

הוועדה

לקידום השקעות
בחברות ציבוריות
הפועלות בתחום
המחקר והפיתוח

דוח ביניים

לכבוד

פרופ' שמואל האוזר

יושב ראש רשות ניירות ערך

אדון נכבד,

הנדון: הוועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח - דוח ביניים

אנו מתכבדים להגיש לך את דוח הביניים של 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 הי-טק אינן מבצעות הנפקות ראשונות לציבור באמצעות הבורסה באופן שהיה מצופה לאור חלקן בפעילות המשקית. על בסיס האמור, בחנה הוועדה אלו 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.

הוועדה קיימה דיונים רבים, ובכלל זה עם גופים הפעילים בענפי הטכנולוגיה והביומד, ולאור הדיונים בחנה את הנושאים הבאים:

- אלו הן חברות המטרה בהן יש למקד את המאמצים על מנת להביאן להירשם בבורסה בתל-אביב (בהקשר זה נבחנו בין היתר קריטריונים של שווי שוק, הכנסות, שווי ושיעור החזקות ציבור);
- הצורך בהתאמת 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.

הוועדה גיבשה בהסכמה משותפת שורה של המלצות שנועדו לעודד השקעה בחברות בתחום המחקר והפיתוח באמצעות הבורסה, ולהגביר את הכדאיות עבור החברות הללו בגיוס הון באפיק זה.

אנו מבקשים להודות לכל אלה שהגישו חומר לוועדה והופיעו בפניה.

הוועדה סבורה כי יישום מכלול ההמלצות המוצגות בדוח יתרום להפיכת הבורסה לחלופה משמעותית למימון חברות הי-טק, ויגדיל את הסיכוי שחברות אלה יגדלו בישראל חלף מכירתן.

עם הגשת דוח הביניים ופרסומו, מסתיים השלב הראשון בעבודת הוועדה. טרם גיבושן של ההמלצות לדוח סופי, הוועדה פונה בזאת לציבור הרחב לקבלת עמדות והצעות בכתב בכל הנוגע להמלצות הביניים, וזאת עד יום 18 ביולי 2013. הוועדה תיתן את דעתה לעמדות

וההצעות שיוגשו בגיבוש המלצותיה לדוח הסופי, ובמידת הצורך ועל פי שיקול דעתה תזמין מי מבין הפונים להשמיע את עמדותיהם בפני הוועדה. הוועדה רואה חשיבות רבה בקבלת עמדות הציבור ומקווה לשיתוף פעולה פורה מהציבור.

לאור החדשנות והמורכבות של חלק מהמלצות הוועדה, אנו ממליצים על הקמת צוות מעקב אשר מתפקידו יהא לבחון את אופן יישום המלצות הוועדה ויעילותן ולהמליץ על הצורך בביצוע התאמות.

ברצוננו להודות לחברי הוועדה שהשקיעו ממצעם ומנסיונם לגיבוש ההמלצות, באופן מקצועי ומסור. כמו כן, ברצוננו להודות לרו"ח ענת פייער מאגף שוק ההון במשרד האוצר, רו"ח בני יונה ורו"ח אופיר כהן (משפטן) מרשות המסים, ועו"ד חיים זקס ממשרד המשפטים על תרומתם לעבודת הוועדה.

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

בכבוד רב,

חני שטרית בך
יו"ר הוועדה

שריה אורגד, עו"ד
יו"ר הוועדה

חברי הוועדה (לפי סדר הא"ב):

- רו"ח אהרן אליהו, רשות המסים
- רו"ח הילה בן חיים, אגף שוק ההון, משרד האוצר
- ד"ר גתית גור-גרשגורן, רשות ניירות ערך
- מר מוריס דורפמן, המועצה הלאומית לכלכלה
- עו"ד אלי דניאל, רשות ניירות ערך
- גב' דרורית וילנאי, הבורסה לניירות ערך בתל-אביב
- עו"ד רוני טלמור, משרד המשפטים
- עו"ד מאיר לוי, רשות ניירות ערך
- מר יצחק ניסן, הבורסה לניירות ערך בתל-אביב
- מר מיכה פרלמן, אגף התקציבים, משרד האוצר
- עו"ד אורנית קרביץ, רשות ניירות ערך
- רו"ח איציק שורקי, רשות ניירות ערך

העתק:

- 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
- מר גל הרשקוביץ, הממונה על התקציבים במשרד האוצר
- פרופ' עודד שריג, הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר
- עו"ד (רו"ח) משה אשר, מנהל רשות המסים
- עו"ד אבי ליכט, משנה ליועץ המשפטי לממשלה

תוכן עניינים

5	חלק א' – תקציר הדוח
15	חלק ב' – רקע בנוגע לעבודת הוועדה
27	חלק ג' – עידוד רישום למסחר של חברות מו"פ בבורסה
27	1. הגדרת חברות המטרה ויצירת רשימה חדשה
28	2. מדדים ומוצרי מדדים
31	3. הרחבת הידע בתחומי ההי-טק
33	4. עידוד רישום למסחר בבורסה בישראל – היבטי מיסוי
35	5. הקלות והתאמות בדרישות הגילוי בשוטף ובתשקיף
39	6. דוחות כספיים ערוכים USGAAP
42	7. המלצות בנוגע להיבטי ממשל תאגידי
43	8. היבטי גילוי וממשל תאגידי הקשורים ברישום למסחר של חברות דלאוריות
44	9. שפת הדיווח לרשות ניירות ערך ולרשם החברות
47	חלק ד' – קרנות הון סיכון נסחרות
57	חלק ה' – שותפויות מחקר ופיתוח
59	חלק ו' – פתרונות מימון חוץ בורסאיים
67	חלק ז' – עידוד השקעת גופים מוסדיים
71	נספח א' – כתב המינוי של הוועדה
75	נספח ב' – רשימת המוזמנים שהציגו בפני הוועדה
77	נספח ג' – הנפקות ראשוניות, מיזוגים ורכישות לפי ענפים
83	נספח ד' – מועדוני משקיעים

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

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

2. מדינת ישראל שמה לה למטרה לקדם את תעשיית ההי-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 וקידום תעשייה זו במגוון דרכים וביניהם:

- פרויקטים שנועדו להכשיר כוח אדם מיומן;
- סיוע כספי לחברות הניתן על ידי המדען הראשי במשרד הכלכלה;
- התוכנית לעידוד השקעות של הגופים המוסדיים הישראליים בתעשייה עתירת הידע, במסגרתה ניתנה לגופים מוסדיים ישראלים המשקיעים בקרנות הון סיכון (המשקיעות בחברות הי-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 בענין התעשייה עתירת הידע:

"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 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 הי-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 הי-טק גדולות יחסית.

6. הציפיה משוק ההון בישראל היא, בין היתר, לממן ולאפשר צמיחה של חברות וגם לקדם, בעקיפין, 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 ההי-טק הישראלית תורמת גם 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 הי-טק באמצעות הבורסה. זאת, מבלי להתפשר על שמירת עניינו של ציבור המשקיעים ותקינות המסחר.

8. הוועדה קיימה דיונים רבים במסגרתם הוצגה בפניה עמדתם 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.
10. הוועדה גיבשה בהסכמה משותפת שורה של המלצות, המוצגות בדוח, וסבורה כי יישום מכלול ההמלצות יתרום להפיכת הבורסה לחלופה משמעותית למימון חברות היטק צעירות ותגדיל את הסיכוי שחברות אלה יתפתחו בישראל חלף מכירתן.
11. הותרת פעילות 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.
12. הוועדה בדעה שהפיכת הבורסה לחלופה משמעותית לגיוס הון תגוון מצד אחד את מקורות ההון לתעשיית חברות ההי-טק, תגדיל את היקף ההשקעות בתעשיית חברות ההי-טק ותצמצם את התלות בשווקים כלכליים חיצוניים, ומצד שני הנפקת חברות אלו בבורסה בישראל תתרום לשכלול שוק ההון לטובת כל המשקיעים.
13. על רקע התלות של חברות הי-טק צעירות בהון זר והעובדה שלמעלה מ-95% מחברות אלה נמכרות לחברות זרות, הוועדה ממליצה על שילוב בין מספר מהלכים שההשפעה המצרפית שלהם צפויה לייצר תשתית יעילה וכדאית לגיוס דרך הבורסה בישראל, הן לחברות הבינוניות והגדולות עצמן, והן לקרנות הון סיכון נסחרות ושותפויות המו"פ 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 להשאיר חלק גדול יותר מהחברות בישראל.
14. הוועדה ממליצה לקדם שלושה פתרונות עיקריים לעידוד מימון חברות הי-טק באמצעות הבורסה: עידוד הנפקה ראשונה לציבור בישראל של חברות הי-טק גדולות יחסית, עידוד הקמת קרנות הון סיכון נסחרות ועידוד הקמת שותפויות מחקר ופיתוח נסחרות, שישקיעו ויתמכו במספר חברות בשלבים שהינם מוקדמים יחסית ואינם מתאימים ככלל להנפקה ישירה בבורסה.
15. הוועדה בדעה כי הצלחת הפתרונות הבורסאיים המוצעים תלויה בשלושה אדנים: הבטחת תמחור נאות באמצעות שכלול שוק ההון המקומי ועידוד השקעת משקיעים זרים; התאמת הוראות הרגולציה למאפייני החברות והקרנות ולצרכי המשקיעים בהן תוך הפחתת עלות יישומן; ומתן תמריצים שיעודדו את יצירתו של השוק.
16. 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 (היינו, פניה לציבור של משקיעים מתוחכמים לשם גיוס הון).
17. להלן תיאור תמציתי של ההמלצות המרכזיות של הוועדה:

18. המלצות בנוגע להנפקה ראשונה לציבור בישראל של חברות הי-טק –

18.1. **חברות המטרה** – הוועדה בדעה שיש לעודד רישום למסחר של חברות גדולות יחסית, המצויות בדרך כלל בשלבי התפתחות מתקדמים (Growth) עם צרכי הון משמעותיים. משכך, התנאי המרכזי שנקבע לחברות המטרה הינו שווי שוק (לאחר ההנפקה) של 250 מיליון ש"ח לפחות או מכירות של 80 מיליון ש"ח בשנה בממוצע לפחות, ובלבד ששווי השוק הינו 185 מיליון ש"ח לפחות.

18.2. **רשימת "טק-עילית" (Tech Elite)** – הבורסה תיצור רשימה חדשה בה ייסחרו חברות הי-טק שיירשמו לראשונה למסחר בבורסה שיענו על ההגדרה כאמור של חברות המטרה וכן חברות הי-טק ותיקות שכבר נסחרות בבורסה בעלות שווי שוק של 400 מיליון ש"ח לפחות.

18.3. **מדדים ומוצרי מדדים** – על מנת להגביר נזילות ההשקעה במניות רשימת "טק-עילית", הבורסה תשיק את מדד "טק-עילית", חלף מדד "הבלוטק 50", ותבחן דרכים ליצירת שיתוף פעולה עם עורכי מדדים בעלי מוניטין בינלאומי לשם יצירת מדדים ומוצרי מדדים המשלבים מניות של חברות הי-טק ישראליות או קשורות לישראל (Israeli Oriented) הרשומות בבורסה בישראל עם אלו הרשומות בבורסות זרות בלבד.

18.4. **עידוד אנליזה בלתי תלויה לחברות הי-טק –**

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

18.4.2. לאחר בחינת המהלך ביחס לחברות הביומד, תיבחן הרחבתו (במודל זה או במודל דומה שיאושר בכפוף לתיקון חוק הייעוץ¹) לכלל החברות המסווגות לענפי הטכנולוגיה על ידי הבורסה (ובכלל זה קרנות הון סיכון ושותפויות מחקר ופיתוח כמבואר להלן).

18.4.3. לקבוע כי חברות שתבקשנה להירשם ברשימת טק-עילית תהיינה מחויבות להשתתף בתכנית האנליזה (עם תחילת הפעלתה), למעט חברות המדווחות בהתאם להוראות פרק ה'3 לחוק ניירות ערך (רישום כפול), וזאת החל מן ההנפקה הראשונה לציבור.

18.5. **היבטי מס –**

18.5.1. לקבוע במסגרת הוראת שעה (ממועד החקיקה ועד 31.12.2015) כי עלות ההשקעה במניות אשר נרכשו במסגרת הנפקה לציבור של חברת מחקר ופיתוח אשר נרשמה מיד לאחר ההנפקה הראשונה לציבור ברשימת 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 במשרד הכלכלה לכך; (ג) החברה מחויבת לעסוק במחקר

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

ופיתוח במשך 3 שנים מיום ההנפקה; (ד) הפסד ההון יוכר עד לתקרה מקסימאלית של 5 מיליון ש"ח; (ה) החברה הונפקה לראשונה בבורסה בישראל (ברשימת טק-עילית) בתקופת הוראת השעה.

18.5.2 לקבוע במסגרת הוראת שעה כי תינתן אפשרות ליחידים בעלי שליטה בחברות מחקר ופיתוח אשר תרשמנה לראשונה למסחר בבורסה בישראל (ברשימת טק-עילית) ותגייסנה הון בבורסה בישראל, בתקופת הוראת השעה, להתחייב במס על עליות ערך האופציות (שהתקבלו בידיהם טרם רישום החברה בבורסה) ממועד הרישום בבורסה בישראל ועד למימושן, 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. חלוקת הרווח עד למועד הרישום וממועד הרישום ועד למועד המכירה תיעשה לינארית.

18.6. הקלות והתאמות בדרישות הגילוי בשוטף ובתשקיף -

18.6.1 לאפשר לחברות המטרה 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).

18.6.2 לאפשר לחברות אלה 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"):

18.6.2.1 לאפשר לחברות אלה ליהנות מהקלות הגילוי שיינתנו לחברות קטנות בהתאם למפת הדרכים של הרשות², אף אם הן לא יענו להגדרה של חברה קטנה;

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

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

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

18.6.3. להקנות לרשות ניירות ערך סמכות לפטור חברות המסווגות לענפי הביומד והטכנולוגיה של הבורסה מדרישות גילוי בתשקיף ובשוטף, ובכלל

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 ומיידיים בעניין ניתוח סיכונים שוק ("דוח גלאי") לחברות קטנות אשר החשיפה שלהן לסיכונים הנובעים מהחזקה במכשירים פיננסיים נמוכה.

זה להתנות את הפטור בתנאים, כך שהרשות תהייה רשאית להתאים, מעת לעת ובמקרים הנדרשים, את דרישות הגילוי בתשקיף ובשוטף לדרישות הגילוי המקובלות בארצות הברית ובאנגליה בנוגע לחברות הי-טק.

18.6.4. 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).

18.7. **דוחות כספיים ערוכים USGAAP** – לאפשר לחברות מטרה שהתאגדו בישראל לערוך את דוחותיהן הכספיים בתשקיף ובדוחות התקופתיים והרבעוניים בהתאם לכללי ה-USGAAP (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 השליטה בחברה אינו תושב ישראל; או למעלה מחמישים אחוז ממניות החברה הינן בבעלות מי שאינם תושבי ישראל.

18.8. **היבטי ממשל תאגידי** –

18.8.1. **ועדה לבחינת הדוחות הכספיים** – חברות המטרה לא תידרשנה להקים ועדה לבחינת הדוחות הכספיים במהלך תקופת ההקלות.

18.8.2. **כהונת יו"ר-מנכ"ל** – יושב ראש הדירקטוריון אשר כיהן כמנהלה הכללי במועד הפיכת החברה לחברה ציבורית (וניתן לכך גילוי במסגרת התשקיף), יהא 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, יהא האישור תקף עד תום חמש שנים ממועד הפיכת החברה לציבורית (במובחן משלוש שנים ממועד האישור לפי המצב המשפטי הקיים).

18.8.3. **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 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.

18.8.4. **מדיניות תגמול** – חברה שתקבע את מדיניות התגמול שלה עובר למועד שבו הפכה לחברה ציבורית, ומדיניות תגמול זו תתואר כדין בתשקיף ההצעה הראשונה לציבור של מניותיה, תהא פטורה מהצורך לאשר את מדיניות התגמול בהתאם להליכי האישור הקבועים בסעיף 267 לחוק

החברות. אישור כאמור של המדיניות יידרש לראשונה רק לאחר שלוש שנים ממועד הפיכת החברה לחברה ציבורית.

18.8.5. **ועדת תגמול** – חבר ועדת התגמול שאיננו דירקטור חיצוני לא יהיה כפוף למגבלה בדבר הגמול שישולם לו לפי סעיף 118א(ב) לחוק החברות במהלך חמש שנים ממועד הפיכת החברה לציבורית, ובלבד שהגמול המשולם לו (אם משולם לו) לא יעלה על זה המשולם לדירקטורים החיצוניים.

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

18.9. חברות דלאוריות –

18.9.1. לאפשר לחברות דלאוריות חדשות שיירשמו ברשימת טק-עילית לדווח לבורסה ולרשות ניירות ערך בשפה האנגלית.

18.9.2. 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.

18.9.3. הרשות תעשה שימוש בסמכותה, כך שיוקנו לחברות הדלאוריות שייכללו ברשימת טק-עילית מיד לאחר ההנפקה הראשונה לציבור של מניותיהן, את ההקלות בממשל תאגידי המוקנות לחברות טק-עילית המאוגדות בישראל, וזאת למשך תקופת ההקלות.

18.10. שפת הדיווח –

18.10.1. 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 הביומד והטכנולוגיה של הבורסה).

18.10.2. לאפשר לחברות הרשומות כיום בבורסה וייכללו ברשימת 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 תהא בגדר תאגיד מדווח, ובלבד שתמשכנה להיות מסווגות לענפי הביומד והטכנולוגיה של הבורסה.

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

18.10.4. הוועדה תומכת בהצעת משרד המשפטים לפיה כלל החברות יהיו רשאיות להגיש לרשם החברות את התקנון בשפה האנגלית (לצד טופס שיפרט בעברית הוראות עיקריות בתקנון).

18.10.5. 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. המלצות בנוגע לקרנות הון סיכון נסחרות –

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

19.2. **שני סוגים של קרנות נסחרות** – הוועדה ממליצה לאפשר קיומם של שני מודלים להקמת קרנות הון סיכון נסחרות כקרנות נאמנות סגורות:

19.2.1. קרן הון סיכון לתקופה מוגבלת שתיקבע בהסכם הקרן, ובלבד שלא תעלה על 15 שנה ("קרן הון סיכון קצובה");

19.2.2. קרן הון סיכון בלתי קצובה בזמן, אשר הציבור רשאי להביאה לידי פירוק אחת לתקופה בהחלטה מיוחדת ("קרן הון סיכון מתמשכת"); קרנות אלה יהיו רשאיות להשקיע עד 30% מן הסכום שיגויס מן הציבור בניירות ערך של חברות הי-טק לא נסחרות (ישראליות או קשורות לישראל).

19.3. **קרנות הון סיכון נסחרות יוקמו במסלול "קרן נאמנות פטורה"** – קרן הון סיכון נסחרת תהיה פטורה ממס על הכנסותיה, ובעלי היחידות בקרן יהיו חייבים במס במועד מימוש היחידות בקרן או בעת חלוקת רווחים.

19.4. **הקלה בשיעור ההחזקה של קופות גמל** – הוועדה ממליצה כי בהשקעה בקרנות הון סיכון נסחרות תתאפשר החזקה של עד 75% מאמצעי השליטה כהגדרתם בסעיף 9(2) לפקודת מס הכנסה בידי הגופים המנויים בסעיף (רשות מקומית, מפעל הפיס, מוסד ציבורי או קופת גמל), לעומת מגבלת שיעור של עד 50% לפי הדין הקיים. החזקה זו לא תחשב כהפרת הוראות הסעיף בכפוף לכך שגופים אלו אינם מנוהלים על ידי חברות ניהול זהות או בעלי שליטה זהה.

19.5. **תמריצים נוספים** – במדינות בהן פועלות קרנות הון סיכון ציבוריות הן זוכות לתמריצים ממשלתיים באמצעות ערבויות מדינה או באמצעות הטבות מס שונות, כאשר המטרה היא להפחית את רמת הסיכון שעומדת בפני המשקיעים ולהגדיל את תוחלת התשואה. לאור האמור, בכוונת הוועדה לפעול בשיתוף אגף החשב הכללי במשרד האוצר לשם בחינת התמריצים הנדרשים (ככל שנדרשים) להצלחת המודל המוצע על ידי הוועדה. הוועדה תגיש את מסקנותיה בעניין זה במסגרת הדוח הסופי, בשים לב בין היתר להערות הציבור למודל המוצע.

- 19.6. **רישום קרנות הון סיכון פרטיות ברצף המוסדי** – לצד שני המודלים האמורים, ממליצה הוועדה לאפשר רישום למסחר של קרנות הון סיכון פרטיות, המאוגדות כשותפויות, ברצף המוסדי של הבורסה, כפוף לכך שקיימים בהם משקיעים מוסדיים ורק משקיעים מוסדיים אלו יוכלו לסחור ברצף מוסדי.
20. **המלצות בנוגע לשותפויות מו"פ** – הוועדה בדעה שמן הראוי לקדם הקמת קרנות הון סיכון נסחרות בשליטה של משקיע אסטרטגי (להבדיל מקרנות ההון סיכון הנסחרות הנזכרות לעיל שהינן בשליטה של גופים פיננסיים), אשר בין היתר יכול לשמש שדה ניסוי מעשי להוכחת ההיתכנות הטכנולוגית (ולהוות אישור מהימן להיתכנות הטכנולוגית). יחד עם זאת, המודל של שותפות נסחרת מקנה לשותף הכללי שליטה מבוצרת, והשילוב של שליטה זו עם היותו משקיע אסטרטגי שהינו השותף העסקי המרכזי של החברות המצויות בתיק הנכסים של השותפות, יוצר זיקה ותלות מוגברים בבעל השליטה אשר עשויים לעורר קשיים משמעותיים בתמחור ניירות הערך של התאגיד ובשמירה על עניינם של המשקיעים. על כן, הוועדה ממליצה לאפשר רישום למסחר של שותפויות מחקר ופיתוח, בהתקיים העקרונות הבאים: השותפות תפעל לתקופה קצובה שלא תעלה על 15 שנה; היא תנוהל על ידי שני שותפים כלליים: שותף אסטרטגי הפועל בתחומים הרלוונטיים למדיניות ההשקעה של השותפות, ושותף פיננסי שאינו בעל זיקה לשותף האסטרטגי; כל אחד מן השותפים יידרש להחזיק שיעור מהותי מיחידות ההשתתפות של הקרן; כל פעולה מהותית בשותפות תחייב אישור של שני השותפים.
21. **פתרונות מימון חוץ בורסאיים** –
- 20.1. **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.
- 21.2. **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 21,000 ש"ח, ולא יותר מ-10,000 ש"ח בהשקעה בודדת.
- 21.3. **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 בפניה פומבית על מנת לאתר יחידים משקיעים מתוחכמים מבלי שהפניה עצמה תחוב 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 בעקיפין באמצעות מרכז המועדון. היתרון בפניה אל קבוצה מוגדרת של משקיעים מתוחכמים חלף פניה כללית לכולי עלמא, הוא בכך שחברות ההזנק שיבקשו לעניין את חברי הקבוצה בהצעת השקעה קונקרטית 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.

21.4. הוועדה ממליצה כי במקרה בו תתבצע ההשקעה באמצעות שותפויות מוגבלות, יראו את ההכנסה בידי משקיעים פסיביים שישקיעו בחברות SEED באמצעות שותפויות שיאשרו, כרווח הון לפי חלק ה' לפקודת מס הכנסה, בכפוף להתקיימות מספר תנאים כמפורט בדוח הוועדה.

22. **עידוד השקעת גופים מוסדיים** – כדי לעודד גופים מוסדיים לבנות מומחיות הנדרשת להשקעה במניות הי-טק סחירות, הוועדה ממליצה לאפשר, לתקופת ביניים מוגבלת בזמן, לנכות תשלומים הנובעים מהשקעה בקרנות הון סיכון סחירות ובמוצרי מדדים, כהוצאה הנגבית מעמיתים מעבר לדמי הניהול, ובלבד שמנהל הקרן הוא לא "צד קשור" לגוף המוסדי. הוועדה ממליצה שתקופת הביניים לתיקונים האמורים תיקבע בדומה לתקופות שנקבעו בדין ביחס להוצאות אחרות שמותרות לניכוי מעבר לדמי ניהול. לקראת תום התקופה, יבחן הצורך להארכת תקופת הביניים לתקופה נוספת, בשים לב לניסיון שיצברו גופים מוסדיים והשתכללות שוק ההון בתחום זה.

23. **לאור החדשנות והמורכבות של חלק מהמלצות הוועדה, אנו ממליצים על הקמת צוות מעקב אשר מתפקידו יהא לבחון את אופן יישום המלצות הוועדה ויעילותן ולהמליץ במידת הצורך על ביצוע התאמות.**

24. **עם הגשת דוח הביניים ופרסומו, מסתיים השלב הראשון בעבודת הוועדה. טרם גיבושן של ההמלצות לדוח סופי, הוועדה פונה בזאת לציבור הרחב לקבלת עמדות והצעות בכתב בכל הנוגע להמלצות הביניים, וזאת עד 18 ביולי 2013. הוועדה תיתן את דעתה לעמדות וההצעות שיוגשו בגיבוש המלצותיה לדוח הסופי, ובמידת הצורך ועל פי שיקול דעתה תזמין מי מבין הפונים להשמיע את עמדותיהם בפני הוועדה. הוועדה רואה חשיבות רבה בקבלת עמדות הציבור ומקווה לשיתוף פעולה פורה מהציבור.**

רקע בנוגע לעבודת הוועדה

1. תעשיית ההי-טק בישראל – רקע כללי

- 1.1 תעשיית ההי-טק הינה מנוע הצמיחה של המשק הישראלי בעשורים האחרונים. תעשייה זו מאופיינת, בין היתר, בערך מוסף גבוה, חדשנות טכנולוגית וכוח אדם משכיל, מדעי וטכנולוגי.
- 1.2 תעשיית ההי-טק הישראלית תורמת משמעותית לכלכלת המדינה, ובכלל זה בהיבטי תוצר לאומי, ייצוא תעשייתי וכוח העבודה.
- 1.3 תעשיית ההי-טק כוללת ענפי פעילות שונים, ובכלל זה ענפי מדעי החיים, תקשורת, אינטרנט, תוכנה, מוליכים למחצה וקלינטק. ענפים אלה נבדלים בהיבטים שונים, כגון עצמת החדשנות הטכנולוגית והיקף ההון הנדרש. כך, לדוגמא, ענף ייצור המוליכים למחצה, מאופיין בדרישות הון גבוהות, לעומת ענף האינטרנט המאופיין בדרישות להשקעות הון נמוכות יחסית.
- 1.4 בדרך כלל, חברות הי-טק מתאפיינות בשיעורי צמיחה במכירות הגבוהים מחברות תעשייתיות מסורתיות, אך הדבר תלוי בקצב צמיחת השווקים בהם הן פועלות. לצד האמור, רמת הסיכון הגלומה בפעילותן גבוהה יותר מזו של חברה תעשייתית מסורתית, בין היתר, עקב הקצב המהיר של ההתפתחות הטכנולוגית של המוצרים.
- 1.5 חברת הזנק הינה חברת הי-טק שטרם הגיעה לבשלותה העסקית, אך קיימת ציפייה שהחברה תייצר הכנסות ורווחים בסכומים משמעותיים בעתיד.
- 1.6 מקובל בתעשייה זו להתייחס ל-4 שלבים בהתפתחות חברת הזנק: שלב ה-Seed במסגרתו נבחן 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 ההזנק הישראלית נחשבת לשניה בחשיבותה לארצות הברית בלבד. על פי נתוני ה-IVC (חברת מחקר הסוקרת את השקעות ההון סיכון וענף ההי-טק בישראל), פועלות בישראל נכון לסוף שנת 2012 כ-5,200 חברות הזנק, מתוכן כ-2,200 חברות מייצרות הכנסות.

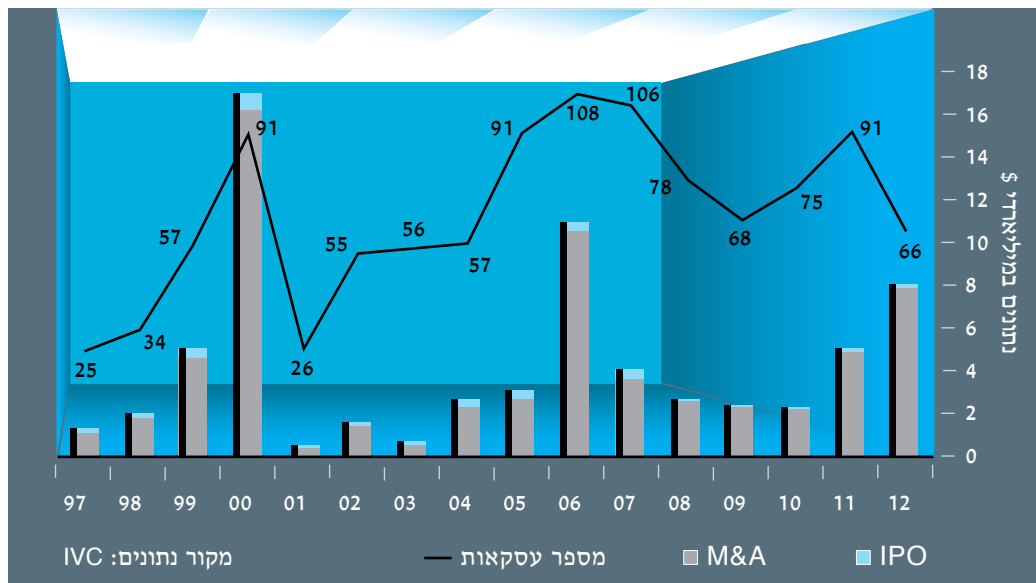
2. הסיכונים ודרך המימון

- 2.1 חברת הזנק מתבססת במרבית המקרים על מספר יזמים, בעיקר אנשי טכנולוגיה, המנסים לתת מענה באמצעות מוצר טכנולוגי לצרכים בשווקים שונים, שהינם 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 ואחר כך מקרנות הון סיכון.

- 2.2. הסיכון הגלום בהשקעה נובע, בין היתר, מן הטעם שקשה להעריך את היקפו ומאפייניו של שוק המוצר הפוטנציאלי ורמת התחרות הפוטנציאלית, שהחברה נדרשת להגן על הקניין הרוחני ולא ברורה 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 תהליכים שיפגעו ברווחיות המוצר (כדוגמת כניסת מתחרים בעלי יכולת שיווקית ועוצמה פיננסית עדיפה), והטכנולוגיה עלולה להשתנות כך שהמוצר לא יהיה יותר רלוונטי.
- 2.4. על כן, הצלחת המיזם תלויה גם, ואולי אף בעיקר, ביכולת של החברה לקדם ובמהירות תוכנית עסקית המבוססת על הערכה נכונה של הסיכונים והסיכויים בשוק המוצר הפוטנציאלי, כמו גם היכולת הניהולית להוציא אל הפועל את התוכנית העסקית ברמה הגבוהה ביותר.
- 2.5. על רקע זה, ברי שהפיכת חברת הזנק לחברת הי-טק בוגרת הינו 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 ההזנק עשוי להיות מכירתן לחברות זרות עוד טרם שלב הבשלות.
- 2.7. בפועל, על בסיס נתוני ה-IVC, במוצע למעלה מ-95% מחברות ההזנק נמכרות בשנים האחרונות לחברות זרות. שיעור ההנפקות הראשונות לציבור מסך עסקאות המכירה (הכולל IPO וכן עסקאות M&A) פחת בצורה משמעותית לאחר התפוצצות בועת ההי-טק בשנת 2000 והוא נמוך באופן משמעותי מן השיעור המקביל בארצות הברית (למעלה מ-20%).³
- 2.8. כפי שניתן לראות מלוח 1 המובא להלן, שיעור ההנפקות הראשונות לציבור מסך עסקאות המכירה הינו 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 בשוויים שבין 50 מיליון דולר ל-500 מיליון דולר. שוויים המתאימים לצורך רישום למסחר בבורסה.

³ 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 1: הנפקות ראשוניות, מיזוגים ורכישות בתעשיית ההי-טק



הנפקות ראשוניות, מיזוגים ורכישות בתעשיית ההי-טק - עסקאות לפי גודל

	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 נתונים: IVC

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), החשש מפני איבוד ההזדמנות למכירת המיזם במחיר המוצע או צורך במימוש ההשקעה, בעיקר אם מדובר ביזמים צעירים שזה להם המיזם הראשון.

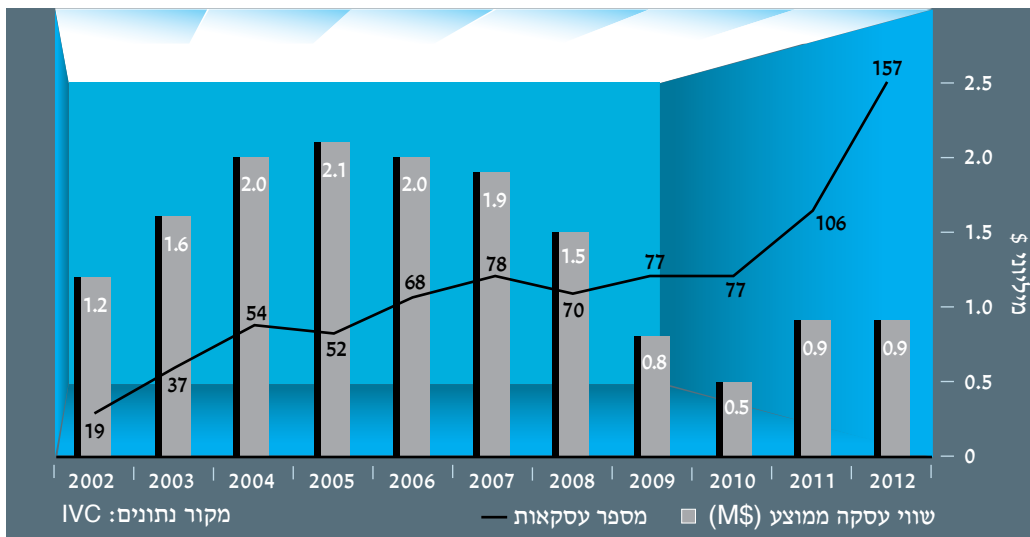
2.12. לאור האמור, הנציגים שהופיעו בפני הוועדה סברו כי השיעור הנמוך של חברות שהופכות לחברות בוגרות המנפיקות בבורסה אינו נובע רק משיקולים אסטרטגיים, או מן הטעם שהחברות הרוכשות מוכנות לשלם סכום העולה על השווי הכלכלי של החברה בשל שיקולים שונים (כגון סינרגיה, או "העלמת" מתחרים פוטנציאליים).

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".

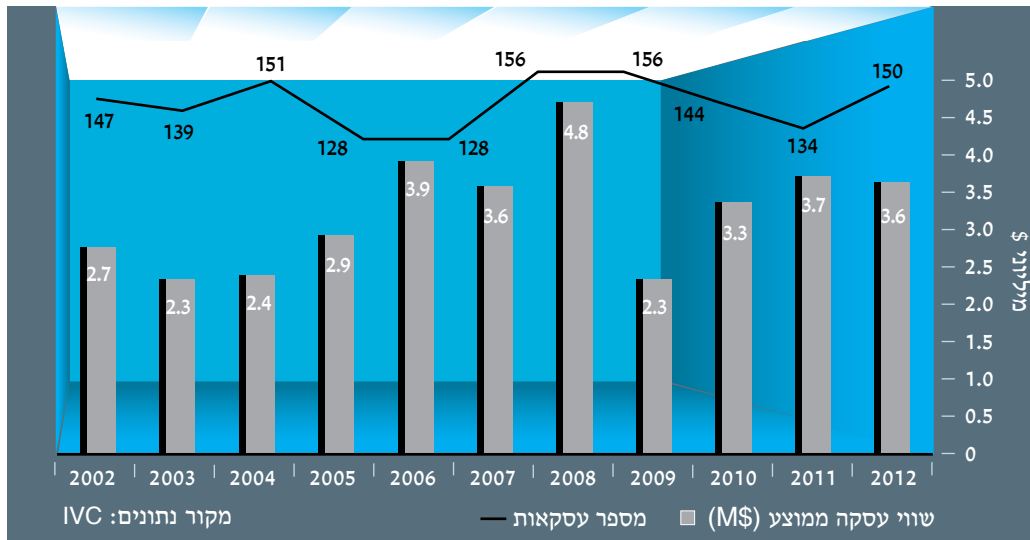
2.14. כפי שניתן ללמוד מלוח 2 המובא להלן, כסף רב יותר מופנה לחברות בשלב ההכנסות הראשוניות, כאשר מספר החברות בשלב הצמיחה (Growth) שהצליחו לגייס הינו נמוך משמעותית. הנציגים שהופיעו בפני הוועדה סברו כי יש להגדיל את מגוון המקורות לגיוס כסף לחברות בשלב הצמיחה מאחר ובשלב זה החברות נדרשות לכספים רבים כדי ליצור מערך ייצור ושיווק, כאשר קרנות ההון סיכון אינן מספקות בשלב זה את מלוא צרכי המימון של החברות.

לוח 2: גיוס לפי שלבי התפתחות

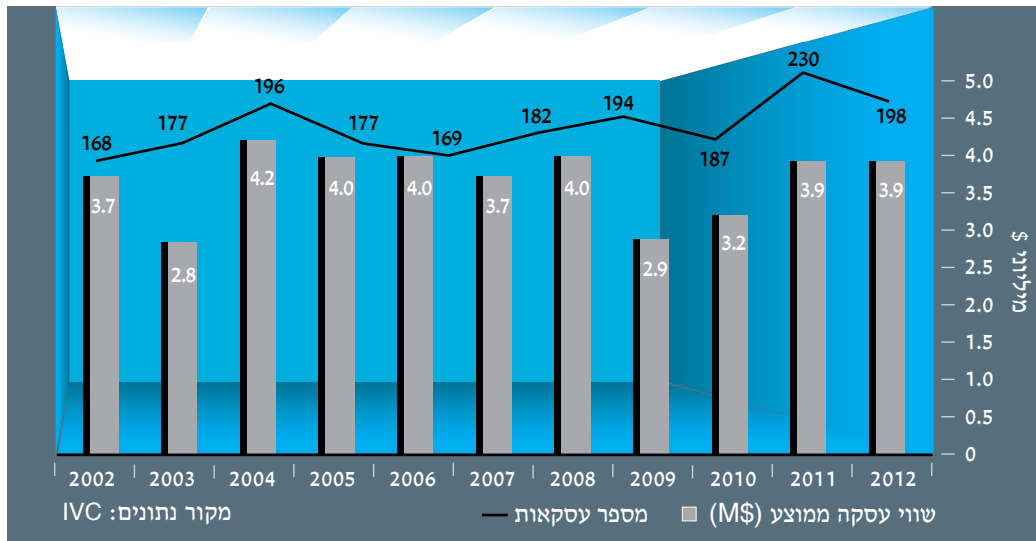
SEED



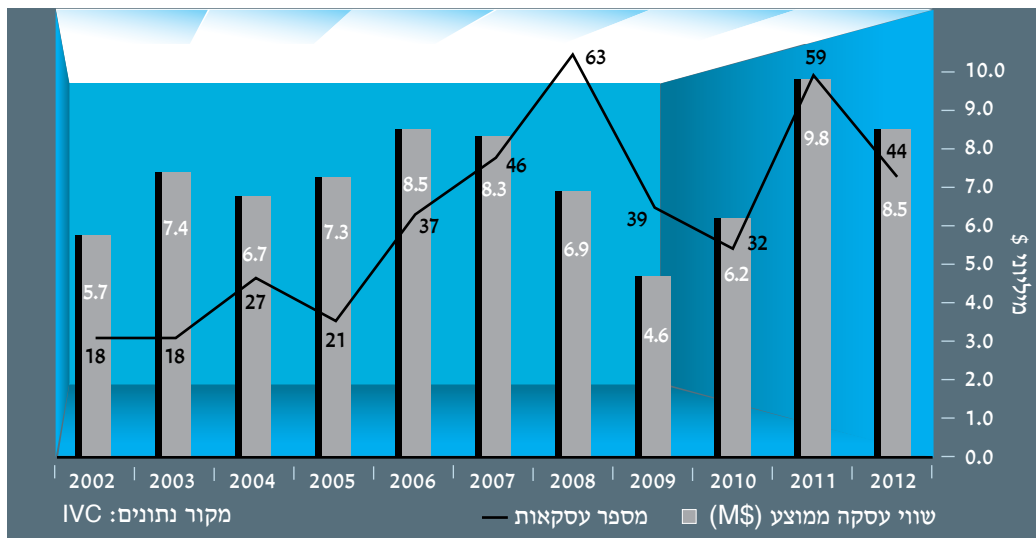
R&D



הכנסות ראשוניות (עד 10 מיליון דולר לשנה)



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

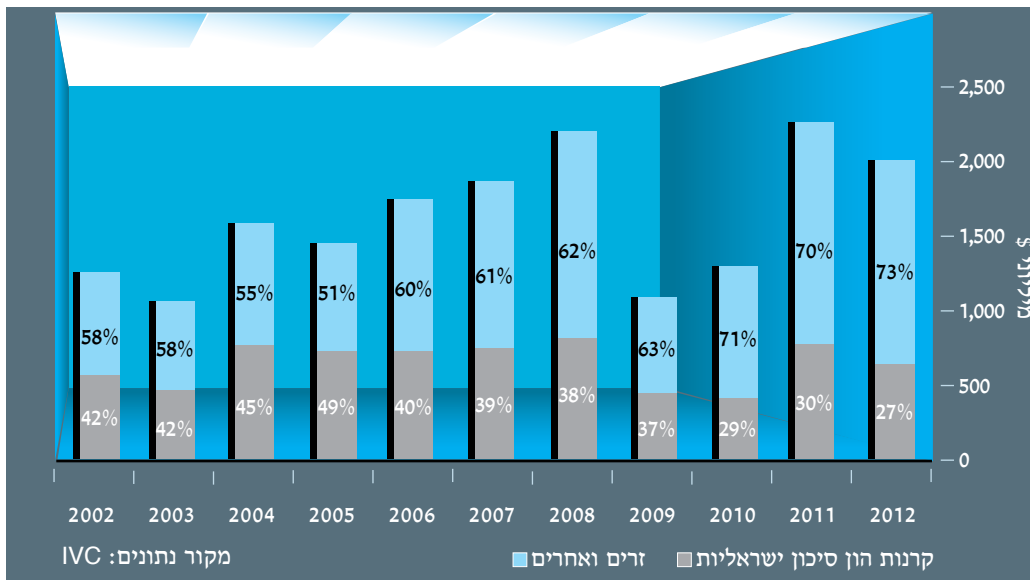


3. הצורך בגיוון מקורות המימון

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 (וזאת לעומת התרומה של תעשיית ההי-טק לתוצר הישראלי כאמור לעיל).

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 ההי-טק בשנת 2000), כפי שניתן ללמוד מלוח 3 המובא להלן.

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

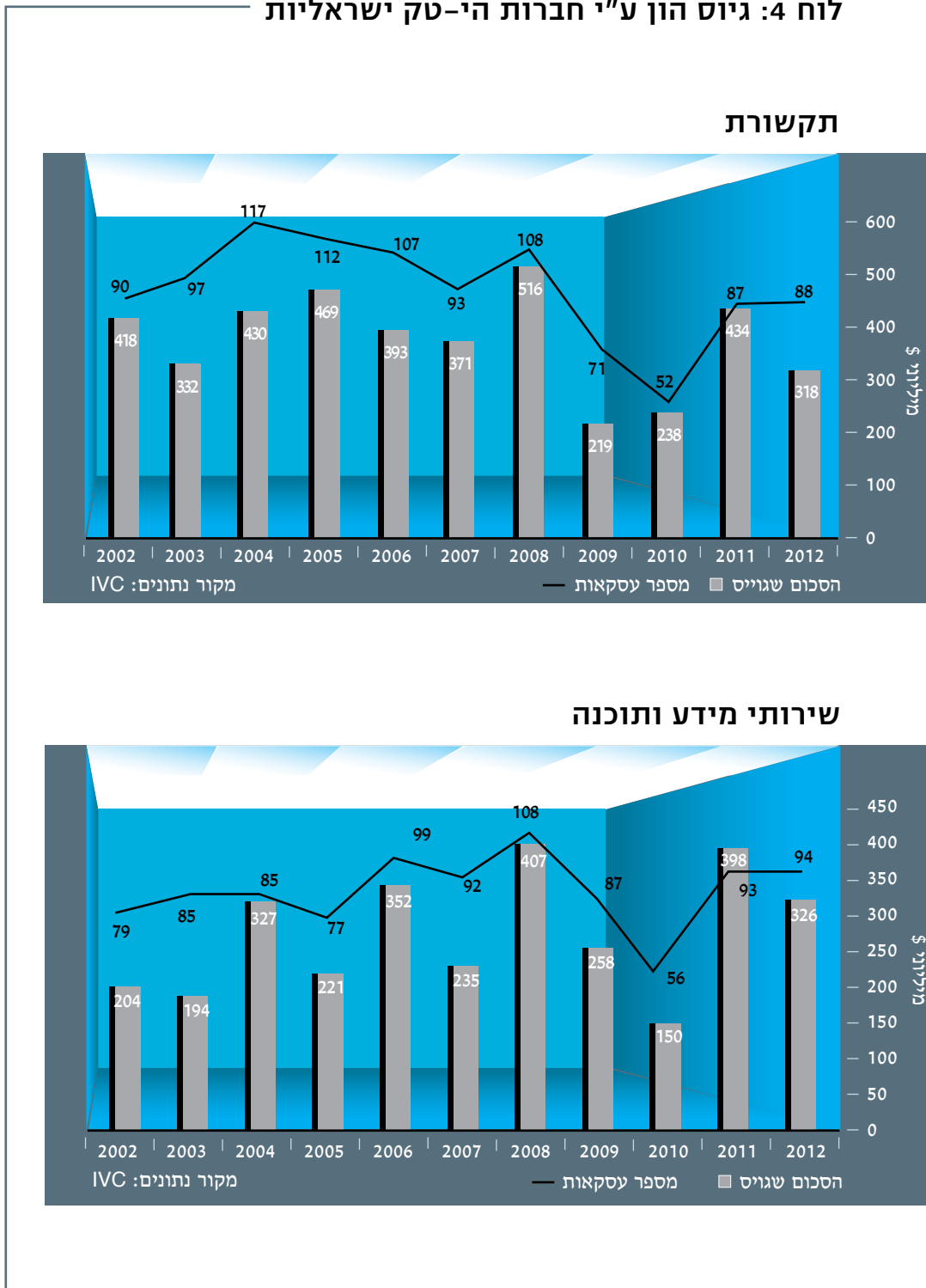


3.3. מלוח 3 ניתן לראות כי עד לשנת 2008 היתה עליה מתמדת בהיקף הגיוסים של חברות הי-טק ישראליות מסכום של כמיליארד דולר בראשית העשור לסכום של כ-2 מיליארד דולר בשנת 2008. המשבר העולמי פגע בהיקף הגיוסים כך שבשנים 2009 ו-2010 ירד היקף הגיוס לכ-1.1 מיליארד דולר בלבד. בשנים 2011-2012 חזרו חברות הי-טק לגייס בהיקף שנתי של כ-2 מיליארד דולר.

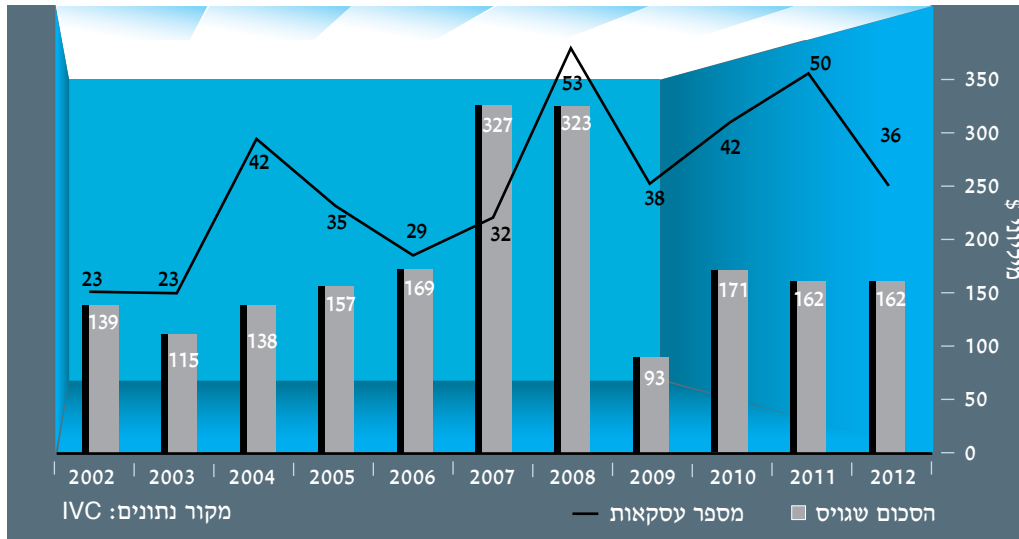
3.4. בשל ירידה בהיקף ההון שמייעדים הגופים הפנסיוניים בעולם לתחום ההון סיכון, מספרן של קרנות ההון סיכון מצטמצם תוך הגדלת חלקן של קרנות ההון סיכון הבינלאומיות הגדולות. ניתן לראות לכך אינדיקציה גם בישראל, כאשר שיעור הגיוס מהקרנות הזרות עולה בהתמדה על פני השנים, מכ-55% לפני 10 שנים ליותר מ-70% מהיקף הגיוס בשלוש השנים האחרונות. נתונים אלה מצביעים ביתר שאת על התלות הגבוהה של תעשיית הי-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, שמונע הצמיחה שלה הינו תעשייה זו, ללחצים של גורמים פוליטיים שונים המנסים להביא להקטנת ההשקעה של חברות זרות בשוק הישראלי.

3.5. כפי שניתן ללמוד מלוח 4 המובא להלן, הירידה בהיקף ההשקעות בשנים 2008 ו-2009 חלה בכל תת-ענפי תעשיית חברות ההזנק. עם זאת, ניתן לראות את ההתעניינות הגוברת של המשקיעים בחברות האינטרנט ובהכרה שמקבלות החברות הישראליות העוסקות במדעי החיים. בשני ענפים אלו ניכרת מגמה של עליה בהיקף גיוסי ההון.

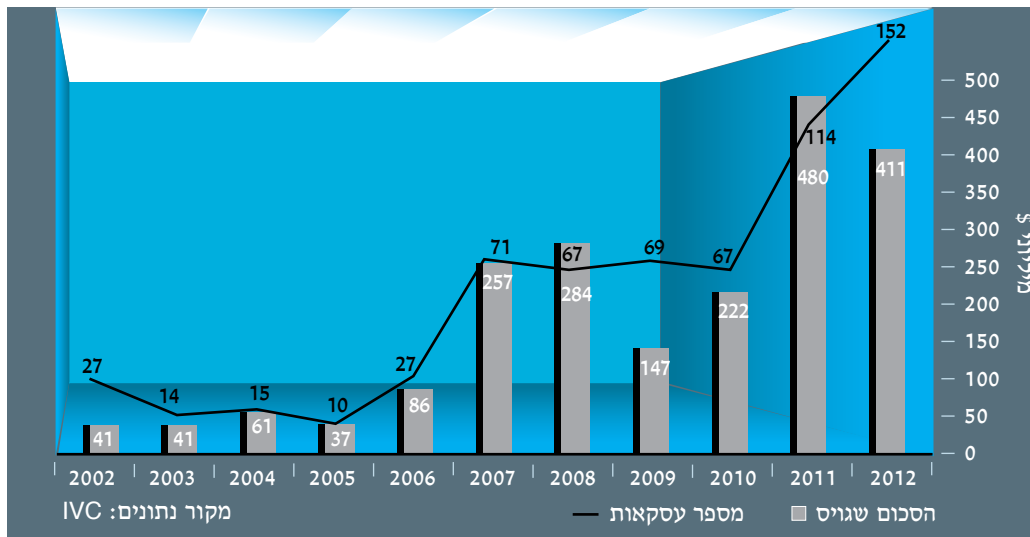
לוח 4: גיוס הון ע"י חברות הי-טק ישראליות



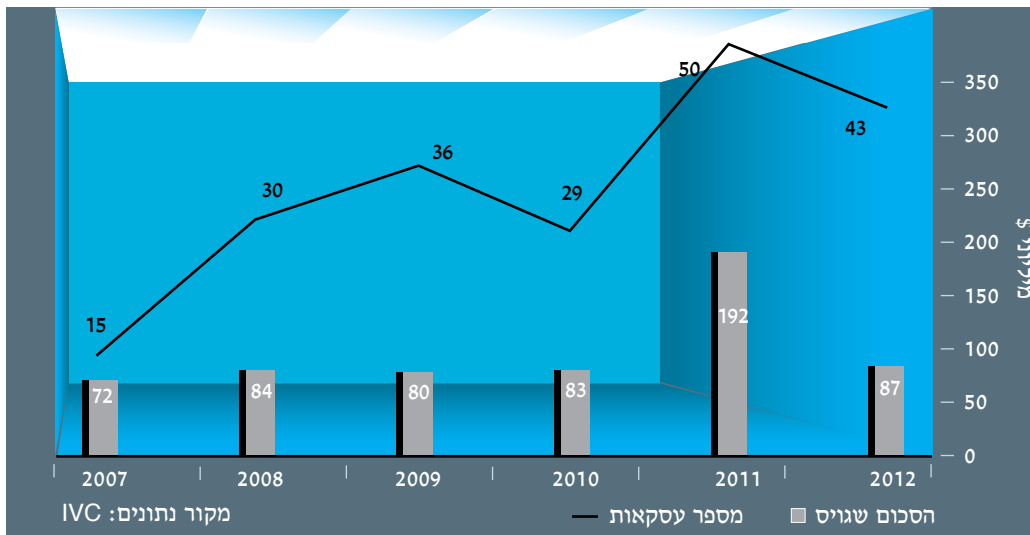
לוח 4, (המשך)
מוליכים למחצה



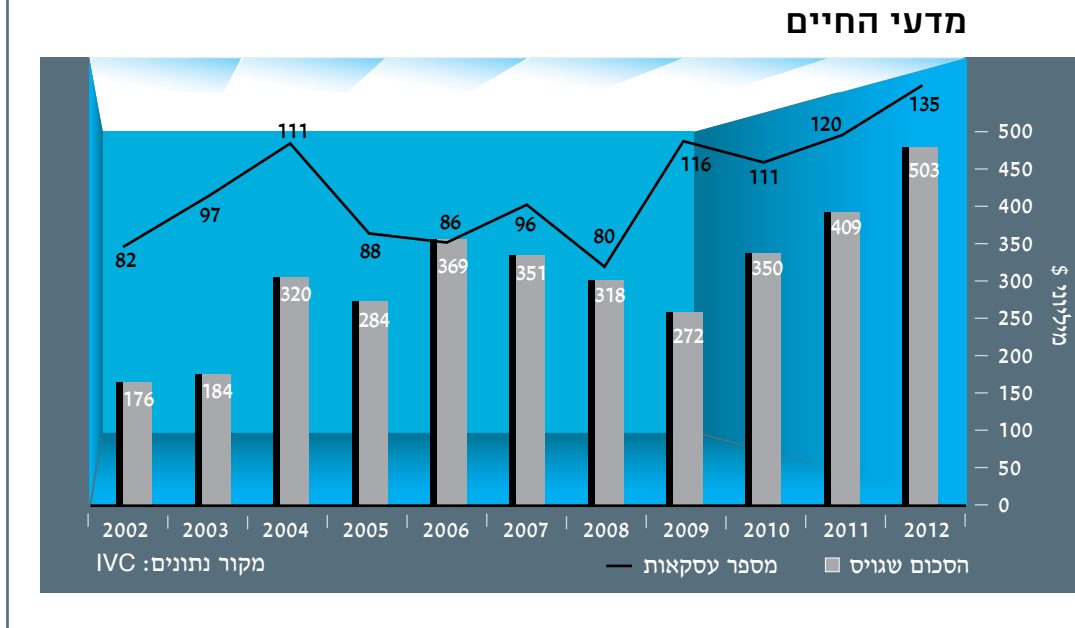
אינטרנט



קלינטק

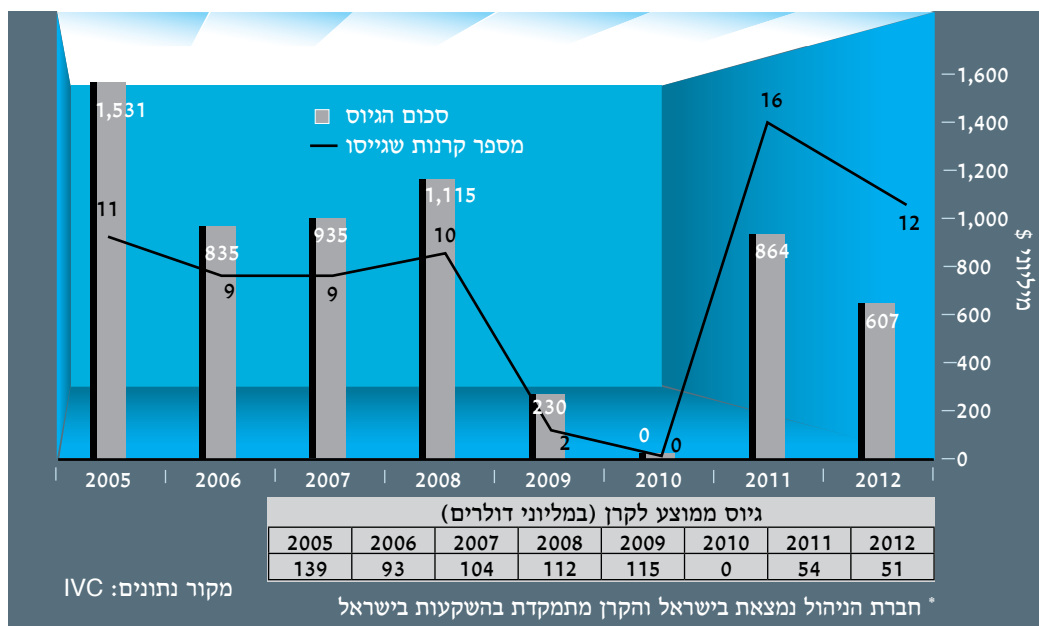


לוח 4, (המשך)

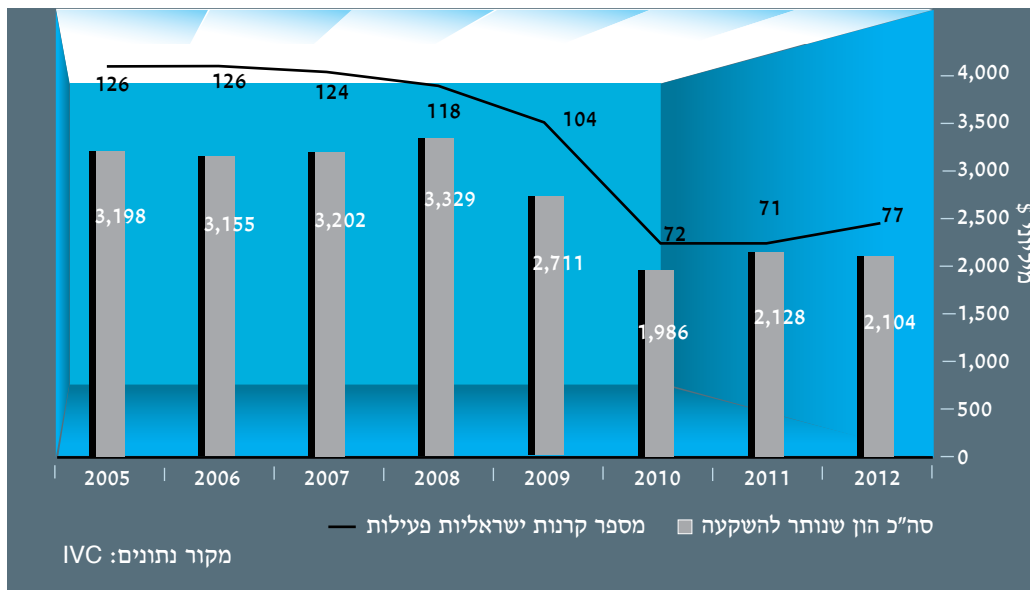


3.6. התלות בהון הזר השפיעה לא רק על ההשקעות הישירות בחברות ההי-טק בשיא המשבר הפיננסי אלא גם על ההשקעות של הזרים בקרנות ההון סיכון הישראליות. הירידה בהשקעות בקרנות הישראליות מגדילה את התלות בהון הזר, כפי שניתן ללמוד מן הנתונים אודות גיוסי ההון על ידי הקרנות הישראליות, כמתואר בלוחות 5 ו-6 שלהלן.

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



לוח 6: הון נותר להשקעה בקרנות VC ישראליות



3.7 ניתן לראות 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 למציאת דרך אלטרנטיבית ויעילה לגיוסים דרך הבורסה בישראל, הן ישירות לחברות בינוניות וגדולות, והן לקרנות הון סיכון ציבוריות ושותפויות מו"פ אשר מטרתן השקעה במספר חברות קטנות בשלבים המוקדמים יותר. כך, שניתן 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 ההי-טק למשק הישראלי, הוועדה בדעה שקיימת חשיבות רבה בגיוון מקורות ההון לתעשיית ההי-טק. משכך, קיימת חשיבות רבה בהפיכת הבורסה לאלטרנטיבה אטרקטיבית ויעילה לגיוס הון על ידי חברות הי-טק חלף מכירתן. חלופה זו תגוון את מקורות ההון לתעשיית חברות ההי-טק, תגדיל את היקף ההשקעות בתעשיית חברות ההי-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 המרכזיות בארצות הברית לדוגמא. בכך, תגדיל חלופה זו את הסיכוי שהחברות לא תימכרנה, תגדלנה ותוכלנה להנפיק בשלב מאוחר יותר ומתאים יותר בבורסות זרות (אם ימצאו לנכון). וגם אם תהיינה חברות שתימכרנה-קיומו של שוק הון מקומי יעיל עשוי להגדיל את שווי החברות הנמכרות (בשל עצם קיומה של החלופה).

- 3.11. **יתרונות למשק** – חלופה זו עדיפה למשק הישראלי על פני מכירה מחוץ לישראל מן הטעם שיש בגיוס בבורסה הישראלית בכדי לחזק את הזיקה של חברות ההי-טק לישראל, כך שהמטה, הפעילות היצרנית והקניין הרוחני יישארו בישראל, וכן מאחר וחזוק תדמיתה של הבורסה כמרכז לחברות הי-טק יביא לכדי עניין בינלאומי בהשקעה בחברות הי-טק ישראליות דרך הבורסה הישראלית.
- 3.12. **יתרונות למשקיעים** – קידומה של הבורסה בהיבט זה יוביל לפיתוח שוק ההון הישראלי, הן על דרך של מתן אפשרות ליצירת תיק נכסים מגוון ואטרקטיבי יותר, והן על דרך של הוזלת עלויות בשוק ניירות הערך.
- 3.13. **הפתרונות** – בהתאם לאמור לעיל, הוועדה אפיינה שלושה פתרונות עיקריים למימון חברות הי-טק באמצעות הבורסה. הפתרונות הינם עידוד הנפקה ראשונה לציבור בישראל של חברות הי-טק גדולות יחסית, עידוד הקמת קרנות הון סיכון נסחרות ועידוד הקמת שותפויות מחקר ופיתוח 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 אדנים: הבטחת תמחור נאות באמצעות שכלול שוק ההון המקומי ועידוד השקעת משקיעים זרים; התאמת הוראות הרגולציה למאפייני החברות הקרנות ולצרכי המשקיעים בהן תוך הפחתת עלות יישומן; ומתן תמריצים שיעודדו את יצירתו של השוק.**
- 3.15. **לצד הפתרונות הבורסאיים האמורים, וכצעד משלים להן, אנו בדעה שיש לקדם שני פתרונות מימון ציבוריים חוץ בורסאיים, בדמות מימון המונים (Crowdfunding) ומועדוני משקיעים מתוחכמים (היינו-פניה לציבור של משקיעים מתוחכמים לשם גיוס הון לחברות הזנק צעירות).**

עידוד רישום למסחר של חברות מו"פ בבורסה

1. הגדרת חברות המטרה ויצירת רשימה חדשה

- 1.1. הוועדה בדעה כי קיימים יתרונות משמעותיים למשק בעידוד חברות הי-טק להירשם למסחר בבורסה, כאמור לעיל.
- 1.2. הוועדה סבורה כי יש לעודד רישום למסחר של חברות גדולות יחסית, המצויות בדרך כלל בשלבי הצמיחה (Growth) עם צרכי הון משמעותיים, וזאת לאור כל אלה:
- לחברות צעירות בשלבים המוקדמים קיימים כלי מימון מתאימים יותר, כדוגמת קרנות הון סיכון פרטיות ונסחרות (כמתואר בחלק ד' להלן) ומימון המונים (כמתואר בחלק ו' להלן);
 - חברה ציבורית צריכה להיות בעלת גודל מינימאלי שהינו גבוה יחסית בכדי להצדיק כלכלית נשיאה בעלויות קיום הוראות הרגולציה;
 - הניסיון הכושל של בורסות באירופה להיבנות על חברות קטנות;
 - 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 רשימה חדשה בשם "טק-עילית" (Tech Elite); ברשימה זו ייסחרו חברות הי-טק חדשות וכן חברות הי-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 הבורסה⁴);
- 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"ח⁵ תידרשנה לשיעור החזקות ציבור של 20% בלבד;
- 1.3.2.4. שווי שוק (לאחר ההנפקה) של 250 מיליון ש"ח לפחות; או מכירות (כמשמעותן בדוחות הכספיים המאוחדים של החברה) לשתי שנות הדיווח האחרונות הכלולות בתשקיף בהיקף של 80 מיליון ש"ח בשנה בממוצע לפחות, ובלבד ששווי השוק הינו 175 מיליון ש"ח לפחות. אם החברות תצאנה בתשקיף

⁴ "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.

⁵ במסגרת התאמת כללי המאגר של הבורסה לכל החברות תיבחן הורדת שווי השוק ל-750 מיליון ש"ח.

- על בסיס דוחות רבעוניים, הממוצע ישקלל גם את ההכנסות ברבעונים הללו;
- 1.3.2.5. השתתפות בתכנית האנליזה של הבורסה (כמתואר להלן), עם תחילת הפעלתה;
- 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. השתתפות בתכנית האנליזה של הבורסה (כמתואר להלן) עם תחילת הפעלתה, למעט ביחס לחברות רישום כפול;
- 1.3.4. **גריעה מן הרשימה** – חברות תצאנה מן הרשימה היה ולא תעמודנה באיזה מהכללים הבאים:
- 1.3.4.1. שווי שוק של 250 מיליון ש"ח (על אף האמור, תינתן הקלה לחברות חדשות במהלך שלוש השנים שלאחר רישומן למסחר, כך ששווי החברה לא יפחת מ-150 מיליון ש"ח);
- 1.3.4.2. שיעור החזקות ציבור של 25%; (חברות חדשות עם שווי שוק של למעלה מ-750 מיליון ש"ח⁶ 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. תחדלנה מלקחת חלק בתכנית האנליזה של הבורסה (למעט ביחס לחברות רישום כפול).
- 1.3.5. חברות שיעמדו בקריטריונים אלו הן חברות המטרה שהוועדה סבורה כי יש לעודדן ולהקנות להן את ההקלות שיפורטו בהמשך.

2. מדדים ומוצרי מדדים

- 2.1. לשם עידוד השקעת גופים מוסדיים והגברת הסחירות בחברות ההי-טק, בחנה הוועדה את הדרכים ליצירת מוצרי מדדים על חברות ההי-טק.
- 2.2. השקעה בתעודת סל על מדד של חברות מחקר ופיתוח עשוי לעודד השקעה עקיפה בחברות בתחום וכך להגביר את הנזילות במניות הללו. זאת, אם המדד מקיים מספר מאפיינים אשר עשויים להפוך את ההשקעה לאטרקטיבית עבור המשקיעים.
- 2.3. מאפיינים אלה כוללים סיווג ברור של המניות על פי תחום או סקטור; שיעור והיקף הסחורה הצפה הינם משמעותיים, כך שניתן להתכסות במניות המדד; המשקל של כל אחת מן החברות הכלולות במדד בנפרד אינו משמעותי; מתודולוגיה

⁶ במסגרת התאמת כללי המאגר של הבורסה לכל החברות, תיבחן הורדת שווי השוק ל-600 מיליון ש"ח.

- 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 ההי-טק: מדד הטכנולוגיה, מדד הביומד ומדד "הבלוטק 50", הכולל את חמישים המניות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר בענפי הטכנולוגיה והביומד. נכון לחודש אפריל 2013, קיימים על מדד הבלוטק 50 שתי תעודות סל בהיקף כספי של 106 מיליוני ש"ח ועל מדד הביומד שתי תעודות סל בהיקף כספי של 19 מיליוני ש"ח.
- 2.5. **מדד "טק-עילית"** - הוועדה ממליצה שהבורסה תיצור מדד "טק-עילית" שיורכב רק מחברות העומדות ברשימת טק-עילית, וזאת חלף מדד "הבלוטק 50". כיום קיימות בבורסה 32 חברות העומדות בקריטריונים של רשימת ה- "טק-עילית": 21 חברות טכנולוגיה ו-11 חברות ביומד. שווי החזקות הציבור הכולל שלהן עומד על 38 מיליארד ש"ח.
- 2.6. **בחינת השקעת מדדים ממוקדי פעילות מסוימת - מדדים על תת ענפים:** בחינת חברות ההי-טק 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-18 חברות, אך חברת ניס הכלולה בתת-ענף זה מהווה כ-58% משווי החזקות הציבור המצרפי). תת הענף הכולל את מספר החברות הרב ביותר הינו ביוטכנולוגיה עם 24 חברות, אך שווי שוק החזקות הציבור נמוך יחסית (כ-5.6 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 ההי-טק העולמית, וההכרה הבינלאומית למובילות של ישראל בתחום זה, סבורה הוועדה כי מוצרי מדדים על חברות תעשיית ההי-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 הינו גדול באופן משמעותי. מעבר לכך, גם בחינה של שווי החזקות הציבור המתוקנן⁷ מוביל למסקנה זהה לפיה, קיימת הסתברות גבוהה בהרבה ליצירת מוצרי מדדים על סלי מניות תת-ענפיים.
- 2.10. הוועדה בדעה כי יצירת מדדים על ההי-טק הישראלי (המשלבים חברות הנסחרות בארץ וכן חברות ישראליות הנסחרות בחו"ל בלבד), והנפקת מוצרי מדדים על מדדים אלו, עשויים לעודד השקעות גם של משקיעים זרים. מטרה זו תקודם באופן יעיל יותר אם הבורסה תפעל לצורך כך בשיתוף פעולה עם עורכי מדדים בעלי מוניטין בינלאומי. זאת, לאור הניסיון של עורכי המדדים הבינלאומיים

⁷ שווי החזקות ציבור מתוקנן מגביל את המשקל של חברה בודדת לכדי 10% מכלל המדד.

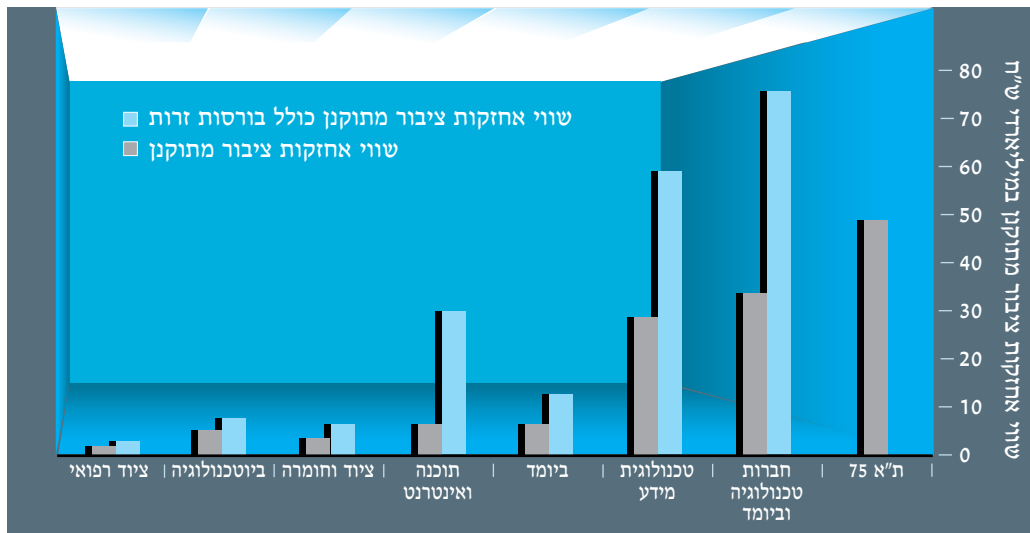
ביצירת מדדים חובקי עולם, ובכלל זה תשתית המידע שבידיהם אודות מניות המדד (הנסחרות גם בימים שבהם הבורסה אינה פעילה), וכן בשל יכולתם של עורכי המדדים הבינלאומיים למתג ולקדם את השיווק של מוצר זה. עם פרסומו של מדד כאמור יש לקדם יצירת ETF (Exchange Traded Fund) או מכשירי השקעה דומים על ידי מנפיק מוצרים בינלאומי.

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

2.11.1. הבורסה תשיק את מדד "טק-עילית" כמתואר לעיל, חלף מדד "הבלוטק 50";

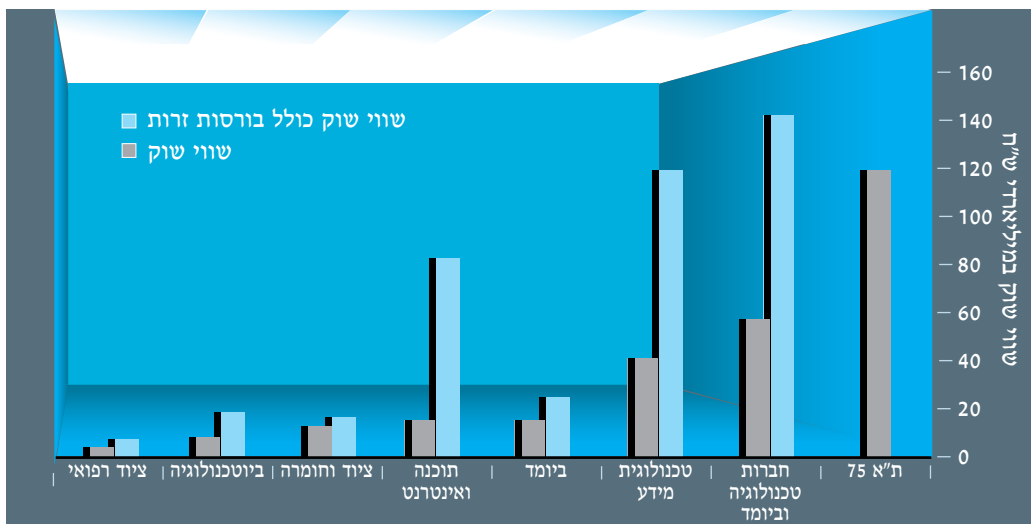
2.11.2. הבורסה תבחן את הדרכים ליצירת שיתוף פעולה עם עורכי מדדים בעלי מוניטין בינלאומי לשם יצירת מדדים ומוצרי מדדים משולבים כאמור.

שווי השוק המתוקנן של הסחורה הצפה במדדים שונים. מדד ת"א 75 מופיע לצורך השוואה.



הערה: כולל אמדוקס וקומברס. נכון ל-4 למרץ 2013. המקור: נתוני הבורסה, בלומברג, ועיבודי המחלקה הכלכלית, הרנ"ע.

שווי שוק של המדדים הפוטנציאליים השונים. מדד ת"א 75 מופיע לצורך השוואה.



הערה: כולל אמדוקס וקומברס. נכון ל-4 למרץ 2013. המקור: נתוני הבורסה, בלומברג, ועיבודי המחלקה הכלכלית, הרנ"ע.

3. הרחבת הידע בתחומי ההי-טק

3.1 גורמים רבים שהופיעו בפני הוועדה הדגישו את מורכבות הבנת תחומי הפעילות בהם עוסקות חברות ההי-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 ההי-טק.

עידוד אנליזה בלתי תלויה לחברות הי-טק

3.2 הוועדה בדעה, כאמור לעיל, שקיימת חשיבות יתרה ביצירת מנגנוני שוק אשר יקדמו תמחור הולם של חברות ההי-טק. אחד המנגנונים החשובים והמוכרים בעולם הינו 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 חברת מחקר, אחת או יותר, שתסקר חברות ציבוריות בתחום הביומד, אשר יבקשו להיכלל בתוכנית. במקביל, הבורסה תתקשר עם החברות המסקרות, שתצטרפנה לתוכנית, תגבה מהן תשלום בגין ההשתתפות בתכנית, ותעביר את סך התשלומים לחברה המסקרת הרלבנטית, ללא עמלה כלשהיא לבורסה. התשלום יהיה בגין השתתפות בתכנית, ולא בגין עבודת אנליזה מסוימת. התשלום יהיה אחיד לכל החברות המשתתפות בתכנית, או לחלופין יקבע על בסיס קריטריונים אובייקטיביים שאינם תלויים במחיר מניות החברות המסקרות (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 מסקרות, הקביעה אילו חברות יסוקרו על-ידי כל אחת מהן תיעשה על-ידי הבורסה, ולא תהיה נתונה לשיקול דעתן של החברות המסקרות או החברות המסקרות.

3.4.3 התנאים להצטרפות חברה מסוקרת תהיה התחייבותה להיכלל בתכנית 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 לתוכנן.

3.4.6 החברה המסקרת תתחייב לספק שירותי אנליזה לחברות מסוקרות במשך שלוש שנים לפחות, וכל עוד ישנן חברות שטרם הסתיימה תקופת

השתתפותן בתכנית. עבודת האנליזה על חברה ציבורית תהיה בשפה העברית ובשפה האנגלית.

3.4.7. החברה המסקרת תפרסם עבודת אנליזה על חברה מסוקרת לפחות ארבע פעמים בשנה, לאחר פרסום הדוחות הכספיים של החברה המסקרת. עבודת האנליזה לאחר הדוחות הכספיים השנתיים תהיה בהיקף נרחב יחסית, ועבודות האנליזה שיתפרסמו לאחר דוחות כספיים רבעוניים יוכלו להיות בהיקף מצומצם, בגדר עדכון בלבד. כמו-כן, חברה מסוקרת תפרסם עדכון לעבודת אנליזה לאחר דיווח של חברה מסוקרת על אירוע מהותי, במידה ולדעת החברה המסקרת אירוע כאמור מקים צורך בעדכון מהותי של עבודת האנליזה האחרונה שניתנה.

3.4.8. החברה המסקרת תהא רשאית להעיר לטיטוט עבודת האנליזה קודם לפרסומה בנוגע למידע עובדתי בלבד, ולא תהא רשאית להעיר בעניינים אחרים, לרבות בעניין המלצה בנוגע לכדאיות ההשקעה.

3.4.9. ניגוד עניינים של החברה המסקרת – החברה המסקרת תתחייב, מעבר לעמידה בדרישות הקבועות בחוק הייעוץ, לעמוד בדרישות הבאות:

1. לא יתקיים כל קשר עסקי אחר בין החברה המסקרת והחברה המסקרת או בקשר אליה, למעט קשר זניח שאינו קשור בעבודת האנליזה, למשך כל תקופת ההתקשרות ובמשך פרק זמן של חצי שנה לאחר מועד סיומה;

2. החברה המסקרת ועובדיה לא יחזיקו במישרין או בעקיפין, בניירות ערך של החברה המסקרת או במכשיר פיננסי שהחזקתו עשויה לגרום להם להימצא בניגוד עניינים, למעט השקעה בקרנות נאמנות או בתעודות סל;

3. למעט התשלום הקבוע, החברה המסקרת ועובדיה לא יקבלו כסף, מתנות או טובות הנאה אחרות מכל גורם הקשור לחברות המסקרות;

4. עובדי החברה המסקרת לא יכהנו כנושאי משרה בכירה בחברות המסקרות או בתאגידים קשורים לחברות המסקרות למשך כל תקופת ההתקשרות ובמשך פרק זמן של חצי שנה לאחר מועד סיומה;

5. תנאי השכר של עובדי החברה המסקרת לא יהיו מותנים בביצועי החברות המסקרות או במחירי ניירות הערך שלהם;

במידה ויוודע לבורסה על אי עמידה של החברה המסקרת במגבלות אלה, תפסיק הבורסה באופן מידי את ההתקשרות עימה. הבורסה לא תידרש לבחון את עמידת החברה 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, לפי הצעת רשות ניירות ערך, הבורסה היא זו שתגבה את הכסף מהחברות המסקרות, כאמור, ותעביר אותו לחברה המסקרת.

3.6 על רקע האמור, הוועדה ממליצה כדלקמן:

- 3.6.1 הבורסה תקדם את תכנית האנליזה הבלתי תלויה המתוארת לעיל;
- 3.6.2 לתקן את הוראות חוק הייעוץ, כך שהרשות תהא רשאית לפטור מהוראות סעיף 17 לחוק הייעוץ אנליזה המקיימת את המודל המתואר לעיל, או מודלים אחרים שייקבעו על ידי הרשות בעלי תכלית דומה;
- 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 ביצוע אנליזה בשלב ה-IPO או בסמוך לאחריו;
- 3.6.4 לאחר בחינת המודל האמור ביחס לחברות הביומד, להרחיבו לכלל החברות המסווגות לענפי הטכנולוגיה על ידי הבורסה (ובכלל זה קרנות הון סיכון ושותפויות מחקר ופיתוח כמבואר להלן), ולקבוע כי חברות שתבקשנה להירשם ברשימת טק-עילית תהיינה מחויבות להשתתף בתכנית האנליזה (עם תחילת הפעלתה), למעט חברות המדווחות בהתאם להוראות פרק ה'3 לחוק ניירות ערך (רישום כפול), וזאת לגבי חברות חדשות החל מן ההנפקה הראשונה לציבור;
- 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 הינו 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.
- 3.9 על רקע האמור, הוועדה ממליצה כי הבורסה תמשיך לקדם פתיחת קורסים בתחום הביומד ותבחן את אפשרות פתיחת קורסים בתחומי הטכנולוגיה האחרים על רקע מאפייניהם הייחודיים.

4. עידוד רישום למסחר בבורסה בישראל – 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 בשיעור של 25%;

- 4.2.2. **תושבי חוץ** – פטור ממס רווח הון בבורסה מכוח סעיף 97(ב2) לפקודת מס הכנסה [נוסח חדש] (להלן: "הפקודה" או "פקודת 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 מס 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 5ב 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 (הוראת שעה)

4.6.1.1 הוועדה ממליצה לתמרץ משקיעים, במסגרת הוראת שעה (ממועד החקיקה ועד 31.12.2015), 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 נרשמה מיד לאחר ההנפקה הראשונה לציבור ברשימת 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 (ברשימת טק-עילית) בתקופת הוראת השעה.

4.6.2. עידוד המייסדים לגיוס הון בבורסה בישראל (הוראת שעה)

4.6.2.1 הוועדה ממליצה כי במסגרת הוראת שעה תינתן אפשרות ליחידים בעלי שליטה בחברת מחקר ופיתוח אשר תירשם לראשונה למסחר בבורסה בישראל (ברשימת 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 לפקודה במסלול ההוני (מס בשיעור של 25%), ולא במסגרת סעיף 3(ט) המחייב מימוש אופציות בידי בעלי שליטה במס בשיעור שולי. חלוקת הרווח עד למועד הרישום וממועד הרישום ועד למועד המכירה תיעשה לינארית.

4.6.2.2 למען הסר ספק, ביחס לאופציות שמונפקות עד 90 יום לפני מועד הרישום בבורסה, חייבת עליית הערך עד למועד הרישום במס פירותי גם אם מסלול המיסוי הנבחר הינו מסלול רווח הון (ראו סעיף 102(ג)(2) לפקודה).

5. הקלות והתאמות בדרישות 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.

5.3 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 וצרכי 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 מדווחים קטנים. הקלות נקודתיות אלו משקפות את התפישה, 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 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 ומיידיים 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 חיים, 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 של ההנחיה.
- 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) וצרכי המשקיעים בחברות כאמור (למשל, מידע אודות עמידת החברות באבני הדרך לפיתוח ושיוק המוצר), מצדיקים בחינה נפרדת של הצורך בהתאמת הוראות הגילוי וקביעת משטר פיקוח שונה.
- 5.8. בחינה זו נערכה במסגרת דיוני הוועדה, מהם עולה כי לחברות הי-טק מספר מאפיינים שונים המצדיקים התאמה של הוראות הגילוי:
- 5.8.1. חברות אלה טרם הגיעו לבשלותן העסקית, והן מתפתחות במסגרת אבני דרך הניתנים 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 הי-טק מושפעים במידה רבה מדיווחים שוטפים על אירועים מהותיים שהתרחשו בחברה המצביעים על אופן העמידה באבני הדרך. לעומת זאת, הדיווח הכספי הינו 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 הי-טק ציבוריות, אשר מעצם טבען, אין בידן אמצעים נזילים בהיקפים מהותיים, משיתות עלויות מהותיות אשר עשויות להוות מכשול בפני חברות הי-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 הי-טק לעמוד בדרישות לבחינת אפקטיביות הבקרה הפנימית (להלן - "ה-ISOX"). לפי דרישות אלה מחויבים המנכ"ל ונושא המשרה הבכיר ביותר בתחום הכספים, 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 הי-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 הגילוי בדוחות כספיים ביניים. בהקשר זה, נטען בפני חברי הוועדה כי יש מקום לצמצם את היקף הגילוי שניתן בדוחות הרבעוניים, מן הטעם שחלק לא מבוטל מהגילוי בדוחות הרבעוניים אינו רלבנטי לצורך קבלת החלטת השקעה, כך שהעלות הכרוכה בהכנת גילוי שכזה, עולה על התועלת המופקת ממנו.
- 5.13. לצד שמיעת עמדתם של הגורמים השונים שהופיעו בפני חברי הוועדה, בוצעה גם בחינה של דרישות הגילוי 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 הי-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, תכנית מקיפה בנוגע לרפורמה אותה היא מבקשת לבצע בכל הנוגע לגילוי 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, גילוי טבלאי של אבני הדרך, יעדי המפתח 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 12 החודשים העוקבים, על חברת ה-Venture להעריך את המועד בו היא תשיג את היעד הרלבנטי. בנוסף, על חברת ה-Venture להעריך את המימון שיידרש לה לשם השגת כל יעד ויעד.
- 5.16. באשר לגילוי 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 תכניות המו"פ אשר הנהלת החברה צופה כי ניתן יהיה להגיע אליהם באמצעות השימוש בכספי הגיוס, תוך מתן גילוי 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 בגילוי 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 בגילוי לאור מאפייני חברות ההי-טק וצרכי המשקיעים, כמפורט להלן:

5.18.1. הוועדה ממליצה לאפשר לחברות הי-טק אשר הבורסה נתנה את אישורה העקרוני לכלול את מניותיהן ברשימת 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. לאפשר לחברות אלה ליהנות מהקלות הגילוי שיינתנו לחברות 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 בפירוט נוספים לפי תקנות ניירות ערך (דוחות כספיים שנתיים), התש"ע - 2010,⁸ 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 הי-טק, ובכלל זה חברות מדעי החיים, וממליצה לרשות להתאים את הנוסח הסופי של הנחיית

⁸ הרשות עורכת בחינה של כלל דרישות הגילוי בתקנות דוחות כספיים ופרסמה בעניין זה הצעה לתיקון תקנות.

הגילוי בנוגע לחברות מדעי החיים שתיכללנה ברשימת טק-עילית בשים לב לשלב התפתחותן המתקדם של חברות אלה, והדרישה כי תנאי לרישום למסחר ברשימת טק-עילית יהא השתתפות בתכנית האנליזה, כמתואר לעיל.

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 של ציבור המשקיעים. מתן סמכות זו תאפשר לרשות להתאים, מעת לעת ובמקרים הנדרשים, את דרישות הגילוי בתשקיף ובשוטף לדרישות הגילוי המקובלות בארצות הברית ובאנגליה בנוגע לחברות הי-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 הי-טק הרואות את הרישום בבורסה כשלב לפני רישום בבורסות המרכזיות שבארצות הברית, הוועדה ממליצה לקבוע שחברה שקיבלה את אישורה העקרוני של הבורסה לשם רישומה למסחר והכללתה ברשימת 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 הייתה הסתמכות של מחזיקי ניירות הערך, ואין לפגוע בה.

6. דוחות כספיים ערוכים USGAAP

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 יהא 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 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, יהא עליו לכלול בדוחות הכספיים ביאור התאמה לכללי ה-IFRS, והכל כמפורט בתקנה.

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

- א. יותר מ-50% מהכנסותיו לא התקבלו בישראל;
- ב. 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 הינו 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 הי-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. מבין 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 הי-טק, והן מבחינת קיומם של תאגידים אמריקאים גדולים העוסקים בתחומי המחקר והפיתוח, אשר חברות הי-טק ישראליות עשויות לזהות פוטנציאל לחתימה על הסכמי מסחר, שיווק או הפצה עימם.
- 6.7.2. על מנת "לדבר באותה שפה" עם המשקיעים האמריקאים ועם התאגידים הגדולים, נוהגות חברות הי-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 הי-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 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 ההי-טק לשימושים שונים (למשל לצרכי השקעה, מיזוג, חתימה על הסכמי שיתוף פעולה, חתימה על הסכמי מסחר, 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 ההי-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 יפגנו ביכולת ההשוואה בין מתחרים אלה לבין החברות הישראליות;
- 6.7.3.4 ההבדלים בין כללי ה-US GAAP לבין כללי ה-IFRS בנושאים הרלוונטיים לחברות אלה אינם גדולים בדרך כלל, ומשכך 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 ההי-טק וזאת 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 הי-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 הי-טק שהתאגדו בישראל שיירשמו מיד לאחר ההנפקה הראשונה לציבור ברשימת טק-עילית לערוך את דוחותיהן הכספיים בתשקיף ובדוחות התקופתיים והרבעוניים בהתאם לכללי ה-US GAAP (ולכלול במסגרתם ביאור התאמה לכללי ה-IFRS), וזאת 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, וזאת בכל אחת מתקופות הדיווח הכלולות בתשקיף בהן היו הכנסות; וכן -
- 6.9.2 בעל השליטה בחברה אינו תושב ישראל; או למעלה מחמישים אחוז ממניות החברה הינן בבעלות מי שאינם תושבי ישראל. לעניין זה, יראו במחזיקים בקרן הון סיכון פרטית כבעלי המניות בחברה לפי חלקם היחסי.

7. המלצות בנוגע להיבטי 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. הצעות אלה נמצאות עדיין בהליכי בחינה.
- 7.3. הוועדה בחנה את הצורך במתן הקלות לחברות הי-טק שתירשמה ברשימת טק-עילית במהלך התקופה הראשונה לאחר רישומן למסחר והגיעה למסקנה כי מאפייני החברות וחשיבות עידוד כניסתן לבורסה מצדיקים מספר התאמות בדרישות הממשל התאגידי.
- 7.4. לאור האמור לעיל, ממליצה הוועדה כדלקמן:
- 7.4.1. על רקע עמדת הוועדה בנוגע להקלות בדיווח הכספי של חברות אלה, ממליצה הוועדה כי חברות אלה לא תידרשנה להקים ועדה לבחינת הדוחות הכספיים במהלך תקופת תקופת ההקלות⁹;
- 7.4.2. 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), יהא 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. כמו כן, אם אושר באסיפה הכללית מינוי יושב ראש הדירקטוריון כמנהלה הכללי של החברה במהלך השנתיים שלאחר הפיכת החברה לציבורית, יהא האישור תקף עד תום חמש שנים ממועד הפיכת החברה לציבורית (במובחן משלוש שנים ממועד האישור לפי המצב המשפטי הקיים);
- 7.4.3. 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 בנושא 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

⁹ כאמור לעיל, תקופת ההקלות משמעה התקופה שממועד ההנפקה לראשונה לציבור של חברת מחקר ופיתוח שתיכלל מיד לאחר רישומה למסחר בבורסה ברשימת 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.

המכהן בחברה, אם אושרו כדין לאחר הפיכת החברה לציבורית במועד המאוחר מבין שלוש שנים ממועד האישור הקודם או חמש שנים ממועד הפיכת החברה לציבורית;

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

7.4.4.1. 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, תהא 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.

7.4.4.2. ועדת תגמול – חבר ועדת התגמול שאיננו דירקטור חיצוני לא יהיה כפוף למגבלה בדבר הגמול שישולם לו לפי סעיף 118א(ב) לחוק החברות במהלך חמש שנים ממועד הפיכת החברה לציבורית, ובלבד שהגמול המשולם לו (ככל שמשולם לו תגמול) לא יעלה על זה המשולם לדירקטורים החיצוניים.

7.4.4.3. אישור תנאי כהונה והעסקה של מנכ"ל – התקשרות עם מנכ"ל במהלך שלוש שנים ממועד הפיכת החברה לציבורית בתנאי כהונה והעסקה שאינם שונים מהותית מתנאי כהונה והעסקה של המנכ"ל שכיהן במועד ההנפקה 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 הקשורים ברישום למסחר של חברות דלאוריות

8.1. חלק מן ההשקעות בתחום ההי-טק בישראל מתבצע באמצעות מבנה דו-שלבי של חברת החזקות דלאורית אשר מקצה את מניותיה למשקיעים, וחברת 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 בדלאור ואל 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 דלאורית רצתה לגייס הון מהציבור בישראל בלבד, היה עליה לפרסם תשקיף בשפה העברית בישראל, וכן לפרסם תשקיף מקביל בארה"ב (בשפה האנגלית) אותו היה עליה להגישו ל-SEC.

8.2.2. חובת פרסום תסקיף 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 והחברה אינה יכולה להבטיח זאת, שכן העברת המניות במסחר בבורסה אינה בשליטתה, ניירות ערך אלה אינם יכולים להירשם למסחר בבורסה בישראל ללא אישור ה-SEC לרישום 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 39א 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, בשם לב לנאותות הדין הזר החל עליהן.

8.2.4. חברות אלה אינן נהנות מן ההקלות של הסדר הרישום הכפול, המאפשר דיווח לרשות ניירות ערך הישראלית ולבורסה של הדיווחים הניתנים לרשות האמריקאית בלבד, מן הטעם שאינן רשומות למסחר בבורסה בארצות הברית (המוכרת לצרכי 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 בשם 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 בתסקיף 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 שיוקנו לחברות הדלאווריות שייכללו ברשימת טק-עילית מיד לאחר ההנפקה הראשונה לציבור של מניותיהן, את ההקלות בממשל תאגידי המוקנות לחברות טק-עילית המאוגדות בישראל (כמתואר לעיל), וזאת למשך תקופת ההקלות;

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

9. שבת הדיווח לרשות ניירות ערך ולרשם החברות

9.1. חברות הי-טק מאופיינות לרוב בכך שמיומן הראשון הן פונות אל השוק הגלובאלי, הן בהיבט אישורים רגולטוריים (אישורי FDA לדוגמה), הן בהיבטי מימון עתידי, מיזוג או מכירה והן בהיבטי הנפקה עתידית בנאסד"ק הידועה כבורסה המושכת אליה חברות הי-טק רבות. כמו כן, שוק המוצר של חברות הי-טק רבות הינו

- שוק גלובאלי, ולכן במקרים רבים אלה פותחות כבר בשלבים מוקדמים יחסית של פעילותן סניפים מעבר לים. לאור האמור לעיל, חברות ההי-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 הציבור¹⁰. ככלל, מסמכים שיש להעמיד לעיון הציבור על פי דין, מן הראוי שיהיו בשפה רשמית של המדינה¹¹. על כן, מתן היתר לדיווח בשפה האנגלית (שאינה עוד שפה רשמית של המדינה) טעון קביעה מפורשת בדין¹².
- 9.3 החריג העיקרי בחוק ניירות ערך לחובת הדיווח בעברית מצוי בתקנה 4 לתקנות ניירות ערך (פרטי מסמך רישום, מבנהו 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 בתקנות¹³.
- 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 טיוטת 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, וכיוון שמשקיעים רבים נוהגים לעגן את ההסכמות ביניהם בשפה האנגלית. על פי ההצעה האמורה, לצד התקנון באנגלית, יוגש טופס שיפרט בעברית הוראות שיש להן השלכות ישירות על הנושאים, היינו מטרות החברה והגבלת האחריות. בנוסף, הוצע לקבוע חובה לפרט בטופס הנלווה את ההוראות

¹⁰ סעיפים 43 ו-143 לחוק החברות.

¹¹ ניתן ללמוד על כך שיש להגיש דיווחים לרשות ניירות ערך בשפה העברית, בין היתר, מהוראות סעיף 40 לתוספת הראשונה לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיטוט 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.

¹² כאשר מבוקש להתיר שימוש בשפה אחרת בדיווחים, נקבעה לכך הוראה מפורשת. כך למשל, באשר לחובת צירוף הערכות שווי לדוח התקופתי, נקבע בסעיף 38(ה) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), תשל"ל-1970 (להלן: "תקנות דוחות תקופתיים ומיידיים"), כי אם לא היתה שפת הערכת השווי עברית, יכלול 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 ומיידיים. על פי תקנה זו, דוחות כספיים ביניים של מנפיק חוץ, הערוכים בהתאם לכללי חשבונאות מקובלים בארה"ב, יכול שייכתבו בשפה שאינה עברית, ובלבד שיואב לצדם תרגום לעברית ואישור המתרגם על נאותות התרגום ועל הסכמתו להכללת התרגום והאישור בדוחות.

¹³ ראו מכתבה של עוה"ד מרים אילני (לשעבר הממונה על חקיקה כלכלית במחלק 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>

בתקנון שעניינן הגבלת עבירות המניות, איסור הצעה לציבור של מניות או אגרות 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 הי-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 הי-טק לאור הצורך בהגדלת בסיס המשקיעים המתוחכמים אשר עשוי להשקיע בהן. נראה אפוא כי החיוב לדווח בעברית מהווה גורם מרתיע מפני כניסה של חברות אלו לשוק ההון הישראלי, וכן מעמים על החברה עלויות בהתקשרותה עם משקיעים זרים לצורך ביצוע השקעות בחברה.

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

9.8.1. לאפשר לחברות הי-טק חדשות המיועדות להיכלל ברשימת טק עילית לערוך את תשקיף ההנפקה הראשונה לציבור בשפה האנגלית 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. הוועדה ממליצה לאפשר לחברות הרשומות כיום בבורסה וייכללו ברשימת 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 תהא מסווגת לענפי הביומד והטכנולוגיה של הבורסה;

9.8.3. חברה תהא 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 ברשימת 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 בשפה האנגלית לרשם החברות (לצד טופס שיפרט בעברית הוראות עיקריות כאמור). למצער, יש לאפשר את ההסדר האמור לחברות אשר תיכללנה ברשימת 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 שתהיה גישה נוחה וידידותית למשקיעים זרים להגיע לדיווח של חברות אלו, של החברות הדואליות ושל חברות אחרות שיקחו על עצמן לתרגם את כל הדיווחים בעברית גם לאנגלית.

קרנות הון סיכון נסחרות

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 ההי-טק).
3. על רקע זה, ובשים לב לחשיבות הרבה של תעשיית ההי-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 חלף 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 הי-טק (כמתואר לעיל), ממליצה הוועדה לקדם הקמת קרנות הון סיכון נסחרות אשר תשקענה בתעשיית ההי-טק הישראלית.
6. קרנות אלה תוכלנה לספק פתרונות מימוניים לחברות הי-טק צעירות, ובדרך זו לאפשר את הבשלתן חלף מכירתן. קרנות אלה תוכלנה להשקיע גם בחברות הי-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 לאור צרכי תעשיית חברות ההזנק המשתנים (כגון הכללים בנוגע לתקופת חיי הקרן). זאת, להבדיל מקרנות הון סיכון פרטיות המתנהלות בשים לב למקובל בענף זה בעולם, ובשוק האמריקאי בפרט.

רקע כללי

8. המודל של קרנות הון סיכון פרטיות המשקיעות בחברות הזנק הינו מודל מוכר ומקובל בישראל ובעולם.
9. קרנות הון הסיכון הפרטיות בישראל התפתחו בצורה משמעותית לראשונה כחלק מתוכנית יוזמה. התוכנית נוסדה ב-1993 ויושמה בשנים 1993-1998. התוכנית נועדה לעודד את צמיחת תעשיית ההי-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 ההי-טק הישראלי.
10. לקרנות הון הסיכון הפרטיות יש 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) לוקח להשקעות זמן רב יותר להבשיל לצרכי מכירה.

11. מאפיין חשוב נוסף הינו 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. הגורם הראשון הינו שווי החברה במועד ההשקעה וכנגזרת שלו היקף ההחזקות שרוכשת הקרן. שווי החברה תלוי, בין היתר, במידת התחרותיות ב"שוק ההשקעה" בחברות הי-טק, נכון למועד ההשקעה. התחרותיות נגזרת בין היתר מן היחס שבין היקף הכספים המחפשים השקעה, לצרכי 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. הגורם השני הוא הסכום המתקבל במועד המכירה של החברה. בהקשר זה, קיימת השפעה של שוק ההנפקות הראשונות לציבור על הצלחת הקרן (מדובר הן על השפעה ישירה הנובעת מן היכולת להשיג מחירים טובים לחברות המושקעות במסגרת ההנפקה, והן על 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 הי-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 הסיכון של ירידת ערך ההשקעה לאחר מכן).

קרנות הון סיכון נסחרות

15. קרנות הון סיכון נסחרות נפוצות פחות בישראל. נכון למועד זה, רשומות למסחר בבורסה 13 חברות שניתן להגדירן כקרנות הון סיכון נסחרות, בשל העובדה שחלק נכבד מפעילותן כולל השקעה בחברות הי-טק שאינן נסחרות.

16. למעשה, מדובר בקרנות הון סיכון 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 מן השקעותיהן 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

22.1. למנהל הקרן נגישות למשקיעים מן הציבור הרחב לצרכי גיוס הון, וכן נגישות לכספי מוסדיים המושקעים בניירות ערך סחירים;

22.2. הסחירות מקטינה את הסיכון של המשקיעים מאחר וקיימת 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

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

23.2. קושי אפשרי בגיוס 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 הון סיכון סחירות מחייב הסדר המשלב בין חיזוק היתרונות המתוארים לעיל, הפחתת עלויות קיום הוראות הרגולציה וטיפול בחשש מפני החלטה אסטרטגית של 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 ההון סיכון יוקמו במודל של קרנות נאמנות. הקמת קרנות הון סיכון 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 הון סיכון (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 הון סיכון נמוכה יחסית.

היבטי ממשל תאגידי

27. בעיית הנציג בקרנות ההון סיכון הינה בין מנהל הקרן והמשקיעים בקרן, אשר הינם למעשה בעלי הזכויות ההוניות בקרן. בעיית נציג זו קיימת לגבי כל חברה ציבורית. יחד עם זאת, בעיית נציג זו חמורה יותר אצל הקרנות ביחס לחברות ציבוריות בשל העובדה שמנהל הקרן בדרך כלל הינו בעל זכויות הוניות בשיעורים נמוכים בקרן בשילוב עם העובדה ששליטתו בקרן מבוזרת, 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 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 יקח סיכונים יתר;
- 29.2 הקניית זכות למשקיעים למכור בחזרה לקרן חלק מן היחידות שבידם 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 ומועדים 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 הינו 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 ההחלטה 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 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 וודאות 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 למנהל 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 כך השפעת פערי המידע נמוכה יותר.

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 ההוגן 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 לצרכי 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 הון סיכון 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 (השיעור עשוי לעלות באופן משמעותי אם שווי הנכסים הלא סחירים יעלה, ולאור חובת הרכישה החוזרת). ואולם, השיעור יכול להיות גבוה יותר במקרה בו יינתנו תמריצים להשקעה בקרנות אלה אשר יתמודדו 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 אחוזים מן השווי הנקי של נכסי הקרן, לפי הנמוך, וכי ניתן יהא 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 יהא 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 הון סיכון לתקופה מוגבלת שתיקבע בהסכם הקרן, ובלבד שלא תעלה על 15 שנה ("קרן הון סיכון קצובה"), והאחרת קרן הון סיכון בלתי קצובה בזמן ("קרן הון סיכון מתמשכת"). לצד האמור, ממליצה הוועדה לאפשר רישום למסחר ברצף המוסדי של קרנות הון סיכון פרטיות.

קרן הון סיכון 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 הון סיכון 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 מעוררת 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 שתקבע בהסכם הקרן, ובלבד שלא תעלה על 7 שנים ממועד הקמת הקרן. לאחר מכן, תתקבל החלטה כאמור אחת לחמש שנים. החלטה שלא להורות על סיום תקופת הקרן משמעה למעשה הבעת אמון בניהול נכסי הקרן על ידי המנהל, ולהיפך.

לפרטים נוספים אודות המודל המוצע לקרנות אלה ראו **טבלה בסוף חלק זה**.

רישום קרנות הון סיכון פרטיות ברצף המוסדי

46. לצד שני המודלים האמורים, ממליצה הוועדה לאפשר רישום למסחר של קרנות הון סיכון פרטיות המאוגדות כשותפויות ברצף המוסדי של הבורסה, כפוף לכך שקיימים בהם משקיעים מוסדיים ורק משקיעים מוסדיים אלו יוכלו לסחור ברצף מוסדי. וכפוף לכך שהקרנות הזרות ימציאו חוות דעת כי אין מניעה על פי דיני המדינה בה הם התאגדו, לרשום, לסחור ולסלוק את היחידות שלהן.

47. כאמור לעיל, פחות מ- 0.3% מן הנכסים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים מושקעים בנכסים הוניים לא סחירים, בעיקר בקרנות הון סיכון פרטיות המאוגדות כשותפויות ישראליות או זרות. היקף ההשקעות הנמוך בנכסים לא סחירים נובע בין היתר מהיעדר אינטרס של הגופים המוסדיים לבצע השקעות מסוכנות, ובכלל זה השקעות אשר הסיכון נובע מחוסר הנזילות של ההשקעה.

48. על כן, מתן אפשרות לרשום למסחר את יחידות ההשתתפות בשותפויות אלה עשוי לעודד את הגופים המוסדיים הישראלים והזרים להשקיע בקרנות הפרטיות, ובכך להזרים בעקיפין הון לחברות הי-טק.

49. מאידך, קיים קושי ברישום למסחר ברצף המוסדי של קרנות הון סיכון אשר טרם השלימו את תקופת ההשקעה (היינו-התקופה במסגרתה נדרשים השותפים המוגבלים בקרן להכניס כסף לקרן הנמשכת בדרך כלל מספר שנים ממועד הקמת הקרן), שכן העברת יחידת ההשתתפות בקרן משמעה גם העברה של ההתחייבות להשקיע בקרן (ולא רק העברה של זכויות). על כן, מוצע שהאפשרות לרישום למסחר ברצף המוסדי תותנה בכך שהסתיימה תקופת ההשקעה.

50. הרצף המוסדי פתוח נכון להיום למסחר באגרות חוב קונצרניות בלבד. משכך, נדרש תיקון לתקנון הבורסה אשר יאפשר את פתיחתו ליחידות השתתפות בקרן הון סיכון.

51. יחידות ההשתתפות בשותפויות אלה ייסחרו כמו מניות רגילות (ללא יצירות ופדיונות), והרישום למסחר ברצף המוסדי של יחידות אלה אינו מקים חובות דיווח מכוח דיני ניירות ערך הישראלים.

52. על רקע האמור לעיל, הוועדה ממליצה כדלקמן:

- 52.1. לאפשר הקמת קרן הון סיכון קצובה נסחרת וקרן הון סיכון מתמשכת נסחרת, בהתאם לעקרונות המפורטים לעיל ובטבלה שלהלן. יובהר כי מכיוון שהמודלים המוצעים הינם מורכבים וחדשניים, רואה הוועדה חשיבות מיוחדת בקבלת עמדת הציבור בנוגע לעקרונות האמורים של המודלים המוצעים;
- 52.2. לאפשר רישום למסחר ברצף המוסדי של יחידות השתתפות בשותפות¹⁴ המהווה קרן הון סיכון, כפוף לכך שקיימים בהם משקיעים מוסדיים ורק הם יסחרו ברצף המוסדי, וכפוף לכך שהקרנות הזרות ימציאו חוות דעת כי אין מניעה על פי דיני המדינה בהם התאגדו, לרשום, לסחור ולסלוק את היחידות שלהן. לעניין זה, קרן הון סיכון מוגדרת בסעיף 9 לתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך כתאגיד שעיקר עיסוקו השקעה בתאגידים אשר בעת ביצוע ההשקעה בהם עיקר עיסוקם מחקר ופיתוח או ייצור של מוצרים או תהליכים חדשניים ועתירי ידע, ושהסיכון בהשקעה בהם גבוה מהמקובל בהשקעות אחר;
- 52.3. הוועדה ממליצה כי קרנות הון סיכון נסחרות יוקמו במסלול "קרן נאמנות פטורה". קרן הון סיכון נסחרת תהא 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 יהא פטור ממס על רווח הון שהיה לו במכירת נייר ערך של חברה תושבת ישראל בהתאם לתנאים הקבועים בסעיף. בהתאם, קרן הון סיכון נסחרת אשר 90% לפחות מהשקעותיה בכל שנת מס הם בנכסים שההכנסה מהם הייתה פטורה ממס אילו התקבלה בידי תושב חוץ תחשב כ"קרן נאמנות להשקעות חוץ" ותאפשר פטור לתושבי חוץ אשר ישקיעו בקרן;
- 52.4. הוועדה מבקשת לעודד השקעת גופים מוסדיים בהי-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 הון סיכון נסחרות תתאפשר החזקה של עד 75% מאמצעי השליטה כהגדרתם בסעיף 9(2) לפקודת מס הכנסה בידי הגופים המנויים בסעיף (רשות מקומית, מפעל הפיס, מוסד ציבורי או קופת גמל). החזקה זו לא תחשב כהפרת הוראות הסעיף בכפוף לכך שגופים אלו אינם מנהלים על ידי חברות ניהול זהות או בעלי שליטה זהה;
- 52.5. במדינות בהן פועלות קרנות הון סיכון ציבוריות הן זוכות, כאמור, לתמריצים ממשלתיים באמצעות ערבויות מדינה או באמצעות הטבות מס שונות, כאשר

¹⁴ למעט שותפויות המחויבות ברישום בהתאם לדיני ניירות ערך בארצות הברית, וזאת לאור הקשיים הנובעים מהדין בארה"ב, ברישום שותפויות אלה ברצף המוסדי. ראו לעניין זה החלק העוסק בחברות הדלאוריות.

המטרה היא להפחית את רמת הסיכון שעומדת בפני המשקיעים ולהגדיל את תוחלת התשואה. מאחר והמודל המוצע על ידי הוועדה מתבסס במידה ניכרת על המודלים המקובלים בחו"ל, קיים הגיון בשילוב תמריצים ממשלתיים גם בישראל. עם זאת, לאור ההבדלים בין המודלים השונים נדרשת עבודה מעמיקה באפיון האופן המיטבי לתמרוץ החברות ע"י המדינה. בשל לוחות הזמנים שעמדו בפני חברי הוועדה, טרם הוגדרו המטרות והכלים הממשלתיים הנדרשים להשגתן. בהתאם לכך, בכוונת הוועדה לפעול בשיתוף אגף החשב הכללי במשרד האוצר לשם בחינת התמריצים הנדרשים (ככל שנדרשים) להצלחת המודל המוצע על ידי הוועדה. הוועדה תגיש את מסקנותיה בעניין זה במסגרת הדוח הסופי, בשים לב בין היתר להערות הציבור למודל המוצע.

נושא	תיאור המודל המוצע
צורת ההתאגדות	קרן נאמנות סגורה.
ממשל תאגידי ונאמן לקרן	הממשל התאגידי יהא זהה לזה של קרנות נאמנות, בתוספת דרישה כי ועדה בלתי תלויה של דירקטוריון מנהל הקרן תאשר את הערכת השווי של הנכסים הלא-סחירים של הקרן.
תקופת הקרן	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. 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 מועד אחר שייקבע באסיפת המחזיקים.
נכסי הקרן	נכסים לא סחירים - קרן קצובה - הקרן תהיה רשאית לרכוש מניות או ניירות ערך המירים 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. הקרן תרכוש את הנכסים הלא סחירים לכל המאוחר תוך חמש שנים ממועד ההנפקה הראשונה של הקרן לציבור, או מועד מוקדם יותר שייקבע בהסכם הקרן (למעט חריג מוגבל בסכום ביחס להשקעות המשך). 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. נכסים סחירים - הקרן תהיה רשאית לרכוש בהנפקה מניות של חברות המסווגות לענפי הטכנולוגיה והביומד או חברות הנכללות במדד טכנולוגיה זר שיוגדר מראש. נכסים נוספים - פקדונות בנקאיים, אגרות חוב של המדינה וכדומה.

<p>הקרן תגייס בהנפקה הראשונה לציבור לפחות 400 מיליון ש"ח. מנהל הקרן יידרש להשקיע לפחות 5% אחוז מן הסכום האמור. ההשקעה, בדרך של רכישת יחידות הקרן, תתבצע במועד ההצעה לראשונה של היחידות לציבור, במחיר ובתנאים זהים לאלה שרכש הציבור.</p>	<p>היקף הגיוס והחזקות מנהל הקרן</p>
<p>מנהל הקרן יקבע מועד לביצוע הצעה לרכישה חוזרת של היחידות, שיחול לא יאוחר מתום ארבעים וחמישה 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.</p> <p>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.</p>	<p>הצעה לרכישה חוזרת של יחידות ההשתתפות</p>
<p>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 יהא על חשבון שכר מנהל הקרן, ולכן אחת לתקופה שתיקבע בהסכם הקרן ובמועד פירוק הקרן ייערך גמר חשבון עם מנהל הקרן (היינו-ייתכן ומנהל הקרן יידרש להחזיר כספים אם הקרן הפסידה בשנה מסוימת). ניתן לקבוע שכר מנהל קרן אשר ישתנה לפי סוג הנכס המנוהל ובמהלך תקופת ההשקעה הראשונית.</p> <p>שכר והחזר הוצאות יועצים חיצוניים למנהל הקרן – מנהל הקרן יהא רשאי להשית על נכסי הקרן עלויות שכר והחזר הוצאות שיישא בפועל בגין יועצים חיצוניים, ובלבד שעלויות אלה לא יעלו על הנמוך מבין 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.</p>	<p>מבנה התגמול</p>

שותפויות מחקר ופיתוח

1. הוועדה בחנה את הצורך בהקמת קרנות הון סיכון במודל של שותפויות סחירות, לאור המלצתה לקדם הקמת קרנות הון סיכון במודל של קרנות נאמנות סגורות, כמתואר בחלק ד' לעיל.
2. המאפיין העיקרי של הקרנות הסגורות שתוארו בחלק ד' לעיל הינו היות מנהל הקרן משקיע פיננסי המבקש לגייס הון מן הציבור לצורך ביצוע השקעות עתידיות. על כן, בחנה הוועדה את הצורך בעידוד הקמת שותפויות מו"פ אשר השותף הכללי בהן הוא משקיע אסטרטגי (היינו – משקיע הפועל בתחום הרלוונטי לפעילות ההשקעה של השותפות, כדוגמת חברת תרופות ביחס למיזמים לפיתוח תרופות). מעבר לאינטרס ההוני במיזמי המחקר והפיתוח, עשוי המשקיע האסטרטגי להיות מעוניין ברכישת המיזמים או ברכישת זכויות בתוצרי המיזמים, לאור הקשר ההדוק של המיזמים עם פעילות המשקיע.
3. חברות מחקר ופיתוח זקוקות לסביבה כלכלית ומחקרית, סביבה שתייצר את היסודות שירכיבו את המערכת הכוללת החל משלבי המחקר האקדמי, המחקר והפיתוח המסחרי והעסקי, מסחור הטכנולוגיה ויישומה, וכלה בשלב השיווק והמכירות. סביבה זו צריכה להיות מסוגלת לממן את כל שלבי ההתפתחות, החל בשלב ה-SEED וכלה במימון המסחור, יצור, שיווק ומכירות (אלו האחרונים צורכים בדרך כלל מימון רב יותר).
4. במקרים רבים, המערכת המימונית המבוססת על משקיעים פיננסיים בעיקר בדמות קרנות הון סיכון עשויה לספק בצורה נאותה את המימון וההכוונה הדרושים לשם התפתחות חברות ההזנק.
5. ואולם, ההתפתחות של חלק מחברות ההזנק מחייבת לעתים שיתוף פעולה הדוק עם משקיע אסטרטגי, אשר יכול לשמש שדה ניסוי מעשי להוכחת ההיתכנות הטכנולוגית (ולהוות אישור מהימן להיתכנות הטכנולוגית); לתרום להגדרה מדויקת יותר של הצרכים בשלבים מוקדמים של התהליך וכתוצאה מכך להביא לניצול יעיל יותר של זמן הפיתוח והמשאבים המושקעים בהם; ולסייע בגישה לשוק ובשיווק הרעיון.
6. נוכחותם של משקיעים אלה, לרבות יכולתם למשוך משקיעים משותפיהם העסקיים, עשויה לאפשר גם למשקיעי הון סיכון (מוסדיים, קרנות הון סיכון והציבור) להשתתף במימון ענפים אלה, על ידי הקטנת הסיכון כפי שהוא משתקף בעיני משקיעים אלו.
7. יחד עם זאת, יכולות ההשקעה של חברות גדולות ובוגרות בעידוד ענפי תעשייה חדשים מוגבלת לתקציבי הפיתוח שלהן.
8. על מנת לאפשר לחברות הגדולות להוות ציר מרכזי בהשקעה בחברות מחקר ופיתוח, הוועדה בדעה שיש מקום לאפשר להן ליצור גרעין משקיעים סביבן ולגייס משאבים נוספים באופן ציבורי, וכי המודל של שותפות מו"פ נסחרת עשוי לשמש אמצעי נוח לשם השגת מטרה זו¹⁵.
9. יחד עם זאת, המודל של שותפות נסחרת מקנה לשותף הכללי שליטה מבוצרת, והשילוב של שליטה זו עם היותו משקיע אסטרטגי שהינו השותף העסקי המרכזי של החברות המצויות בתיק הנכסים של השותפות, יוצר זיקה ותלות מוגברים בבעל השליטה.

¹⁵ לאחר שיתוף פעולה של מספר גורמים פרטיים וגורמים ממשלתיים בישראל (מס הכנסה, הבורסה ורשות ניירות ערך) החלו שותפויות מוגבלות לראשונה להציע ניירות ערך שלהן לציבור בישראל ונרשמו למסחר בבורסה בסוף שנות ה-80 למאה הקודמת.

10. זיקה ותלות אלו עשויים לעורר קשיים משמעותיים בתמחור ניירות הערך של התאגיד בשל הקושי בהערכת פעילות התאגיד במנותק מפעילות בעל השליטה בו, וכן קשיים משמעותיים בשמירה על עניינם של המשקיעים מפני ניצול כוחו של בעל השליטה לרעה.
11. כללי הממשל התאגידי בחברות הציבוריות, ובכלל זה המנגנונים של אישור עסקאות עם בעלי שליטה, עשויים שלא לספק פתרון מספק בנסיבות אלה, שכן נדרש פיקוח הדוק ורציף אחר התנהלות המשקיע האסטרטגי.
12. מעבר לכך, כללי הממשל התאגידי החלים על השותפויות הנסחרות הינם מכוח הוראות פקודת השותפויות, תקנון הבורסה והסכמי השותפות והנאמנות. כללים אלה חסרים, לא מעודכנים, ואינם מספקים הגנה מספקת לענייניו של ציבור המשקיעים, לעומת כללי הממשל התאגידי החלים בחברות הציבוריות.
13. לאור האמור פורסם לאחרונה תזכיר חוק לתיקון פקודת השותפויות¹⁶ הכולל שינויים רבים המגבירים באופן משמעותי את כללי הממשל התאגידי החלים על שותפות מוגבלת ציבורית. מטרת ההצעה היא להשוות את ההסדר המשפטי הקיים בשותפויות מוגבלות עם זה הקיים בחברות ציבוריות, בשינויים המחויבים.
14. על רקע זה, הוועדה ממליצה לאפשר רישום למסחר של שותפויות מחקר ופיתוח אשר תקיימנה את העקרונות הבאים: השותפות תפעל כקרן הון סיכון לתקופה קצובה שלא תעלה על 15 שנה. היא תנוהל על ידי שני שותפים כלליים: שותף אסטרטגי הפועל בתחומים הרלוונטיים למדיניות ההשקעה של השותפות, ושותף פיננסי שאינו בעל זיקה לשותף האסטרטגי (זאת, להבדיל מקרן הון סיכון נסחרת המתוארת בפרק הקודם אשר מנוהלת על ידי משקיע פיננסי ואין בידיה נכסים מנוהלים במועד הקמת הקרן). כל אחד מן השותפים יידרש להחזיק שיעור מהותי מיחידות ההשתתפות של הקרן. כל פעולה מהותית בשותפות תחייב אישור של שני השותפים.
15. כמו כן, הוועדה בדעה שיש לקדם מודל כאמור רק לאחר השלמת תיקון פקודת השותפויות באופן שיתאים את כללי הממשל התאגידי של שותפויות נסחרות לאלה של חברות ציבוריות, בשינויים המחויבים.
16. יובהר כי מכיוון שהמודל המוצע הינו מורכב וחדשני, רואה הוועדה חשיבות מיוחדת בקבלת עמדת הציבור בנוגע לעקרונות האמורים וזאת, בין היתר, לשם השלמת אפיונו.

¹⁶ תזכיר חוק לתיקון פקודת השותפויות (ממשל תאגידי בשותפות מוגבלת ציבורית), תשע"ג-2013;

פתרונות מימון חוץ בורסאיים

על מנת לקדם את מטרות הוועדה, המליצה הוועדה כמתואר לעיל על שלושה אמצעים מרכזיים לעידוד השקעה בחברות הי-טק באמצעות הבורסה: הנפקת חברות הי-טק בבורסה, קרנות הון סיכון נסחרות ושותפויות מו"פ. במקביל, בחנה הוועדה את קידומם 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.

אמצעי ה-Crowdfunding ואמצעי מועדוני 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 ופיתוח 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), חממות טכנולוגיות (Incubators).

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

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 שמבוקש לייצר, תכנית עסקית ופרטים נוספים, וכן תיאור של התמורה שלה יהיו זכאים המשקיעים במיזם.

1.2 השימוש במודל ה-Crowdfunding החל בסוף שנות ה-90' כאמצעי לגיוס מימון למיזמי אומנות, וכיום מהווה כלי נפוץ לגיוס כספים לאמנים, פוליטיקאים, סיוע הומניטארי, 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 ציפיה לתמורה כלשהיא (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). כמובן שאם במסגרת ה-Crowdfunding יבקש יזם להציע לציבור משקיעים בישראל ניירות ערך בתמורה להשקעתם במיזם, הרי שהצעה זו תחויב בפרסום תשקיף והתאגיד המציע יחוב במכלול חובות הדיווח של תאגיד מדווח.

1.3. בשים לב לקשיי המימון האינהרטיים 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 15 לחוק ניירות ערך), כאשר אחד מתנאיו המרכזיים יהיה שהוא יתאפשר רק לחברות שיקבלו אישור מהמדען הראשי במשרד הכלכלה בין היתר בהתייחס להיתכנות הטכנולוגית של המוצר והיותו בבעלותן.

1.4. קודם שנפרוט את הפטור המוצע ואת התנאים לשימוש בו, נסקור בקצרה את היתרונות והחסרונות הגלומים במודל ה-Crowdfunding בכלל, ובהתייחס לחברות הזנק צעירות בפרט. לאחר מכן, נסקור את עקרונות הפטור האמריקאי ל-Crowdfunding כפי שנחקק במסגרת ה-Jobs Act ואשר ה-SEC יושב על המדוכה בימים אלו ממש על מנת לקבוע את תנאיו הפרטניים; לבסוף נציג את הפטור הייעודי שאנו מציעים 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 שבאופני ההשקעה המסורתיים אינם מהווים כלל קהל יעד פוטנציאלי להשקעה. יש המדברים גם ביתרונות חוכמת ההמונים, הטבועה אינהרנטית במודל מעין זה, אשר יכולה למשל לסייע ליזם בקריאת עניין הציבור או מידת הביקוש למוצר בשלב מוקדם. גם בראי המשקיעים מן הציבור ה-Crowdfunding פותח בפניהם אפשרות לקחת חלק בהזדמנויות השקעה ששמורות 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; מסיכוני (היעדר) 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 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 אך מבלי להשית מגבלות שהעלויות בצידן 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 ניירך ערך (לרבות הצורך בתשקיף), בכפוף לעמידה במספר מנגנוני הגנה שהעיקריים שבהם הינם כדלקמן:

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

(ב) **דרישות החלות על המשקיעים** –

(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.

(2) **דרישות הנוגעות להבנה/חינוך משקיעים** – כתנאי להשתתפות בהשקעת Crowdfunding, ידרשו המשקיעים לקרוא חומר וכן לענות על שאלות המעידות על הבנת הסיכונים הכרוכים בהשקעה בחברות הזנק.

(ג) **דרישות החלות על המנפיקים** –

(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 ותכניתו 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.

(2) **מגבלות על פרסום ההצעה וקידומה שלא באמצעות המתווך המורשה.**

(ד) **אסדרה של המתווכים שבאמצעותם מתבצע ה-Crowdfunding** –

(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.

- (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 שמפגינות הבנה על הסיכונים הכרוכים בהשקעה, וכן לוודא עמידה במגבלת סכום ההשקעה המרבי למשקיע בודד.
- (3) **נקיטת אמצעים להפחתת סיכוני הונאה** – על המתווכים לנקוט באמצעים כאמור, לרבות בדיקת היסטורית העמידה ברגולצית ניירות ערך של נושאי המשרה ובעלי מניות מהותיים במנפיק.
- (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.
- (5) **פרטיות** – על המתווכים לנקוט אמצעים לשמור על פרטיות המידע שנאסף ממשקיעים.
- (6) **ניגוד עניינים** – נושאי המשרה במתווכים (להבדיל מהמתווך עצמו) מנועים מלהחזיק אינטרסים פיננסיים במנפיקים.
- (ה) **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.
- (ו) **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 מתוחכם או לבן משפחה של המשקיע).
- (ז) **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. תאריך היעד שנקבע להשלמת אסדרת הוראות הפטור הינו ה-31.12.2012 ואולם נכון למועד מסמך זה ה-SEC עדיין לא פרסמה את הכללים. 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 צעירות¹⁷. 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:

- (א) **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.
- (ב) **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 שהינו 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.
- (ג) **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 הנפקה של מניות בלבד.
- (ד) **אישור המדען הראשי** – חברה תהא רשאית לגייס כספים באמצעות מנגנון ה-Crowdfunding אך ורק אם המדען הראשי במשרד הכלכלה החליט להעניק לה הטבות לתכניות למחקר ופיתוח לפי חוק לעידוד מחקר ופיתוח בתעשייה, התשמ"ד-1984, או אם ניתן לה ולתכנית המחקר והפיתוח שלמענה מגוייסים הכספים, אישור אחר מאת המדען הראשי, כפי שייקבע, שבעיקרו יתייחס להיתכנות הטכנולוגית של תכנית המחקר והפיתוח, לכך שפעילותה של החברה 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.

¹⁷ 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 כשניים וחצי מיליון שקלים (שני מיליון שקלים, צמוד למדד חודש מאי 2000), והשיעור מהון התאגיד המונפק והנפרע שהוקצה בה אינו עולה על חמישה אחוזים מההון המונפק והנפרע של התאגיד, ובלבד שהשיעור הכולל שהוקצה מהון התאגיד בהצעות קודמות שלא על פי תשקיף ובהצעה האמורה אינו עולה על עשרה אחוזים 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.

- (ה) **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 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.
- (ו) **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 תבחן את האפשרות לפרסם נוסח של הסכם השקעה לדוגמא או הוראות ותנאים מסוימים מתוכו, שיהוו מודל מומלץ לשימוש בגיוסי ה-Crowdfunding הוועדה תפרסם את המלצותיה בהקשר זה בדוח הסופי.
- (ז) **זכות הצטרפות** – למשקיעי ה-Crowdfunding תוקנה זכות הצטרפות (Tag Along) לעסקה עתידית של היזמים או של המשקיע המתוחכם למכירת מניותיהם בחברה.
- (ח) **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) התכנית העסקית העדכנית של החברה; (ד) תיאור הבעלות ומבנה ההון בחברה, לרבות פרטים לגבי דירקטוריון החברה ומנהלה הכללי; (ה) גילוי לגבי ההצעה עצמה, לרבות יעוד התמורה, הסכום הכולל שמבוקש לגייסו, מחיר ניירות הערך המוצעים או השיטה לקביעת מחירם; (ו) אישור המדען הראשי; (ז) זהות המשקיע המתוחכם, ניסיונו בתחום ההשקעות בחברות הזנק, ושיעור השקעתו בחברה מתוך סכום ההשקעה הכולל בחברה.
- לאחר גיוס ה-Crowdfunding תחוב 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 היה חייבת לדווח לרשם החברות.
- מובהר, כי אין באמור לעיל כדי לגרוע מחובות דיווח נוספות ככל שייקבעו במסגרת הסכם ההשקעה עם משקיעי ה-Crowdfunding.
- (ט) **הליך הגיוס** – הגיוס יוכל להתבצע באמצעות פורטל אינטרנטי, ואולם תנאי לכך הינו שהפורטל יפרסם לציבור את מלוא תנאי ההשקעה והמידע שהחברה המנפיקה נדרשת לספק למשקיעים במסגרת גיוס ה-Crowdfunding.
- (י) **רכז גיוס** – כל גיוס ה-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.

(יא) **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 אליו נתייחס להלן מבוסס על גיוס של סכומים גדולים יותר מציבור מצומצם יותר של משקיעים מתוחכמים יחידים.

2.2. בחודש יולי 2011 תוקן חוק ניירות ערך, והתווספו לרשימת המשקיעים המתוחכמים שהצעת ניירות ערך להם אינה טעונה פרסום תשקיף, גם יחידים אמידים או בעלי ניסיון או מומחיות בשוק ההון. ההנחה לגבי משקיעים אלו היא שהם אינם נדרשים להגנת המחקק בדמות דרישת פרסום התשקיף במקרה של הצעת ניירות ערך, נוכח מומחיותם, כושר המיקוח העדיף שלהם, יכולתם המשופרת לפזר סיכון והמקורות העומדים לרשותם. בינות אותם יחידים שנוספו לרשימת המשקיעים המתוחכמים ישנם משקיעים פוטנציאלים רבים שעד כה לא נטלו חלק פעיל בהשקעות בחברות הזנק. הצטרפותם למעגל המשקיעים עשויה להרחיב את מקורות המימון של חברות הזנק, בעיקר בשלבי ההתפתחות הראשוניים.

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 העולים כדי משקיעים מתוחכמים ישנם כמה שמוכרים ופעילים זה מכבר בקהיליית ההי-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 הפוטנציאלים 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 בפניה פומבית על מנת לאתר את אותם יחידים משקיעים מתוחכמים מבלי שהפניה 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 ההזנק יפנו אל החברים בו בעקיפין באמצעות מרכז המועדון. היתרון בפניה אל קבוצה מוגדרת של משקיעים מתוחכמים חלף פניה כללית לכולי עלמא, הוא בכך שחברות ההזנק שיבקשו לעניין את חברי הקבוצה בהצעת השקעה קונקרטי 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 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 ומועדוני 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.

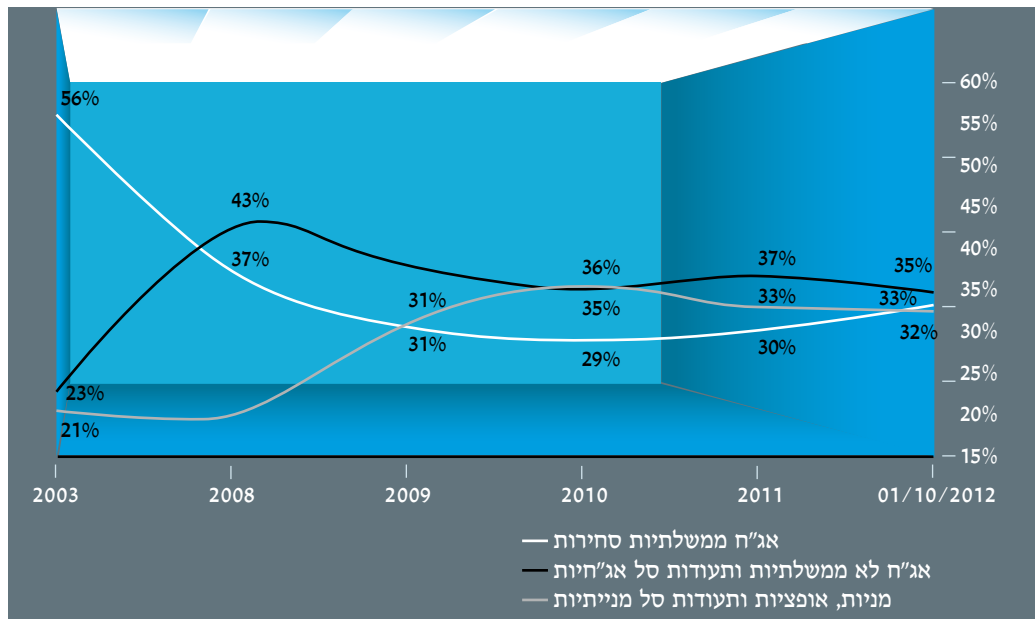
3.2. הוועדה ממליצה כי יראו את ההכנסה בידי משקיעים פסיביים שישקיעו בחברות SEED באמצעות שותפויות מוגבלות שיאושרו, כרווח הון לפי חלק ה' לפקודת מס הכנסה, בכפוף לתנאים הבאים:

- א. ההון יגויס במסגרת חבר בני אדם שהוא שותפות רשומה מוגבלת;
 - ב. ההשקעה באמצעות השותפויות המוגבלות תהא אך ורק במניות חברות SEED;
 - ג. לא תתאפשר השקעה ישירות בעסקי המחקר והפיתוח;
 - ד. 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.
 - ה. ביחס לשותף הכללי יחולו הוראות הדין הרגילות;
 - ו. ייקבעו הוראות ניכוי מס במקור בתקנות;
- ההמלצה תאושר באמצעות חקיקה ייעודית.

עידוד השקעת גופים מוסדיים

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 גופים מוסדיים, בין היתר בשל התפתחות תחומים ומוצרים פיננסיים חדשים. הגופים המוסדיים גיוונו את תיק ההשקעות והתמקצעו באפיקי השקעה חדשים. בין היתר, מ-2003 גדלו ההשקעות במניות ובאג"ח קונצרניות וקטנו ההשקעות באג"ח ממשלתיות.
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 בהי-טק בישראל נותר קטן ולא פרופורציונאלי לחלקו בתוצר.

הרכב תיק ההשקעות של הגופים המוסדיים



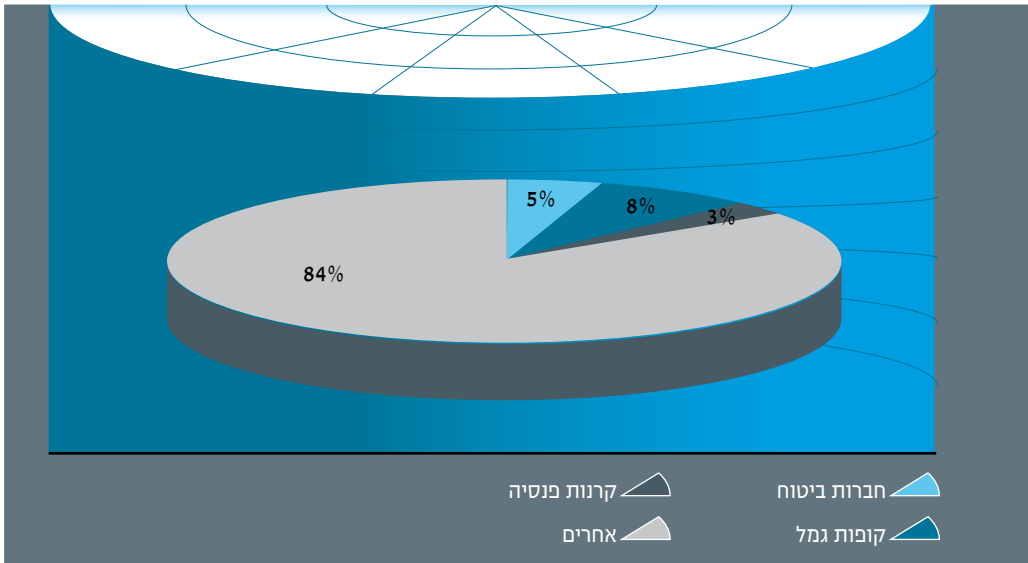
* עיבוד נתונים ע"י אגף שוק ההון

4. החזקות המוסדיים בחברות הי-טק הנסחרות בבורסה

מנתוני אגף שוק ההון עולה כי:

4.1 שיעור אחזקת גופים מוסדיים בחברות במדד הבלו-טק 50 הוא כ-2% מסך נכסיהם, ונאמד בכ-10.5 מיליארדי ש"ח. אחזקות גופים מוסדיים ברכיבי מדד זה מהוות כ-16% משווי הכולל.

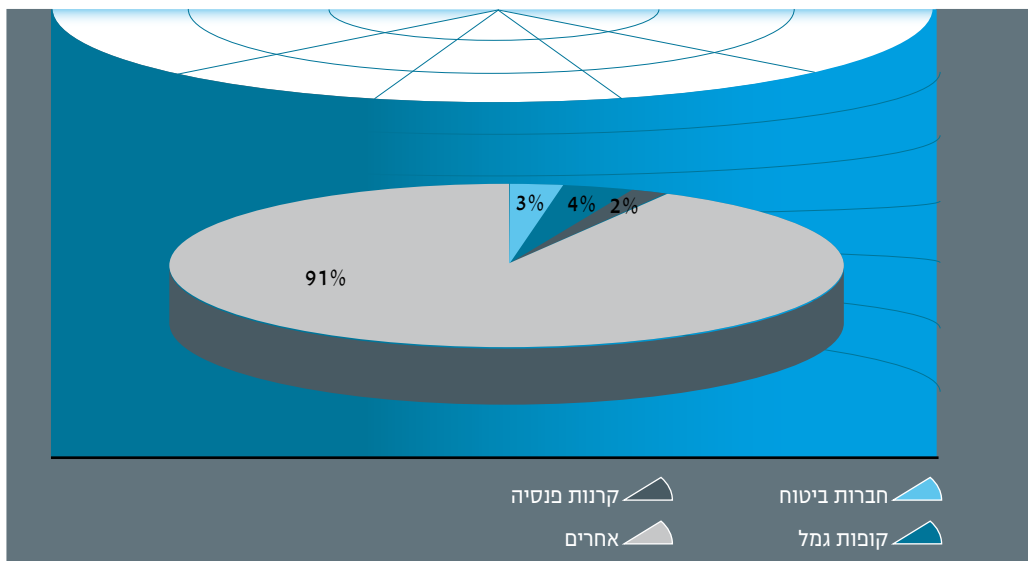
שיעור אחזקות הגופים המוסדיים במדד הבלו-טק 50
(מתוך שווי המדד)



* עיבוד נתונים ע"י אגף שוק ההון, נכון לחודש ספטמבר 2012

4.2 שיעור אחזקות גופים מוסדיים בחברות במדד הביומד הוא כ-0.2% מסך נכסיהם, ונאמד בכמיליארד ש"ח. שיעור אחזקת גופים מוסדיים ברכיבי מדד זה מהווה כ-9% משווי הכולל.

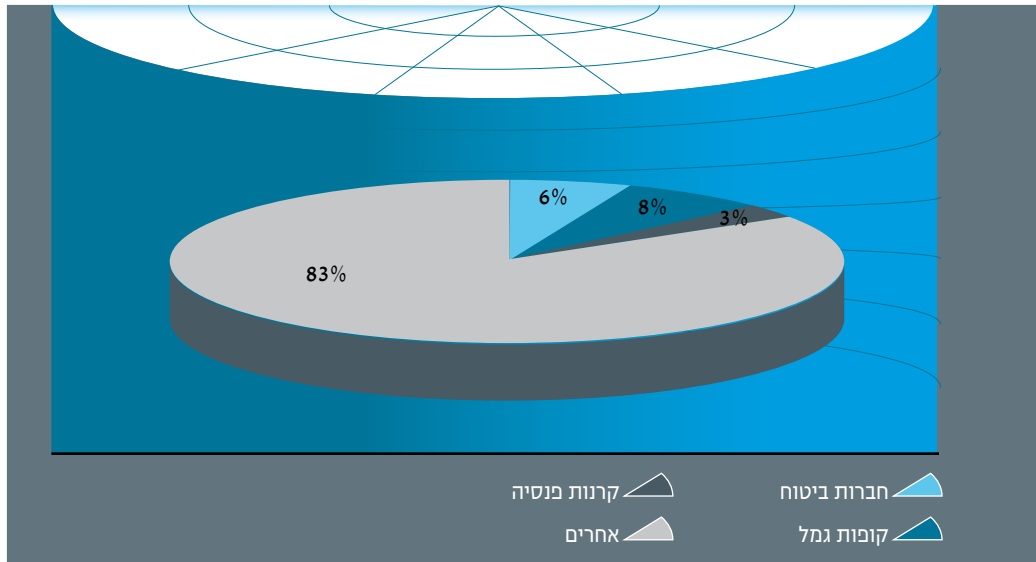
שיעור אחזקות הגופים המוסדיים במדד הביומד
(מתוך שווי המדד)



* עיבוד נתונים ע"י אגף שוק ההון נכון לחודש ספטמבר 2012

4.3 שיעור אחזקות גופים מוסדיים בחברות במדד הטכנולוגיה עומד על כ-2% מסך נכסיהם, ונאמד בכ-9.5 מיליארדי ש"ח. שיעור אחזקת גופים מוסדיים ברכיבי מדד זה מהווה כ-17% משוויו הכולל.

שיעור אחזקות הגופים המוסדיים במדד הביומד (מתוך שווי המדד)



* עיבוד נתונים ע"י אגף שוק ההון נכון לחודש ספטמבר 2012

4.4 שיעור ההחזקה של גופים מוסדיים בחברות הי-טק נמוך מהחזקתם בחברות הכלולות במדדי מניות 25 ו-100:

11%	שיעור אחזקה של הגופים המוסדיים במדד ת"א 25 (מתוך שווי המדד)
8%	שיעור אחזקה במניות ת"א 25 מסך נכסי גופים מוסדיים
12%	שיעור אחזקה של הגופים המוסדיים במדד ת"א 100 (מתוך שווי המדד)
11%	שיעור אחזקה במניות ת"א 100 מסך נכסי גופים מוסדיים

* עיבוד נתונים ע"י אגף שוק ההון נכון לחודש ספטמבר 2012

5. חשיבות השקעת גופים מוסדיים בתחום ההי-טק

להשקעת גופים מוסדיים בתחום ההי-טק היתרונות הבאים:

- 5.1 לחוסכים – גיוון ופיזור תיק השקעות לאפיקי השקעה חדשים;
- 5.2 לשוק ההון הישראלי – עידוד כניסת חברות הי-טק נוספות לשוק ההון הישראלי והגדלת הצע החברות הנסחרות בבורסה;
- 5.2 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 הי-טק מסוכנת בהשוואה להשקעה בענפים אחרים. גופים מוסדיים, כמנהלי חסכונות פנסיוניים, נוטים להשקיע בהשקעות עם סיכון נמוך;
- 6.2. **היעדר מומחיות** – השקעות בהי-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. דוגמא להוצאה 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 הי-טק פרטית, במישרין או דרך קרן, יכול לנכות את ההוצאות הנובעות מההשקעה.
 - 7.2. לא כך הדבר לגבי השקעה בחברות הי-טק סחירות. לא ניתן לנכות במישרין הוצאות הנובעות מהשקעה בחברות סחירות, ובכללן חברות הי-טק. הוצאה כזו תשולם מדמי הניהול שגובה גוף מוסדי.
 - 7.3. כדי לעודד גופים מוסדיים לבנות מומחיות הנדרשת להשקעה במניות הי-טק סחירות, הוועדה ממליצה לאפשר, לתקופת ביניים מוגבלת בזמן, לנכות תשלומים הנובעים מהשקעה בקרנות הון סיכון 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 שמותרות לניכוי מעבר לדמי ניהול. לקראת תום התקופה, יבחן 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.

כתב המינוי של הוועדה

י"ט באלול התשע"ב
06 בספטמבר 2012

לכבוד,

עו"ד שריה אורגד, רשות ניירות ערך
גב' חני שטרית בך, 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
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

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 להם 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 עניינו 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 בכך. 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:

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

פרופ' עודד שריג, הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון

מר דורון ארבלי, מנהל רשות המסים

עו"ד אבי ליכט, משנה ליועץ המשפטי לממשלה

י"ג בכסלו התשע"ג
27 בנובמבר 2012

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

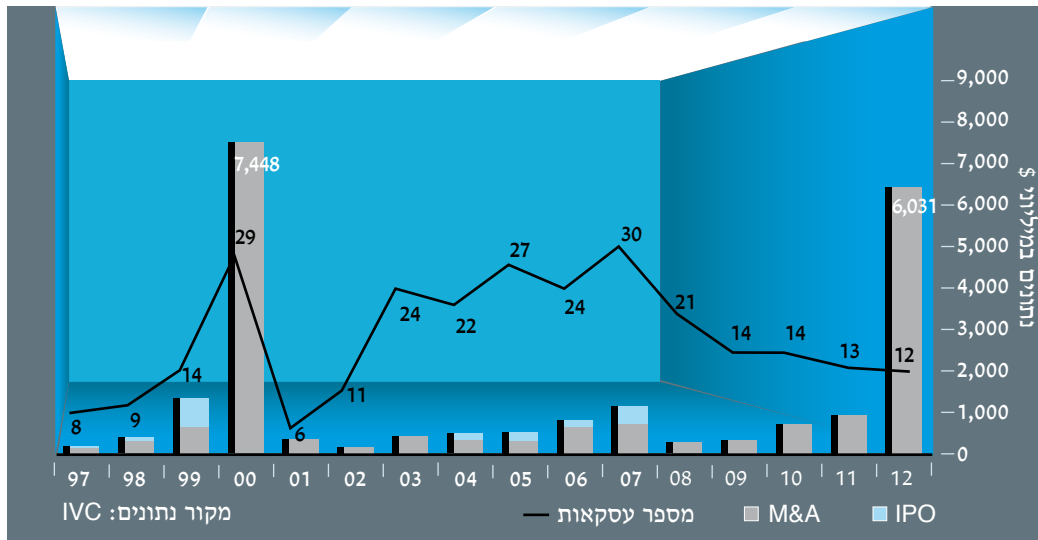
לוט: כתב מינוי של חברי הוועדה

רשימת המוזמנים שהציגו בפני הוועדה

- אבי חסון, דובי אולק - המדען הראשי במשרד הכלכלה
אדי שלו - ג'נסיס פרטנרס
אהרון מנקובסקי - קרן פיטנגו
אופיר לוי, דרור עוזרי - Bioassociate
אורי הרשקוביץ ודורון ברין - קרן ספירה
אייל וולדמן - מלאנוקס
אלון ברקת - מגדל
אלישע ינאי - איגוד תעשיות האלקטרוניקה והתוכנה
בני זאבי, יואב שלוש, קארין מאייר רובינשטיין, רות בן-יקר -
Israel Advanced Technology Industries
גדי גרינשטיין - הפניקס השקעות
גיא פרמינגר - משרד רו"ח PWC
גיא ירון - איתמר מדיקל
גיל רווה ויובל ארד - ארדינסט בן נתן ושות' משרד עורכי דין
גילאי דולב
חיים שני
יאיר לפידות ואורי קרן - ילין לפידות בית השקעות
יוסי ורדי
יורם טייץ - משרד רו"ח E&Y
יחיעם כהן וענת עירון היילבון - נייס סיסטמס
ליאור אבירם - שיבולת ושות' משרד עורכי דין
ניר מורוז - כלל-כנף
ערן נדב - קרן TPG Biotech
ראובן קרופיק ועופר גונן - כלל ביוטכנולוגיה
שחר פלורנץ ותומר הרפז - שטראוס גרופ
שלמה לנדרס - עמית, פולק, מטלון ושות' משרד עורכי דין

הנפקות ראשוניות, מיזוגים ורכישות לפי ענפים

תקשורת



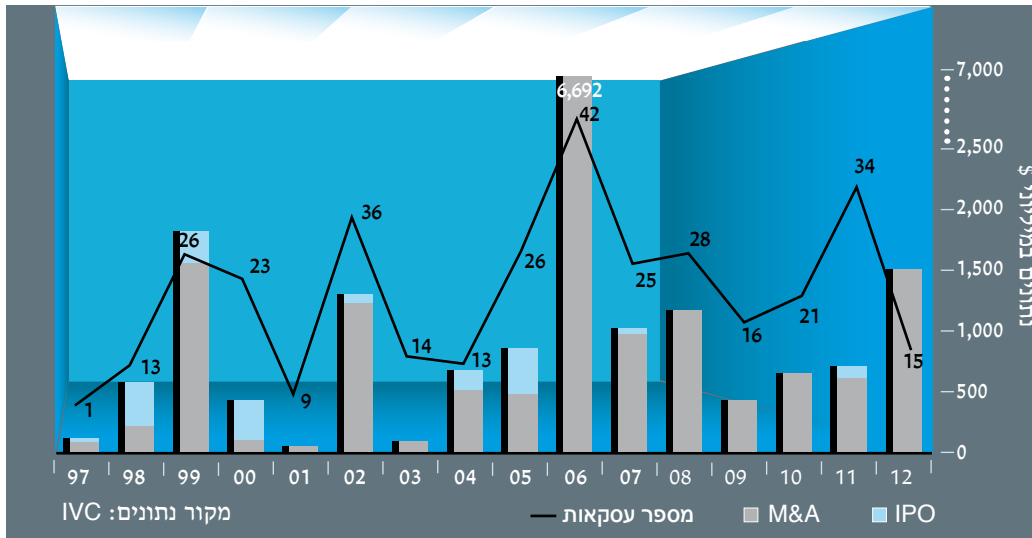
מספר עסקאות לפי גודל

	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**

IVC: מקור נתונים

* כרומטיקס, מרקום, אקסלינג (בשווי כולל של \$5,870 מ)
 ** NDS (בשווי של \$5,000 מ)

שירותי מידע ותוכנה



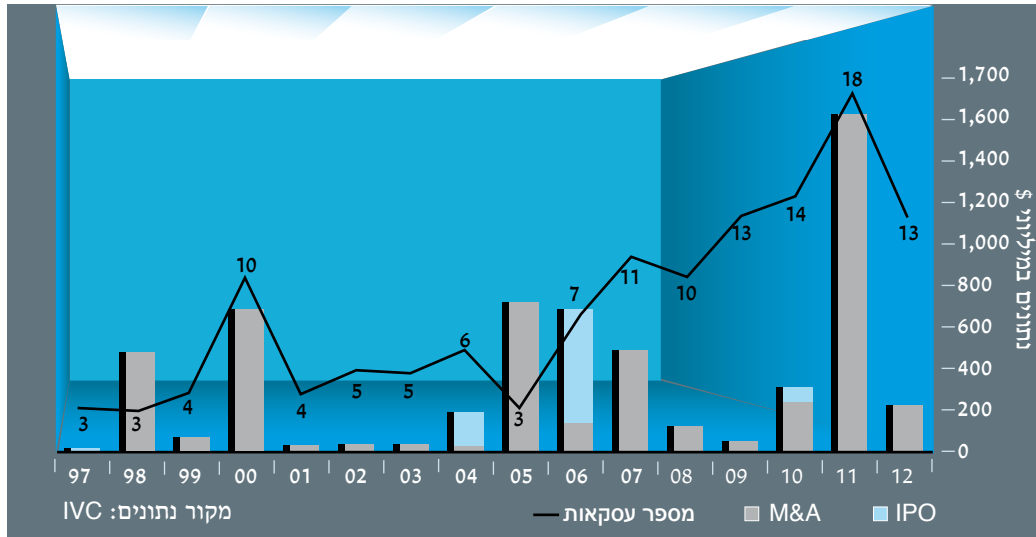
מספר עסקאות לפי גודל

	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**

מקור נתונים: IVC

* מרקורי וליפמן (בשווי כולל של M\$ 5,300)
 ** ריטליקס (בשווי של M\$ 800)

אינטרנט



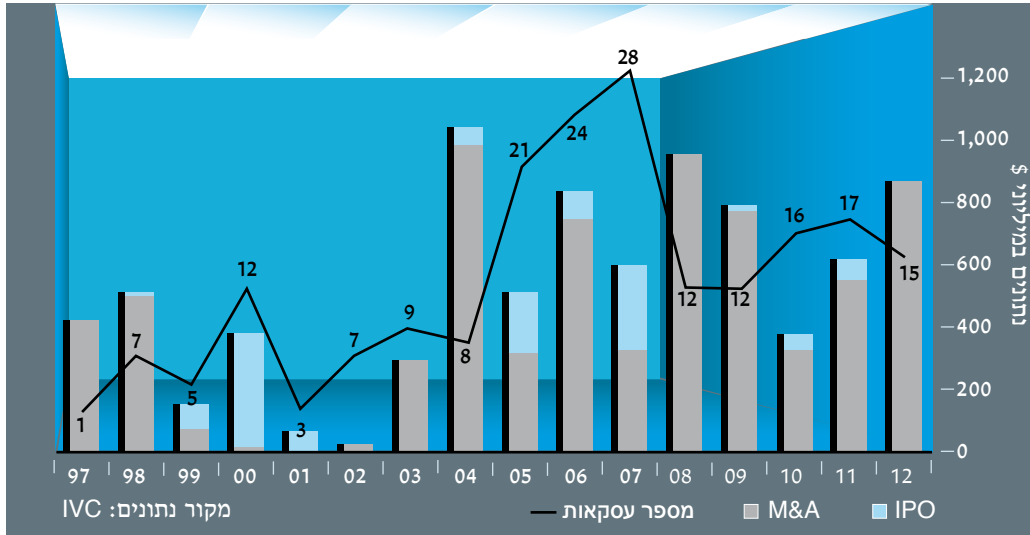
מספר עסקאות לפי גודל

	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***

מקור נתונים: IVC

* פלייטק (בשווי כולל של M\$ 460) - IPO ב-AIM
 ** שופינגקום (בשווי של M\$ 634) - M&A
 *** מדיה מיינד (בשווי של M\$ 517) - M&A

מדעי החיים



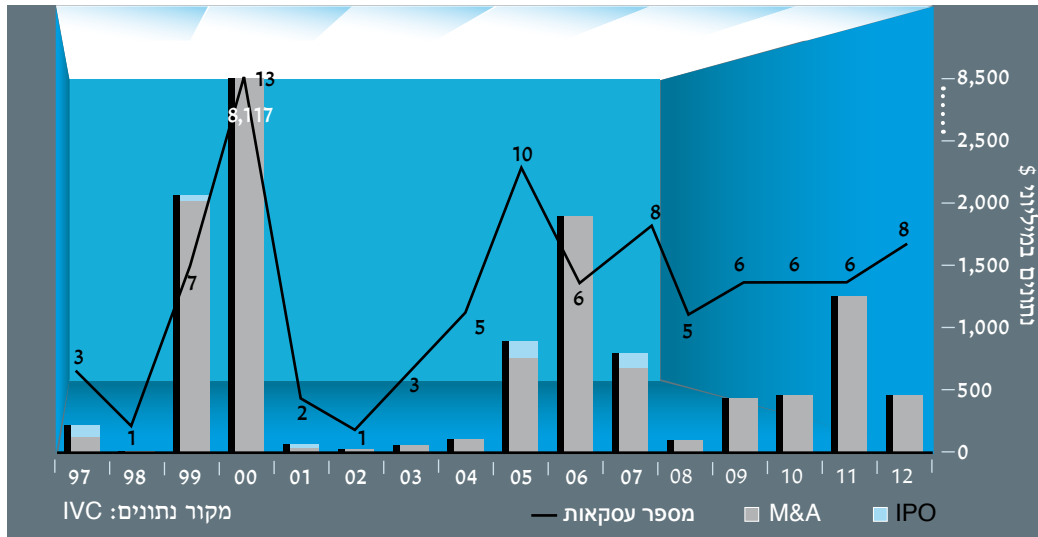
מספר עסקאות לפי גודל

	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*								

מקור נתונים: IVC

* אגיס (בשווי כולל של \$820 מ) - M&A

מוליכים למחצה



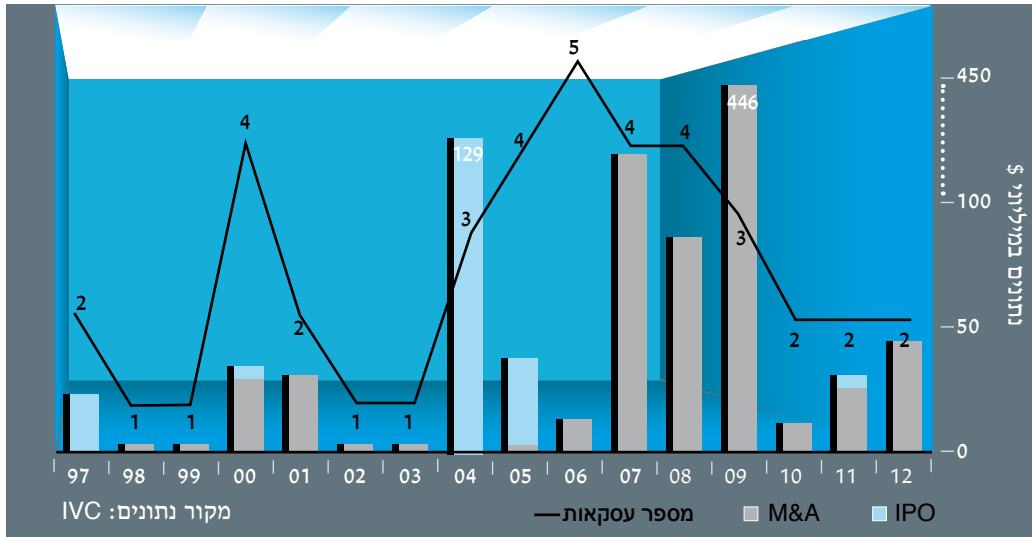
מספר עסקאות לפי גודל

	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**						

מקור נתונים: IVC

* נטוורקס ו-MMC (בשווי כולל של \$7,200 מ) - M&A
 ** גילאו (בשווי של \$1,560 מ) - M&A

קלינטק



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	
\$10m-\$50m	1			1	1			1	2		1		1	1	1	2
\$50m-\$100m											1	1				
\$100m-\$500m								1*					1**			
> \$500m																

מקור נתונים: IVC

* אורמת טכנולוגיות (בסכום של M\$ 108) - IPO ב-NYSE
 ** סולל (בשווי של M\$ 418) - M&A

אופן ביצוע הפניה לאיתור המשקיעים המתוככמים

הצעה לפי סעיף 15א(א)(7) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "החוק" או "חוק ניירות ערך") המופנית למשקיעים "מתוככמים" (אף אם מספרם הוא למעלה משלושים וחמישה) אינה כפופה להוראות סעיף 15 לחוק, ואינה חייבת בפרסום תשקיף. בבסיס הסברה לפיה משקיעים "מתוככמים" אינם ציבור הזקוק להגנה (לרבות על דרך של "הגנת" תשקיף) ניצבת ההנחה לפיה הלה 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 פניה פומבית לציבור – ללא תשקיף – על מנת לאתר את אותם משקיעים מתוככמים; וזאת מחמת שהפטור מאפשר להציג הצעה למכירת ניירות ערך אך ורק בפני משקיעים מתוככמים, ואילו פרסום פומבי של ההצעה עשוי להיחשב כהצעה לציבור הרחב (אף אם ההצעה תוסב, לפי לשונה, על משקיעים מתוככמים בלבד). לצורך זה, נדרש הפטור הנוסף לפי סעיף 15א(א)(4)(ב) לחוק, על פיו גם פרסום בדבר כוונה למכור ניירות ערך למשקיעים מתוככמים אינו הצעה לציבור אלא הזמנה פומבית למשקיעים מתוככמים מקרב הציבור לנהל משא ומתן לרכישת ניירות ערך¹⁸.

הוספת יחידים לרשימת המשקיעים המתוככמים

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, הינו 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 (לצרכי נספח זה: "לקוח כשיר").
- הוספת לקוח כשיר לתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך מקורה בהכרת המחוקק, כי לקוחות כשירים הם משקיעים מתוככמים 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 (שלושים וחמישה; 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").

¹⁸ 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 הפניה או הפרסום בעיתון כהצעה לציבור".

אופן הווידוא של תנאי הכשירות של משקיעים מתוחכמים

בחודש אפריל 2012 פורסמה עמדת סגל 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 ממשית 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 לתמורות הפוקדות אותן.

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 יחשב 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 בסעיף 15א(4) לחוק ניירות ערך הפוטרת מתשקיף לא רק את ההצעה למשקיעים הכשירים אלא אף את הפניה 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 ובמרשתת – 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 כשירים¹⁹.

¹⁹ ראה עמ' 8 <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-112hr3606enr/pdf/BILLS-112hr3606enr.pdf>

ביום 29 באוגוסט 2012, בעקבות הוראות ה-Jobs Act, פרסם ה-SEC המלצות להערות ציבור, בנוגע, בין היתר, לשאלה מהם "הצעדים הסבירים" שעל המציע לנקוט על מנת לוודא, כי המשקיע לו ימכרו ניירות הערך הינו משקיע כשיר²⁰. לעמדת ה-SEC קיים קושי אינהרנטי לקבוע מראש כללים מוגדרים לגבי הצעדים אותם יש לנקוט, ויש לבחון כל מקרה לגופו. על-פי טיטוט הקווים המנחים שפרסם ה-SEC, על המנפיק ליתן דעתו, עת שהוא בוחן את מידת סבירות האמצעים הנדרשים להבטחת "כשירות" הרוכש, לשיקולים דוגמת סוג המשקיע (למשל, יחיד או גוף מוסדי); המידע המוקדם הזמין למנפיק בקשר עם אותו משקיע (מידע עשיר ומהימן מצריך אמצעי בדיקה פחותים, ולהיפך); מאפייני ותנאי ההצעה (למשל, פניה לכולי עלמא באמצעות תקשורת המונים או באפיקים ייעודיים המכוונים ללקוחות מתוחכמים); ועוד²¹.

המודל המוצע

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 לפני 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 תיתכנה שתי גישות קצה. האחת, גישה מחמירה המבקשת לבחון בדקדקנות את עמידת המשקיע בתנאי הכשירות הרלבנטיים בכל מכירה ומכירה של נייר ערך. גישת קצה אחרת מבקשת להסתפק אך בהצהרת המשקיע – לעיתים על דרך של אישור טקסט שהוכתב על-ידי המציע – בדבר כשירותו. לטעמנו, שתי גישות קצה אלה אינן רצויות (והגישה השניה אף אינה אפשרית על-פי המצב המשפטי הקיים²²).

אנו סבורים, בהקשרים אלה, כי יש לנקוט בגישה ביניים, אשר יהא בה למנוע "הסתננות" של משקיעים שאינם מתוחכמים (מחד), ומאידך – להבטיח את שגשוגו של אפיק גיוס זה. גישת ביניים זו מוצאת את ביטויה 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 מסמכים וראיות 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 המציעים יהנו ממאגר משקיעים זמין, היכולים לרכוש ניירות ערך בהליך פשוט, זול ונוח.

²⁰ <http://www.sec.gov/rules/proposed/2012/33-9354.pdf>

²¹ לשאלות ותשובות שפרסם לאחרונה ה-SEC בנושא מועדוני משקיעים ראו: <http://www.sec.gov/investor/pubs/invclub.htm>

²² 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 בכל האמצעים הנאותים על מנת לוודא כי מתקיימים במשקיע תנאי הכשירות.

לאור הצורך בקיומה של בדיקה במועד הכניסה למועדון ובהמשך בבדיקה 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 השלכות 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 וידיעותיהם 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, 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. כמובן, 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.