יהיה רשאי להשקיע בהשקעות Crowdfunding בכל תקופה של 12 חודשים עוקבים, סכום כולל של עד 20,000 ש"ח, ולא יותר מ-10,000 ש"ח בהשקעה בודדת.

19.3.3 מועדוני משקיעים מתוחכמים - מודל זה מאפשר לחברה לגייס סכומים גדולים יותר (לעומת מימון המונים) מציבור מצומצם יותר של משקיעים מתוחכמים יחידים. הוועדה ממליצה לרשות ניירות ערך לפרסם הבהרה בנוגע לאופן שבו ניתן לפנות בפנייה פומבית על מנת לאתר יחידים משקיעים מתוחכמים

כרווח הון לפי חלק ה' לפקודת מס הכנסה, בכפוף להתקיימות מספר תנאים כמפורט בדוח הוועדה.

19.4 עידוד השקעת גופים מוסדיים - כדי לעודד גופים מוסדיים לבנות מומחיות הנדרשת להשקעה במניות היי-טק סחירות, הוועדה ממליצה לאפשר, לתקופת ביניים מוגבלת בזמן, לנכות תשלומים הנובעים מהשקעה בקרנות היי-טק סחירות ובמוצרי מדדים, כהוצאה הגנבית מעמיתים מעבר לדמי הניהול, ובלבד שמנהל הקרן הוא לא "צד קשור" לגוף המוסדי. לקראת תום התקופה, ייבחן הצורך להארכת תקופת הביניים לתקופה נוספת, בשים לב לניסיון שיצברו גופים מוסדיים והשתכללות שוק ההון בתחום זה.

19.5 לאור החדשנות והמורכבות של חלק מהמלצות הוועדה, אנו ממליצים על הקמת צוות מעקב אשר מתפקידו יהיה לבחון את אופן יישום המלצות הוועדה ויעילותן ולהמליץ במידת הצורך על ביצוע התאמות. צוות המעקב יורכב מנציגי הגופים החברים בוועדה, ונציגי רשות ניירות ערך והבורסה יעמדו בראשו. הצוות יתכנס לפחות אחת לחצי שנה וידווח ליושב ראש רשות ניירות ערך.

מבלי שהפנייה עצמה תחויב בפרסום תשקיף. באשר לאמצעים שנדרש המציע לנקוט על מנת לוודא כי אמנם מדובר במשקיעים מתוחכמים, הוועדה ממליצה כי המודל שיש לעודדו הוא גיבוש של מאגר או "מועדון" של משקיעים מתוחכמים אשר חברות ההזנק יפנו אל החברים בו במישרין, או בעקיפין באמצעות מרכז המועדון. היתרון בפנייה אל קבוצה מוגדרת של משקיעים מתוחכמים לעומת פנייה כללית לכולי עלמא, הוא בכך שחברות ההזנק שיבקשו לעניין את חברי הקבוצה בהצעת השקעה קונקרטיית לא יידרשו לערוך את בדיקת הכשירות המלאה, ויוכלו להסתמך, בהתאם לעקרונות שייקבעו, על הבדיקה המלאה שנערכה בעת כניסת המשקיע המתוחכם למאגר ועל "בדיקות כשירות" תקופתיות.

19.3.4 הוועדה ממליצה כי במקרה בו תתבצע ההשקעה במודל ה-Crowdfunding או מועדוני משקיעים באמצעות שותפויות מוגבלות לא נסחרות, יראו את ההכנסה בידי משקיעים פסיביים שישקיעו בחברות Seed באמצעות שותפויות שיאשרו,

1. תעשיית ההיי-טק בישראל - רקע כללי

- 1.1 תעשיית ההיי-טק הינה מנוע הצמיחה של המשק הישראלי בעשורים האחרונים. תעשייה זו מאופיינת, בין היתר, בערך מוסף גבוה, בחדשנות טכנולוגית ובכוח אדם משכיל, מדעי וטכנולוגי.
- 1.2 תעשיית ההיי-טק הישראלית תורמת משמעותית לכלכלת המדינה, ובכלל זה בהיבטי תוצר לאומי, ייצוא תעשייתי וכוח העבודה.
- 1.3 תעשיית ההיי-טק כוללת ענפי פעילות שונים, ובכלל זה ענפי מדעי החיים, תקשורת, אינטרנט, תוכנה, מוליכים למחצה וקלינטק. ענפים אלה נבדלים זה מזה בהיבטים שונים, כגון עוצמת החדשנות הטכנולוגית והיקף ההון הנדרש. כך, לדוגמה, ענף ייצור המוליכים למחצה מאופיין בדרישות הון גבוהות, לעומת ענף האינטרנט המאופיין בדרישות להשקעות הון נמוכות יחסית.
- 1.4 בדרך כלל, חברות היי-טק מתאפיינות בשיעורי צמיחה במכירות הגבוהים מאלו של חברות תעשייתיות מסורתיות, אך הדבר תלוי בקצב צמיחת השווקים בהם הן פועלות. לצד האמור, רמת הסיכון הגלומה בפעילותן גבוהה יותר מזו של חברות תעשייתיות מסורתיות, בין היתר עקב הקצב המהיר של ההתפתחות הטכנולוגית של המוצרים.
- 1.5 חברת הזנק הינה חברת היי-טק שטרם הגיעה לבשלות העסקית, אך קיימת ציפייה שבעתיד החברה תייצר הכנסות ורווחים בסכומים משמעותיים.
- 1.6 מקובל להתייחס לחמישה שלבים בהתפתחות חברת הזנק: שלב ה-Seed במסגרתו נבחנות היתכנות הרעיון הטכנולוגי וההיתכנות הכלכלית; שלב ה-R&D במסגרתו מפותח המוצר; שלב ה-Early Stage במסגרתו מתחילה פעילות הייצור והמכירה; ושלב ה-Growth במסגרתו מתפתחות המכירות וההון החוזר, עד לשלב הבשלות (Maturity) וההגעה לרווחיות ותזרים מזומנים חיובי ומתמשך.
- 1.7 תעשיית חברות הזנק הישראלית נחשבת לשנייה בחשיבותה לארצות הברית בלבד. על פי נתוני ה-IVC (חברת מחקר הסוקרת את השקעות ההון סיכון וענף ההיי-טק בישראל), פועלות בישראל נכון לסוף שנת 2012 כ-5,200 חברות הזנק, מתוכן כ-2,200 חברות מייצרות הכנסות.

2. הסיכונים ודרך המימון

- 2.1 חברת הזנק מתבססת במרבית המקרים על מספר יזמים, בעיקר אנשי טכנולוגיה, המנסים לתת מענה, באמצעות מוצר טכנולוגי, לצרכים בשווקים שונים, בינלאומיים מטבעם. לשם כך, מגייסת חברת הזנק הון ממשקיעים המוכנים לסכן את כספם במלואו, בשל הסיכוי לתשואות גבוהות מאוד, בדרך כלל מאנשים פרטיים המכונים אנג'לים ובהמשך מקרנות הון סיכון.
- 2.2 הסיכון הגלום בהשקעה נובע, בין היתר, מהקושי להעריך את היקפו ומאפייניו של שוק המוצר הפוטנציאלי ואת רמת התחרות הפוטנציאלית; מהצורך של החברה להגן על הקניין הרוחני; ומאי הוודאות לגבי יכולתה של החברה לפתח את המוצר בהצלחה ולהגיע לשוק במהירות ולפני מתחריה.
- 2.3 אף לאחר השלמת המוצר והתחלת שיווקו בהצלחה, עשוי לעבור שוק המוצר שינויים ואירועים שונים, כמו פגיעה ברווחיות המוצר בשל כניסת מתחרים בעלי יכולת שיווקית ועוצמה פיננסית עדיפה, או התפתחות טכנולוגית שתהפוך את המוצר ללא-רלוונטי.
- 2.4 על כן, הצלחת המיזם תלויה גם, ואולי אף בעיקר, ביכולתה של החברה לקדם, ובמהירות, תוכנית עסקית המבוססת על הערכה נכונה של הסיכונים והסיכויים בשוק המוצר הפוטנציאלי, כמו גם ביכולתה הניהולית להוציא אל הפועל את התוכנית העסקית ברמה הגבוהה ביותר.
- 2.5 על רקע זה, ברי שהפיכת חברת הזנק לחברת היי-טק בוגרת הינה מהלך המחייב תשתית כלכלית משמעותית תומכת, כולל קיומו של כוח אדם טכנולוגי ברמה הגבוהה ביותר, ומימון מקצועי וזמין בכל שלבי ההתפתחות של החברה.
- 2.6 בשים לב לאמור, אף בהתקיים תשתית שכזו, המהלך האסטרטגי הנכון לחלק לא מבוטל מחברות הזנק עשוי להיות מכירתן לחברות זרות עוד טרם שלב הבשלות.
- 2.7 בפועל, על בסיס נתוני ה-IVC, בממוצע רב שנתי למעלה מ-95% מחברות הזנק נמכרות בשנים האחרונות לחברות זרות. שיעור ההנפקות הראשונות לציבור מסך עסקאות המכירה (הכולל IPO וכן עסקאות M&A) פחת בצורה משמעותית לאחר

2.10 מימון חברות הזנק בשלבי הפיתוח והצמיחה נעשה כאמור בעיקרו על ידי קרנות הון סיכון ישראליות וזרות. תקופת החיים של קרנות אלה מוגבלת לרוב בזמן, ויכולתן לממן את ההשקעות המשמעותיות הנדרשות בשלבי ההתרחבות המאוחרים הינה לרוב מוגבלת בשל ההיקף הכספי המנוהל על ידן. תקופת חיים מוגבלת זו יוצרת גם תמריץ משמעותי למכירת החברות קודם להבשלתן.

2.11 גם היזמים המושקעים בחברה מראשיתה עשויים להעדיף מימוש מהיר בשל יתרונם היחסי בניהול מיזמים (להבדיל מניהול חברות בוגרות), בשל החשש מפני איבוד ההזדמנות למכירת המיזם במחיר המוצע, או בשל צורך במימוש ההשקעה, בעיקר אם מדובר ביזמים צעירים שזה להם המיזם הראשון.

2.12 לאור האמור, הנציגים שהופיעו בפני הוועדה סברו כי השיעור הנמוך של חברות שהופכות לחברות בוגרות המנפיקות בבורסה אינו נובע רק משיקולים אסטרטגיים, או מנכונותן של החברות הרוכשות לשלם סכום העולה על השווי הכלכלי של החברה בשל שיקולים שונים (כגון סינרגיה, או "העלמת" מתחרים פוטנציאליים).

2.13 לדעתם, חלק מן החברות נמכרות, או נמכרות מוקדם מדי, בין היתר, בשל היעדר מימון זמין לשם המשך פיתוח החברה, לצד רצונם של חלק מן היזמים והמשקיעים האחרים "להיפגש עם הכסף".

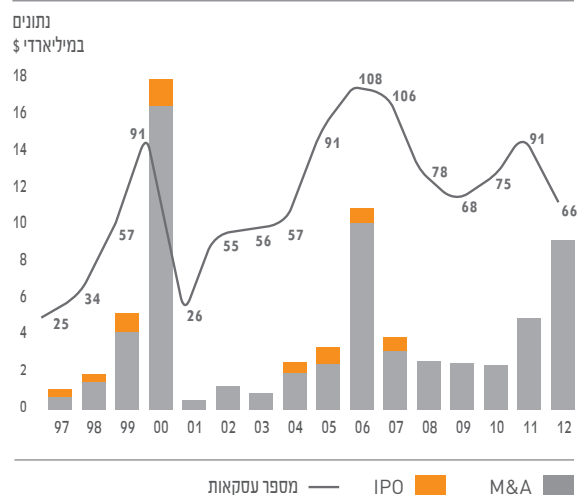
2.14 כפי שניתן ללמוד מ**לוח 2**, כסף רב יותר מופנה לחברות בשלב ההכנסות הראשוניות (Early Stage), כאשר מספר החברות בשלב הצמיחה (Growth) שהצלחו לגייס הנו נמוך משמעותית. הנציגים שהופיעו בפני הוועדה סברו כי יש להגדיל את מוון המקורות לגיוס כסף לחברות בשלב הצמיחה, מאחר שבשלב זה החברות נדרשות לכספים רבים כדי ליצור מערך ייצור ושיווק, בעוד קרנות ההון סיכון אינן מספקות להן את מלוא צורכי המימון.

התפוצצות בועת ההיי-טק בשנת 2000 והוא נמוך באופן משמעותי מן השיעור המקביל בארצות הברית (למעלה מ-20%).¹

2.8 כפי שניתן לראות מלוח 1 המובא להלן, שיעור ההנפקות הראשונות לציבור מסך עסקאות המכירה הנו קטן ביותר, וכפי שניתן ללמוד מנספח ג' לדוח הוועדה שיעור זה נכון ביחס לכלל תת-ענפי תעשיית חברות ההזנק.

2.9 לאורך כל השנים, בכל אחד מתתי-הענפים, קיים מספר לא מבוטל של חברות שנמכרו לחברות זרות בשווי שבין 50 מיליון דולר ל-500 מיליון דולר, ערכי שווי המתאימים לצורך רישום למסחר בבורסה.

לוח 1: הנפקות ראשוניות, מיזוגים ורכישות בתעשיית ההיי-טק

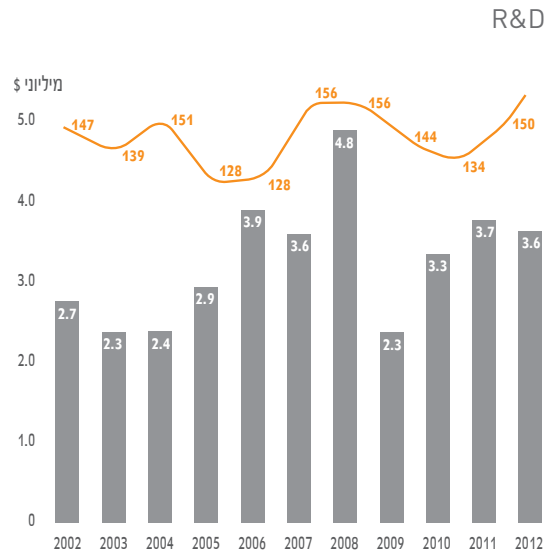
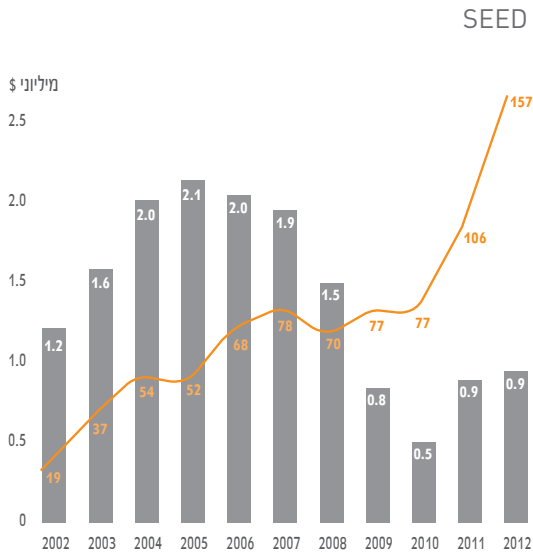


גודל עסקאות	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
< \$10m	10	18	22	35	15	44	42	24	53	59	55	41	42	37	42	31
\$10m-\$50m	9	9	17	20	9	7	10	21	20	22	27	22	16	21	30	18
\$50m-\$100m	4	1	11	17	1	2	1	5	7	10	12	8	1	11	4	5
\$100m-\$500m	2	6	4	14	1	1	3	6	10	14	12	7	9	6	14	10
> \$500m	0	0	3	5	0	1	0	1	1	3	0	0	0	0	1	2

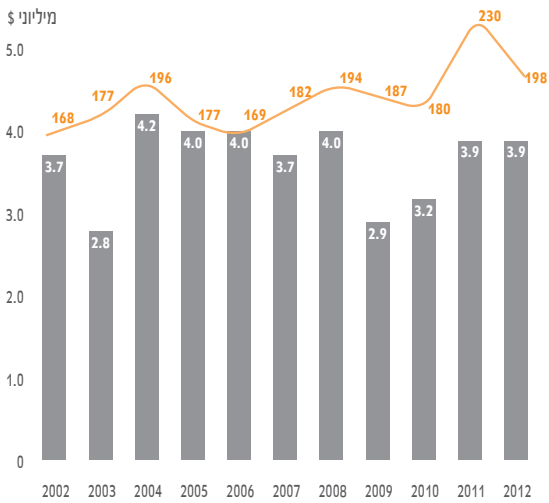
מקור הנתונים: IVC

1. ראו לעניין זה - "Rebuilding the IPO On-Ramp, Putting Emerging Companies and the Job Market Back on the Road to Growth", Issued by the IPO Task Force, October 20, 2011.

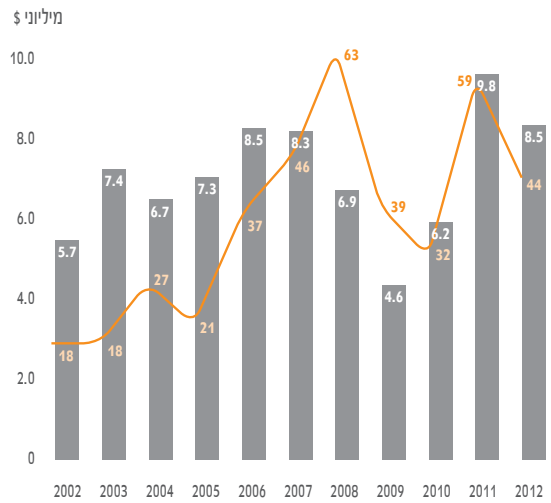
לוח 2: גיוס לפי שלבי התפתחות



הכנסות ראשוניות (עד 10 מיליון דולר לשנה)



שלב הצמיחה (הכנסות שנתיות מעל 10 מיליון דולר ושעור גידול דו ספרתי)



■ שווי עסקה ממוצע (M\$) — מספר עסקאות

מקור הנתונים: IVC

3. הצורך בגיוון מקורות המימון

3.1 תעשיית חברות ההזנק תלויה בהון זר, אמריקאי ברובו, המושקע בעיקר באמצעות קרנות הון סיכון ישראליות וזרות. הבורסה הישראלית, לעומת זאת, מהווה נכון להיום חלופה אחרונה למימון חברות הזנק. מעבר לכך, הגופים המוסדיים הישראלים משקיעים פחות מ-0.3% מנכסיהם המנוהלים בחברות ההזנק, בעיקר באמצעות קרנות הון סיכון פרטיות.

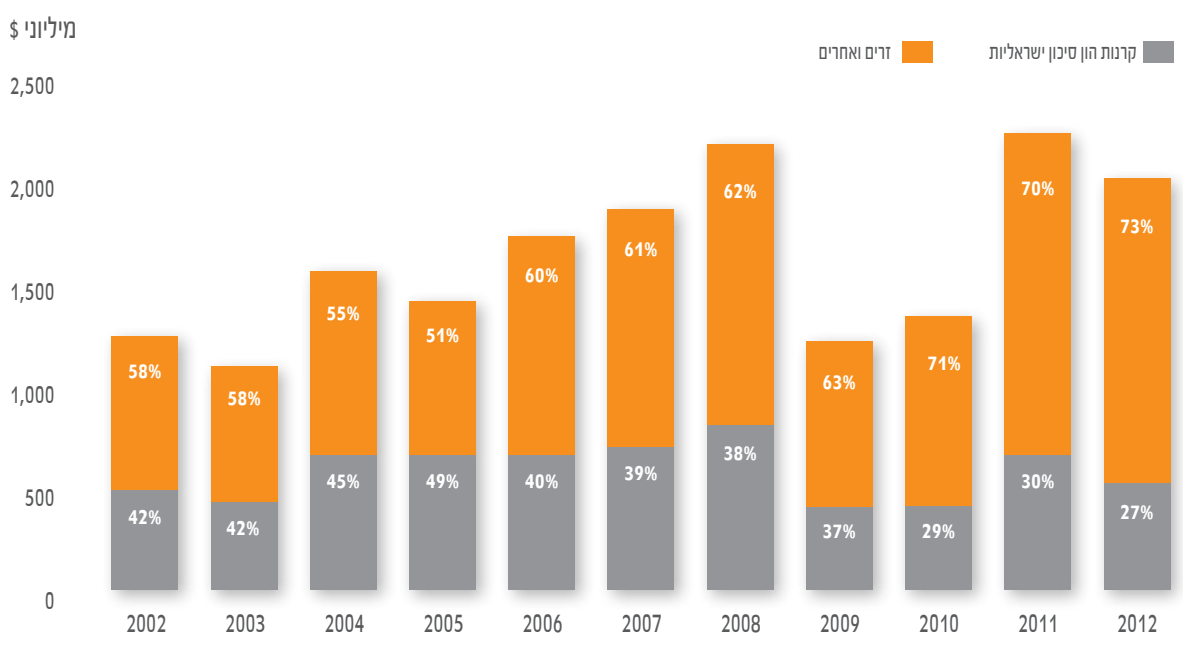
3.2 תלות בהון זר יוצרת תלות גבוהה בשינויים אקסוגניים לשוק המקומי והובילה לכך שהיקף ההשקעות בחברות הזנק ישראליות וקרנות הון סיכון ישראליות פחת בצורה משמעותית בעת המשבר הפיננסי ב-2008 (כמו גם בעת התפוצצות בועת ההיי-טק), כפי שניתן ללמוד מלוח 3 המובא להלן.

3.3 מלוח 3 ניתן לראות כי עד לשנת 2008 היתה עלייה מתמדת בהיקף הגיוסים של חברות היי-טק ישראליות - מסכום של כמיליארד דולר בראשית העשור לסכום של כ-2 מיליארד דולר בשנת 2008. המשבר העולמי פגע בהיקף הגיוסים, כך שבשנים 2009 ו-2010 ירד

היקף הגיוס לכ-1.1 מיליארד דולר בלבד. בשנים 2011-2012 חזרו חברות ההיי-טק לגייס בהיקף שנתי של כ-2 מיליארד דולר.

3.4 בשל ירידה בהיקף ההון שמייעדים הגופים הפנסיוניים בעולם לתחום ההון סיכון, מספרן של קרנות הון סיכון מצטמצם תוך הגדלת חלקן של קרנות הון סיכון הבינלאומיות הגדולות. ניתן לראות לכך ביטוי גם בישראל, כאשר שיעור הגיוס מהקרנות הזרות עולה בהתמדה על פני השנים, מכ-55% לפני 10 שנים ליותר מ-70% מהיקף הגיוס בשלוש השנים האחרונות. נתונים אלה מצביעים ביתר שאת על התלות הגבוהה של תעשיית ההיי-טק הישראלית בתהליכים חיצוניים, כאשר משברים בחו"ל צפויים להשפיע באופן ניכר על פעילות ההשקעות במשק המקומי. בעת משבר, משקיעים זרים נוטים לצמצם קודם כל את השקעותיהם בשווקים המרוחקים ומעדיפים להתרכז בהשקעות בבית. בנוסף, נחשפת המדינה, שמנוע הצמיחה שלה הנו תעשייה זו, ללחצים של גורמים פוליטיים שונים המנסים להביא להקטנת ההשקעה של חברות זרות בשוק הישראלי.

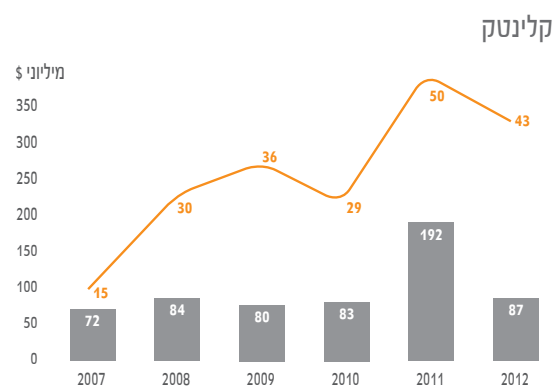
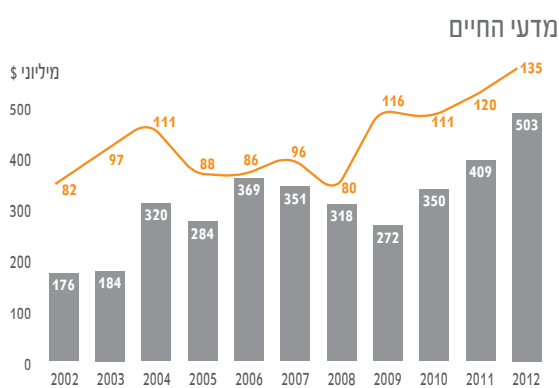
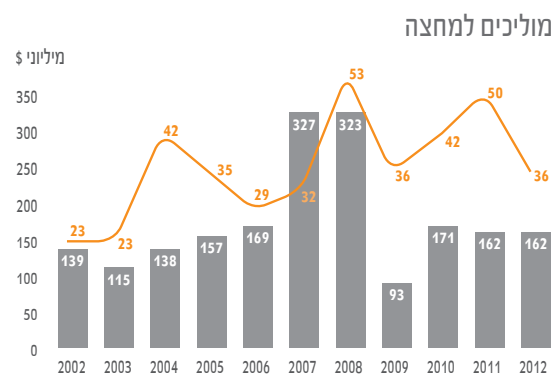
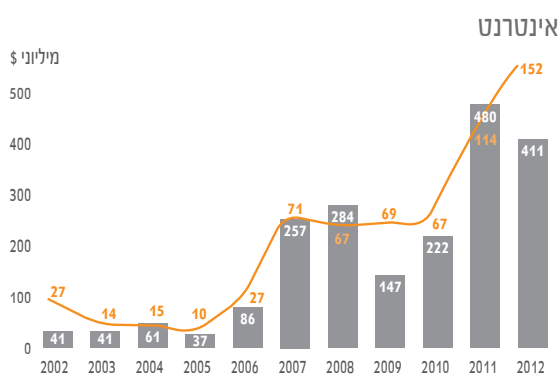
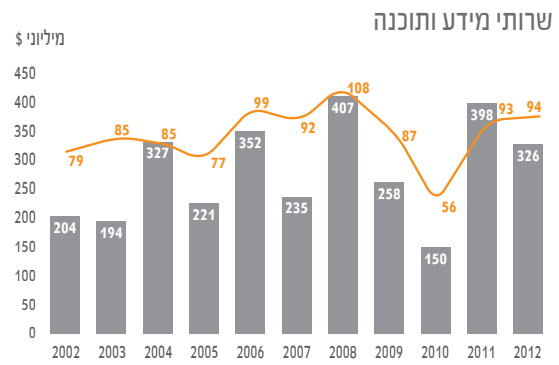
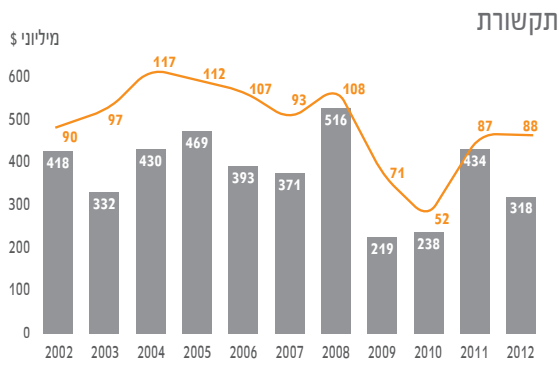
לוח 3: גיוסים ע"י חברות היי-טק ישראליות



מקור הנתונים: IVC

3.5 כפי שניתן ללמוד מלוח 4 המובא להלן, הירידה בהיקף ההשקעות בשנים 2008 ו-2009 התרחשה בכל תת-ענפי תעשיית חברות ההזנק.

לוח 4: גיוס הון ע"י חברות היי-טק ישראליות

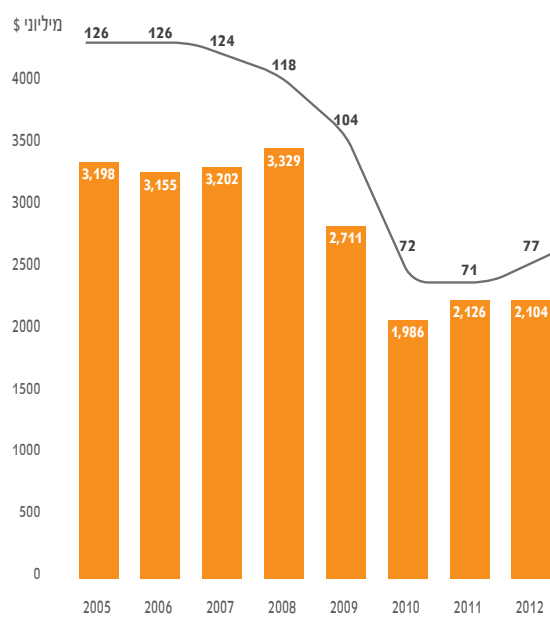


■ הסכום שגויס — מספר עסקאות
 מקור הנתונים: IVC

עם זאת, ניתן לראות את ההתעניינות הגוברת של המשקיעים בחברות האינטרנט ובהכרה שמקבלות החברות הישראליות העוסקות במדעי החיים. בשני ענפים אלו ניכרת מגמה של עלייה בהיקף גיוסי הון.

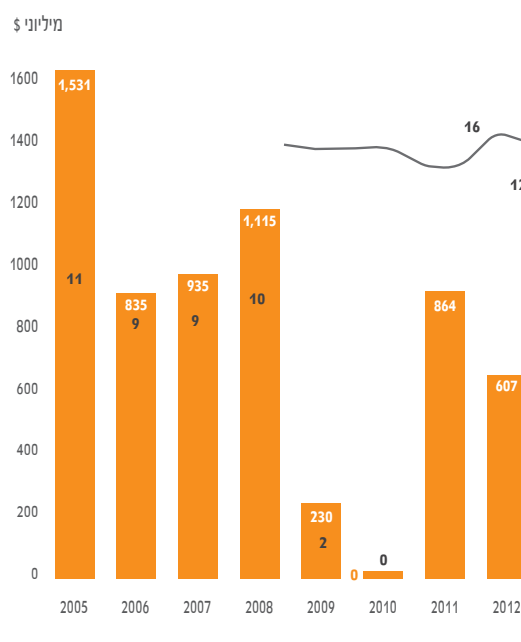
3.6 התלות בהון הזר השפיעה לא רק על ההשקעות הישירות בחברות ההיי-טק בשיא המשבר הפיננסי אלא גם על ההשקעות של הזרים בקרנות ההון סיכון הישראליות. הירידה בהשקעות בקרנות הישראליות מגדילה את התלות בהון הזר, כפי שניתן ללמוד מן הנתונים אודות גיוסי ההון על ידי הקרנות הישראליות, כמתואר בלוחות 5 ו-6 שלהלן.

לוח 6: הון נותר להשקעה בקרנות VC ישראליות



■ סה"כ הון שנותר להשקעה — מספר קרנות ישראליות פעילות

לוח 5: גיוסים ע"י קרנות הון סיכון ישראליות*



■ סה"כ סכום הגיוס — מספר קרנות שגייסו

גיוס ממוצע לקרן (במיליוני \$)

2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
139	93	104	112	115	0	54	51

* חברת הניהול נמצאת בישראל והקרן מתמקדת בהשקעות בישראל.

מקור הנתונים: IVC

3.7 ניתן ללמוד מלוחות אלה שמספר קרנות ההון סיכון הישראליות הצטמצם מכ-126 קרנות פעילות ב-2005, עם הון פנוי להשקעה של כ-3.2 מיליארד דולר, ל-77 קרנות עם הון פנוי להשקעה של כ-2.1 מיליארד דולר כיום. יכולת הגיוס של הקרנות הישראליות נפגעה מהסיבות שתוארו לעיל, וניתן לראות כי הגיוס הממוצע לקרן ירד מ-139 מיליון דולר בשנת 2005 לכ-51 מיליון דולר בשנת 2012.

3.8 **נתונים אלו מצביעים על הצורך הגובר במציאת חלופות יעילות, דרך הבורסה הישראלית, לגיוס הון לחברות הזנק בישראל - הן גיוסים ישירים על-ידי חברות בינוניות וגדולות והן גיוסים מקרנות הון סיכון ציבוריות שמטרתן השקעה במספר חברות קטנות בשלבים המוקדמים יותר.**

כך, ניתן יהיה להסתמך יותר על השוק המקומי לעומת החשיפה הגבוהה הקיימת כיום להון זר. בדרך זו גם יגדל הסיכוי להישארות החברות בישראל.

3.9 על רקע זה, ולאור החשיבות הרבה של תעשיית ההיי-טק למשק הישראלי, הוועדה בדעה שקיימת חשיבות רבה בגיוון מקורות ההון לתעשיית ההיי-טק. משכך, קיימת חשיבות רבה בהפיכת הבורסה לחלופה אטרקטיבית ויעילה לגיוס הון על ידי חברות ההיי-טק. חלופה זו תגוון את מקורות ההון לתעשיית חברות ההיי-טק, תגדיל את היקף ההשקעות בתעשיית חברות ההיי-טק ותצמצם את התלות בשווקים כלכליים חיצוניים.

3.10 **יתרונות לחברות - מימון דרך הבורסה בשלבים מוקדמים למימון בבורסות זרות:** בבורסה בישראל ניתן לרשום למסחר חברות המצויות בשלבים מוקדמים לעומת המקובל בבורסות אחרות, לדוגמה בבורסות המרכזיות בארצות הברית. רישום בשלב מוקדם מגדיל את הסיכוי שהחברות לא יימכרו, אלא יגדלו ויוכלו להנפיק בשלב מאוחר יותר ומתאים יותר בבורסות זרות (אם ימצאו לנכון). וגם אם יהיו חברות שיימכרו - קיומו של שוק הון מקומי יעיל עשוי להגדיל את שווי החברות הנמכרות (בשל עצם קיומה של אפשרות הרישום בשלב מוקדם).

3.11 **יתרונות למשק - גם למשק הישראלי עדיפה אפשרות המימון בשלבים מוקדמים בבורסה הישראלית, על פני מכירה מחוץ לישראל, מאחר שיש בגיוס בבורסה הישראלית בכדי לחזק את הזיקה של חברות ההיי-טק לישראל, כך שהמטה, הפעילות היצרנית והקניין הרוחני יישארו בישראל, וכן מאחר שחזוק תדמיתה של הבורסה כמרכז לחברות ההיי-טק, יביא לכדי עניין בינלאומי בהשקעה בחברות ההיי-טק ישראליות דרך הבורסה הישראלית.**

3.12 **יתרונות למשקיעים -** קידומה של הבורסה בהיבט זה יוביל לפיתוח שוק ההון הישראלי, הן בדרך של מתן אפשרות ליצירת תיק נכסים מגוון ואטרקטיבי יותר, והן בדרך של הוזלת עלויות בשוק ניירות הערך.

3.13 **הפתרונות -** בהתאם לאמור לעיל, הוועדה אפיינה שני פתרונות עיקריים למימון חברות ההיי-טק באמצעות הבורסה. הפתרונות הינם: עידוד הנפקה ראשונה לציבור בישראל של חברות ההיי-טק גדולות יחסית ועידוד הקמת קרנות הון סיכון נסחרות שישקיעו ויתמכו במספר חברות בשלבים שהינם מוקדמים יחסית ואינם מתאימים להנפקה ישירה של החברות בבורסה.

3.14 **הוועדה בדעה כי הצלחת הפתרונות המוצעים תלויה בשלושה גורמים: הבטחת תמחור נאות באמצעות שכלול שוק ההון המקומי ועידוד השקעת משקיעים זרים; התאמת הוראות הרגולציה למאפייני החברות ולצורכי המשקיעים בהן תוך הפחתת עלות יישומן; ומתן תמריצים שיעודדו את יצירתו של השוק.**

3.15 **לצד הפתרונות הבורסאיים האמורים, וכצעד משלים להם, אנו בדעה שיש לקדם שני פתרונות מימון ציבוריים חוץ בורסאיים, בדמות מימון המונים (Crowdfunding) ומועדוני משקיעים מתוחכמים, דהיינו - פנייה לציבור של משקיעים מתוחכמים לשם גיוס הון לחברות הזנק צעירות.**

1. הגדרת חברות המטרה ויצירת מדד חדש

1.1 הוועדה בדעה כי קיימים יתרונות משמעותיים למשק בעידוד חברות היי-טק להירשם למסחר בבורסה, כאמור לעיל.

1.2 הוועדה סבורה כי יש לעודד רישום למסחר של חברות גדולות יחסית, הנמצאות בשלבים מתקדמים של התפתחותן (צמיחה - Growth) ובעלות צורכי הון משמעותיים, וזאת לאור הנימוקים הבאים:

1.2.1 לחברות צעירות בשלבים מוקדמים יותר (לפני שלבי הצמיחה המתקדמים) קיימים כלי מימון מתאימים יותר, כדוגמת קרנות הון סיכון פרטיות ונסחרות (כמתואר בחלק ד' להלן) ומימון המונים (כמתואר בחלק ו' להלן).

1.2.2 חברה ציבורית צריכה להיות בעלת גודל מינימלי שהנו גבוה יחסית בכדי להצדיק כלכלית נשיאה בעלויות קיום הוראות הרגולציה.

1.2.3 הניסיון הכושל של בורסות באירופה להיבנות על חברות קטנות.

1.2.4 התמחור של חברות בשלבים מתקדמים אלה מורכב פחות מאשר בשלבים המוקדמים, וקיים סיכוי גבוה יותר להצלחתן.

1.3 על רקע האמור לעיל, הוועדה ממליצה כדלקמן:

1.3.1 ליצור מדד טק-עילית (Tech Elite); במדד זו ייסחרו חברות היי-טק חדשות וכן חברות היי-טק ותיקות, אשר יענו על התנאים שיפורטו להלן.

1.3.2 חברות חדשות - חברות שתבצענה הנפקה ראשונה לציבור בישראל, ותקיימנה את כל התנאים הבאים במועד הנפקתן:

1.3.2.1 חברות מחקר ופיתוח (כמשמעותן בתקנון והנחיות הבורסה').

1.3.2.2 חברות שתסווגנה לענפי הביומד והטכנולוגיה של הבורסה.

1.3.2.3 שווי ושיעור החזקות ציבור מיד לאחר ההנפקה הראשונה לציבור לא יפחת

מ-50 מיליון ש"ח ו-25% בהתאמה. על אף האמור, חברות עם שווי שוק לאחר ההנפקה העולה על 1 מיליארד ש"ח, תידרשנה לשיעור החזקות ציבור של 20% בלבד.

1.3.2.4 שווי שוק (לאחר ההנפקה) של 200 מיליון ש"ח לפחות;

1.3.3 חברות ותיקות - חברות נסחרות וחברות שנסחרות בבורסות בחו"ל ומבקשות להירשם בבורסה, אשר תקיימנה את כל התנאים הבאים:

1.3.3.1 חברות שתסווגנה לענפי הביומד והטכנולוגיה של הבורסה.

1.3.3.2 שווי חברה של 400 מיליון ש"ח לפחות.

1.3.3.3 שיעור החזקות ציבור של 25% לפחות (חברות עם שווי שוק העולה על 1 מיליארד ש"ח תידרשנה לשיעור החזקות ציבור של 20% בלבד).

1.3.3.4 תנאי סחירות - כפי שמוגדר בכללי מאגר המניות בבורסה.

1.3.4 גריעה מן המדד - חברות תצאנה מן המדד

היה ולא תעמודנה באחד מהתנאים הבאים:

1.3.4.1 שווי שוק של 150 מיליון ₪.

1.3.4.2 שיעור החזקות ציבור של 25% (חברות עם שווי שוק של למעלה מ-750 מיליון ש"ח תידרשנה לשיעור החזקות ציבור של 20% בלבד).

1.3.4.3 תחדלנה מלהיות מסווגות על ידי הבורסה לענפי הביומד או הטכנולוגיה.

1.3.4.4 תנאי סחירות - כפי שמוגדר בכללי מאגר המניות בבורסה.

1.3.5 חברות חדשות שיעמדו בקריטריונים אלו הן

חברות המטרה שהוועדה סבורה כי יש לעודדן ולהקנות להן את ההקלות שיפורטו בהמשך.

1. "חברת מחקר ופיתוח" היא חברה שהשקיעה לפחות 3 מיליון ש"ח במחקר ופיתוח, במשך שלוש השנים האחרונות, כולל השקעות מכספים שקיבלה מהמדען הראשי. אישור על השקעות במו"פ מתקבל מהמדען הראשי (גם אם החברה לא קיבלה כספים מהמדען). בנוסף, התחום העיקרי בו עוסקת החברה המבקשת להירשם למסחר ומתכוונת להמשיך ולעסוק בו, בתקופה שלאחר הרישום למסחר, הינו מחקר ופיתוח או ייצור ושיווק של פירות המחקר והפיתוח שבוצע על ידה.

2. מדדים ומוצרי מדדים

הנסחרות כיום בבורסה בתל אביב מובילה למסקנה שחלוקת חברות אלה לפי תת ענפי הטכנולוגיה או תת ענפי הביומד אינה מאפשרת לפתח מדדים לתתי ענפים, וזאת לאור שווי החזקות הציבור ומספר החברות הכלולות במדד בכל תת ענף. תת-ענף בעל שווי החזקות הציבור הגבוה ביותר בענף הטכנולוגיה הינו תת-ענף תוכנה ואינטרנט (כ- 14 מיליארד ש"ח ו- 19 חברות, אך חברת ניס הכלולה בתת-ענף זה מהווה כ- 62% משווי החזקות הציבור המצרפי). תת הענף הכולל את מספר החברות הרב ביותר הינו ביוטכנולוגיה עם 25 חברות, אך שווי שוק החזקות הציבור נמוך יחסית (כ-6 מיליארד ש"ח בלבד).

2.7 על רקע האמור, הגיעה הוועדה למסקנה שמן הראוי לבחון את האפשרות לקדם יצירת מדדים על כלל ותת-ענפי הטכנולוגיה והביומד שישלבו, בנוסף לחברות הנסחרות בבורסה בתל אביב, מניות של חברות ישראליות, וחברות הקשורות לישראל (Israeli Oriented) הנסחרות בבורסות המרכזיות מחוץ לישראל.

2.8 על רקע ההישגים הייחודיים של ישראל בזירת ההיי-טק העולמית, וההכרה הבינלאומית למובילות של ישראל בתחום זה, סבורה הוועדה כי מוצרי מדדים על חברות תעשיית ההיי-טק הישראליות, הנסחרות בארץ או בחו"ל, עשויים להוות מוקד משיכה להשקעות של משקיעים בישראל ומחוצה לה.

2.9 כפי שניתן ללמוד מן הלוחות המובאים להלן, שווי השוק המצרפי של החברות הישראליות והקשורות לישראל הנסחרות בבורסה או בבורסות זרות הנו גדול באופן משמעותי. מעבר לכך, גם בחינה של שווי החזקות הציבור המתוקנן² מוביל למסקנה זהה לפיה, קיימת הסתברות גבוהה בהרבה ליצירת מוצרי מדדים על סלי מניות תת-ענפיים.

2.10 הוועדה בדעה כי יצירת מדדים על ההיי-טק הישראליות (המשלבים חברות הנסחרות בארץ וכן חברות ישראליות הנסחרות בחו"ל בלבד), והנפקת מוצרי מדדים על מדדים אלו, עשויות לעודד השקעות גם של משקיעים זרים. מטרה זו תקודם באופן יעיל יותר אם הבורסה תפעל לצורך כך בשיתוף פעולה עם עורכי

2.1 לשם עידוד השקעה של גופים מוסדיים והגברת הסחירות בחברות ההיי-טק, בחנה הוועדה את הדרכים ליצירת מוצרי מדדים על חברות ההיי-טק.

2.2 השקעה בתעודת סל על מדד של חברות מחקר ופיתוח עשויה לעודד השקעה עקיפה בחברות בתחום וכך להגביר את הנזילות במניות הללו. זאת, אם המדד מקיים מספר מאפיינים אשר עשויים להפוך את ההשקעה לאטרקטיבית עבור משקיעים פרטיים ומשקיעים מוסדיים, שנמנעים מלהשקיע בחברות בתחומי הטכנולוגיה והביומד, גם בגדולות שבהן.

2.3 מאפיינים אלה כוללים: סיווג ברור של המניות על פי תחום או סקטור; שיעור והיקף הסחורה הצפה משמעותיים, כך שניתן להתכסות במניות המדד; משקלה של כל אחת מן החברות הכלולות במדד בנפרד אינו משמעותי; מתודולוגיה שקופה לקביעת המדד. לצד האמור, קיימת חשיבות בקידום אנליזה על הענפים או הסקטורים הרלוונטיים, כדי להגביר את ההבנה בתחומים אלו ומכאן את העניין במוצרי מדדים אלה, ולשפר את רמת הסחירות בהם.

2.4 כיום, מחשבת הבורסה שלושה מדדים בתחום חברות ההיי-טק: מדד הטכנולוגיה, מדד הביומד ומדד הבלוטק 50, הכולל את חמישים המניות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר בענפי הטכנולוגיה והביומד. נכון לחודש נובמבר 2013, קיימות על מדד הבלוטק 50 שתי תעודות סל בהיקף כספי של 92 מיליון ש"ח ועל מדד הביומד שתי תעודות סל בהיקף כספי של 77 מיליון ש"ח.

2.5 מדד טק-עילית - הוועדה ממליצה שהבורסה תיצור מדד טק-עילית שיורכב רק מחברות העומדות בקריטריונים שפורטו בסעיף 1.3 לעיל ותשקול את המשך קיום מדד בלוטק 50. כיום קיימות בבורסה 35 חברות העומדות בקריטריונים של רשימת ה- טק-עילית: 23 חברות טכנולוגיה ו-12 חברות ביומד. שווי החזקות הציבור הכולל שלהן עומד על 44 מיליארד ש"ח.

2.6 בחינת השקעת מדדים ממוקדי פעילות מסיימת - מדדים על תת ענפים: בחינת חברות ההיי-טק

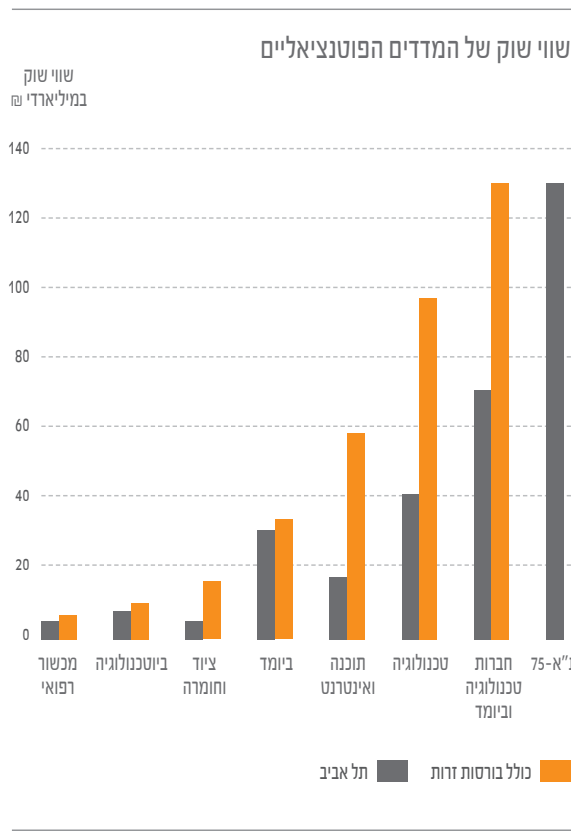
2 שווי החזקות ציבור מתוקנן מגביל את המשקל של חברה בודדת לכדי 10% מכלל המדד.

2.11 על רקע האמור לעיל, הוועדה ממליצה כדלקמן לעניין פיתוח מדדים:

2.11.1 הבורסה תשיק את מדד טק-עילית כמתואר לעיל ותשקול את המשך קיום מדד בלוטק 50.

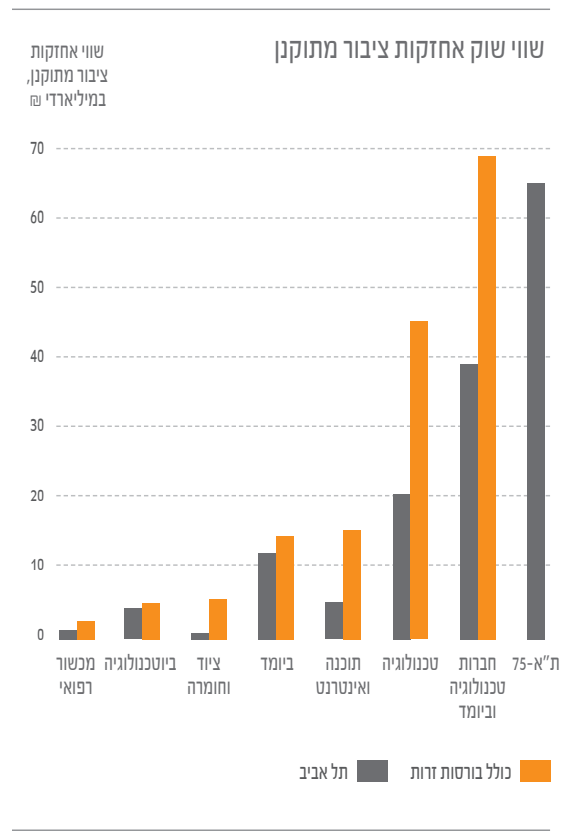
2.11.2 הבורסה תבחן את הדרכים ליצירת שיתוף פעולה עם עורכי מדדים בעלי מוניטין בינלאומי לשם יצירת מדדים ומוצרי מדדים משולבים כאמור.

מדדים בעלי מוניטין בינלאומי, זאת לאור הניסיון של עורכי המדדים הבינלאומיים ביצירת מדדים חובקי עולם, ובכלל זה תשתית המידע שבידיהם אודות מניות המדד (הנסחרות גם בימים שבהם הבורסה אינה פעילה), וכן בשל יכולתם של עורכי המדדים הבינלאומיים למתג ולקדם את השיווק של מוצר זה. עם פרסומו של מדד כאמור יש לקדם יצירת ETF (Exchange Traded Fund) או מכשירי השקעה דומים על ידי מנפיק מוצרים בינלאומי.



הערה: המדד להמחשה בלבד ולא כולל חברות קשורות לישראל (Israeli Oriented) שיעלו את נפח המדדים בצורה ניכרת כמו לדוגמא: אמדוקס, סטרטסיס ווריינט מערכות. מדד הביומד כולל את ענף הביוטכנולוגיה, מכשור רפואי והשקעות במדדי החיים. מדד הטכנולוגיה כולל שרותי מידע, תוכנה ואינטרנט, אלקטרוניקה ואופטיקה, ביטחוניות, ציוד תקשורת ומוצרים למחצה.

המקור: בלומברג נתוני הבורסה. עיבודי המחלקה הכלכלית, רנ"ע. נתוני ה-4.11.2013.



הערה: המדד להמחשה בלבד ולא כולל חברות קשורות לישראל (Israeli Oriented) שיעלו את נפח המדדים בצורה ניכרת כמו לדוגמא: אמדוקס, סטרטסיס ווריינט מערכות. שווי אחזקות ציבור מתוקנן מגביל את המשקל של חברה בודדת לכדי 10% מכלל המדד.

המקור: בלומברג נתוני הבורסה. עיבודי המחלקה הכלכלית, רנ"ע. נתוני ה-4.11.2013.

3. הרחבת הידע בתחומי ההיי-טק

3.1 גורמים רבים שהופיעו בפני הוועדה הדגישו את עומק ההבנה הנדרש לצורך תמחור הולם של חברות ההיי-טק. חוסר הבנה מרתיע משקיעים, מוסדיים ופרטיים, מלהשקיע בחברות אלו. על מנת לקרב את המוסדיים, האנליסטים וציבור המשקיעים לתחומים אלה, הוועדה סבורה כי יש לעודד פרסום אנליזה על החברות הנסחרות וכן לקדם קורסים להרחבת הידע בתחומי ההיי-טק.

עידוד אנליזה בלתי תלויה לחברות ההיי-טק

3.2 הוועדה בדעה, כאמור לעיל, שקיימת חשיבות יתרה ביצירת מנגנוני שוק אשר יקדמו תמחור הולם של חברות ההיי-טק. אחד המנגנונים החשובים והמוכרים בעולם הנו פרסום אנליזה על ידי גורמים מקצועיים המסקרים את החברות השונות. פרסומים אלה מסייעים בבחינת המידע המפורסם על ידי החברות, ובתמחור ניירות הערך שלהן.

3.3 יחד עם זאת, האנליזה עשויה להיות מוטית עקב אינטרסים אישיים של עורך האנליזה, ומשכך, קיימת חשיבות בקידום מנגנון של אנליזה בלתי-תלויה.

3.4 על מנת לאפשר קיומן של אנליזות כאמור, שלא התפתחו עד כה על ידי כוחות השוק, נבחן על ידי הוועדה מנגנון של אנליזה בלתי תלויה לחברות ביומד במודל שהוצג על ידי הבורסה, בתיאום עם רשות ניירות ערך, אשר אלו הם עיקריו:

3.4.1 הבורסה תתקשר עם תאגיד מורשה (להלן: **"חברת מחקר"**), אחד או יותר, שיסקר חברות ציבוריות בתחום הביומד, אשר יבקשו להיכלל בתוכנית. במקביל, הבורסה תתקשר עם החברות המסוקרות, שתצטרפנה לתוכנית, תגבה מהן תשלום בגין ההשתתפות בתוכנית, ותעביר את סך התשלומים לחברת המחקר הרלוונטית, ללא עמלה כלשהי לבורסה. התשלום יהיה בגין השתתפות בתוכנית, ולא בגין עבודת אנליזה מסוימת. התשלום יהיה אחיד לכל החברות המשתתפות בתוכנית, או לחלופין ייקבע על בסיס קריטריונים אובייקטיביים שאינם תלויים במחיר מניות החברות המסוקרות (כגון הון עצמי, היקף הכנסות וכו'), אולם בכל מקרה התשלום מחברה מסוקרת אחת לא יעלה על 10% מסך התשלומים לחברת מחקר אחת.

3.4.2 ככל שיהיו מספר חברות מחקר, הקביעה אילו חברות יסקרו על-ידי כל אחת מהן תיעשה על-ידי הבורסה, ולא תהיה נתונה לשיקול דעתן של חברות המחקר או החברות המסוקרות.

3.4.3 התנאים להצטרפות חברה מסוקרת תהיה התחייבותה להיכלל בתוכנית במשך תקופה של שנתיים לפחות.

3.4.4 עבודות האנליזה יפורסמו באתר המגנ"א ובאתר המאי"ה באמצעות טופס ייעודי.

3.4.5 הבורסה לא תהיה מעורבת בהכנת העבודות עצמן ולא תהיה אחראית לתוכן.

3.4.6 חברת המחקר תתחייב לספק שירותי אנליזה לחברות מסוקרות במשך שלוש שנים לפחות, וכל עוד ישנן חברות שטרם הסתיימה תקופת השתתפותן בתוכנית. עבודת האנליזה על חברה ציבורית תהיה בשפה העברית, ואולם במקרה בו שפת הדיווח של החברה היא באנגלית, אין מניעה כי העבודה תתפרסם בשפה האנגלית בלבד.

3.4.7 חברת המחקר תפרסם עבודות אנליזה על חברה מסוקרת לפחות ארבע פעמים בשנה, לאחר פרסום הדוחות הכספיים של החברה המסוקרת. עבודת האנליזה הראשונה והעבודות שיפורסמו לאחר הדוחות הכספיים השנתיים יהיו בהיקף נרחב יחסית, ועבודות האנליזה שיתפרסמו לאחר דוחות כספיים רבעוניים יוכלו להיות בהיקף מצומצם, בגדר עדכון בלבד. כמו-כן, חברת המחקר תפרסם עדכון לעבודת אנליזה לאחר דיווח של חברה מסוקרת על אירוע מהותי, אם לדעת חברת המחקר אירוע כאמור מקים צורך בעדכון מהותי של עבודת האנליזה האחרונה שניתנה. חברת המחקר תקבע כללים בדבר לוחות הזמנים שיחייבו אותה בנוגע לפרסום עבודות אנליזה, או עדכון, לאחר פרסום דוחות כספיים או דיווח בדבר אירוע מהותי. חברת המחקר תמסור גילוי בדבר כללים אלו.

3.4.8 החברה המסוקרת תהיה רשאית להעיר לטיטות עבודת האנליזה קודם לפרסומה בנוגע למידע עובדתי בלבד, ולא תהיה רשאית להעיר בעניינים אחרים, לרבות בעניין המלצה בנוגע לכדאיות ההשקעה.

3.4.9 ניגוד עניינים של חברת המחקר - חברת המחקר תתחייב, מעבר לעמידה בדרישות הקבועות בחוק הייעוץ, לעמוד בדרישות הבאות:

3.4.9.1 חברת המחקר ותאגיד קשור אליה (כהגדרתו בחוק) לא יקיימו כל קשר עסקי אחר עם החברה המסוקרת או בקשר אליה, למעט קשר זניח שאינו קשור בעבודת האנליזה, למשך כל תקופת ההתקשרות ובמשך פרק זמן של חצי שנה לאחר מועד סיומה.

3.4.9.2 עובדי חברת המחקר לא יכהנו כעובדים או כנושאי משרה בכירה בחברות המסוקרות או בתאגידי קשורים לחברות המסוקרות, למשך כל תקופת ההתקשרות ובמשך פרק זמן של חצי שנה לאחר מועד סיומה.

3.4.9.3 תנאי השכר של עובדי חברת המחקר לא יהיו מותנים בביצועי החברות המסוקרות או במחירי ניירות הערך שלהן.

3.4.9.4 לעובדי החברה המסוקרת לא תהיה זיקה מהותית לחברות המסוקרות או לתאגידי קשורים לחברות מסוקרות.

3.4.9.5 מעבר לגילוי הנדרש על פי "הוראות לבעלי רשיון בקשר לחובות גילוי בנוגע לעבודות אנליזה" (להלן: "הוראת האנליזה"), יכללו עבודות האנליזה גילוי באשר למתכונת ההתקשרות עם הבורסה, התגמול המתקבל מהחברות המסוקרות, ומתכונת עבודות האנליזות, לרבות מועדי ואופן פרסומן.

3.4.9.6 חברת המחקר לא תעשה שימוש, בעבודות האנליזה או בפרסומים אחרים מטעמה, בשם הבורסה או רשות ניירות ערך, באופן ממנו ישתמע כי הבורסה או רשות ניירות ערך אחראיות או מסכימות לתוכן עבודת האנליזה.

כל עבודת אנליזה תכלול אזהרה בנוסח הבא: "אין בהתקשרות עם הבורסה להשתתפות בתוכנית לסיקור חברות ציבוריות משום אישור או הסכמה של הבורסה או של רשות ניירות ערך לתוכן עבודת האנליזה או להמלצות הכלולות בה".

3.4.9.7 במידה שעבודת האנליזה תכלול ניתוח מדעי של מומחה בתחום מדעי החיים, עליו מתבסס הניתוח הפיננסי, הרי שהחלק המדעי יופיע כנספח לאנליזה ולא יכלול כל התייחסות לכדאיות ההשקעה או לשווי החברה ונכסיה.

במידה שייועד לבורסה על אי עמידה של חברת המחקר במגבלות אלה, תפסיק הבורסה באופן מיידי את ההתקשרות עמה. הבורסה לא תידרש לבחון את עמידת חברת המחקר במגבלות.

3.5 מעבר לאמור, הרשות עדכנה את הוועדה כי קיים קושי לקדם מודל דומה לפיו החברה משלמת ישירות לחברת האנליזה וזאת על רקע הוראות סעיף 17 לחוק הייעוץ, האוסר על אנליסט לקבל, במישרין או בעקיפין, תמריצים מחברה מסוקרת בשל עבודתו. לאור זאת, רשות ניירות ערך תפעל לשם ביצוע תיקון חקיקה שיאפשר לבורסה לגבות את הכסף מהחברות המסוקרות כאמור, והיא זו שתעביר אותו לחברת המחקר.

3.6 על רקע האמור, הוועדה ממליצה כדלקמן:

3.6.1 הבורסה תקדם את תוכנית האנליזה הבלתי תלויה המתוארת לעיל.

3.6.2 לתקן את הוראות חוק הייעוץ, כך שהרשות תהיה רשאית לפטור מהוראות סעיף 17 לחוק הייעוץ אנליזה המקיימת את המודל המתואר לעיל, או מודלים אחרים שייקבעו על ידי הרשות בעלי תכלית דומה; בספטמבר 2013 פרסמה הרשות הצעת חוק לתיקון חוק הייעוץ התואמת המלצה זו.

3.6.3 הרשות תעשה שימוש בסמכות זו על מנת לקדם את מודל האנליזה המתואר לעיל או מודל אחר שיבטיח את אי תלותו ומקצועיותו של עורך האנליזה, וכן תבחן אפשרות הרחבת מודל האנליזה לכלל החברות המסווגות לענפי הטכנולוגיה על ידי הבורסה (ובכלל זה קרנות היי-טק ושותפויות מחקר ופיתוח כמבואר להלן), וזאת החל משלב ה-IPO.

3.6.4 כדי לסייע בשכלול שוק ההון המקומי, הוועדה ממליצה למשרד האוצר ולמדען הראשי במשרד הכלכלה לבחון, בתאום עם רשות ניירות ערך, הקמת מסלול תמיכה לחברות היי-טק קטנות, אשר תכליתו השתתפות המדינה בעלויות האנליזה.

3.6.5 כמו כן, מוצע לקדם פרסום אנליזה לפחות אחת לשנה ביחס לתת-ענפי הטכנולוגיה המרכזיים, אם סקירת אנליזה כאמור לא תסופק באופן שוטף על ידי החברות המסקרות במסגרת המודל המוצע.

קורסים להרחבת הידע

3.7 תחום הביומד הנו תחום מורכב ביותר הדורש ידע רב, הן בתחום מדעי החיים והן בתחום ההליכים הנדרשים לאישור תרופות או מכשור רפואי. בנוסף, גם הניתוח של הדוחות הכספיים של חברות אלו שונה מחברות אחרות.

3.8 לאור זאת, יזמה הבורסה בשיתוף עם לה"ב - אוניברסיטת תל-אביב, קורס שכלל הרצאות בנושאים המדעיים והרצאות בתחום הפיננסי שכללו ניתוח דוחות כספיים של חברות ביומד. בנוסף, בדצמבר נפתח בבורסה קורס להכשרת מנהלים ואנליסטים שיעסקו באנליזה וניהול השקעות בתחום הפארמה. הקורס הנו בשיתוף בין הבורסה, קרן ספרה, האיגוד הישראלי לתעשיות מתקדמות, IATI ופריגו.

3.9 על רקע האמור, הוועדה ממליצה כי הבורסה תמשיך לקדם פתיחת קורסים בתחום הביומד ותבחן אפשרות של פתיחת קורסים בתחומי הטכנולוגיה האחרים על רקע מאפייניהם הייחודיים.

4. היבטי מיסוי

4.1 מיסוי חברות מחקר ופיתוח הנסחרות בבורסה מתבצע בשני מישורים: (א) מישור הכנסות המופקות על ידי חברת המחקר והפיתוח; (ב) מישור הכנסות בעלי המניות המשקיעים, ובכללם המייסדים, עובדים בעלי אופציות ויתר המשקיעים בבורסה.

המשקיעים:

4.2 משקיעים במניות חברות הנסחרות בבורסה ממוסים בעת מכירת המניה במס על רווחי הון. לצורך חישוב רווח ההון מנוכה בעת המכירה עלות ההשקעה במניות. שיעורי המס על רווח ההון הם כדלהלן:

4.2.1 תושבי ישראל - יחיד - 25%, יחיד בעל מניות מהותי - 30%, חברה - מס חברות 25%.

4.2.2 תושבי חוץ - פטור ממס רווח הון בבורסה מכוח סעיף 97(ב2) לפקודת מס הכנסה.

4.2.3 קופות גמל - פטור ממס רווח הון מכוח סעיף 9(2) לפקודה.

4.3 בנוסף זכאים המשקיעים לדיבידנדים על השקעתם. שיעורי המס החלים על דיבידנדים הם כדלהלן:

4.3.1 תושבי ישראל - יחיד - 25%, יחיד בעל מניות מהותי - 30%, חברה - דיבידנד בין חברתי המתקבל מחברה תושבת ישראל פטור ממס, בכל מקרה אחר תחויב החברה במס חברות בשיעור של 25%;

4.3.2 תושבי חוץ - בין יחיד ובין חברה - 25%, בעל מניות מהותי - 30%;

4.3.3 קופות גמל - פטור ממס מכוח סעיף 9(2) לפקודה.

המייסדים:

4.4 מייסדי החברות הם לרוב גם חלק מצוות העובדים המוביל את החברה. לעיתים, חלק מהשכר משולם למייסדים באמצעות מתן אופציות לרכישת מניות החברה. המייסדים ברובם מחזיקים למעלה מ-10% ממניות החברות (בעלי שליטה). מיסוי האופציות בידי בעלי שליטה נעשה מכח סעיף 3(ט) לפקודה כשכר עבודה (והם חבים בשיעור המס השולי הרלוונטי להם). לעומתם, מיסוי אופציות לעובדים שאינם בעלי שליטה נעשה מכח סעיף 102 לפקודה, ועל פי רוב במסלול רווח הון החייב במס בשיעור של 25%.

חברות מחקר ופיתוח:

4.5 הכנסות חברות מחקר ופיתוח חייבות במס חברות הרגיל החל היום (בשיעור של 25%). יצוין כי מרבית

חברות המחקר והפיתוח זכאיות להטבות מס לפי חוק לעידוד השקעות הון, התשי"ט - 1959 (להלן: "חוק עידוד השקעות הון"), כנוסחו היום, כדלהלן: 4.5.1 חברות בעלות "מפעל מועדף" בשנים 2013 ו-2014 יהיו חייבות על הכנסותיהן בשיעור 7% באזור פיתוח א' ו-12.5% באזור פיתוח אחר. משנת 2015 ואילך שיעור המס עליהן יהא 6% ו 12% בהתאמה;

4.5.2 חברות מחקר ופיתוח אשר קיבלו את אישור המדען הראשי זכאיות להטבות פחת מואץ על נכסים רגילים בהתאם לסעיף 42 לחוק עידוד השקעות הון. כמו כן, הן זכאיות לדרוש הוצאות הוניות של מחקר ופיתוח כהוצאה שוטפת, או כהוצאה הנפרסת לצורכי מס לאורך 3 שנים לפי סעיף 20א לפקודה;

4.5.3 חברות מחקר ופיתוח תעשייתיות זכאיות לדרוש את הוצאות ההנפקה כהוצאה שוטפת בפריסה של 3 שנים בהתאם לסעיף 55 לחוק עידוד התעשייה (מסים), התשכ"ט - 1969. בנוסף הן זכאיות להפחית את עלות רכישת פטנט או ידע בתקופה של 8 שנים לפי סעיף 2 לחוק עידוד התעשייה (מסים).

4.6 על רקע האמור, ולאור החשיבות שרואה הוועדה בעידוד חברות מחקר להירשם בבורסה בישראל, ממליצה הוועדה כדלקמן:

4.6.1 עידוד משקיעים לרכישת מניות במועד ההנפקה.

4.6.1.1 הוועדה ממליצה לתמרץ משקיעים, במסגרת הוראת שעה, להשקיע בהנפקה בבורסה בישראל באמצעות ביצוע תיקוני החקיקה הנדרשים כמפורט להלן.

4.6.1.2 עלות ההשקעה במניות אשר נרכשו במסגרת הנפקה לציבור בבורסה בישראל של חברת מחקר ופיתוח אשר נכללה מיד לאחר ההנפקה הראשונה לציבור במדד טק-עילית תוכר במועד ההשקעה כהפסד הון בר קיזוז (חלף הכרתה כעלות במועד מכירת המניות וחישוב רווח ההון) בכפוף לתנאים הבאים: (א) ההשקעה בוצעה

במסגרת הנפקה בבורסה בישראל של חברת המחקר והפיתוח; (ב) עיקר עיסוקה של החברה במחקר ופיתוח ובידיה אישור המדען הראשי לכך; (ג) החברה מחויבת לעסוק במחקר ופיתוח במשך 3 שנים מיום ההנפקה; (ד) הפסד ההון יוכר עד לתקרה מקסימאלית של 5 מיליון ש"ח; (ה) החברה הונפקה לראשונה בבורסה בישראל (ונכללה עם רישומה במדד טק-עילית בתקופת הוראת השעה).

במידה והחברה לא תעמוד בתנאי הפעילות בתחום המו"פ, החברה המנפיקה תישא בתשלום הפרש המס (מגן המס במועד ההשקעה) עבור משקיעים שאינם בעלי מניות מהותיים.

4.6.2 עידוד המייסדים לגיוס הון בבורסה בישראל (הוראת שעה)

הוועדה ממליצה כי במסגרת הוראת שעה תינתן אפשרות ליחידים בעלי שליטה בחברת מחקר ופיתוח, אשר תירשם לראשונה למסחר בבורסה בישראל ותכלול במדד טק-עילית ותגייס הון בבורסה בישראל בתקופת הוראת השעה להתחייב במס על עליית ערך האופציות (שהתקבלו בידיהם טרם רישום החברה בבורסה) ממועד הרישום בבורסה בישראל ועד למימושן, במסגרת סעיף 102 (ג) (3) לפקודה במסלול ההוני (מס בשיעור של 25%), ולא במסגרת סעיף 3(ט) המחייב מימוש אופציות בידי בעלי שליטה במס בשיעור שולי.

5. התאמת דרישות הגילוי בשוטף ובתשקיף

5.1 נושא התאמת הוראות הגילוי נדון בהרחבה במסגרת מפת הדרכים של הרשות אשר פורסמה בחודש ספטמבר 2012.

5.2 במסגרת הפרק העוסק במדרג רגולציה, הבהירה הרשות כי ההכרעה בשאלת היקף הרגולציה שצריכה לחול על החברות השונות בשוק ההון היא תלויה נסיבות, ואינה יכולה להיות מנותקת ממאפייני שוק ההון הספציפי בו עסקינן.

5.8 בחינה זו נערכה במסגרת דיוני הוועדה, מהם עולה כי לחברות היי-טק מספר מאפיינים שונים המצדיקים התאמה של הוראות הגילוי:

5.8.1 חברות אלה טרם הגיעו לבשלותן העסקית, והן מתפתחות במסגרת אבני דרך הניתנות בדרך כלל להגדרה ולמידה. משום כך, החלטת השקעה בחברות אלה מתייחסת בעיקרה ליכולת של החברה להשיג את אבני הדרך הרלוונטיות, בשים לב להיתכנות המודל העסקי, איכות כוח האדם וגיוסי הון.

5.8.2 בדרך כלל, אין בעל שליטה יחיד.

5.8.3 מספר העובדים בחברות אלה הוא מצומצם, והמשאבים שלהן מוגבלים למדי.

5.8.4 חלון ההזדמנויות שלהן לגיוס הוא קצר יותר, היקפי הגיוס נמוכים יותר והיקף התחרות מצד גופים פיננסיים על מתן שירותים לחברות שכאלה הוא מצומצם.

5.8.5 חלק משמעותי מהתגמול לעובדים ולמנהלים מתבצע באמצעות הקצאת אופציות למניות או מכשירי הון דומים.

5.9 על רקע האמור, משקיעים בחברות היי-טק מושפעים במידה רבה מדיווחים שוטפים על אירועים מהותיים שהתרחשו בחברה המצביעים על אופן העמידה באבני הדרך. לעומת זאת, הדיווח הכספי הנו בעל תרומה פחותה מן הרגיל לצורך קבלת החלטות השקעה בחברות אלה. כמו כן, משקיעים בחברות אלה מעוניינים לקבל מידע עדכני אודות קצב שריפת המזומנים של החברה.

5.10 במסגרת ישיבות הוועדה, הושמעו בפני חבריה, לא אחת, טענות לפיהן דרישות הדיווח הרגולטוריות המוטלות כיום על חברות היי-טק ציבוריות, אשר מעצם טבען, אין בידן אמצעים נזילים בהיקפים מהותיים, משיתות עליות מהותיות אשר עשויות להוות מכשול בפני חברות היי-טק פרטיות השוקלות ביצוע הנפקה ראשונה לציבור בבורסה.

5.11 כך למשל, אחת הטענות המרכזיות שהועלו על ידי הגורמים השונים שהופיעו בפני הוועדה התייחסה לדרישה מחברות היי-טק לעמוד בדרישות לבחינת אפקטיביות הבקרה הפנימית (להלן - "ה-ISOX").

5.3 כמו כן, ציינה הרשות כי בשים לב, בין היתר, להיעדר קיומם של מנגנוני שוק מספקים (כגון סקירת אנליזה) המעודדים חברות, כל שכן חברות קטנות, לאמץ סטנדרטים גבוהים מאלו הנדרשים על פי דין, הרגולציה צריכה להיות מבוססת בעיקרה על מאפייני הפעילות וצורכי המשקיעים.

5.4 בשים לב לשיקולים כבדי המשקל נגד יצירת מדרג רגולציה כפי שפורטו במתווה ההקלות שבמפת הדרכים, הוצע לשקול מספר הקלות ספציפיות ביחס לתאגידים מזווחים קטנים. הקלות נקודתיות אלו משקפות את התפיסה, כי ככלל, אין מקום לקבוע משטרי פיקוח שונים על בסיס גודל הגורם המפוקח, אלא בעיקר על בסיס מאפייני הפעילות שלו.

5.5 ההקלות העיקריות הנשקלות לתאגידים מזווחים קטנים הן ביטול החובה לפרסם דוח על הבקרה הפנימית (iSox) ודוח רואה החשבון המבקר על הבקרה הפנימית בחברות קטנות, ומתן פטור מהוראות התוספת השנייה לתקנות דוחות תקופתיים ומידיים בעניין ניתוח סיכונים שוק ("דוח גלאי") לחברות קטנות אשר החשיפה שלהן לסיכונים הנובעים מהחזקה במכשירים פיננסיים נמוכה.

5.6 בתוך כך יצוין, כי במהלך אוקטובר 2012 פרסמה הרשות טיוטת הנחיית גילוי לחברות הפועלות בתחום מדעי החיים, מתוך מטרה לשפר את הגילוי שנותנות חברות אלה למשקיעים (הן על ידי קביעת מתכונת גילוי ייעודית המתאימה לחברות מדעי החיים, והן בהיבט של אחידות בין הדיווחים אותן נותנות חברות אלו), אשר רובן ככולן מהוות חברות מחקר ופיתוח. הרשות קיבלה הערות ציבור לטיוטת ההנחיה והיא בוחנת את הצורך בביצוע התאמות לקראת פרסום הנוסח הסופי והמחייב של הוראות הגילוי לחברות מדעי חיים.

5.7 בנוסף, ציינה הרשות כי היא רואה חשיבות בבחינת דרכים לקידום ההשקעות בחברות ציבוריות העוסקות במחקר ופיתוח, וכי היא בדעה כי המאפיינים המיוחדים של פעילות זו (כגון התמקדות בפעילות מחקר ופיתוח) וצורכי המשקיעים בחברות כאמור (למשל, מידע אודות עמידת החברות באבני הדרך לפיתוח ושיווק המוצר), מצדיקים בחינה נפרדת של הצורך בהתאמת הוראות הגילוי וקביעת משטר פיקוח שונה.

והמטרות שלה לתקופה של 12 חודשים הקרובים, כמו גם אודות האופן בו היא מתכוונת לעמוד באבני הדרך, היעדים והמטרות. במקרה שאין צפי להשגה במהלך תקופת ה-12 החודשים העוקבים, על חברת ה-Venture להעריך את המועד בו היא תשיג את היעד הרלוונטי. בנוסף, על חברת ה-Venture להעריך את המימון שיידרש לה לשם השגת כל יעד ויעד.

5.16 באשר לגילויי אגב גיוסי הון בחברות Venture והשימושים הצפויים בכספי הגיוס, המליץ ה-OSC כי במקום בו יותר מ-10% מכספי הגיוס מיועדים לשמש לפעילות מחקר ופיתוח של מוצרים ו/או שירותים, יש צורך לתאר את לוח הזמנים והשלבים השונים של תוכניות המו"פ אשר הנהלת החברה צופה כי ניתן יהיה להגיע אליהם באמצעות השימוש בכספי הגיוס, תוך מתן גילויי האם פעילות המחקר והפיתוח מתבצעת ישירות על ידי החברה או שהיא נערכת באמצעות שימוש במיקור חוץ. כמו כן, המליץ ה-OSC כי חברת Venture תתאר את הצעדים הנוספים בהם עליה לנקוט על מנת להגיע לייצור מסחרי, כל זאת, תוך מתן הערכת זמן ועלויות.

5.17 בנוסף, לאחר שבחן האם לפטור חברות Venture מהצורך לפרסם דוחות כספיים בגין הרבעון הראשון והשלישי, החליט ה-OSC להמליץ כי במסגרת הרפורמה, חברות Venture יהיו חייבות להגיש דוחות כספיים רבעוניים כאשר הללו ילוו בגילויי מילולי אודות האירועים העיקריים (Highlights) שהיו במהלך הרבעון, וזאת מבלי שהחברות הללו יידרשו לפרסם דוח עם הסברי דירקטוריון (MD&A).

5.18 לאור כל האמור, ממליצה הוועדה על מספר הקלות בגילויי לאור מאפייני חברות ה-ii-טק וצורכי המשקיעים, כמפורט להלן:

5.18.1 הוועדה ממליצה לאפשר לחברות ה-ii-טק אשר הבורסה נתנה את אישורה העקרוני לכלול את מנייתיהן במדד טק-עילית לערוך את הדוחות הכספיים, דוח הדירקטוריון ופרק תיאור עסקי התאגיד הכלול בתשקיף ההנפקה הראשונה לציבור לתקופות של שנתיים בלבד (להבדיל משלוש שנים כנדרש מחברות רגילות).

5.18.2 הוועדה ממליצה לאפשר לחברות אלה ליהנות מהקלות הגילויי שיינתנו לחברות

לפי דרישות אלה מחויבים המנכ"ל ונושא המשרה הבכיר ביותר בתחום הכספיים, לפרסם הצהרות אישיות המתייחסות, בין היתר, לנאותות ולשלמות המצג בדוחות הכספיים של החברה, ולכך שבוצעה הערכה של אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי, על ידי החתום על ההצהרה. על פי הטענות שהועלו, בחברות ה-ii-טק אשר רובן ככולן כוללות מספר מצומצם של עובדים ונושאי משרה, ואשר רמת מורכבות התפעול והתהליכים בהן אינה גבוהה, תרומת יישום ה-ISOX למשקיעים היא זניחה, בעוד שיישום זה משית עלות כלכלית ניכרת וגוזל זמן ניהולי יקר.

5.12 טענה נוספת אשר הועלתה בפני חברי הוועדה נגעה להיקף הגילויי בדוחות כספיים ביניים. בהקשר זה, נטען בפני חברי הוועדה כי יש מקום לצמצם את היקף הגילויי שניתן בדוחות הרבעוניים, מן הטעם שחלק לא מבוטל מהגילויי בדוחות הרבעוניים אינו רלוונטי לצורך קבלת החלטת השקעה, כך שהעלות הכרוכה בהכנת גילויי שכזה, עולה על התועלת המופקת ממנו.

5.13 לצד שמיעת עמדתם של הגורמים השונים שהופיעו בפני חברי הוועדה, בוצעה גם בחינה של דרישות הגילויי מחברות מחקר ופיתוח אשר ניירות הערך שלהם נסחרים ב-TSX Venture Exchange - רשימת החברות הפועלות בתחומי סיכון בבורסה של טורונטו, קנדה (להלן - "בורסת ה-TSXV") אשר מהווה מוקד משיכה לחברות ה-ii-טק. זאת, מתוך כוונה ללמוד על האופן בו מתייחסת בורסה המכוונת אף היא בין היתר לחברות מחקר ופיתוח (לצד חברות צמיחה אחרות, כגון חברות גז ונפט).

5.14 כך, במהלך השנתיים האחרונות פרסמה ועדת ניירות הערך בפרובינציית אונטריו אשר בקנדה (Ontario Securities Commission; להלן - "ה-OSC"), אשר הינה הגורם המפקח על בורסת ה-TSXV, תוכנית מקיפה בנוגע לרפורמה אותה היא מבקשת לבצע בכל הנוגע לגילויי הניתן על ידי מנפיקים של חברות עם פעילות המאופיינת בסיכון גבוה יחסי (Venture Issuers; להלן - "חברת Venture").

5.15 בין המלצות ה-OSC במסגרת הרפורמה קיימת המלצה לפיה חברת Venture תידרש לתת במסגרת הדוחות הכספיים, גילויי טבלאי של אבני הדרך, יעדי המפתח

של ציבור המשקיעים. מתן סמכות זו תאפשר לרשות להתאים, מעת לעת ובמקרים הנדרשים, את דרישות הגילוי בתשקיף ובשוטף לדרישות הגילוי המקובלות בארצות הברית ובמדינות מפותחות אחרות בנוגע לחברות היי-טק, ובכך לאפשר השוואתיות בין חברות אלה לחברות מקבילות הרשומות בבורסות זרות ולצמצם את עלויות המעבר לרישום למסחר בבורסות הזרות.

5.21 הדין החל כיום (סעיף 35 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח - 1968 (להלן - "חוק ניירות ערך") קובע כי תאגיד שניירות הערך שלו רשומים למסחר בבורסה, רשומים למסחר גם בבורסה בחו"ל, והוא מדווח לפי הוראות פרק ו', רשאי לעבור ולדווח לפי פרק ה'3 (הסדר הרישום הכפול). מעבר זה אפשרי רק בהסכמתם של רוב מחזיקי ניירות הערך, למעט בעלי השליטה, המשתתפים בהצבעה, באסיפה שכונסה. על מנת להפחית את עלות הרישום למסחר בבורסה של חברות היי-טק הרואות את הרישום בבורסה כשלב לפני רישום בבורסות המרכזיות שבארצות הברית, הוועדה ממליצה לקבוע שחברה שקיבלה עם רישומה לראשונה למסחר את אישורה העקרוני של הבורסה להכללתה במדד טק-עילית, תהיה רשאית להתנות במסגרת תשקיף ההנפקה הראשונה לציבור על הצורך באישור המחזיקים לשם מעבר לדיווח בהתאם להוראות פרק ה'3 לחוק ניירות ערך (הסדר הרישום הכפול). ההסדר יחול רק על חברות טכנולוגיה חדשות, שכן במקרה של חברות טכנולוגיה ותיקות, כבר היתה הסתמכות של מחזיקי ניירות הערך, ואין לפגוע בה.

6. דוחות כספיים ערוכים US GAAP

6.1 הדוחות הכספיים של תאגיד (להלן - "הדוחות") מהווים חלק מרכזי מן הדוחות העיתיים של התאגיד. מטרת הדוחות הינה לספק מידע לגבי המצב הכספי, הביצועים והשינויים במצב הכספי של התאגיד, אשר יהיה שימושי למגוון רחב של משתמשים בקבלת החלטות כלכליות.

6.2 תקנה 3 לתקנות ניירות ערך (דוחות כספיים שנתיים), התש"ע-2010 (להלן - "תקנות דוחות שנתיים") קובעת

קטנות, אף אם הן לא יענו להגדרה של חברה קטנה. ההקלות יינתנו עד תום השנה הקלנדרית שבמהלכה: (א) יחלפו חמש שנים ממועד ההנפקה הראשונה לציבור; או (ב) שווי השוק הממוצע של חברות אלה בתשעים הימים שקדמו לתום אותה שנה קלנדרית יעלה על מיליארד ש"ח, לפי המוקדם ("תקופת ההקלות"). זאת, מבלי לגרוע מתחולת ההקלות גם לתקופה ארוכה מתקופת ההקלות אם וכל עוד החברות יענו להגדרה של חברה קטנה.

5.18.3 לאור המאפיינים המיוחדים של חברות אלה המצדיקים התאמה של הוראות הגילוי, ובכלל זה כי החלטת השקעה בחברות אלה מתייחסת בעיקרה ליכולת של החברה להשיג את אבני הדרך הרלוונטיות, בשים לב להיתכנות המודל העסקי, איכות כוח האדם וגיוסי הון, הוועדה ממליצה כי במסגרת הדוחות הכספיים שיוגשו בגין תקופות הדיווח שייכללו בתקופת ההקלות: (א) חברות אלה תהיינה פטורות לחלוטין מדרישות ה-ISOX (כולל מן הדרישה לערוך הצהרות הנהלה אף אם תמשיך לחול ביחס לחברות קטנות); (ב) הן תהיינה רשאיות לערוך את דוחותיהן הכספיים לפי כללי חשבונאות בינלאומיים או אמריקאיים (בתנאים כמפורט להלן) ללא צורך בפירוטים נוספים לפי תקנות ניירות ערך (דוחות כספיים שנתיים), התש"ע-2010 (להלן - "תקנות דוחות כספיים")³, ו- (ג) הן תהיינה רשאיות להגיש דוח רבעוני הכולל דוחות כספיים וסקירה של עיקרי ההתפתחויות בלבד (ללא צורך בדוח דירקטוריון).

5.19 הוועדה רואה חשיבות בהסדרת והתאמת הוראות הגילוי לחברות היי-טק, ובכלל זה חברות מדעי החיים, וממליצה לרשות להתאים את הנוסח הסופי של הוראות הגילוי בנוגע לחברות מדעי החיים שתיכללנה ברשימת בשים לב לשלב התפתחותן המתקדם של חברות אלה.

5.20 מעבר לאמור, הוועדה ממליצה להקנות לרשות סמכות לפטור חברות ביומד וטכנולוגיה מדרישות גילוי בתשקיף ובשוטף, ובכלל זה להתנות את הפטור בתנאים, ובלבד שהרשות תמצא שהוראות הגילוי הנדרשות מחברות אלה מבטיחות די הצורך את ענייניו

כי הדוחות ייערכו על פי כללי חשבונאות מקובלים ויציגו באופן נאות ובצורה נאמנה את מצבו הכספי של התאגיד, את ביצועיו ותזרימי המזומנים שלו ואת השינויים במצבו הכספי ובהונו בשנות הדיווח. לעניין זה, "כללי חשבונאות מקובלים" הינם תקני דיווח כספי בינלאומיים (להלן - "IFRS").

6.3 ואולם, תקנה 5 לתקנות דוחות שנתיים קובעת חריג לכלל זה ולפיו דוחות כספיים של מנפיק חוץ יכול שייערכו בהתאם לכללי ה-IFRS, לכללי ה-US GAAP או בהתאם לכללי ה-IFRS כפי שאומצו על ידי האיחוד האירופאי. במקרה בו ערך מנפיק החוץ את דוחותיו בהתאם לכללי ה-US GAAP, יהיה עליו לכלול בדוחות הכספיים ביאור התאמה לכללי ה-IFRS, והכל כמפורט בתקנה.

6.4 לעניין זה, מנפיק חוץ הנו מנפיק שהתאגד מחוץ לישראל ואשר במועד ההצעה הראשונה שלו לציבור מתקיימים בו התנאים הבאים:

6.4.1 יותר מ-50% מהכנסותיו לא התקבלו בישראל;

6.4.2 השליטה בו היא בידי מי שאינם תושבי קבע בישראל.

6.5 במסגרת הצעה לתיקון תקנות דוחות שנתיים, מוצעים שני שינויים להגדרת מנפיק חוץ. השינוי הראשון הנו שהעמידה במבחנים תידרש בכל נקודת זמן ולא רק במועד ההצעה הראשונה לציבור. השינוי השני מתייחס למבחן השליטה, וקובע כי מנפיק חוץ הוא תאגיד אשר אינו נשלט בידי מי שהינם תושבי קבע בישראל. מבחן ההכנסות נותר ללא שינוי.

6.6 הוועדה בחנה את האפשרות לאפשר לחברות היי-טק חדשות שתירשמה ברשימת טק-עילית לפרסם דוחות כספיים לציבור כשהם ערוכים בהתאם לכללי חשבונאות בארה"ב (US GAAP) חלף כללי ה-IFRS.

6.7 בין השיקולים בעד מתן האפשרות לעריכת דוחות כספיים לפי US GAAP ניתן למצוא את השיקולים הבאים:

6.7.1 השוק האמריקאי מהווה שוק יעד עיקרי של חברות אלה, הן מבחינת שיווק המוצרים המפותחים על ידי החברות, הן מבחינת גופי השקעה אמריקאים (לרבות קרנות השקעה) אשר עשויים להזרים כספים לחברות היי-טק, והן מבחינת קיומם של תאגידי אמריקאים

גדולים העוסקים בתחומי המחקר והפיתוח, אשר חברות היי-טק ישראליות עשויות לזהות פוטנציאל לחתימה על הסכמי מסחור, שיווק או הפצה עימם.

6.7.2 על מנת "לדבר באותה שפה" עם המשקיעים האמריקאים ועם התאגידי הגדולים, נוהגות חברות היי-טק, בעודן חברות פרטיות, לערוך את דוחותיהן הכספיים בהתאם לכללי ה-US GAAP, ובכך להנגיש את הדוחות הכספיים שלהן לאותם גורמים אמריקאים.

6.7.3 בהתאם להוראות הקיימות, חברות היי-טק שמבקשות להנפיק ניירות ערך בבורסה בתל אביב, נדרשות להגיש דוחות כספיים כשהם ערוכים בהתאם לכללי ה-IFRS. חובה זו עלולה להשית על חברות אלה עלויות מהותיות, כפי שיפורט להלן:

6.7.3.1 עריכת דוחות כספיים לראשונה בהתאם לכללי ה-IFRS, כרוכה בהקצאת משאבים משמעותיים, הן כספית והן מבחינת הכשרת העובדים העוסקים בנושא, אשר אינם בקיאים בכללי ה-IFRS;

6.7.3.2 דוחות כספיים ערוכים בהתאם לכללי ה-IFRS שימושיים פחות בעבור גורמים אמריקאים המבקשים לנתח את דוחות חברות היי-טק לשימושים שונים (למשל לצורכי השקעה, מיזוג, חתימה על הסכמי שיתוף פעולה, חתימה על הסכמי מסחור, שיווק או הפצה וכדומה). לפיכך, ייתכן מצב שבו יהא על החברות לערוך סט נוסף של דוחות כספיים לפי כללי ה-US GAAP ממילא;

6.7.3.3 נוכח מרכזיותו של השוק האמריקאי בתחום היי-טק, רבים מהמתחרים (וחברות הייחוס) של חברות אלה הינם חברות אמריקאיות העורכות דוחות כספיים בהתאם לכללי ה-US GAAP. דוחות כספיים ערוכים בהתאם לכללי ה-IFRS יפגעו ביכולת ההשוואה בין מתחרים אלה לבין החברות הישראליות.

בישראל שייכללו מיד לאחר ההנפקה הראשונה לציבור במדד טק-עילית - לערוך את דוחותיהן הכספיים בתשקיף ובדוחות התקופתיים והרבעוניים בהתאם לכללי ה-US GAAP (ולכלול במסגרתם ביאור התאמה לכללי ה-IFRS), זאת בתנאי שלחברות אלה ישנה זיקה זרה למועד התשקיף, כך שקודם להשלמת ההצעה הראשונה לציבור הן מקיימות את התנאים המפורטים להלן:

6.9.1 יותר מ-50% מהכנסותיהן לא התקבלו בישראל, זאת בכל אחת מתקופות הדיווח הכלולות בתשקיף בהן היו הכנסות; וכן -

6.9.2 בעל השליטה בחברה אינו תושב ישראל; או למעלה מ-50% ממניות החברה הינם בבעלות מי שאינם תושבי ישראל. לעניין זה, ייראו במחזיקים בקרן הון סיכון פרטית כבעלי המניות בחברה לפי חלקם היחסי.

7. היבטי ממשל תאגידי

7.1 נושא התאמת הוראות הממשל התאגידי של חברות ציבוריות נדון במסגרת מפת הדרכים של הרשות אשר פורסמה בחודש ספטמבר 2012.

7.2 תחת תת פרק ההקלות בתחום הממשל התאגידי, נכללו ארבע הצעות שונות להקלות לכלל החברות הציבוריות בתיאום עם משרד המשפטים: הקלות הנוגעות לאישור עסקאות מזכות בנסיבות בהן מעמיד בעל השליטה סיוע לחברה הזקוקה לו בדחיפות; הקלות בנוגע להמשך כהונת דירקטור חיצוני על אף גילויה של זיקה זניחה, בנסיבות המפורטות במתווה; הרחבת האפשרות להעניק גמול יחסי לדירקטורים חיצוניים; ומתן גמישות ניהולית למנכ"ל לבצע שינויים שאינם מהותיים בתנאי כהונתם והעסקתם של נושאי משרה בחברה.

7.3 הצעות אלה נמצאות עדיין בהליכי בחינה.

7.4 הוועדה בחנה את הצורך במתן הקלות לחברות היי-טק שתיכללנה במדד טק-עילית במהלך התקופה הראשונה לאחר רישומן למסחר והגיעה למסקנה כי מאפייני החברות וחשיבות עידוד כניסתן לבורסה מצדיקים מספר התאמות בדרישות הממשל התאגידי.

6.7.3.4 ההבדלים בין כללי ה-US GAAP לבין כללי ה-IFRS בנושאים הרלוונטיים לחברות אלה אינם גדולים בדרך כלל, ומשך העלות שבעריכת דוחות כספיים לפי IFRS עולה על התועלת.

6.8 לעומת זאת, קיימים שיקולים נגד האפשרות לעריכת דוחות כספיים לפי US GAAP, אשר אלו העיקריים שבהם: 6.8.1 על אף העלות הכרוכה בהכנת דוחות כספיים לפי כללי ה-IFRS, לא ניתן לומר שהם אינם רלוונטיים לחברות היי-טק זאת מן הנימוקים הבאים: 6.8.1.1 שמירה על עניינו של המשקיע יש בה כדי לגזור דרישה למתן מידע הערוך לפי הכללים המקובלים בישראל - מדובר בחברות המבקשות להנפיק ניירות ערך לציבור בישראל, וככאלה, עליהן ליתן את המידע הרלוונטי והמוכר למשקיעים בישראל, היינו - דוחות כספיים ערוכים לפי כללי ה-IFRS;

6.8.1.2 יישום כללי US GAAP על ידי חלק מהחברות הנסחרות, יקשה על יכולת ההשוואתיות בין תוצאות חברות אלה לבין תוצאות חברות אחרות הרשומות למסחר בבורסה המיישמות את כללי ה-IFRS;

6.8.1.3 משתמשים נוספים על המשקיעים, כגון אנליסטים, מכירים את כללי ה-IFRS ברמה גבוהה יחסית לרמת ההיכרות עם כללי ה-US GAAP.

6.8.2 ההבדלים בין כללי ה-US GAAP לבין כללי ה-IFRS בנושאים הרלוונטיים לחברות היי-טק אינם גדולים בדרך כלל, ולכן אין קושי של ממש לערוך דוחות כספיים לפי כללי ה-IFRS.

6.8.3 דוחות כספיים ערוכים לפי כללי ה-US GAAP יחייבו גורמים מן השוק (כגון אנליסטים, גופים מוסדיים ועוד) וכן יחייבו את רשות ניירות ערך כרגולטור, להקצות משאבים להתמקצעות בכללי ה-US GAAP.

6.9 לאחר בחינת השיקולים בעד ונגד המתוארים לעיל, ממליצה הוועדה לאפשר לחברות היי-טק שהתאגדו

7.5 לאור האמור לעיל, ממליצה הוועדה כדלקמן:

7.5.1 על רקע עמדת הוועדה בנוגע להקלות בדיווח הכספיים של חברות אלה, ממליצה הוועדה כי חברות אלה לא תידרשנה להקים ועדה לבחינת הדוחות הכספיים במהלך תקופת ההקלות⁴;

7.5.2 על רקע מבנה הניהול שמאפיין חברות אלה לפני הגעתן לשלב הבשלות, כאשר במקרים רבים, הידע הטכנולוגי והעסקי מרוכז בידי היזמים והם גם אלו שנושאים בתפקידי הניהול הבכירים, ממליצה הוועדה לקבוע כי יושב ראש הדירקטוריון אשר כיהן כמנהלה הכללי במועד הפיכת החברה לחברה ציבורית (וניתן לכך גילוי במסגרת התשקיף), יהיה רשאי להמשיך בכהונה עד תום חמש שנים מהמועד בו הפכה החברה לחברה ציבורית, ובמהלך תקופה זו לא ידרש אישור האסיפה הכללית מכוח סעיף 121(ג) לחוק החברות. כמו כן, אם אושר באסיפה הכללית מינוי יושב ראש הדירקטוריון כמנהלה הכללי של החברה במהלך השנתיים שלאחר הפיכת החברה לציבורית, יהיה האישור תקף עד תום חמש שנים ממועד הפיכת החברה לציבורית (במובחן משלוש שנים ממועד האישור לפי המצב המשפטי הקיים);

7.5.3 על מנת לאפשר ודאות יחסית בהמשך ההתקשרות עם היזמים, המרכזים בידיהם את ליבת הידע הנחוצה להמשך התפתחות החברה אל שלב הבשלות, ובשים לב לכך שתנאי ההתקשרות עימם נקבעים עובר למועד הגיוס מן הציבור או מאושרים ברוב מקרב המיעוט (אם היזמים הינם בעלי שליטה), ממליצה הוועדה כי על אף הדרישה לאשר מחדש עסקאות עם בעל שליטה אחת לשלוש שנים, חברה אשר התקשרה עם בעל שליטה המכהן בה כנושא משרה בעסקת תגמול, אשר תוארה בתשקיף, תידרש להביאה לאישור מחדש רק לאחר חמש שנים ממועד הפיכת החברה לציבורית. כמו כן, חברות אלה תידרשנה לאשר עסקאות תגמול כאמור עם בעל השליטה המכהן בחברה, אם אושרו כדין לאחר הפיכת החברה לציבורית במועד המאוחר מבין

שלוש שנים ממועד האישור הקודם או חמש שנים ממועד הפיכת החברה לציבורית;

7.5.4 בשים לב לגמישות הנדרשת לחברות אלה בגיוס ובניהול ההון האנושי החיוני לפעילותן, בפרט לפני הגעתן לשלב הבשלות, ממליצה הוועדה כי יחולו על חברות אלו ההקלות הבאות בכל הנוגע לקביעה ולאישור של מדיניות תגמול ושל שכר נושאי משרה המכהנים בהן:

7.5.4.1 מדיניות תגמול - חברה שתקבע את מדיניות התגמול שלה עובר למועד שבו הפכה לחברה ציבורית, ומדיניות תגמול זו תתואר כדין בתשקיף ההצעה לראשונה לציבור של מניותיה, תהיה פטורה מהצורך לאשר את מדיניות התגמול בהתאם להליכי האישור הקבועים בסעיף 267א לחוק החברות. אישור כאמור של המדיניות יידרש לראשונה רק לאחר שלוש שנים ממועד הפיכת החברה לחברה ציבורית.

7.5.4.2 גמול לדירקטור חיצוני - "הסכומים המזעריים" ו"הסכומים הקבועים" המפורטים בתוספת השנייה, בתוספת השלישית ובתוספת הרביעית לתקנות החברות (כללים בדבר גמול והוצאות לדירקטור חיצוני), התש"ס-2000, יופחתו בשליש, וזאת לגבי הגמול השנתי וגמול ההשתתפות של דירקטורים חיצוניים או דירקטורים חיצוניים מומחים שיכהנו בחברות מטרה שהינן בדרגה א, ב, ג ו-ד (עד 1 מיליארד ש"ח הון עצמי), כמפורט בתוספת הראשונה לתקנות האמורות. ההפחתה האמורה תחול במהלך חמש שנים ממועד ההנפקה הראשונה לציבור של חברת המטרה, והיא תחול בהתאמה גם לגבי דירקטורים בלתי תלויים שיכהנו בחברות מטרה כאמור.

7.5.4.3 אישור תנאי כהונה והעסקה של מנכ"ל במהלך שלוש שנים ממועד הפיכת החברה לציבורית - התקשרות עם מנכ"ל בתנאי כהונה

4 כאמור לעיל, תקופת ההקלות משמעה התקופה שממועד ההנפקה לראשונה לציבור של חברת מחקר ופיתוח שתיכלל מיד לאחר רישומה למסחר בבורסה במדד טק-עילית, ועד תום השנה הקלנדרית שבמהלכה יחלפו חמש שנים מהמועד האמור או ששווי השוק הממוצע של החברה בתשעים הימים שקדמו לתום אותה שנה יעלה על מיליארד ש"ח, לפי המוקדם.

והעסקה שאינם שונים מהותית מתנאי הכהונה וההעסקה של המנכ"ל שכיהן במועד הנפקה הראשונה לציבור, ואשר תוארו כדין בתשקיף ההצעה לראשונה לציבור, תהא פטורה מאישור האסיפה הכללית, ובלבד שהעסקה תואמת את מדיניות התגמול.

8. היבטי גילוי וממשל תאגידי של חברות דלאווריות

8.1 חלק מן ההשקעות בתחום ההיי-טק בישראל מתבצע באמצעות מבנה דו-שלבי של חברת החזקות דלאווריות אשר מקצה את מניותיה למשקיעים, וחברה ישראלית המרכזת את פעילות המחקר והפיתוח. אחת הסיבות להיווצרות מבנה זה הוא רצונם של המשקיעים הזרים, אמריקאים ברובם, להשקיע בחברות אמריקאיות - מקומיות, בעלות ממשל תאגידי המוכר להם.

8.2 חסמים

8.2.1 בעבר נרשמו למסחר בבורסה בישראל שתי חברות מדעי חיים שהתאגדו בדלאוור ולא ביצעו הנפקה בארצות הברית. חברות אלה נתקלו בקשיים שהגדילו את עלות הגיוס בישראל, בשל כך שהן נדרשו להגיש את דיווחיהן הן לרשות ניירות ערך (בהתאם להוראות חוק ניירות ערך והתקנות שהותקנו מכוחו) והן לרשות ניירות ערך האמריקאית, ה-SEC (בהתאם להוראות ה-United States Exchange Act 1934). כך, מקום בו חברה דלאוורית רצתה לגייס הון מהציבור בישראל בלבד, היה עליה לפרסם תשקיף בשפה העברית בישראל, וכן לפרסם תשקיף מקביל בארה"ב (בשפה האנגלית) אותו היה עליה להגיש ל-SEC.

8.2.2 חובת פרסום תשקיף בארצות הברית נובעת מדיני ניירות ערך האמריקאים החלים על כל החברות שהתאגדו בארצות הברית, גם אם חברות אלה מבקשות לבצע הנפקה מחוץ לארצות הברית. חברות אלה נדרשות לדווח ל-SEC ולקבל את אישורה לרישום ניירות הערך בארצות הברית, שכן אחרת מחויבת החברה להבטיח שניירות הערך לא יגיעו למשקיעים אמריקאים. מאחר שהחברה אינה יכולה להבטיח זאת, שכן העברת המניות במסחר בבורסה אינה בשליטתה, ניירות

ערך אלה אינם יכולים להירשם למסחר בבורסה בישראל ללא אישור ה-SEC לרישומם בארצות הברית. מסיבה זו, חברות אלה נדרשות לערוך גם דוחות לפי הדין בארצות הברית באנגלית, לצד הדוחות הנדרשים בעברית מכוח החקיקה בישראל.

8.2.3 קושי נוסף נובע מן העובדה שסעיף 39 לחוק ניירות ערך מחייב חברות זרות המבקשות לרשום את מניותיהן למסחר בבורסה לקיים מספר הוראות הקבועות בחוק החברות, אלא אם פטרה הרשות את החברות הזרות, בשים לב לנאותות הדין הזר החל עליהן.

8.2.4 חברות אלה אינן נהנות מן ההקלות של הסדר הרישום הכפול, המאפשר להן דיווח לרשות ניירות ערך הישראלית ולבורסה של הדיווחים הניתנים לרשות האמריקאית, מן הטעם שאינן רשומות למסחר בבורסה בארצות הברית (המוכרת לצורכי מנגנון הרישום הכפול).

8.3 המלצות הוועדה

8.3.1 הוועדה ממליצה לרשות ניירות ערך לבחון את הצורך בביצוע התאמות בהוראות הגילוי של חברות אלה, כל עוד הן מדווחות במקביל גם לרשות ניירות ערך האמריקאית, כך שתופחת עלות עריכת הדוחות, ובלבד שלא תיפגע איכות הגילוי הניתן למשקיעים בישראל, ולא תיפגע יכולתה של רשות ניירות ערך לפקח על קיום הוראות הגילוי, זאת בין היתר בשים לב להמלצת הוועדה המתוארת לעיל להקנות לרשות ניירות ערך סמכות לפטור מדרישות הגילוי חברות הכלולות ברשימת טק-עילית, באופן שיאפשר לרשות להתאים, מעת לעת ובמקרים הנדרשים, את דרישות הגילוי בתשקיף ובשוטף לדרישות הגילוי המקובלות בארצות הברית בנוגע לחברות מחקר ופיתוח, ובכך לאפשר השוואתיות בין חברות אלה לחברות מקבילות הרשומות בבורסות זרות, ולצמצם את עלויות המעבר לרישום למסחר בבורסות הזרות.

8.3.2 הוועדה ממליצה כי הרשות תעשה שימוש בסמכותה, כך שלחברות הדלאווריות שייכללו ברשימת טק-עילית יוקנו מיד לאחר הנפקה הראשונה לציבור של מניותיהן, ההקלות בממשל תאגידי המוקנות לחברות טק-עילית

9.3 המאגדות בישראל (כמתואר לעיל), וזאת למשך תקופת ההקלות;

8.3.3 בהתאם להמלצות בנוגע לשפת הדיווח כמבואר בסעיף הבא, החברות הדלאוריות שיירשמו ברשימת טק-עילית, יהיו רשאיות לדווח לבורסה ולרשות ניירות ערך בשפה האנגלית בלבד.

9. שפת הדיווח לרשות ולרשם החברות

9.1 חברות היי-טק מאופיינות לרוב בכך שמיומן הראשון הן פונות אל השוק הגלובלי, הן בהיבט אישורים רגולטוריים (אישורי FDA לדוגמה), הן בהיבט מימון עתידי, מיזוג או מכירה והן בהיבט הנפקה עתידית בנאסד"ק הידועה כבורסה המושכת אליה חברות היי-טק רבות. כמו כן, שוק המוצר של חברות היי-טק רבות הינו שוק גלובלי, ולכן, במקרים רבים, הן פותחות כבר בשלבים מוקדמים יחסית של פעילותן סניפים מעבר לים. לאור האמור לעיל, חברות היי-טק, רובן ככולן, מתנהלות באופן שוטף בשפה האנגלית. התנהלות זו כוללת הסכמי השקעה ומימון, מצגות למשקיעים, אתרי אינטרנט, התכתבויות פנימיות וחיצוניות, הסכמי עבודה, חוזים שונים ועוד.

9.2 הדיווחים המוגשים לרשות ניירות ערך ולרשם החברות פתוחים לעיון הציבור⁵. ככלל, מסמכים שיש להעמיד לעיון הציבור על פי דין, מן הראוי שיהיו בשפה רשמית של המדינה⁶. על כן, מתן היתר לדיווח בשפה האנגלית (שאינה עוד שפה רשמית של המדינה) טעון קביעה מפורשת בדין⁷.

9.3 החריג העיקרי בחוק ניירות ערך לחובת הדיווח בעברית מצוי בתקנה 4 לתקנות ניירות ערך (פרטי מסמך רישום, מבנה וצורתו), תשס"א-2000. תקנה זו כוללת היתר מיוחד על פיו תאגיד המבקש להירשם ברישום כפול רשאי לכלול במסמך הרישום מסמכים שהוא פרסם או הגיש במקורם בשפה האנגלית.

9.4 באשר להגשת המסמכים לרשם החברות, בעבר, נהג רשם החברות לקבל תקנונים גם בשפה האנגלית. נראה כי מקורו של נוהג זה בהיותה של השפה האנגלית בעבר, שפה רשמית בישראל. בשנת 2001, גילה דעתו היועץ המשפטי לממשלה כי בעקבות ביטול מעמדה של השפה האנגלית כשפה הרשמית, לא ניתן להגיש דיווחים לרשם החברות באנגלית, כל עוד לא ייקבע אחרת בתקנות⁸.

9.5 בעקבות פניות רבות שהגיעו למשרד המשפטים, בעניין התועלת הרבה במתן אפשרות לחברות להגיש את התקנון באנגלית והעלויות הרבות הכרוכות בתרגום מסמכי ההתאגדות לעברית בחברות המנהלות את עסקיהן בשפה האנגלית, ערך משרד המשפטים בחינה מחודשת של ההסדר הקיים בקשר להגשת מסמכים באנגלית.

9.6 בחינה זו הולידה הצעה במסגרת טיטת תקנות החברות (דיווח פרטי רישום) (תיקון), התש"ע-2010 לפיה, בין היתר, יתאפשר להגיש את תקנון החברה לרשם החברות בשפה האנגלית, זאת מן הטעם שהשפה האנגלית שגורה בפיו של חלק לא מבוטל מן הציבור בישראל, ובעיקר בפי הקהילה העסקית, שהיא הצרכן העיקרי של המסמכים, ומכיוון שמשקיעים רבים

5 סעיפים 43 ו-143 לחוק החברות.

6 ניתן ללמוד על כך שיש להגיש דיווחים לרשות ניירות ערך בשפה העברית, בין היתר, מהוראות סעיף 40 לתוספת הראשונה לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיטת התשקיף - מבנה וצורה), התשכ"ט-1969. תחת הכותרת "עברית בהירה" נקבע כי מידע שיינתן בהתאם לתוספת זו ייערך בשפה בהירה, תמציתית, פשוטה ומובנת תוך יישום מספר עקרונות המפורטים בסעיף.

7 כאשר מבוקש להתיר שימוש בשפה אחרת בדיווחים, נקבעה לכך הוראה מפורשת. כך למשל, באשר לחובת צירוף הערכות שווי לדוח התקופתי, נקבע בסעיף 8(ב) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), תש"ל-1970 (להלן: "תקנות דוחות תקופתיים ומידיים"), כי אם לא היתה שפת הערכת השווי עברית, יכלל תרגום הערכת השווי לעברית ואישור המתרגם על נאותות התרגום והסכמתו להכללת התרגום והאישור בדוח התקופתי. פטור מיוחד נקבע להערכת שווי ששפתה אנגלית, שרק ביחס אליה הותר לצרפה בשפת המקור. חריג נוסף לחובת הדיווח בשפה העברית מצוי בתקנה 40 לתקנות דוחות תקופתיים ומידיים. על פי תקנה זו, דוחות כספיים ביניים של מנפיק חוץ, הערוכים בהתאם לכללי חשבונאות מקובלים בארה"ב, יכול שייכתבו בשפה שאינה עברית, ובלבד שיובא לצדם תרגום לעברית ואישור המתרגם על נאותות התרגום ועל הסכמתו להכללת התרגום והאישור בדוחות.

8 ראו מכתבה של עו"ד מרים אילני (לשעבר הממונה על חקיקה כלכלית במחלקת ייעוץ וחקיקה (כלכלי-פיסקאלי) במשרד המשפטים) המשקף את עמדת היועץ המשפטי לממשלה הזמין בכתובת - <http://www.justice.gov.il/NR/rdonlyres/0F52B775-09BB-4CE3-971C-62533715E384/14430/finish2.pdf>.

נוהגים לעגן את ההסכמות ביניהם בשפה האנגלית. על פי ההצעה האמורה, לצד התקנון באנגלית, יוגש טופס שיפרט בעברית הוראות שיש להן השלכות ישירות על הנושים, היינו - מטרת החברה והגבלת האחריות. בנוסף, הוצע לקבוע חובה לפרט בטופס הנלווה את ההוראות בתקנון שעניינן הגבלת עבירות המניות, איסור הצעה לציבור של מניות או איגרות חוב, והגבלת מספר בעלי המניות לחמישים. הוראות אלו יהיו ההוראות המחייבות, אף אם הן סותרות את התקנון המלא שהוגש באנגלית.

9.7 חיובן של חברות היי-טק לדווח בשפה העברית חרף האוריינטציה העסקית הזרה שלהן והתנהלותן השוטפת באנגלית, משית עליהן עלויות מהותיות של תרגום לשפה העברית. מעבר לכך, מתן אפשרות לדיווח באנגלית עשוי להגביר את הנגישות של משקיעים זרים לחברות אלה, פעולה בעלת חשיבות מיוחדת בהקשר של חברות היי-טק לאור הצורך בהגדלת בסיס המשקיעים המתוככמים אשר עשוי להשקיע בהן. נראה, אפוא, כי החיוב לדווח בעברית מהווה גורם מרתיע מפני כניסה של חברות אלו לשוק ההון הישראלי, וכן מעמיס על החברה עלויות בהתקשרות עם משקיעים זרים לצורך ביצוע השקעות בחברה.

9.8 על רקע האמור לעיל, ועל מנת לעודד השקעה בחברות היי-טק באמצעות הבורסה, הוועדה ממליצה כדלקמן:

9.8.1 לאפשר לחברות היי-טק חדשות המיועדות להיכלל במדד טק-עילית לערוך בשפה האנגלית את תשקיף ההנפקה הראשונה לציבור, והתשקיפים שלאחריו בכלל, וכן לדווח בשוטף באנגלית. הזכאות לדווח בשפה האנגלית לא תפקע עקב גריעת חברה מן הרשימה והיא תמשיך ותעמוד לה משך כל התקופה בה היא תחוב בחובות דיווח כתאגיד מדווח (למעט כתוצאה מהפסקת סיווג לענפי הביומד והטכנולוגיה של הבורסה);

9.8.2 לאפשר לחברות הרשומות כיום בבורסה וייכללו במדד טק-עילית להגיש את כל דיווחיהן ותשקיפיהן לרשות ניירות ערך בשפה האנגלית,

בכפוף לקבלת אישור אסיפות בעלי ניירות הערך של החברה ברוב רגיל, למעט בעלי השליטה (דרישת האישור אינה חלה על חברות חדשות כאמור לעיל). גם במקרה זה, הזכאות להגשת הדיווחים בשפה האנגלית לא תפקע עקב גריעת חברה מן הרשימה, והיא תמשיך ותתקיים משך כל התקופה בה החברה תחוב בחובות דיווח כתאגיד מדווח, ובלבד שהחברה תהיה מסווגת לענפי הביומד והטכנולוגיה של הבורסה;

9.8.3 חברה תהיה רשאית לחזור בה מן הדיווח בשפה האנגלית בכפוף לפרסום דיווח מיידי על כך, ותרגום הדוחות התקופתיים והרבעוניים האחרונים לשפה העברית, בצירוף אישור לנאותות התרגום.

9.8.4 להמליץ לרשות ניירות ערך להבהיר כי חברות המסווגות לענפי הביומד והטכנולוגיה (גם אם אינן במדד טק-עילית) תוכלנה לפרסם כדיווח מיידי תרגום לאנגלית של דיווחיהן בעברית, בכפוף להבטחת רציפות ומהימנות התרגום.

9.8.5 הוועדה תומכת בהצעת משרד המשפטים הנזכרת לעיל לפיה כלל החברות (למעט חברה לתועלת הציבור) יהיו רשאיות להגיש את התקנון וכן מסמכים לרישום שעבודים בשפה האנגלית לרשם החברות (לצד טופס שיפרט בעברית הוראות עיקריות כאמור). למצער, יש לאפשר את ההסדר האמור לחברות אשר תיכללנה במדד טק-עילית (כולל חברות רישום כפול), כאשר הזכאות להגשת התקנון בשפה האנגלית כאמור לא תפקע עקב גריעתה של החברה מן הרשימה;

9.8.6 בד בבד עם אפשרות הדיווח באנגלית תקים הבורסה אתר מאיה באנגלית, בדומה למאיה בעברית, כך שתאפשר למשקיעים זרים גישה נוחה וידידותית לדיווח של חברות אלו, של החברות הדואליות ושל חברות אחרות שיקחו על עצמן לתרגם את כל הדיווחים בעברית גם לאנגלית.

1. תעשיית חברות ההזנק תלויה כאמור לעיל בהון זר, אמריקאי ברובו. הבורסה הישראלית, לעומת זאת, עשויה להוות חלופה למימון חברות הזנק המתבססת על מקורות מקומיים. מעבר לכך, הגופים המוסדיים הישראלים משקיעים פחות מ-0.3% מנכסיהם המנוהלים בחברות ההזנק, בעיקר באמצעות קרנות הון סיכון פרטיות.
2. תלות בהון זר הובילה לכך שהיקף ההשקעות בחברות הזנק ישראליות וקרנות הון סיכון ישראליות פחת בצורה משמעותית בעת המשבר הפיננסי ב-2008 (כמו גם בעת התפוצצות בועת ההיי-טק).
3. על רקע זה, ובשים לב לחשיבות הרבה של תעשיית ההיי-טק למשק הישראלי, הוועדה בדעה שקיימת חשיבות בגיוון מקורות ההון לתעשיית חברות ההזנק, ולו משיקולי ניהול סיכונים.
4. משכך, קיימת חשיבות רבה בהפיכת הבורסה לאלטרנטיבה אטרקטיבית ויעילה לגיוס הון על ידי חברות ההזנק במקום מכירתן. חלופה זו תרחיב ותגוון את מקורות ההון לתעשיית חברות ההזנק ותצמצם את התלות בשווקים כלכליים חיצוניים.
5. לצד החלופה של גיוס הון באמצעות רישום למסחר בבורסה של חברות היי-טק (כמתואר לעיל), ממליצה הוועדה לקדם הקמת קרנות הון סיכון נסחרות אשר תשקענה בתעשיית ההיי-טק הישראלית.
6. **קרנות אלה תוכלנה לספק פתרונות מימוניים לחברות היי-טק צעירות, ובדרך זו לאפשר את הבשלתן חלף מכירתן. קרנות אלה תוכלנה להשקיע גם בחברות היי-טק שתבקשנה להירשם לראשונה למסחר בבורסה, ועל כן הן עשויות להוות גורם מתוחכם אשר ישפר את יעילות ההנפקות הראשונות לציבור בבורסה.**
7. מעבר לכך, ניתן יהיה להתאים את הכללים של קרנות אלה על פי צורכי תעשיית חברות ההזנק המשתנים (כגון הכללים בנוגע לתקופת חיי הקרן), זאת להבדיל מקרנות הון סיכון פרטיות המתנהלות בהתאם למקובל בענף זה בעולם, ובשוק האמריקאי בפרט.
8. המודל של קרנות הון סיכון פרטיות המשקיעות בחברות הזנק הנו מודל מוכר ומקובל בישראל ובעולם.
9. קרנות הון הסיכון הפרטיות בישראל התפתחו בצורה משמעותית לראשונה כחלק מתוכנית יוזמה. התוכנית, אשר נוסדה ב-1993 ויושמה בשנים 1993-1998, נועדה לעודד את צמיחת תעשיית ההיי-טק על ידי השקעה ממשלתית בקרנות הון סיכון. הממשלה השקיעה באופן ישיר כ-100 מיליון דולר ב-10 קרנות הון סיכון, כאשר הקרנות יכלו לבחור להפוך את הממשלה לשותף בקרן או להחזיר לממשלה את הסכום שהשקיעה בתוספת ריבית. הממשלה החזיקה בתחילה ב-40% מכל קרן, אך אפשרה לשותפים הפרטיים לרכוש את חלקה כעבור חמש שנים בתנאים נוחים. התוכנית נתנה דחיפה משמעותית לתעשיית הון הסיכון בישראל ויצרה אקלים המעודד השקעות בתחום ההיי-טק הישראלי.
10. לקרנות הון הסיכון הפרטיות מספר מאפיינים בולטים. השותפים המוגבלים בקרן מתחייבים להשקיע בקרן את הסכומים שיידרשו לצורך ביצוע הרכישות, במהלך תקופה של מספר שנים בודדות ממועד הקמת הקרן. מעבר לכך, קרנות הון סיכון פרטיות מוקמות לתקופה מוגבלת אשר בסיומה נדרש מנהל הקרן לפעול למכירת נכסי הקרן והעברת התמורה לשותפים. סיבות אלה מאלצות את הקרן לבחור בהשקעות אשר קיים סיכוי סביר שיבשילו ויימכרו בלוח הזמנים שבין מועד רכישת ההשקעה ועד לתום תקופת חיי הקרן. אילוץ זה עשוי אף לפגוע בתשואה אשר הקרנות עשויות להשיג, וזאת במיוחד בתקופות שבהן, עקב שינויים חיצוניים (כגון תקופת שפל בשוק ההנפקות), נדרש להשקעות זמן רב יותר להבשיל לצורכי מכירה.
11. מאפיין חשוב נוסף הנו העובדה שהשותף הכללי מנהל את נכסי הקרן באופן בלעדי, ולא ניתן להחליפו. מאפיין זה יוצר תלות של השותפים המוגבלים במנהל הקרן.
12. מבנה התגמול של מנהל הקרן כולל, בדרך כלל, דמי ניהול שנתיים בשיעור מן ההתחייבויות לקרן (של כ-2%), בתוספת שיעור מן הרווח על ההשקעות (של כ-20%) כדי להתאים את האינטרסים של מנהל הקרן לאלו של השותפים המוגבלים.

13. מקובל למדוד את הצלחת הקרן במונחי IRR (הנמדד בשים לב למועד ההשקעה בפועל של השותפים המוגבלים ולא במועד לקיחת ההתחייבות להשקעה). על כן, שני גורמים עיקריים משפיעים על התשואה על ההשקעה:
- 13.1 שווי החברה במועד ההשקעה וכנגזרת שלו היקף ההחזקות שרוכשת הקרן. שווי החברה תלוי, בין היתר, במידת התחרותיות ב"שוק ההשקעה" בחברות היי-טק, נכון למועד ההשקעה. התחרותיות נגזרת בין היתר מן היחס שבין היקף הכספים המחפשים השקעה, לצורכי המימון של החברות. ככל שהיקפי ההשקעות בקרנות הון סיכון גדלים, כך גם פוחתת התשואה הפוטנציאלית על ההשקעות (שכן העסקאות נעשות במחירים גבוהים יותר), ולהיפך.
- 13.2 הסכום המתקבל במועד המכירה של החברה. בהקשר זה, קיימת השפעה של שוק ההנפקות הראשונות לציבור על הצלחת הקרן (היינו - השפעה ישירה הנובעת מן היכולת להשיג מחירים טובים לחברות המושקעות במסגרת ההנפקה, וכן השפעה עקיפה על המחירים שניתן להשיג בעסקאות מיזוג ורכישה).
14. כמו כן, לאופן שבו מקובל למדוד את הצלחת הקרן קיימת השפעה גם על האינטרס של הקרן לקדם הנפקה ראשונה לציבור או עסקת מיזוג או רכישה, ביחס לחברות היי-טק המוחזקות על ידה. בעסקת מיזוג או רכישה מתקבלת התמורה בדרך כלל במזומן למועד העסקה. להבדיל, הנפקה ראשונה לציבור איננה כוללת בדרך כלל מכירה בפועל של המניות על ידי המשקיעים בקרן. על כן, הקרנות לוקחות בחשבון גם את התשואה הפוטנציאלית בתקופה שלאחר הפיכת החברה לציבורית (כמו גם את הסיכון של ירידת ערך ההשקעה לאחר מכן).
- קרנות היי-טק נסחרות**
- 15 קרנות הון סיכון נסחרות נפוצות פחות בישראל. נכון למועד זה, רשומות למסחר בבורסה 13 חברות שניתן להגדירן כקרנות היי-טק נסחרות, בשל העובדה שחלק נכבד מפעילותן כולל השקעה בחברות היי-טק שאינן נסחרות.
16. למעשה, מדובר בקרנות היי-טק המאוגדות כחברות ציבוריות. משום כך, קרנות אלה אינן מוגבלות בזמן וחלים לגביהן כללי הגילוי, הממשל התאגידי ומבנה התמריצים המקובלים של חברות ציבוריות.
17. בעבר, היו ניסיונות לעודד הקמת קרנות הון סיכון נסחרות באמצעות מתן ערבות חלקית להשקעה בקרנות אלה אשר התאגדו כחברות ציבוריות.
18. ניסיונות אלה לא צלחו, בין היתר, עקב עלויות הניהול וקיום הוראות הרגולציה החלות על חברות ציבוריות, בשים לב להיקף הכספים הנמוך שנוהל על ידי הקרנות שהוקמו והיעדר תמריצים לגיוס מנהלי קרנות הון סיכון טובים.
19. מעבר לכך, קרנות אלה נסחרו לאחר ההנפקה בשווי נמוך ביחס לשווי הנכסי הנקי של הקרן. היבט זה הקשה על הקמת קרנות חדשות, שכן אין תמריץ למשקיעים לרכוש את ניירות הערך במועד ההנפקה בידעם שסביר כי לאחר מכן ייסחרו במחיר נמוך ממחיר ההנפקה ("החלטה אסטרטגית של המשקיעים").
20. מאידך, קרנות הון סיכון רשומות למסחר בבורסות בארצות הברית (Business Development Company) ובאנגליה (Venture Capital Trusts) ופועלות בהצלחה כבר עשרות שנים, במבנה של קרנות סגורות לתקופות בלתי מוגבלות (Evergreen) אשר רשאיות להשקיע חלק נכבד מהשקעותיהן בנכסים לא סחירים (או במניות של חברות קטנות הרשומות למסחר). מעבר לכך, ארצות הברית ואנגליה מעודדות הקמת קרנות אלה באמצעות הענקת תמריצים משמעותיים בדמות הטבות מס למשקיעים או ערבויות מדינה מסוגים שונים.
21. השקעה בקרנות הון סיכון נסחרות מגלמת בחובה יתרונות וחסרונות ביחס להשקעה בקרנות פרטיות.
- 22. יתרונות השקעה בקרנות הון סיכון נסחרות**
- 22.1 למנהל הקרן נגישות למשקיעים מן הציבור הרחב לצורכי גיוס הון, וכן נגישות לכספי מוסדיים המושקעים בניירות ערך סחירים;
- 22.2 הסחירות מקטינה את הסיכון של המשקיעים,

המשקיעים.
25. הסדר זה מן הראוי שיתבסס על מודלים מקובלים בעולם. זאת, מתוך מטרה לעודד כניסה של גופים בינלאומיים מוכרים לניהול קרנות אלה, ומתוך רצון לעודד השקעת משקיעים זרים.

26. לאור העובדה שמדובר בהסדרים להשקעה משותפת בניירות ערך (סחירים ולא סחירים), מוצע שקרנות היי-טק יוקמו במודל של קרנות נאמנות. הקמת קרנות היי-טק במודל של קרנות נאמנות עשויה אף להפחית את עלויות קיום הרגולציה בהשוואה למודל של חברות ציבוריות, בשים לב לעובדה שהוראות הרגולציה החולשות על פעילות קרנות הנאמנות מותאמות בהיבטים רבים לפעילות קרנות היי-טק (כדוגמת הוראות הגילוי והכללים העוסקים בפרסום ושיווק הקרנות), ומן הטעם שמנהלי קרנות הנאמנות מנהלים קרנות נוספות בהיקפים כספיים משמעותיים, ולכן העלות השולית שתידרש לשם קיום ההוראות הייחודיות לקרנות היי-טק נמוכה יחסית.

היבטי ממשל תאגידי

27. בעיית הנציג בקרנות ההון סיכון הינה בין מנהל הקרן לבין המשקיעים בקרן, אשר הינם למעשה בעלי הזכויות ההוןיות בקרן. בעיית נציג זו קיימת לגבי כל חברה ציבורית. יחד עם זאת, בעיית נציג זו חמורה יותר אצל הקרנות הסחירות ביחס לחברות ציבוריות בשל העובדה שמנהל הקרן בדרך כלל הנו בעל זכויות הוןיות בשיעורים נמוכים בקרן בשילוב עם העובדה ששליטתו בקרן מבוצרת, שכן הוא אינו ניתן להחלפה ולמשקיעים אין את הכוח לשנות את מבנה התמריצים שלו.

28. בהיעדר יכולת פיקוח ישירה, קיימת חשיבות ביצירת מנגנוני פיקוח עקיף ומנגנוני תמרוץ אשר יבטיחו את התאמת האינטרסים של הקרן עם אלו של המשקיעים, יבטיחו בחירה של מנהלים מקצועיים ויחזקו את ההגנה על ציבור המשקיעים.

29. אנו בדעה שניתן לקדם את המטרות האמורות באמצעות מספר מהלכים, כמתואר להלן:
29.1 חיוב מנהל הקרן (או גוף קשור אליו) להשקיע

מאחר שקיימת להם האפשרות למכור את ההשקעה במקרה של חוסר שביעות רצון מביצועי הקרן או עקב שינוי בטעמי ההשקעה וצורך בנזילות;

22.3 הרישום למסחר עשוי להגדיל את המוניטין של הקרן בעיני המשקיעים, חברות הפורטפוליו וגופים נוספים מולם פועלת הקרן, וזאת לאור השקיפות הנדרשת מתאגיד סחיר;

22.4 למשקיעים מקרב הציבור נפתחת אפשרות להשקיע בקרן הון סיכון ולהיחשף לפיזור בהשקעות לשם הפחתת הסיכון. בדרך כלל הציבור הרחב אינו משקיע בקרנות הפרטיות בשל מגבלת סכום מינימלית הגבוהה יחסית, ובשל מגבלות רגולטוריות באשר למספר המשקיעים המקסימלי בקרן.

23. חסרונות השקעה בקרנות הון סיכון נסחרות

23.1 עלויות קיום הוראות הרגולציה (כולל חשיפות משפטיות ופגיעה בגמישות הניהולית);

23.2 קושי אפשרי בניגוד של סכומים גבוהים מן הציבור במועד ההנפקה, לאור חשש המשקיעים כי הקרן תיסחר במחיר נמוך ממחיר ההנפקה;

23.3 חששות מפני חשיבה קצרת טווח של המנהלים בשל הצורך להציג ביצועים;

23.4 המטרה של חלק מן המשקיעים בקרנות הון סיכון פרטיות היא להיחשף באופן עקיף להשקעות בחברות פרטיות. חשיפה זו עשויה להיות שונה במהותה בקרנות הסחירות. השוני נובע מן העובדה שהקרנות הסחירות רשאיות להשקיע גם בניירות ערך סחירים, וזאת במיוחד בתקופה עד להשלמת ביצוע ההשקעות הלא סחירות.

מודלים מוצעים - היבטים כלליים

24. על רקע האמור, הוועדה הגיעה למסקנה שעידוד הקמת קרנות היי-טק סחירות מחייב הסדר המשלב בין חיזוק היתרונות שנמנו, הפחתת עלויות קיום הוראות הרגולציה וטיפול בחשש מפני החלטה אסטרטגית של

השוטפות לאורך חיי הקרן (כשהן מהוונות) ולהוסיף פרמיית יזמות המשקפת את היכולת של הנהלת הקרן ליצור למשקיעים תשואה עודפת לאורך זמן.

32. במועד הקמת הקרן קיימת ודאות גבוהה ביחס לעלויות הניהול (שאינן מותנות בתוצאות), אך הנהלת הקרן עדיין נדרשת להוכיח את יכולתה ליצור למשקיעים תשואה עודפת. זו אחת הסיבות האפשריות לכך שקרנות אלה נסחרות לאחר הנפקתן במחיר הנמוך מן השווי הנקי של נכסי הקרן.

33. סיבה נוספת לכך עשויה להתקיים על רקע פערי מידע משמעותיים בין הציבור הרחב לבין מנהל הקרן המתמחר את נכסי הקרן הלא סחירים (להבדיל מן הנכסים הסחירים אשר שוויים נקבע בהתאם למחירי השוק), והחשש כי מנהל הקרן מתמחר ביתר את נכסי הקרן הלא סחירים כדי להשיג הטבות כלכליות בדמות דמי ניהול מוגדלים או הגדלת הסיכוי להקמת קרנות חדשות. ברי כי מידת ההשפעה של פערי המידע תלויה בין היתר בהיקף הנכסים הלא סחירים מסך תיק ההשקעות של הקרן, כך שככל שחלקם של הנכסים הלא סחירים נמוך יותר, נמוכה יותר השפעת פערי המידע.

34. על רקע האמור, הדרך העיקרית שהוועדה ממליצה לשם התמודדות עם בעיית היחס הנמוך בין שווי השוק לשווי הנקי של נכסי הקרן, הינה קביעת חובה למנהל הקרן להציע אחת לשנה לבעלי היחידות מקרב הציבור למכור לקרן בחזרה יחידות השתתפות בסכום שלא יפחת מרווחי הקרן בשנה החולפת ובמחיר המשקף את השווי הנקי של נכסי הקרן. השילוב של דרישה זו, עם דרישה כי מנהל הקרן ירכוש חלק מיחידות ההשתתפות במועד ההנפקה הראשונה לציבור וישמור על שיעור זה לאורך חיי הקרן, עשוי להקטין בצורה משמעותית את התמריץ של מנהל הקרן לנקוב במחירים מופרזים לנכסים הלא סחירים, ולהגדיל את מהימנות השווי של נכסי הקרן.

35. לשם הגברת המהימנות של השווי של הנכסים הלא סחירים, מוצע בנוסף שתוקם ועדה של דירקטורים בלתי תלויים במנהל הקרן אשר מתפקידה להמליץ לדירקטוריון בנוגע לשווי של נכסים אלה לצורכי

שיעור מהותי מנכסי הקרן (Skin-in-the-game) לאורך כל חיי הקרן (בשיעור של 5% מסכום הגיוס מן הציבור לפחות), ומאידך יוכל מנהל הקרן להשית על נכסי הקרן את עלויות ניהול הקרן אשר ישולמו למנהל מקצועי חיצוני (ולא ישולמו על ידי מנהל הקרן). האמור נועד לעודד את מנהל הקרן לרכוש ניהול מקצועי, ומצד שני לצמצם את הסיכון שמנהל הקרן ייקח סיכונים יתר;

29.2 הקניית זכות למשקיעים למכור בחזרה לקרן חלק מן היחידות שבידיהם באופן שיאפשר למשקיעים ל"הצביע ברגליים" במקרים המתאימים. מטבע הדברים, לא ניתן להקנות זכות מכירה מלאה מן הטעם שחלק מנכסי הקרן אינם סחירים וקיים חשש ממשי לפגיעה בשווי נכסי הקרן עקב מימוש זכות זו. על כן, מוצע לקבוע זכות מכירה מוגבלת להיקפים ולמועדים כמתואר בטבלה שבסוף חלק זה;

29.3 מינוי נאמן אשר יפעל לטובת המחזיקים לשם שמירת זכויותיהם לפי המודל הקבוע כיום בחוק השקעות משותפות בנאמנות.

30. מעבר לכך, ניתן לקדם בחירה של מנהלים מקצועיים באמצעות יצירת הוראות גילוי אודות ביצועי העבר של מנהל הקרן, לרבות יועצים מומחים ששכר לשם ניהול הקרן (Track Record), וכן על דרך של קביעת תנאי סף גבוהים לרישום למסחר של יחידות ההשתתפות בקרן (היקף גיוס משמעותי של למעלה מ-100 מיליון דולר). השילוב של השניים יבטיח שתנאי להקמת הקרן הנו גיוס כספים מגופים מוסדיים ומשקיעים מתוחכמים אחרים אשר בידיהם הכלים הדרושים על מנת לקבל החלטת השקעה מושכלת שתבטיח את האינטרסים של כלל המשקיעים מן הציבור.

תמחור ההשקעה ובעיית החלטה האסטרטגית של המשקיעים

31. תמחור ההשקעה בקרן הון סיכון, בדומה לתמחור חברות השקעה, מתבסס קודם כל על הערכת השווי של נכסי הקרן (היינו - שווי האחזקות בתיק ההשקעות של הקרן). מן השווי האמור מקובל להפחית את עלויות הניהול

הדיווח הכספי אשר יינתן אחת לרבעון (כלומר, אחת לרבעון יינתן גילוי אודות השווי ההוגן של הנכסים הלא סחירים).

36. דרך נוספת להתמודדות עם בעיה זו הינה הגבלת היקף ההשקעות בנכסים הלא סחירים. יחד עם זאת, הגבלת היקף ההשקעות בנכסים הלא סחירים, כפי שהובהר לעיל, עשויה לפגוע באטרקטיביות ההשקעה בקרנות היי-טק נסחרות. משכך, ממליצה הוועדה לאזן שני שיקולים אלה כך שבדרך כלל תוגבל ההשקעה בנכסים הלא סחירים מתוך סך הגיוס מן הציבור ל- 30% בחברות ישראליות או קשורות לישראל. ואולם, הוועדה ממליצה כי השיעור יועלה ל-50% במקרה בו יינתנו תמריצי מדינה להשקעה בקרנות אלה, משום שיש בתמריצים אלה בכדי להתמודד עם בעיית ההחלטה האסטרטגית.

37. מעבר לאמור, גם מבנה התגמול של מנהל הקרן עשוי להשפיע על היקפה של בעיית התמחור, וזאת באמצעות הקטנת הרכיב הקבוע בדמי הניהול לעומת הרכיב מבוסס התוצאות, והקטנת ההיקף הכולל של התגמול מן השווי הנקי של נכסי הקרן.

38. בשים לב לאמור, ממליצה הוועדה כי הרכיב הקבוע לא יעלה על התשלומים שהוצאו בפועל על ידי מנהל הקרן לצדדים בלתי קשורים ו-2% מן השווי הנקי של נכסי הקרן, לפי הנמוך, וכי ניתן יהיה לשלם למנהל הקרן תשלום מבוסס תוצאות שלא יעלה על 20% מן הרווחים ארוכי הטווח על ההשקעות. ניתן יהיה לקבוע תגמול מבוסס תוצאות שונה לפי סוגי הנכסים, וניתן יהיה לקבוע תגמול המשתנה לפי התשואה שהושגה בפועל.

מודלים מוצעים

39. הוועדה ממליצה לאפשר קיומם של שני מודלים להקמת קרנות הון סיכון נסחרות כקרנות נאמנות סגורות. האחת, קרן היי-טק לתקופה מוגבלת שתיקבע בהסכם הקרן, ובלבד שלא תעלה על 15 שנה ("קרן היי-טק קצובה"), והאחרת קרן היי-טק בלתי קצובה בזמן ("קרן היי-טק מתמשכת").

קרן היי-טק קצובה

40. קרנות אלה מדמות למעשה את הקרנות הפרטיות

המוגבלות בזמן. לאור העובדה שהבשלת ההשקעות בחברות הזנק תלויה בתת הענף בו הן נמצאות ובשלב התפתחותן, וכי תקופה זו עשויה להשתנות מעת לעת, מוצע לקבוע שתקופת חיי קרן קצובה תיקבע בהסכם הקרן ובלבד שלא תעלה על 15 שנה. קרנות אלה יהיו רשאיות לבצע השקעות חדשות בניירות ערך לא סחירים עד חמש שנים לאחר השלמת הנפקת הקרן או מועד מוקדם יותר שייקבע בהסכם הקרן (עם חריג מוגבל בסכום ביחס להשקעות המשך). במועד מימוש ההשקעות בנכסים הלא סחירים יחולקו כספי המימוש למשקיעים (לאחר תשלום דמי ניהול).

41. החיסרון העיקרי במודל זה נעוץ בעובדה שמנהלי הקרן יידרשו להקמת קרנות חדשות בתום תקופת ההשקעה של הקרן. דבר זה עשוי לפגוע במיקוד הניהולי של מנהלי הקרן וליצור חשש לניגודי עניינים הנובעים מניהול מספר קרנות במקביל.

42. עם מימוש ההשקעות הלא סחירות הופכת הקרן האמורה למעשה לקרן נאמנות סגורה רגילה המשקיעה בנכסים סחירים בלבד, ולכן האטרקטיביות שלה מוגבלת. מעבר לכך, העובדה שחיי הקרן קצובים עשויה לפגוע בסחירות ביחידות ההשתתפות לקראת תום תקופת הקרן. לפרטים נוספים אודות המודל המוצע לקרנות אלה ראו טבלה בסוף חלק זה.

קרן היי-טק מתמשכת (Evergreen)

43. היתרון העיקרי של מודל זה הוא בעובדה שהוא מקנה למנהל הקרן שליטה בנכסים מנוהלים ללא מגבלת זמן, ומאפשר להמשיך ולבצע השקעות בנכסים לא סחירים בכפוף למגבלת שיעור האחזקות בנכסים לא סחירים.

44. משכך, מאפייני הפעילות של הקרן אינם משתנים לאורך חייה. מאידך, קיומה של שליטה בלתי מוגבלת בזמן בנכסים מעורר חשש מפני ניצול לרעה של השליטה והקניית נכסים בידי גורם בלתי יעיל.

45. על כן, מציעה הוועדה לאפשר למשקיעים להורות על סיום תקופת הקרן בתום תקופה שתיקבע בהסכם

הקרן, ובלבד שלא תעלה על שבע שנים ממועד הקמת הקרן. לאחר מכן, תתקבל החלטה כאמור אחת לחמש שנים. החלטה שלא להורות על סיום תקופת הקרן משמעה למעשה הבעת אמוון בניהול נכסי הקרן על ידי המנהל, ולהיפך. לפרטים נוספים אודות המודל המוצע לקרנות אלה ראו טבלה בסוף חלק זה.

46. על רקע האמור לעיל, הוועדה ממליצה כדלקמן:

46.1 לאפשר הקמת קרן היי-טק קצובה נסחרת וקרן היי-טק מתמשכת נסחרת, בהתאם לעקרונות המפורטים לעיל ובטבלה שלהלן.

46.2 הוועדה ממליצה כי קרנות היי-טק נסחרות יוקמו במסלול "קרן נאמנות פטורה". קרן היי-טק נסחרת תהיה פטורה ממס על הכנסותיה, ובעלי היחידות בקרן יהיו חייבים במס במועד מימוש היחידות בקרן או בעת חלוקת רווחים. סעיף 97(ב3) לפקודת מס הכנסה קובע כי תושב חוץ יהיה פטור ממס על רווח הון שהיה לו במכירת נייר ערך של חברה תושבת ישראל בהתאם לתנאים הקבועים בסעיף. בהתאם, קרן היי-טק נסחרת אשר 90% לפחות מהשקעותיה בכל שנת מס הם בנכסים שההכנסה מהם היתה פטורה ממס אילו התקבלה בידי תושב חוץ תיחשב כ"קרן נאמנות להשקעות חוץ" ותאפשר פטור לתושבי חוץ אשר ישקיעו בקרן.

46.3 הוועדה מבקשת לעודד השקעת גופים מוסדיים

בהיי-טק באמצעות הקרנות הסחירות. קופות הגמל זכאיות לפטור ממס רווחי הון ומס דיבידנדים בגין השקעות בקרנות בכפוף לכללים שנקבעו במסגרת סעיף 9(2) לפקודת מס הכנסה. בכללים האמורים נקבע בין היתר כי הפטור לא יחול במידה ובידי כמה גופים מגופים אלה: רשות מקומית, מפעל הפיס, מוסד ציבורי או קופת גמל - החזקה או זכות להחזקה, יחד או לחוד, במישרין או בעקיפין, בשיעור העולה על 50% מאמצעי השליטה בחבר בני אדם. לאור האפשרות הסבירה כי כלל קופות הגמל עשויות להחזיק שיעור העולה על 50% מיחידות ההשתתפות בקרנות הנסחרות, אשר כמעט כל הונן מגויס מן הציבור, הוועדה ממליצה, כי בהשקעה בקרנות היי-טק נסחרות תתאפשר הקלה בשיעור ההחזקה באמצעי השליטה כהגדרתם בסעיף 9(2) לפקודת מס הכנסה בידי הגופים המנויים בסעיף (רשות מקומית, מפעל הפיס, מוסד ציבורי או קופת גמל). החזקה זו בשיעור שיקבע לא תיחשב כהפרת הוראות הסעיף, בכפוף לכך שגופים אלו אינם מנוהלים על ידי חברות ניהול זהות או בעלי שליטה זהים.

46.4 תמריצים נוספים לקרנות היי-טק נסחרות - הוועדה ממליצה למשרד האוצר להמשיך ולבחון את הצורך בעידוד ההקמה של קרנות היי-טק נסחרות על דרך של מתן תמריצים נוספים, זאת בין היתר על רקע הניסיון הבינלאומי שנצבר בעניין זה. מוצע לבחון תמריצים להפחתת עלויות המימון של

הקרנות, באמצעות שימוש בערבויות מדינה אשר מטרתן להפחית את רמת הסיכון שעומדת בפני המשקיעים, או שימוש בערבויות מדינה שמטרתן להגדיל את תוחלת התשואה, או שילוב של השניים.

תיאור המודל המוצע	נושא
קרן נאמנות סגורה.	צורת ההתאגדות
הממשל התאגידי יהיה זה לזה של קרנות נאמנות, בתוספת דרישה כי ועדה בלתי תלויה של דירקטוריון מנהל הקרן תאשר את הערכת השווי של הנכסים הלא-סחירים של הקרן.	ממשל תאגידי ונאמן לקרן
<p>קרן קצובה - כפי שייקבע בהסכמי הקרן, ובלבד שתקופת הקרן לא תעלה על 15 שנה עם אפשרות להארכת תקופת הקרן בשלוש שנים נוספות לאחר קבלת אישור מחזיקי היחידות.</p> <p>קרן מתמשכת - לא יאוחר משבע שנים ממועד הקמת הקרן, ולאחר מכן אחת לחמש שנים תובא לאישור אסיפת המחזיקים החלטה בדבר המשך חיי הקרן. אם לא התקבלה החלטה להמשיך את חיי הקרן היא תפורק. נכסי הקרן ימומשו תוך חצי שנה למעט הנכסים הלא סחירים שימומשו בתוך שלוש שנים או במועד אחר שייקבע באסיפת המחזיקים.</p>	תקופת הקרן
<p>נכסים לא סחירים:</p> <p>קרן קצובה - הקרן תהיה רשאית לרכוש מניות או ניירות ערך המיירים למניות של חברות מחקר ופיתוח (ישראליות או קשורות לישראל) לא סחירות, בסכום שייקבע בהסכם הקרן, שלא יפחת מ-20% מסכום הגיוס ולא יעלה על 30% מסכום זה (השיעור יועלה ל-50% במקרה שיינתנו תמריצים נוספים לקרנות אלה). הקרן תרכוש את הנכסים הלא סחירים לכל המאוחר תוך חמש שנים ממועד ההנפקה הראשונה של הקרן לציבור, או במועד מוקדם יותר שייקבע בהסכם הקרן (למעט חריג מוגבל בסכום ביחס להשקעות המשך).</p> <p>קרן מתמשכת - תהיה רשאית להמשיך ולהשקיע בנכסים לא סחירים גם לאחר תום תקופת ההשקעה הראשונה של חמש שנים, ובלבד שהשווי של הנכסים הלא סחירים מיד לאחר הרכישה לא יעלה על 30% מן השווי הנקי של נכסי הקרן (השיעור יועלה ל- 50% במידה ויינתנו תמריצים נוספים לקרנות אלה).</p> <p>נכסים סחירים: הקרן תהיה רשאית לרכוש בהנפקה מניות של חברות המסווגות לענפי הטכנולוגיה והביומד או של חברות הנכללות במדד טכנולוגיה זר שיוגדר מראש.</p> <p>נכסים נוספים: פיקדונות בנקאיים, איגרות חוב של המדינה וכד'.</p>	נכסי הקרן

הקרן תגייס בהנפקה הראשונה לציבור לפחות 400 מיליון ש"ח. מנהל הקרן יידרש להשקיע לפחות 5% מן הסכום האמור. ההשקעה, בדרך של רכישת יחידות הקרן, תתבצע במועד ההצעה לראשונה של היחידות לציבור, במחיר ובתנאים זהים לאלה שרכש הציבור.

היקף הגיוס והחזקות מנהל הקרן

מנהל הקרן יקבע מועד לביצוע הצעה לרכישה חוזרת של היחידות, שיחול לא יאוחר מתום 45 ימים מתום כל שנת כספים של הקרן (להלן - מועד ההצעה). מנהל הקרן רשאי לקבוע בתשקיף כי שיעור היחידות שיירכשו בכל מועד הצעה מסך יחידות הקרן באותו מועד (להלן - שיעור היחידות שיירכשו) לא יעלה על 90% משיעור הרווח שצמח לקרן בשנת הכספים משווי נכסי הקרן ביום חישוב המחירים האחרון בשנת הכספים. לעניין זה, רווח משמע סכום הרווח בגינו היתה הקרן חייבת במס לפי פקודת מס הכנסה אילו היתה קרן חייבת כהגדרתה בפקודת מס הכנסה.

הצעה לרכישה חוזרת של יחידות

עלה במועד ההצעה מספר היחידות שניתנו לגביהן הודעות קיבול על מספר היחידות העומדות לרכישה חוזרת, יירכשו היחידות באופן שנקבע בתשקיף, ובלבד שכל בעל יחידות שביקש זאת יהיה זכאי למכור יחידות בשיעור שאינו נמוך משיעור היחידות שיירכשו מכלל היחידות שניתנו לגביהן הודעות קיבול. במועדי ההצעה ניתן יהיה להציע יחידות חדשות עד לסך היחידות שיוצע לרכוש כאמור, במחיר שלא יפחת מן השווי הנקי של נכסי הקרן, בניכוי עלויות עסקה.

שכר מנהל הקרן - עד 20% מן הסכומים שישולמו בגין רכישות חוזרות של היחידות מתוך רווחים או שיחולקו בפועל לבעלי היחידות במועד פירוק הקרן. כל סכום שישולם למנהל הקרן יהיה על חשבון שכר מנהל הקרן, ולכן אחת לתקופה שתיקבע בהסכם הקרן ובמועד פירוק הקרן ייערך גמר חשבון עם מנהל הקרן (היינו - ייתכן שמנהל הקרן יידרש להחזיר כספים אם הקרן הפסידה בשנה מסוימת). ניתן לקבוע שכר מנהל קרן אשר ישתנה לפי סוג הנכס המנוהל ובמהלך תקופת ההשקעה הראשונית.

מבנה התגמול

שכר והחזר הוצאות יועצים חיצוניים למנהל הקרן - מנהל הקרן יהיה רשאי להשית על נכסי הקרן עלויות שכר והחזר הוצאות שיישא בפועל בגין יועצים חיצוניים, ובלבד שעלויות אלה לא יעלו על הנמוך מבין השניים - 2% מן השווי הנקי של נכסי הקרן לשנה או השיעורים שנקבעו בהסכם הקרן (לרבות לפי תקציב שייקבע מראש בהסכם הקרן). מנהל הקרן יהיה רשאי להעניק תגמול נוסף ליועצים החיצוניים בשיעור משכר מנהל הקרן אם הסכם הקרן מאפשר זאת, או אם התגמול אושר בהחלטה מיוחדת באסיפה הכללית של בעלי היחידות.

1. מימון המונים (Crowdfunding)

1.1 Crowdfunding ("מימון המונים"), הוא מודל לגיוס הון מהציבור הרחב באמצעות פלטפורמה אינטרנטית, כאשר הרעיון העומד בבסיסו הוא גיוס סכומים קטנים ממספר גדול של משקיעים. על-פי מודל זה היזם מפרסם בקשת מימון באתר אינטרנט ייעודי של Crowdfunding. הבקשה כוללת תיאור של ייעוד הכספים שיגויסו - המוצר שמבקשים לייצר, תוכנית עסקית ופרטים נוספים, וכן תיאור של התמורה שלה יהיו זכאים המשקיעים במיזם.

1.2 השימוש ב-Crowdfunding החל בסוף שנות ה-90 כאמצעי לגיוס מימון למיזמי אמנות, וכיום הוא מהווה כלי נפוץ לגיוס כספים לאמנים, פוליטיקאים, סיוע הומניטרי, הגנת סביבה ולאחרונה גם למימון עסקים קטנים וחברות הזנק. בשל מגבלות דיני ניירות ערך ברחבי העולם, עיקר גיוסי הכספים במסגרת Crowdfunding נעשה כתרומה של המשקיעים ללא ציפייה לתמורה כלשהי (למשל למטרות עזרה לפליטים או למסע בחירות) או כנגד תמורה שאינה כספית ושאינה מקנה זכות בעלות או השתתפות ברווחים (למשל קבלת כרטיס לסרט שההשקעה שימשה למימון הפקתו או קבלת מוצר שההשקעה שימשה למימון פיתוחו). מובן שאם במסגרת ה-Crowdfunding יבקש יזם להציע לציבור משקיעים בישראל ניירות ערך בתמורה להשקעתם במיזם, הרי שהצעה זו תחויב בפרסום תשקיף והתאגיד המציע יחויב במכלול חובות הדיווח של תאגיד מדווח.

1.3 בשים לב לקשיי המימון האינהרנטיים של חברות ה-Seed בישראל, ולפתרון המימוני הגלום במודל ה-Crowdfunding שמתאים במיוחד לחברות מעין אלו, עמדת הוועדה הינה כי נכון וראוי לעצב פטור ייעודי מחובת פרסום תשקיף עבור Crowdfunding לחברות Seed (במסגרת הסייגים הקבועים בסעיף 15ב לחוק ניירות ערך), כאשר אחד מתנאיו המרכזיים יהיה שהוא יתאפשר רק לחברות שיקבלו אישור מהמדען הראשי במשרד הכלכלה, או אישור מגוף אחר, כפי שתמצא הרשות לנכון.

על מנת לקדם את מטרות הוועדה, המליצה הוועדה כמתואר לעיל על שני אמצעים מרכזיים לעידוד השקעה בחברות היי-טק באמצעות הבורסה: הנפקת חברות היי-טק בבורסה וקרנות היי-טק נסחרות. במקביל, בחנה הוועדה את קידום של שני אמצעי מימון חוץ בורסאיים שיתאימו למיזמים בשלבי ה-Seed ואינם מתאימים להירשם בבורסה: גיוס באמצעות מנגנון ה-Crowdfunding - שימוש באינטרנט על מנת לגייס סכומים קטנים ממספר גדול של משקיעים מהציבור; ומועדוני משקיעים מתוחכמים.

שני אמצעים אלו - ה-Crowdfunding ומועדוני משקיעים מתוחכמים - עשויים להשלים יחדיו את הפתרונות המימוניים האחרים, בכך שהם מתייחסים למיזמים צעירים המצויים בשלב ההשקעה הראשוני (להלן: "חברות ה-Seed" או "חברות הזנק צעירות"). זאת, להבדיל מן האמצעים האחרים המכוונים, מטבעם, לחברות בשלבי התפתחות מאוחרים יחסית.

חברות הזנק צעירות מגייסות הון בסכומים נמוכים יחסים (מאות אלפי דולרים בודדים) מתוך מטרה להוכיח את ההיתכנות הטכנולוגית של הרעיון ולבצע פיתוח עסקי ראשוני. בכלל זה, פיתוח המוצר (בדרך כלל אב טיפוס ראשוני), מחקר שוק, בניית צוות ניהולי ופיתוח תכנית עסקית (אם הצעדים הראשונים הצליחו). בשלב זה אין פעילות שיווק או מכירה של המוצר.

עבור חברות אלו האפיק המימוני באמצעות הגיוס בבורסה אינו רלוונטי. המשקיעים בשלב זה הינם בעיקר משקיעים פרטיים בעלי הון (Angels), גופי הון סיכון קטנים (Micro Venture Capital) וחממות טכנולוגיות (Incubators).

לצד האמור, מפעיל המדען הראשי במשרד הכלכלה מספר תוכניות תמיכה בחברות הזנק, על רקע קשיי המימון האינהרנטיים של החברות אלה.

המוקנות בחוק ניירות ערך, ובכלל זה חובות הגילוי המקיפות, וכן בהיעדר הפיקוח הרגיל של רשות ניירות ערך שאמונה על הגנת ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך.

1.7 האתגר הוא לעצב פטור אשר יוכל להפחית את הסיכונים למשקיעים ככל הניתן, זאת מבלי להשית מגבלות שהעלויות בצידין, לגורמים המנפיקים, יהפכו את מודל גיוס ההמונים ללא אפקטיבי.

פטור ה-Crowdfunding בארה"ב

1.8 בחודש אפריל 2012 חוקק בארה"ב ה-Jobs Act ובמסגרת הוראותיו נקבעה מסגרת חדשנית לגיוס הון במתכונת של Crowdfunding. המדובר בגיוסים קטנים יחסית, הן בהיקף ההשקעה הכוללת והן בסכום ההשקעה לאדם. גיוסים כאמור מהציבור הרחב יהיו אפשריים בארה"ב, ללא כפיפות לרגולציה המשמעותית מכוח דיני ניירות ערך (לרבות הצורך בתשקיף), בכפוף לעמידה במספר מנגנוני הגנה שהעיקריים שבהם הינם כדלקמן:

1.8.1 **מגבלה על סכום ההשקעה הכוללת** - מנפיק (לרבות צדדים קשורים לו) רשאי לגייס סכום כולל של עד 1 מיליון דולר בתקופה של 12 חודשים.

1.8.2 **דרישות החלות על המשקיעים** -

1.8.2.1 **מגבלה על סכום ההשקעה המרבי**

למשקיע הבודד - משקיע שהכנסתו השנתית ושווי הונו הנקי נמוכים מ-100,000\$, רשאי להשקיע בהשקעה בודדת, או בהשקעות Crowdfunding מצטברות במהלך 12 חודשים, סכום מרבי שהוא הגבוה מבין 2,000\$, 5% מהכנסתו השנתית או 5% מהשווי הנקי של הונו; משקיע שהכנסתו השנתית ושווי הונו הנקי שווים או גבוהים מ-100,000\$, רשאי להשקיע בהשקעה או בהשקעות Crowdfunding מצטברות כאמור, סכום הגבוה מבין 10% מהכנסתו השנתית של המשקיע או משווי הונו הנקי, אך לא יותר מ-100,000\$.

1.4 קודם שיפורט הפטור המוצע יתוארו בקצרה היתרונות והחסרונות הגלומים במודל ה-Crowdfunding בכלל, ובהתייחס לחברות הזנק צעירות בפרט. לאחר מכן, יתוארו עקרונות הפטור האמריקאי ל-Crowdfunding כפי שנחקק במסגרת ה-Jobs Act ואשר ה-SEC פרסם לאחרונה את תנאיו הפרטניים; לבסוף יתואר הפטור הייעודי המוצע ל-Crowdfunding לחברות Seed.

עלויות ותועלות פטור ה-Crowdfunding לחברות הזנק

1.5 אימוץ פטור של Crowdfunding לחברות הזנק מערב שאלות מורכבות שנוגעות באיזון שבין ההגנה על משקיעים לבין האינטרס במציאת אפיקים לגיוס הון על ידי חברות צעירות. מצד אחד, המודל יאפשר ליזמים בישראל נגישות קלה ומיידית למשקיעים, אשר באופני ההשקעה המסורתיים אינם מהווים כלל קהל יעד פוטנציאלי להשקעה. יש המדברים גם ביתרונות חוכמת ההמונים, הטבעה אינהרנטית במודל מעין זה, אשר יכולה למשל לסייע ליזם בהערכה של עניין הציבור במוצר או של מידת הביקוש למוצר בשלב מוקדם. גם מנקודת מבטם של המשקיעים מן הציבור, ה-Crowdfunding פותח בפניהם אפשרות לקחת חלק בהזדמנויות השקעה השמורות בדרך כלל למשקיעים מתוחכמים בלבד.

1.6 מצד שני, השילוב שבין ציבור משקיעים לא מתוחכמים לבין השקעה בחברות הזנק צעירות מזמן סיכונים מיוחדים הנובעים בין היתר מהסיכון הגבוה הכרוך בהשקעות בחברות אלו; מפערי המידע הנובעים מהקושי לנתח את המידע הטכנולוגי אודות חברות ההזנק; מחוסר היכולת של ההמון לנהל משא ומתן באשר לתנאי ההשקעה והדילול בסבבי השקעה עתידיים; מסיכונים הנזילות הכרוכים בהשקעות בחברות אלו; מסיכונים הכרוכים בממשל תאגידי לא מספק (בהיעדר תחולה של דרישות חוק החברות המחייבות חברות ציבוריות); מהיעדר תמריץ כלכלי לעקוב אחר ההשקעה ולממש זכויות מיעוט (ככל שישנן) בהתחשב בסכום ההשקעה הקטן יחסית; ומהחשש מהונאות ותרמיות, חשש שמתגבר בהשקעות בחברות מסוכנות, ובפרט כאשר פלטפורמת ההשקעה היא אינטרנטית. סיכונים אלו מועצמים בהיעדר ההגנות

1.8.2.2 **דרישות הנוגעות להבנה/חינוך משקיעים** -
כתנאי להשתתפות בהשקעת Crowdfunding,
יידרשו המשקיעים לקרוא חומר וכן לענות על
שאלות המעידות על הבנת הסיכונים הכרוכים
בהשקעה בחברות הזנק.

1.8.3 **דרישות החלות על המנפיקים** -

1.8.3.1 **דרישות גילוי** - על המנפיקים לספק ל-SEC,
למשקיעים ולגורם המתווך שבאמצעותו מתבצע
הגיוס, מידע, בין היתר, בנושאים הבאים: (א)
פרטים כלליים על הגוף המנפיק ועל נושאי
המשרה בו; (ב) תיאור עסקי המנפיק ותוכניתו
העסקית הצפויה; (ג) תיאור המצב הפיננסי של
המנפיק - לרבות דוחות כספיים (דוחות מס,
דוחות סקורים או דוחות מבוקרים - כתלות
בהיקף הגיוס); (ד) תיאור הבעלות ומבנה
ההון במנפיק; (ה) גילוי לגבי ההצעה עצמה,
לרבות יעוד התמורה, הסכום הכולל שמבוקש
לגייסו, מחיר ניירות הערך המוצעים או השיטה
לקביעת מחירם.
בנוסף לדרישות הגילוי במועד ההצעה לציבור,
יידרש המנפיק לספק דוחות כספיים שנתיים.

1.8.3.2 **מגבלות על פרסום ההצעה וקידומה שלא באמצעות המתווך המורשה.**

1.8.4 **אסדרה של המתווכים שבאמצעותם מתבצע ה-Crowdfunding** -

1.8.4.1 **מתווכים מורשים** - על הצעות ה-Crowdfunding
להתבצע באמצעות ברוקר או "פורטל מימוני".
גופים אלו צריכים להירשם אצל ה-SEC וכן אצל
Self-Regulatory Organization.

1.8.4.2 **דרישות גילוי ואכיפת הדרישות החלות על
המשקיעים** - על המתווכים לספק גילויים
הנוגעים לסיכונים הכרוכים בהשקעה וכן
חומרים אחרים לטובת חינוך המשקיעים. כמו
כן, על המתווכים לוודא כי המשקיעים קראו את
החומרים לחינוך המשקיעים וענו על השאלות
באופן המפגין הבנה על הסיכונים הכרוכים
בהשקעה, וכן לוודא עמידה במגבלת סכום
ההשקעה המרבי למשקיע בודד.

1.8.4.3 **נקיטת אמצעים להפחתת סיכוני הונאה**
- על המתווכים לנקוט אמצעים כאמור,
לרבות בדיקת היסטוריית העמידה
ברגולציית ניירות ערך של נושאי המשרה
ובעלי מניות מהותיים במנפיק.

1.8.4.4 **העברת התמורה למנפיק** - על המתווכים
להבטיח כי תמורת ההצעה תועבר למנפיק
רק לאחר שגויס מלוא סכום יעד הגיוס,
ועד להשגת יעד זה לאפשר לכל משקיע
להתחרט ולבטל את התחייבות ההשקעה.

1.8.4.5 **פרטיות** - על המתווכים לנקוט אמצעים
לשמור על פרטיות המידע שנאסף
ממשקיעים.

1.8.4.6 **ניגוד עניינים** - נושאי המשרה במתווכים
(להבדיל מהמתווך עצמו) מנועים
מלהחזיק אינטרסים פיננסיים במנפיקים.

1.8.5 **כללי פסלות** - בחוק נקבע כי על ה-SEC לקבוע
כללי פסלות שיגדירו אימתי מנפיקים ומתווכים
יהיו מנועים מלהשתתף בהצעות Crowdfunding,
בעיקר על בסיס היסטוריה בעייתית בתחום
ניירות ערך.

1.8.6 **מגבלות על מכירה חוזרת** - מכירה חוזרת של
ניירות ערך שנרכשו אגב הצעת Crowdfunding
אסורה במהלך שנה ממועד הרכישה למעט
בחריגים שנקבעו בחוק (לרבות מכירה למשקיע
מתוכם או לבן משפחה של המשקיע).

1.8.7 **אחריות לפרט מטעה** - נקבעה הוראה המטילה
על המנפיק (שמוגדר באופן נרחב ביותר, כולל
נושאי משרה מרכזיים בו) אחריות בגין פרט
מטעה שנכלל בכל תקשורת שנעשתה, בכתב
או בעל פה, אגב ההצעה.

1.9 **יצוין, כי ה-SEC נדרשה ליצוק תוכן ולהשלים את האסדרה
בנוגע להוראות רבות בפטור ה-Crowdfunding, ועד
שתשלים מלאכתה זו הפטור לא ייכנס לתוקף. ביום
23.10.13 פרסמה ה-SEC את הכללים וליציבור ניתן
פרק זמן של 90 יום להעיר את הערותיו. מובן כי לא
נצבר גם ניסיון באשר למודל החדשני שתואר לעיל.**

1.10 על רקע האמור לעיל, הוועדה בדעה כי האתגר הוא לעצב פטור כזה שיוכל להפחית ככל הניתן את הסיכונים למשקיעים אך מבלי להשית מגבלות שיהפכו את מודל גיוס ההמונים ללא אפקטיבי עבור חברות הזנק צעירות¹. הנחת המוצא היא שעל מודל הגיוס להיות פשוט ובעלות נמוכה יחסית על מנת שיהיה שימושי עבור חברות הזנק צעירות.

1.11 בהתאם, ממליצה הוועדה לאמץ מודל המבוסס על העקרונות הבאים:

1.11.1 סכום הגיוס הכולל - מנפיק רשאי לגייס בגיוס Crowdfunding בודד או במספר גיוסי Crowdfunding במהלך כל תקופה של 12 חודשים עוקבים סכום מצטבר של עד 2 מיליון ש"ח. מובהר, כי מגבלה זו חלה גם על גיוסי המשך מבעלי מניות שהשקיעו בחברה באמצעות Crowdfunding.

1.11.2 סכום השקעה מרבי למשקיע - משקיע רשאי להשקיע בהשקעות Crowdfunding בכל תקופה של 12 חודשים עוקבים, סכום כולל של עד 20,000 ש"ח, ולא יותר מ-10,000 ש"ח בהשקעה בודדת. משקיע שהנו בעל הכנסות שנתיות בסכום העולה על 750,000 ש"ח יהיה רשאי להשקיע בכל תקופה אמורה עד 5% מהכנסתו השנתית, ולא יותר מ-15,000 ש"ח בהשקעה בודדת, וככל שהכנסתו השנתית עולה על 1.5 מיליון ש"ח, לא יותר מ-20,000 ש"ח בהשקעה בודדת, והכל בכפוף לתקרת השקעה שנתית מרבית בסכום של 100,000 ש"ח. היקף ההכנסה השנתית של משקיע ייבחן לאור הדיווח השנתי שלו לרשויות המס. מובהר, כי מגבלה זו חלה גם על השקעות המשך של בעלי מניות שהשקיעו בחברה באמצעות Crowdfunding.

1.11.3 זהות המנפיק וסוג ניירות הערך המונפקים - גיוסי Crowdfunding יותרו אך ורק לחברה פרטית שהתאגדה בישראל אשר אינה בגדר תאגיד מדווח, כהגדרתו בחוק ניירות ערך. במסגרת גיוסי Crowdfunding תותר בשלב ראשון הנפקה של מניות בלבד. לאחר מכן, הוועדה ממליצה לרשות ניירות ערך לבחון את הרחבת המודל לניירות ערך המירים למניות.

1.11.4 אישור המדען הראשי - חברה תהא רשאית לגייס כספים באמצעות מנגנון ה-Crowdfunding אך ורק אם המדען הראשי במשרד הכלכלה החליט להעניק לה הטבות לתוכניות מחקר ופיתוח לפי חוק לעידוד מחקר ופיתוח בתעשייה, התשמ"ד-1984, או אם ניתן לה ולתוכנית המחקר והפיתוח שלמענה מגויסים הכספים, אישור אחר מאת המדען הראשי, כפי שייקבע, שבעיקרו יתייחס לבדיקות שביצע המדען וכן לכך שפעילותה של החברה הינה בתחום המחקר והפיתוח בישראל, שיש בידי הצוות הניהולי והמקצועי של החברה את היכולות הדרושות לשם ביצוע תוכנית המחקר והפיתוח, ושהחברה תהא בעלת הזכויות הבלעדית בפירות המחקר והפיתוח. יודגש, כי הכוונה היא לאישור שיוכל להינתן בתוך פרק זמן קצר ובהליך פשוט. כמו כן, הוועדה ממליצה לרשות לשקול מעת לעת את האפשרות כי חלף אישור המדען הראשי ניתן יהא לקבל אישורים מגופים אחרים, כפי שתמצא הרשות לנכון בנסיבות העניין.

1.11.5 השקעה מקבילה של משקיע מתוחכם - השקעת ציבור המשקיעים באמצעות ה-Crowdfunding תיעשה יחד עם משקיע מתוחכם, בעל מומחיות וניסיון בהשקעות בחברות הזנק, שאינו צד קשור לתאגיד המציע, אשר ישקיע לפחות 10% מסכום ההשקעה הכולל בחברה (היינו - הסכום המגויס

1 יצוין כי כבר כיום, סעיף 15ב(4) לחוק ניירות ערך קובע סייג לחובת פרסום תשקיף מקום בו מדובר בהצעת ניירות ערך שהיקפה קטן. על פי סעיף זה, תאגיד שאינו תאגיד מדווח רשאי להציע ניירות ערך ללא תשקיף אם התמורה שנתקבלה בהצעה אינה עולה על כ-2.5 מיליון שקלים (שני מיליון שקלים, צמוד למדד חודש מאי 2000), והשיעור מהון התאגיד המונפק והנפרע שהוקצה בה אינו עולה על 5% מההון המונפק והנפרע של התאגיד, ובלבד שהשיעור הכולל שהוקצה מהון התאגיד בהצעות קודמות שלא על פי תשקיף ובהצעה האמורה אינו עולה על 10% מההון המונפק והנפרע של התאגיד ביום ההצעה, ומספר המשקיעים בהצעה, בצירוף מספר המשקיעים שלהם מכר התאגיד ניירות ערך בפועל בהצעות קודמות שלא על פי תשקיף אינו עולה על 75. הניסיון הנצבר מאז מתן האפשרות לפטור מתשקיף בגין הצעות קטנות, מעלה כי מידת האפקטיביות של פטור זה מוטלת בספק. תאגידי קטנים, ובפרט תאגידי מחקר ופיתוח, נזקקים בתחילת דרכם למימון בשיעור גבוה יחסית מהונם העצמי. לפיכך, המגבלה על החלק היחסי מתוך הון התאגיד שניתן לגייס בהצעות פטורות כאמור (עד 5% בכל הצעה ועד 10% בהצעות במצטבר) מצמצמת את יכולתם של "תאגידי מחקר ופיתוח" לעשות שימוש בפטור האמור.

ב- Crowdfunding ביחד עם הסכום המגויס מן המשקיע המתוחכם), באותם תנאים ולפי אותו שווי חברה שבו ישקיעו משקיעי ה-Crowdfunding. המשקיע המתוחכם יהא רשאי להתנות את השקעתו בהשלמת הגיוס מן הציבור, ובלבד שהשקעתו בפועל תיעשה בד בבד עם השלמת הגיוס מן הציבור.

1.11.6 תנאי ניירות הערך המוצעים - תנאי המניות המוצעות במסגרת ה- Crowdfunding לא יפחתו מהתנאים של סוג המניות העדיף שיתקיים בחברה מיד לאחר השלמת גיוס ה-Crowdfunding. לנוכח קיומם של הוראות ותנאים מקובלים בהסכמי השקעה בחברות הזנק, הוועדה ממליצה לרשות לבחון את האפשרות לפרסם נוסח של הסכם השקעה לדוגמה או הוראות ותנאים מסוימים מתוכו, שיהוו מודל מומלץ לשימוש בגיוסי Crowdfunding.

1.11.7 זכות הצטרפות - למשקיעי ה-Crowdfunding תוקנה זכות הצטרפות (Tag Along) לעסקה עתידית של היזמים או של המשקיע המתוחכם למכירת מניותיהם בחברה.

1.11.8 דרישות גילוי - על החברה המנפיקה תחול החובה לספק למשקיעים במסגרת גיוס ה-Crowdfunding את המידע הבא: (א) דוחות כספיים אחרונים ודוח דירקטוריון אחרון שהחברה היתה מחויבת בעריכתם לפי סעיפים 172 ו-173 לחוק החברות; (ב) התוכנית העסקית העדכנית של החברה; (ג) תיאור הבעלות ומבנה ההון בחברה וכן פרטים לגבי דירקטוריון החברה ומנהלה הכללי; (ד) גילוי לגבי ההצעה עצמה, לרבות יעוד התמורה, הסכום הכולל שמבוקש לגייסו, מחיר ניירות הערך המוצעים או השיטה לקביעת מחירם; (ה) אישור המדען הראשי; (ו) זהות המשקיע המתוחכם, ניסיונו בתחום ההשקעות בחברות הזנק, ושיעור השקעתו בחברה מתוך סכום ההשקעה הכולל בחברה.

לאחר גיוס ה-Crowdfunding תחויב החברה בחובות הדיווח לפי חוק החברות בהן חבה חברה פרטית שאינה תאגיד מדווח, ובכלל זאת חובת עריכת דוחות כספיים שנתיים והצגתן לבעלי המניות באסיפה שנתית. כמו כן, החברה תפרסם באתר הבית שלה את הדיווחים השוטפים אותם היתה חייבת לדווח לרשם החברות. מובהר, כי אין באמור לעיל כדי לגרוע מחובות דיווח נוספות ככל שייקבעו במסגרת הסכם ההשקעה עם משקיעי ה-Crowdfunding.

1.11.9 הליך הגיוס - הגיוס יוכל להתבצע באמצעות פורטל אינטרנטי, ואולם תנאי לכך הנו שהפורטל יפרסם לציבור את מלוא תנאי ההשקעה והמידע שהחברה המנפיקה נדרשת לספק למשקיעים במסגרת גיוס ה-Crowdfunding. בשלב זה, הוועדה אינה ממליצה להכפיף את הפורטל עצמו לפיקוח ישיר של רשות ניירות ערך, אלא באופן עקיף באמצעות רכז גיוס. הוועדה ממליצה לבחון נושא זה בשנית לאחר שרשות ניירות ערך תבחן את נושא ה- Crowdfunding ביחס לתחומים אחרים.

1.11.10 רכז גיוס - כל גיוס Crowdfunding ילווה על ידי רכז גיוס שתפקידו יהיה לבדוק את העמידה של המנפיק והמשקיעים בכל התנאים והדרישות המפורטים לעיל. כמו כן, תפקידו של רכז הגיוס להבטיח כי תמורת הצעת ה- Crowdfunding תועבר למנפיק רק לאחר שגויס מלוא סכום יעד הגיוס, וכי עד להשגת יעד זה יתאפשר לכל משקיע להתחרט ולבטל את התחייבות ההשקעה. כרכז הגיוס כאמור יוכל לשמש חתם, מנהל תיקי השקעות או כל גוף אחר שרשות ניירות ערך תמצא כמתאים למלא אחר תפקיד זה.

1.11.11 דיני התרמית - מובהר, כי דיני התרמית לפי חוק ניירות ערך יחולו באופן מלא בקשר לעסקאות ה- Crowdfunding.

2. מועדון משקיעים מתוחכמים

2.1 מודל ה-Crowdfunding שהוצג לעיל מבוסס על גיוס של סכומים קטנים מהציבור הרחב. לעומתו המודל הבא מבוסס על גיוס של סכומים גדולים יותר מציבור מצומצם יותר של משקיעים מתוחכמים יחידים.

2.2 בחודש יולי 2011 תוקן חוק ניירות ערך, ולרשימת המשקיעים המתוחכמים שהצעת ניירות ערך להם אינה טעונה פרסום תשקיף, היתוספו גם יחידים אמידים או בעלי ניסיון או מומחיות בשוק ההון. ההנחה לגבי משקיעים אלו היא שהם אינם נדרשים להגנת המחוקק בדמות דרישת פרסום התשקיף במקרה של הצעת ניירות ערך, נוכח מומחיותם, כושר המיקוח העדיף שלהם, יכולתם המשופרת לפזר סיכון

מאגרי המשקיעים המתוחכמים עשוי לעודד אינטראקציות בין המשקיעים לבין עצמם ובין המשקיעים לבין היזמים, באופן שיאפשר למשקיעים לשכלל את תהליכי ההשקעה ולגוון את מקורות המידע העומדים לרשותם בקשר עם שוק ההזנק המקומי. בין היתר, שיתוף הפעולה בין המשקיעים החברים במועדון המשקיעים יצמיח - לפי המקווה - כר נוח יותר לניהול משא ומתן אפקטיבי מול היזמים.

להרחבה בעניין היבטים משפטיים הכרוכים במועדוני משקיעים והמלצות הוועדה, ראו נספח ד' לדוח הוועדה אשר הוכן על ידי רשות ניירות ערך.

3. היבטי מיסוי בהשקעה בחברות Seed באמצעות שותפויות מוגבלות

3.1 כאמור לעיל, שני המודלים - של Crowdfunding ושל מועדוני משקיעים - מכוונים להשקעות בחברות Seed. ההשקעות יכול ויתבצעו על דרך של רכישה ישירה של מניות חברות ה- Seed, או באמצעות שותפות שתוקם לצורך ביצוע ההשקעה המסוימת.

3.2 הוועדה ממליצה כי ההכנסה בידי משקיעים פסיביים שישקיעו בחברות Seed באמצעות שותפויות מוגבלות שיאשרו, תיחשב כרווח הון לפי חלק ה' לפקודת מס הכנסה, בכפוף לתנאים הבאים:

3.2.1 ההון יגויס במסגרת חבר בני אדם שהוא שותפות רשומה מוגבלת;

3.2.2 ההשקעה באמצעות השותפויות המוגבלות תהא אך ורק במניות חברות Seed;

3.2.3 לא תתאפשר השקעה ישירות בעסקי המחקר והפיתוח;

3.2.4 יראו בכל משקיע מוגבל כאילו השקיע ישירות במניות חברות Seed ולא יראו אותו כמשקיע בשותפות (disregarded entity) הן לעניין סיווג ההכנסה כרווח הון, כך שהיא תוגבל רק למשקיעים אשר אופי השקעתם הוא הוני, והן לעניין מוסד הקבע לגבי תושבי חוץ.

3.2.5 ביחס לשותף הכללי יחולו הוראות הדין הרגילות;

3.2.6 ייקבעו הוראות ניכוי מס במקור בתקנות;

ההמלצה תאושר באמצעות חקיקה ייעודית.

והמקורות העומדים לרשותם. בקרב אותם יחידים שנוספו לרשימת המשקיעים המתוחכמים ישנם משקיעים פוטנציאליים רבים שעד כה לא נטלו חלק פעיל בהשקעות בחברות הזנק. הצטרפותם למעגל המשקיעים עשויה להרחיב את מקורות המימון של חברות הזנק, בעיקר בשלבי ההתפתחות הראשונים.

2.3 לחברת הזנק המבקשת לאתר רוכשים לניירות הערך שלה, קשה יותר לאתר משקיעים מתוחכמים יחידים מאשר משקיעים מתוחכמים שהינם גופים או מוסדות. גם בקרב היחידים הניתנים להגדרה כמשקיעים מתוחכמים, ישנם כמה שמוכרים ופעילים זה מכבר בקהיליית ההיי-טק המקומית, והקושי הוא להרחיב את מעגל המשקיעים המסורתי ולהגיע אל מעגלי משקיעים חדשים.

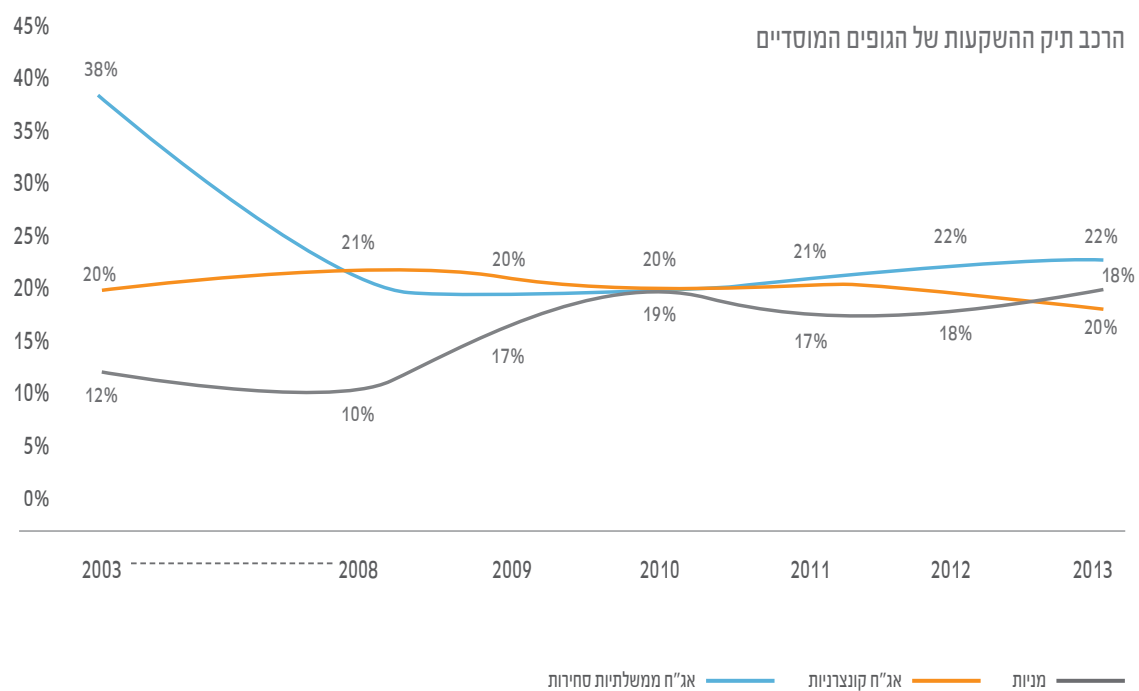
2.4 קושי האיתור מתעצם לנוכח הצורך של חברת הזנק לוודא כי המשקיעים הפוטנציאליים אמנם עומדים בתנאי הכשירות של משקיעים מתוחכמים (כתנאי לפטור מחובת פרסום תשקיף). חובת וידוא זו מטילה נטל לא פשוט על חברת הזנק בראשית דרכה שאמצעיה מוגבלים.

2.5 לאור האמור לעיל, הוועדה ממליצה כדלקמן:

2.5.1 הרשות תפרסם הבהרה בנוגע לאופן שבו ניתן לפנות בפנייה פומבית על מנת לאתר את אותם יחידים משקיעים מתוחכמים מבלי שהפנייה עצמה תחוב בפרסום תשקיף;

2.5.2 באשר לאמצעים שנדרש המציע לנקוט על מנת לוודא כי אמנם מדובר במשקיעים מתוחכמים, הוועדה ממליצה כי המודל שיש לעודדו הוא גיבוש של מאגר או "מועדון" של משקיעים מתוחכמים אשר חברות הזנק יפנו אל החברים בו במישרין, או בעקיפין באמצעות מרכז המועדון. היתרון בפנייה אל קבוצה מוגדרת של משקיעים מתוחכמים לעומת פנייה כללית לכולי עלמא, הוא בכך שחברות הזנק שיבקשו לעניין את חברי הקבוצה בהצעת השקעה קונקרטיה, לא יידרשו לערוך את בדיקת הכשירות המלאה, ויוכלו להסתמך, בהתאם לעקרונות שייקבעו, על הבדיקה המלאה שנערכה בעת כניסת המשקיע המתוחכם למאגר ועל "בדיקות כשירות" תקופתיות. בנוסף, קיומם של

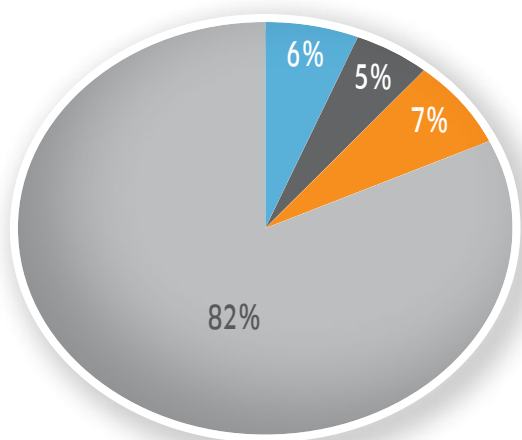
1. בשנים האחרונות חלו תמורות בשוק ההון הישראלי, שהשפיעו הן על מגוון השחקנים בו והן על קשרי הגומלין ביניהם. בין התמורות ניתן למנות את השינוי בכללי ההשקעה של הגופים המוסדיים בשנים 2001-2002, שביטלו את מרבית המכסות הכמותיות להשקעה שהיו נהוגות עד אז; הרפורמה בקרנות הפנסיה ב-2003, במסגרתה הופחת שיעור איגרות החוב המיועדות המונפקות לקרנות הפנסיה; והרפורמה המבנית בשוק ההון ב-2005, במסגרתה מכרו הבנקים את קופות הגמל וקרנות הנאמנות שהיו בבעלותם לגופים אחרים.
2. אחת התמורות שחלה בשנים האחרונות היא שינוי בהרכב תיק נכסי הגופים המוסדיים, בין היתר בשל התפתחות תחומים ומוצרים פיננסיים חדשים. הגופים המוסדיים גיוונו את תיק ההשקעות והתמקצעו באפיקי השקעה חדשים. בין היתר, מ-2003 קטן שיעור ההשקעה באג"ח ממשלתיות וגדל שיעור ההשקעה באפיקי השקעה אחרים.
3. בתוך כך, בשנים האחרונות התפתחו תחומי הטכנולוגיה והביומד בישראל. יחד עם זאת, על אף הגידול בהשקעת גופים מוסדיים במניות ובאג"ח קונצרניות, שיעור ההשקעה בהיי-טק בישראל לא עלה בהתאמה.



* עיבוד נתונים ע"י אגף שוק ההון

4.3 שיעור החזקות גופים מוסדיים בחברות במדד הטכנולוגיה עומד על כ-0.7% מסך נכסיהם, ונאמד בכ-6.5 מיליארד ש"ח. שיעור החזקת גופים מוסדיים ברכיבי מדד זה מהווה כ-18% משווי הכולל.

שיעור אחזקת המוסדיים במדד הטכנולוגיה (מתוך שווי המדד)*

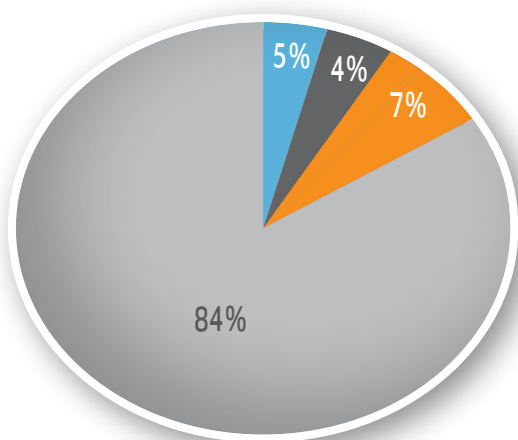


4. הנחיות המוסדיים בחברות היי-טק הנסחרות בבורסה

מנתוני אגף שוק ההון עולה כי:

4.1 שיעור החזקת גופים מוסדיים בחברות במדד הבלו-טק הוא כ-0.8% מסך נכסיהם, ונאמד בכ-8 מיליארד ש"ח. החזקות גופים מוסדיים ברכיבי מדד זה מהוות כ-16% משווי הכולל.

שיעור אחזקת המוסדיים במדד הבלו-טק*50



4.4 שיעור החזקה של גופים מוסדיים בחברות היי-טק נמוך מהחזקתם בחברות הכלולות במדדי מניות 25 ו-100 מתוך תיק הנכסים שלהם*:

11%	שיעור החזקה של הגופים המוסדיים במדד ת"א 25 (מתוך שווי המדד)
7%	שיעור החזקה במניות ת"א 25 מסך נכסי הגופים המוסדיים
12%	שיעור החזקה של הגופים המוסדיים במדד ת"א 100 (מתוך שווי המדד)
10%	שיעור החזקה במניות ת"א 100 מסך נכסי הגופים המוסדיים

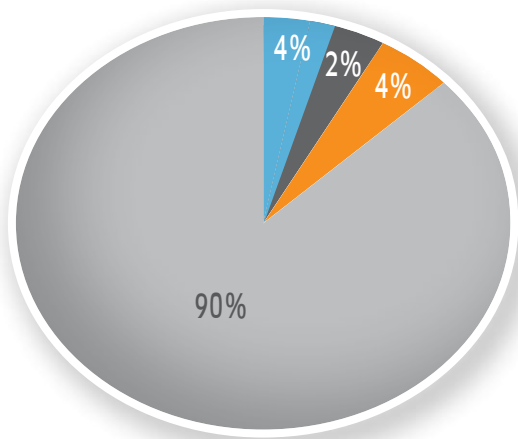
מקרא לתרשימים:

אחר ● חברות ביטוח ● קרנות פנסיה ● קופות גמל

* עיבוד נתונים ע"י אגף שוק ההון נכון לחודש יוני 2013

4.2 שיעור החזקות גופים מוסדיים בחברות במדד הביומד הוא כ-0.15% מסך נכסיהם, ונאמד בכמיליארד וחצי ש"ח. שיעור החזקת גופים מוסדיים ברכיבי מדד זה מהווה כ-10% משווי הכולל.

שיעור אחזקת המוסדיים במדד הביומד (מתוך שווי המדד)*



5. חשיבות השקעת גופים מוסדיים בתחום ההיי-טק

להשקעת גופים מוסדיים בתחום ההיי-טק היתרונות הבאים:

5.1 לחוסכים - גיוון ופיזור תיק השקעות לאפיקי השקעה חדשים;

5.2 לשוק ההון הישראלי - עידוד כניסת חברות היי-טק נוספות לשוק ההון הישראלי והגדלת היצע החברות הנסחרות בבורסה;

5.3 למשק ולתעשייה - צמצום התלות של חברות ישראליות בהון זר ועידוד צמיחת המשק בעשורים הבאים.

6. חסמים

גופים מוסדיים טענו כי ההשקעה הנמוכה שלהם בתחום נובעת ממספר בעיות עיקריות:

6.1 סיכון - השקעה במניות היי-טק מסוכנת בהשוואה להשקעה בענפים אחרים. גופים מוסדיים, כמנהלי חסכונות פנסיוניים, מעדיפים לעתים להשקיע בענפים עם סיכונים נמוכים יותר.

6.2 היעדר מומחיות - השקעות בהיי-טק דורשות מומחיות מיוחדת. לגופים מוסדיים אין כיום אינטרס לפתח מומחיות כזו בשל היקפי ההשקעה הנמוכים בתחום;

6.3 חברות קטנות יחסית - השקעות בהיקפים כספיים נמוכים אינן מאפשרות ניצול יעיל של משאבי גופים מוסדיים, המנהלים תיקים של מיליארדים רבים.

7. פתרונות

7.1 תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות), התשס"ח-2008 (להלן: "תקנות הוצאות ישירות") קובעות סוגי הוצאות שניתן לנכות במישרין מחסכונות, בנוסף לדמי ניהול. הסדרה זו מאפשרת לגופים מוסדיים להשקיע באפיקי השקעה שאין להם מומחיות הנדרשת להשקעה בהם. דוגמה להוצאות מסוג זה הן הוצאות השקעה בניירות ערך לא סחירים ובקרנות השקעה, כדוגמת קרן הון סיכון, ובלבד שהן אינן משולמות ל"צד קשור" לגוף המוסדי. לכן, גוף מוסדי המשקיע בחברת היי-טק פרטית, במישרין או דרך קרן, יכול לנכות את ההוצאות הנובעות מההשקעה.

7.2 לא כך הדבר לגבי השקעה בחברות היי-טק סחירות. לא ניתן לנכות במישרין הוצאות הנובעות מהשקעה בחברות סחירות, ובכללן חברות היי-טק. הוצאה כזו תשולם מדמי הניהול שגובה גוף מוסדי.

7.3 כדי לעודד גופים מוסדיים לבנות מומחיות הנדרשת להשקעה במניות היי-טק סחירות, הוועדה ממליצה לאפשר, לתקופת ביניים מוגבלת בזמן, לנכות תשלומים הנובעים מהשקעה בקרנות היי-טק סחירות ובמוצרי מדדים, כהוצאה ישירה, ובלבד שמנהל הקרן הוא לא "צד קשור" לגוף המוסדי.

הוועדה ממליצה שתקופת הביניים לתיקונים האמורים תיקבע בדומה לתקופות שקבועות בתקנות הוצאות ישירות ביחס להוצאות אחרות שמתרות לניכוי מעבר לדמי ניהול. לקראת תום התקופה, ייבחן הצורך להארכת תקופת הביניים לתקופה נוספת, בשים לב לניסיון שיצברו גופים מוסדיים והשתכללות שוק ההון בתחום זה. לשם כך יש לתקן את תקנות הוצאות ישירות.

י"ט באלול התשע"ב

06 בספטמבר 2012

לכבוד,

עו"ד אורנית קרביץ, רשות ניירות ערך
רו"ח איציק שורקי, רשות ניירות ערך
עו"ד מאיר לוי, רשות ניירות ערך
מר יצחק ניסן, הבורסה לניירות ערך בתל-אביב
גב' דרורית וילנאי, הבורסה לניירות ערך בתל-אביב
עו"ד אלי דניאל, רשות ניירות ערך

עו"ד שריה אורגד, רשות ניירות ערך
גב' חני שטרית בר, הבורסה לניירות ערך בתל-אביב
רו"ח אהרן אליהו, רשות המסים
רו"ח הילה בן חיים, אגף שוק ההון, משרד האוצר
עו"ד רוני טלמור, משרד המשפטים
מר מוריס דורפמן, המועצה הלאומית לכלכלה
ד"ר גתית גור-גרשגורן, רשות ניירות ערך

מכובדי,

הנדון: ועדה לקידום ההשקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח

הנכם מתמנים בזאת לכהן כחברי ועדה שתפקידה לבחון חלופות לקידום ההשקעות בחברות העוסקות בתחום המחקר והפיתוח, ורשומות למסחר או מבקשות להירשם למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב. הוועדה מתבקשת לבחון דרכים לקידום מעמדה של הבורסה לניירות ערך בתל-אביב כמוקד משיכה לחברות העוסקות במחקר ופיתוח וזקוקות לגיוסי הון.

במדינת ישראל קיימות חברות רבות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח. חלקן מתקשות לגייס הון שיאפשר להן לעמוד באתגרים הנקרים בדרכן עד לגיבוש ולהשלמת פיתוח המוצר הסופי ויצירת תזרים הכנסות. קשיים אלה עלולים במקרים מסוימים להביא לפגיעה בפעילות המחקר והפיתוח של אותן חברות, ובמקרים אחרים, לעידוד התופעה של מכירת חברות ופעילויות בתחום ההי-טק לידי משקיעים זרים, אשר בסופו של התהליך, באמצעות ביצוע הזרמות הוניות, קוטפים את פירות התגלית הישראלית.

בשני המקרים נגרם נזק פוטנציאלי לכלכלה הישראלית, בשל פגיעה באפשרות כי חברות אלה יהפכו לחברות יצרניות המעסיקות עובדים ישראלים ומניבות הכנסות.

על רקע זה, נראה כי יש צורך חיוני בתמיכה בחברות מחקר ופיתוח ישראלי הרשומות למסחר או המבקשות להירשם למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב, בדגש על מתן הקלות והסרת חסמים בנגישות לשוק ההון המקומי לשם גיוס כספים הדרושים לחברות המו"פ כדי להשלים את הפיתוח ולהפוך לחברות עצמאיות בעלות יציבות בת-קיימא.

הוועדה מתבקשת לבחון ולהמליץ על אמצעים ומהלכים שונים אשר יש בהם כדי לאפשר תשתית תומכת לחברות מו"פ, כך שדרכן של חברות אלה לגיוס הון בבורסה הן בהנפקה ראשונה (IPO) והן בהנפקות חוזרות (לרבות בבורסות בחו"ל), תהיה קלה יותר. זאת מבלי להתפשר על שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים ותקינות המסחר.

הוועדה תבחן ותתייחס, בין היתר, לנושאים אלה:

1. בחינת הצורך בהתאמת הוראות הגילוי התשקיפי והדיווח השוטף;
2. קביעת כללי מסחר ייעודיים אגב בחינה אם יש הצדקה להקמת רשימת מסחר נפרדת;
3. עידוד סיקור על ידי אנליסטים;
4. הנגשת הבורסה למשקיעים זרים וחברות זרות;
5. עידוד השקעתם של גופים מוסדיים;
6. מבנה ההתאגדות;
7. הטבות מס למשקיעים.

סדרי עבודה

בראש הוועדה יעמדו עו"ד שריה אורגד וגב' חני שטרית בך. עו"ד אלי דניאל ישמש כמרכז הוועדה. יושבי ראש הוועדה יקבעו את סדרי עבודתה. הוועדה תתייעץ ותשמע גורמים רלבנטיים, לפי שיקול דעתה. הוועדה מתבקשת להגיש את המלצותיה לח"מ עד ליום 31 במרס 2013. הרשות והבורסה יעמידו לרשות הוועדה את האמצעים המנהליים שיהיו דרושים לעבודתה. אני מודה לכם על נכונותכם ליטול חלק בצוות ומאחלים לכם הצלחה ועבודה פורייה.

בברכה,

פרופ' שמואל האוזר

העתק:

פרופ' עודד שריג, הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון
מר דורון ארבלי, מנהל רשות המסים
עו"ד אבי ליכט, משנה ליועץ המשפטי לממשלה

מר שאול ברונפלד, יו"ר הבורסה לניירות ערך בתל-אביב
גב' אסתר לבנון, מנכ"ל הבורסה לניירות ערך בתל-אביב
פרופ' יוג'ין קנדל, יו"ר המועצה הלאומית לכלכלה

לכבוד:

מיכה פרלמן

רכז תחום השכלה גבוהה מחקר ופיתוח

אגף התקציבים

משרד האוצר

א.נ.,

**הנדון: ועדה לקידום ההשקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום
המחקר והפיתוח**

הנך מתמנה בזאת להצטרף לוועדה שתפקידה לבחון חלופות לקידום ההשקעות בחברות העוסקות בתחום המחקר והפיתוח, ורשומות למסחר או מבקשות להירשם למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב ולכהן בה כחבר. הוועדה מתבקשת לבחון דרכים לקידום מעמדה של הבורסה לניירות ערך בתל-אביב כמוקד משיכה לחברות העוסקות במחקר ופיתוח וזקוקות לגיוסי הון.

אני מודה לך על נכונותך ליטול חלק בצוות ומאחל לכם הצלחה ועבודה פורייה.

בברכה,

פרופ' שמואל האוזר

העתק:

מר גל הרשקוביץ, הממונה על התקציבים במשרד האוצר

עו"ד שריה אורגד, רשות ניירות ערך

גב' חני שטרית בך, הבורסה לניירות ערך בתל-אביב

לוט: כתב מינוי של חברי הוועדה

לכבוד:

יהלי רוטנברג
סגן בכיר לחשבת הכללית ומנהל
החטיבה הפיננסית
משרד האוצר

א.נ.,

הנדון: ועדה לקידום ההשקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח

הנך מתמנה בזאת להצטרף לוועדה שתפקידה לבחון חלופות לקידום ההשקעות בחברות העוסקות בתחום המחקר והפיתוח, ורשומות למסחר או מבקשות להירשם למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב ולכהן בה כחבר. הוועדה מתבקשת לבחון דרכים לקידום מעמדה של הבורסה לניירות ערך בתל-אביב כמוקד משיכה לחברות העוסקות במחקר ופיתוח וזקוקות לגיוסי הון.

אני מודה לך על נכונותך ליטול חלק בצוות ומאחל לכם הצלחה ועבודה פורייה.

בברכה,
פרופ' שמואל האוזר

העתק:

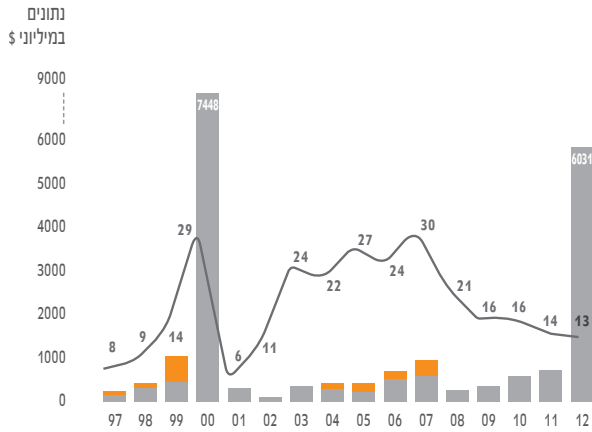
גב' מיכל עבאדי בויאנג'ו, החשבת הכללית, משרד האוצר
עו"ד שריה אורגד, רשות ניירות ערך
גב' חני שטרית בך, הבורסה לניירות ערך בתל-אביב

לוט: כתב מינוי של חברי הוועדה

1. **אבי חסון, דובי אולק**
המדען הראשי במשרד הכלכלה
2. **אדי שלו**
ג'נסיס פרטנרס
3. **אהרון מנקובסקי**
קרן פיטנגו
4. **אוהד המר**
קרן פונטיפקס
5. **אופיר לוי, דרור עוזרי**
Bioassociate
6. **אורי הרשקוביץ ודורון ברין**
קרן ספרה
7. **אייל וולדמן**
מלאנוקס
8. **אלון ברקת**
מגדל
9. **אלישע ינאי**
איגוד תעשיות האלקטרוניקה והתוכנה
10. **אלן פלד**
קרן Vintage Investment Partners
11. **אסתי פשין**
Destino Ventures
12. **בני זאבי, יואב שלוש,**
קארין מאייר רובינשטיין,
רות בן-יקר
Israel Advanced Technology Industries
13. **גדי גרינשטיין**
הפניקס
14. **גיא פרמינגר**
משרד רו"ח PWC
15. **גיורא ירון**
איתמר מדיקל
16. **גיל רווה, יובל ארד**
רווה, הבר ושות'
משרד עורכי דין
17. **גילאי דולב**
18. **חיים שני**
19. **יאיר לפידות, אורי קרן**
ילין לפידות בית השקעות
20. **יוסי ורדי**
21. **יורם טיץ**
משרד רו"ח E&Y
22. **יחיעם כהן,**
ענת עירון היילבון
נייס סיסטמס
23. **ליאור אברם**
שיבולת ושות'
משרד עורכי דין
24. **ניר מורוז**
כלל-כנף
25. **ערן נדב**
קרן TPG Biotech
26. **פיני אורבך**
ארקין אחזקות
27. **ראובן קרופיק, עופר גונן**
כלל ביוטכנולוגיה
28. **רונן מטמון**
אקסלנס
29. **שחר פלורנץ, תומר הרפז**
שטראוס גרופ
30. **שלמה לנדרס**
עמית, פולק, מטלון ושות'
משרד עורכי דין

נספח ג' הנפקות ראשוניות, מיזוגים ורכישות לפי ענפים

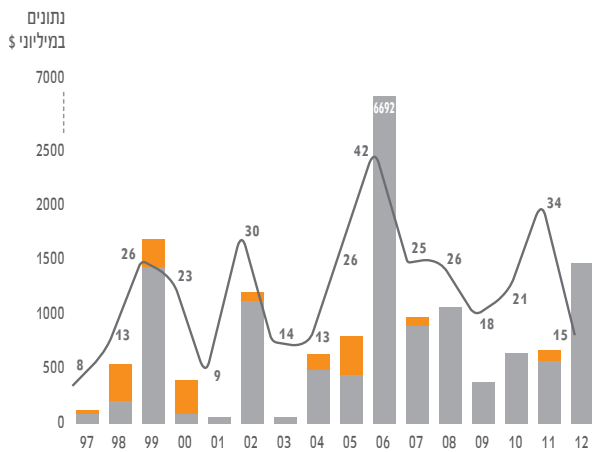
תקשורת



	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
< \$10m	2	3	3	5	4	7	21	13	18	15	13	13	9	7	8	5
\$10m-\$50m	4	4	5	5	1	3	1	7	6	5	9	7	6	4	3	3
\$50m-\$100m	2	1	4	8		1		1	2	2	5	1		4		
\$100m-\$500m		1	2	8	1		2	1	1	2	3		1	1	3	4
> \$500m				3*												1**

* כרומטיקס, מרקום, אקסלינק (בשווי כולל של \$5,870 מ) - M&A
 ** NDS (בשווי של \$5000 מ) - M&A

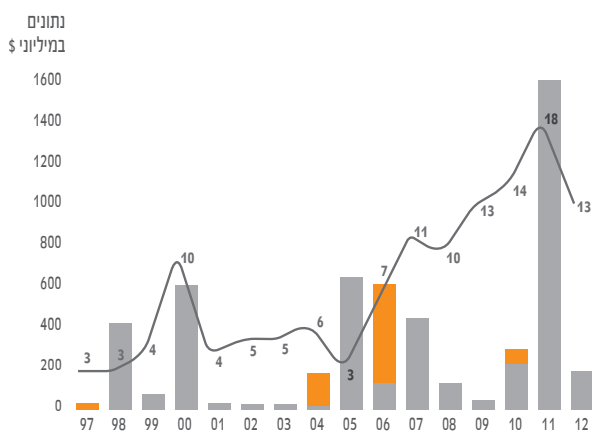
שירותי מידע ותוכנה



	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
< \$10m	5	7	12	14	5	23	11		17	18	15	9	13	12	19	7
\$10m-\$50m	2	4	7	7	4	4	3	9	5	11	5	9	3	5	11	4
\$50m-\$100m	1		4	2		1		2	1	5	1	3	1	2	3	2
\$100m-\$500m		2	1			1		2	3	6	4	5	1	2	1	1
> \$500m			2			1				2*						1**

* מרקורי וליפמן (בשווי כולל של \$5,300 מ) - M&A
 ** ריטיקס (בשווי של \$800 מ) - M&A

אינטרנט



	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
< \$10m	2	1	2	8	3	5	4	4	2	2	7	7	12	7	6	7
\$10m-\$50m	1	1	2		1		1	1		2	3	2	1	4	6	5
\$50m-\$100m				1						2		1		3		1
\$100m-\$500m		1		1				1		1*	1					5
> \$500m										1**						1***

* פלייטק (בסכום של \$460 מ) - IPO ב-AIM
 ** שופינג.קום (בשווי של \$634 מ) - M&A
 *** מדיה מינד (בשווי של \$517 מ) - M&A

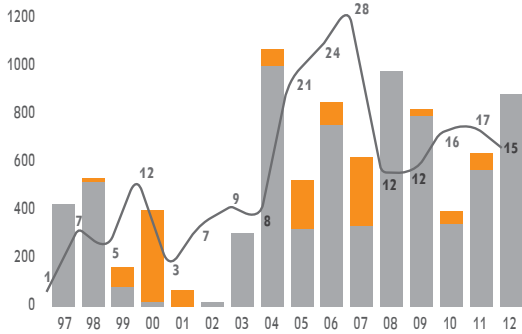
מספר עסקאות — IPO ■ M&A ■

מקור הנתונים: IVC

הנפקות ראשוניות, מיזוגים ורכישות לפי ענפים (המשך)

מדעי החיים

נתונים
במיליוני \$



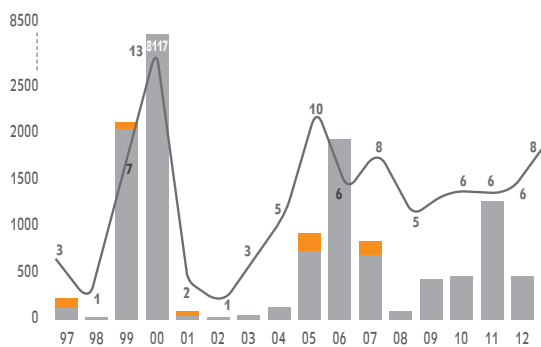
מספר עסקאות לפי גודל

	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
< \$10m	5	1	4	2	7	5	3	13	16	16	5	5	10	7	9	
\$10m-\$50m		2	3			2	2	3	3	7	4	3	4	7	2	
\$50m-\$100m			2	5	1		1	1	3	1	4	1			1	1
\$100m-\$500m	1	2					1	1	2	4	1	2	4	2	2	3
> \$500m								1*								

* אגים (בשווי של \$820M) - M&A

מוליכים למחצה

נתונים
במיליוני \$



מספר עסקאות לפי גודל

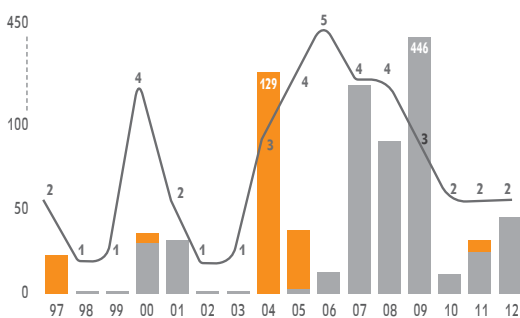
	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
< \$10m	1	3	1		1		3	1	3	2	4	2		1	3	
\$10m-\$50m	1		1	4	2		3	1	4	1	2		2	3	2	2
\$50m-\$100m	1		1	1			1	1		1	1			2		1
\$100m-\$500m	1		1	5					4	1	3		2	1	3	2
> \$500m		1	2*							1**						

* נטוורקס-ו- MMC (בשווי כולל של \$7,200M) - M&A

** גלילאו (בשווי של \$1,560M) - M&A

קלינטק

נתונים
במיליוני \$



מספר עסקאות לפי גודל

	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
< \$10m	1	1	1	3	1	1	1	1	2	5	2	3	1	1	1	1
\$10m-\$50m	1			1	1			1	2		1		1	1	1	2
\$50m-\$100m											1	1				
\$100m-\$500m								1*					1**			
> \$500m																

* אורמת טכנולוגיות (בסכום של \$108M) - IPO ב-NYSE

** סולל (בשווי של \$418M) - M&A

מספר עסקאות — IPO ■ M&A ■

מקור הנתונים: IVC

רקע משפטי

אופן ביצוע הפנייה לאיתור המשקיעים המתוכננים

הצעה לפי סעיף 15א(א)(7) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "החוק" או "חוק ניירות ערך") המופנית למשקיעים "מתוכננים" (אף אם מספרם הוא למעלה מ-35) אינה כפופה להוראות סעיף 15 לחוק, ואינה חייבת בפרסום תשקיף. בבסיס הסברה לפיה משקיעים "מתוכננים" אינם ציבור הזקוק להגנה (לרבות על דרך של "הגנת" תשקיף), ניצבת ההנחה לפיה הללו נהנים מנגישות (שאינה מתווכת בידי הרגולטור) למידע אודות התאגיד המציע, וכי ביכולתם לעבד מידע זה לשם קבלת החלטת השקעה מושכלת.

אין בפטור האמור, כשלעצמו, כדי לאפשר פנייה פומבית לציבור - ללא תשקיף - על מנת לאתר את אותם משקיעים מתוכננים; זאת מחמת שהפטור מאפשר להציג הצעה למכירת ניירות ערך אך ורק בפני משקיעים מתוכננים, ואילו פרסום פומבי של ההצעה עשוי להיחשב כהצעה לציבור הרחב (אף אם ההצעה תוסב, לפי לשונה, על משקיעים מתוכננים בלבד). לצורך זה, נדרש הפטור הנוסף לפי סעיף 15א(א)(4)(ב) לחוק, על פיו גם פרסום בדבר כוונה למכור ניירות ערך למשקיעים מתוכננים אינו הצעה לציבור אלא הזמנה פומבית למשקיעים מתוכננים מקרב הציבור לנהל משא ומתן לרכישת ניירות ערך¹.

הוספת יחידים לרשימת המשקיעים המתוכננים

ביום 30 ביוני 2011 פורסם ברשומות צו ניירות ערך (תיקון התוספת הראשונה לחוק), התשע"א - 2011. הצו קובע, בין השאר, כי בין המשקיעים המנויים בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך ("התוספת הראשונה") יימנה גם לקוח כשיר, הממלא אחר התנאים הקבועים בפרט 9 לתוספת הראשונה לחוק הייעוץ. לקוח כשיר על פי פרט 9 האמור, הנו יחיד אשר מתקיימים בו שניים מבין המנויים להלן ואשר נתן הסכמתו מראש לכך:

1. השווי הכולל של מזומנים, פיקדונות, נכסים פיננסיים וניירות ערך כהגדרתם בסעיף 52 לחוק ניירות ערך שבבעלותו עולה על 12 מיליון שקלים חדשים;

2. הוא בעל מומחיות וכישורים בתחום שוק ההון או הועסק לפחות שנה בתפקיד מקצועי שדורש מומחיות בשוק ההון;

3. ביצע לפחות 30 עסקאות בממוצע בכל רבעון במשך ארבעת הרבעונים שקדמו להסכמתו, למעט עסקאות שביצע מנהל תיקים בעבור לקוחותיו (לצורכי נספח זה: "לקוח כשיר").

הוספת לקוח כשיר לתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך מקורה בהכרת המחוקק, כי לקוחות כשירים הם משקיעים מתוכננים על פניהם, אשר אינם נדרשים לתשקיף לשם השקעה בניירות ערך. הודות להסדר חקיקתי זה, חברות מנפיקות אינן נדרשות למנות לקוחות כשירים לעניין סך המשקיעים המרבי המותר להן באין תשקיף (35; ראו בסעיף 15א(א)(1) לחוק). עוד נקבע במסגרת הצו, כי על משקיע המנוי בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך ליתן - קודם לכל רכישת ניירות ערך של התאגיד - את הסכמתו הכתובה, כי מתקיימים בו התנאים המנויים בתוספת הראשונה וכי הוא מודע ומסכים למשמעות סיווגו כלקוח כשיר ("ההסכמה").

אופן הווידוא של תנאי הכשירות של משקיעים מתוכננים

בחודש אפריל 2012 פורסמה עמדת סגל רשות ניירות ערך בנוגע לתוספת הראשונה. בין היתר, התייחסה העמדה לשאלה מהן חובות המציע או המנפיק בקשר עם מתן הסכמת משקיע, כי מתקיימים בו התנאים הדרושים להגדירו כלקוח כשיר. על-פי העמדה "המנפיק, המציע או המתווך אינם פטורים מבחינת עמידת גוף בתנאי התוספת הראשונה אך בשל קבלת הסכמה והם נדרשים לנקוט בכל האמצעים הנאותים הדרושים כדי להשתכנע, ככל הניתן, כי הגוף נותן ההסכמה אכן עומד בתנאי התוספת הראשונה. אמצעים סבירים כאמור תלויים בסוג המשקיע" (ההדגשה אינה במקור).

הרשות טרם פרסמה הנחיות באשר לאותם "אמצעים נאותים" שעל המציע לנקוט קודם שתנוח דעתו, כי לקוח כשיר לכאורה הוא אמנם כזה. הגם ששאלת "האמצעים הנאותים" נחזית לטכנית, עשויה להיות לה השפעה

1. וראה לעניין זה דברי ההסבר בהצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 20), התש"ס - 2000, שם צוין בקשר לסעיף 15א(א)(4): "מוצע לעגן בחוק את הפרשנות המקובלת ולפיה גם באשר המציע פונה לציבור, בדרך של פרסום בעיתון או בכל אופן אחר, אולם מטרתו כפי שהוא מודיע, למכור בפועל את ניירות הערך שלא בדרך של הצעה לציבור, לא ייחשבו עצם הפנייה או הפרסום בעיתון כהצעה לציבור".

בסעיף 15א(א)4 לחוק ניירות ערך הפוטרת מתשקיף לא רק את ההצעה למשקיעים הכשירים אלא אף את הפנייה הפומבית לאיתורם.

מגבלת ה-general solicitation פגעה בנגישותם של תאגידי הכפופים לדין בארה"ב, ובעיקר של החברות הקטנות, ל-"accredited investors" בכלל וליחידים שביניהם בפרט. מתוך הכרה בבעיה זו, ומתוך רצון לעודד ולפתוח אפשרויות מימון חדשות לחברות הקטנות, בוטל לאחרונה במסגרת ה-Jobs Act איסור ה-general solicitation האמור. כעת, מותר לראשונה למציע בארה"ב לפנות באופן פומבי למשקיעים מתוחכמים - לרבות באמצעות מודעות בעיתונים ופרסומים בטלוויזיה ובאינטרנט - ולהזמין להשקיע בניירות ערך שלו. ואולם, כתנאי לחלותו של פטור ההצעה הפרטית למשקיעים כשירים, נדרש המציע לנקוט צעדים סבירים ("reasonable steps") על מנת לוודא שהרוכשים הינם אמנם משקיעים כשירים.²

ביום 10 ביולי 2013, בעקבות הוראות ה-Jobs Act, פרסם ה-SEC כללים בנוגע, בין היתר, לשאלה מהם "הצעדים הסבירים" שעל המציע לנקוט על מנת לוודא, כי המשקיע לו יימכרו ניירות הערך הנו משקיע כשיר.³ על-פי כללים אלה על המנפיק ליתן דעתו, עת שהוא בוחן את מידת סבירות האמצעים הנדרשים להבטחת "כשירות" הרוכש, לשיקולים דוגמת סוג המשקיע (למשל, יחיד או גוף מוסדי); סוג והיקף המידע המוקדם הזמין למנפיק בקשר עם אותו משקיע (מידע עשיר ומהימן מצריך אמצעי בדיקה פחותים, ולהיפך); מאפייני ותנאי ההצעה (למשל, פנייה לכולי עלמא באמצעות תקשורת המונים או באפיקים ייעודיים המכוונים ללקוחות מתוחכמים וכן קביעת סכום השקעה מינימלי גבוה), ועוד. בנוסף למבחן גמיש זה, נקבעה רשימה (לא סגורה) של שיטות וידוא שמנפיקים רשאים להשתמש בהן כדי לזכות בוודאות גדולה יותר לכך שהם מציינים לחובת הוידוא.

ממשיית על יכולתן של חברות הזנק צעירות לגייס הון ממשקיעים מתוחכמים יחידים. ככל ש"האמצעים הנאותים" יהיו מחמירים יותר (או מעורפלים יותר), כך יקשה על חברות הזנק צעירות לעמוד בעלויות הבירור הנובעות מכך. לטעמנו, "אמצעי נאות" אחד עשוי שיהא הקמת "מועדוני" משקיעים מתוחכמים (שחזקה על חבריהם שהם לקוחות כשירים); אך בטרם נציג להלן אמצעי זה, נתייחס בקצרה לדין האמריקני בהקשרים אלה ולתמורות הפוקדות אותו.

השינוי בדין האמריקאי בפטור ההצעה הפרטית למשקיעים מתוחכמים

המקבילה המרכזית בארה"ב לפטור המשקיעים המתוחכמים בדין הישראלי מעוגנת ב-Rule 506. תחת פטור זה ניתן להציע או למכור ניירות ערך בלא הגבלת סכום למספר בלתי מוגבל של "accredited investors", מבלי שהדבר ייחשב הצעה לציבור.

הגדרת "accredited investor" בדין האמריקאי, בכל הנוגע למשקיעים פרטיים, הינה הגדרה אובייקטיבית של הונו או הכנסתו של המשקיע, ואין בה - בשונה מהדין הישראלי - חלופה סובייקטיבית של ידע וניסיון. על-פי הגדרה זו, משקיע כשיר הוא יחיד אשר נכסיו האישיים (NET WORTH), לבדו או יחד עם בן זוגו, עולים על 1 מיליון \$, או יחיד בעל הכנסה העולה על \$ 200,000 בשנתיים עובר לרכישה (או העולה על \$ 300,000 יחד עם בן זוגו) וישנו צפי סביר להכנסה דומה בשנה הנוכחית.

עד לאחרונה נאסר לעשות שימוש בפטור האמור אם ההצעה או המכירה של ניירות ערך היתה כרוכה בכל צורה של "general solicitation or general advertising". לאמור, בדין האמריקאי לא היתה קיימת המקבילה לפטור

2. ראה עמ' 8 <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-112hr3606enr/pdf/BILLS-112hr3606enr.pdf>

3. <http://www.sec.gov/rules/final/2013/33-9415.pdf>

המודל המוצע

המציעים ייהנו ממאגר זמין של משקיעים, היכולים לרכוש ניירות ערך בהליך פשוט, זול ונוח.

לאור הצורך בקיומה של בדיקה במועד הכניסה למועדון ובהמשך בדיקה תקופתית, ברי כי מאגרי המשקיעים המתוחכמים יוקמו ויתחזקו על ידי גופים מתווכים (כדוגמת אתרי אינטרנט ייעודיים או מנהלי מועדון מקצועיים), כך שעלויות הבדיקה הממוצעות תפחתנה בשים לב למספר העסקאות שיבוצעו על ידי חברי המועדון.

בין ההשלכות החיוביות הצפויות להקמת מועדוני משקיעים ניתן למנות -

א. צבירת ניסיון, ידע ומומחיות בקרב המשקיעים, אשר ישכללו את יכולות וכישורי ההשקעה שלהם בתחומים מורכבים יחסית (דוגמת ביו-טק);

ב. העמדת ניסיונם וידעותיהם של המשקיעים המתוחכמים לרשות החברות המציעות, הזקוקות ברגיל ליד מכוונת בראשית דרכן;

ג. עידוד אינטראקציה בין המשקיעים לבין עצמם, ובין המשקיעים לבין היזמים, באופן שיאפשר למשקיעים נגישות משופרת למידע אודות התאגידים המציעים;

ד. הצמחת כר נוח יותר לניהול משא ומתן אפקטיבי מול יזמים.

תולדה נוספת של שיתוף הפעולה בין המשקיעים החברים במועדון יכולה להתבטא בגיבוש קבוצות משקיעים המבצעים השקעות משותפות לכלל חבריהן חברי הקבוצה, בדומה למועדוני משקיעים הקיימים בארה"ב. לרוב, מועדוני משקיעים אלו מאוגדים כשותפויות, ולאחר שהחברים בוחנים חלופות השקעה שונות, הקבוצה מחליטה (בהצבעת רוב) למכור או לקנות. מובן, שסוג פעילות כזה יהא כפוף למגבלות הקבועות בחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 ובחוק הייעוץ.

לסיכום, אנו סבורים כי מועדוני משקיעים עשויים "להנגיש" הון פרטי לחברות הזנק ולסייע בכך לקידום השקעות בחברות אלה שאינן נגישות לשוק ההון הציבורי.

כפי שניתן להתרשם מהסקירה דלעיל, הרי שעם תיקון התוספת הראשונה והוספתם של יחידים לרשימת המשקיעים המתוחכמים, כמו גם עם הפיכת רשת האינטרנט לאפיק מקובל ונפוץ לפנייה לקהלים נרחבים, קמה הזדמנות לחברות הזנק צעירות להרחיב את מעגל המשקיעים בהן גם אל לקוחות כשירים שעד כה לא נטלו חלק במימון חברות ההי-טק.

דא עקא, שחברות הזנק לא מעטות נרתעות משימוש באמצעים אלה לנוכח החובה לוודא את "כשירות" המשקיעים המתוחכמים המעוניינים להשקיע בהן. קושי זה, כאמור, מוכר היטב גם בדין האמריקאי.

לעניין מנגנון הווידוא לתנאי הכשירות שינקוט המציע, ייתכנו שתי גישות קצה: האחת, גישה מחמירה המבקשת לבחון בדקדקנות את עמידת המשקיע בתנאי הכשירות הרלוונטיים בכל מכירה ומכירה של נייר ערך, והאחרת - המבקשת להסתפק אך בהצהרת המשקיע - לעיתים על דרך של אישור טקסט שהוכתב על-ידי המציע - בדבר כשירותו. לטעמנו, שתי גישות קצה אלה אינן רצויות (והגישה השנייה אף אינה אפשרית על-פי המצב המשפטי הקיים⁵).

אנו סבורים, בהקשרים אלה, כי יש לנקוט בגישה ביניים, אשר יהא בה למנוע "הסתננות" של משקיעים שאינם מתוחכמים מחד, ומאידיך - להבטיח את שגשוגו של אפיק גיוס זה. גישה ביניים זו מוצאת את ביטוייה במודל "מועדון המשקיעים". על-פי מודל זה, משקיע המבקש ליטול חלק בגיוסי הון ללא תשקיף ייבדק באופן מלא עם "כניסתו" למועדון. בדיקה זו לא תוכל להסתכם בהצהרת המשקיע לגבי כשירותו, אלא תחייב אותו להמציא ראיות שיאשרו את דבר עמידתו בתנאי הלקוח הכשיר. ואולם, אחת שהמשקיע ייכנס בגדרי המועדון, וכל זמן שיהיה חלק ממנו, ובכפוף לבדיקות "כשירות" תקופתיות, יראו אותו כ"לקוח כשיר" - ולא תידרש בדיקה דקדקנית קודם למכירת ניירות ערך לידי. בכך, המשקיע המתוחכם יזכה בכרטיס כניסה למועדון משקיעים אקסקלוסיבי החשוף להשקעות בחברות בעלות פוטנציאל צמיחה גבוה, ואילו

5. ראוי להזכיר בהקשר זה, כי החוק קובע הסדרים קוגנטיים, עליהם (ועל ההגנה המשתמעת מהם) המשקיע אינו רשאי לוותר. לפיכך, אין מקום לקבל את הטענה כאילו יש להסתפק בהצהרתו של משקיע על היותו לקוח כשיר, משום שבכך הוא מגלה את הסכמתו להסרת ההגנה שחוק ניירות ערך מעניק לו. בכל מקרה על המנפיק מוטלת החובה לנקוט את כל האמצעים הנאותים על מנת לוודא כי מתקיימים במשקיע תנאי הכשירות.

