

10 מרץ 2021

לכבוד

ענת גואטה, יו"רית / עו"ד קרן קורן בנדלק / עו"ד אמיר בן מויאל

[Chairman@isa.gov.il](mailto:Chairman@isa.gov.il) - [בדואר אלקטרוני](mailto:seclaw@isa.gov.il)  
[-seclaw@isa.gov.il](mailto:seclaw@isa.gov.il)

רשות ני"ע

שלום רב,

**הנדון: בחינת תיקון תקנון הבורסה להתאמת הדרישות ברישום למסחר של שותפויות מו"פ, כחלק משכלול מנגנוני ההגנה על ציבור המשקיעים**

1. בתגובה למסמך בנושא שבנדון שפורסם על ידכם, ראו להלן תגובת איגוד החברות הציבוריות.

כוונה מופגנת "לצנן" את השוק

2. נפתח ונאמר בצער כי מהמסמך עולה כוונה של רשות ני"ע "לצנן" את שוק הנפקות שותפויות המו"פ, שעד לא מזמן הוצג על ידה דווקא ככזה שיש לעודדו. זכור לנו היטב הקול הקורא שפורסם על ידי הרשות בנובמבר 2019, אשר קרא לגוון את מקורות ההון של חברות ההיי טק ולהנגישן לשוק המקומי, כמו גם התיקון המקורי של תקנון הבורסה שאפשר מלכתחילה את הנפקת שותפויות המו"פ (להלן: **"התיקון המקורי"**).

3. לאן נעלמה רשות ני"ע שקראה אז **"לקדם את תעשיית ההי-טק המקומית ולנסות להנגישה לשוק ההון הישראלי"**?! הייתכן כי ברגע שהשוק אכן מתעורר, הרשות מקבלת "רגליים קרות"?!  
אכיפה אסורה בפועל בהעדר הליך תקין

4. בנוסף, ולהפתעתנו הגדולה, עולה מההודעות הפומביות שפרסמה הרשות, כאילו השינוי המוצע לתקנון הבורסה אשר נדון לעיל, כבר אושר והתקבל, כאשר לא כך הם פני הדברים. האמור מתבטא בקריאה מפורשת של הרשות למנהלי קרנות הנאמנות לנהוג על פי הדרישות החדשות, משל אלו אושרו כבר ושולבו בתקנון הבורסה.

5. הייתכן כי רשות ני"ע, האמונה על כללי ממשל תאגידי ואכיפתם הסדורה, היא למעשה "סנדלר ההולך יחף"?! האם הרשות לא חיכתה לאישור הנדרש מדירקטוריון הבורסה לשינוי התקנון, והיא אוכפת בפועל הנחיות שהייתה מעוניינת בקידומן, לפני שאושרו כדין בהליכים הנדרשים?!  
איגוד החברות הציבוריות – בית אמות משפט, שאול המלך 8, תל-אביב 64733  
טלפון. 03-6938212 פקס. 03-6938213 ממייל: office@e-good.org.il

6. אנו קוראים לרשות ני"ע לנהוג על פי הרף לפיו "נאה דורש נאה מקיים". טרם אישורו של התיקון המוצע בהליכים המקובלים, הרי שכל אכיפה בפועל של הרשות את ההנחיות, תוך קביעת "עובדות בשטח", הנה בלתי חוקית, בלתי לגיטימית ונתונה לתקיפה משפטית.

#### מן הכלל אל הפרט

נעבור עתה לסעיפי התיקון המוצע אשר ברצוננו לדון בהן.

7. הגבלת תחום העיסוק של שותפויות מו"פ להשקעה בפרויקטים בעלי זיקה לישראל (סעיף ג' למסמך) – הדרישה המוצעת לפיה כל פעילות המחקר והפיתוח של כל חברת מטרה שבה השותפות משקיעה תהא כהגדרתן בחוק לעידוד מחקר פיתוח וחדשנות טכנולוגית בתעשייה- התשמ"ד – 1984 (להלן: "חוק המו"פ"), ובנוסף תקיים גם את מטרות חוק המו"פ, המחייבות זיקה לישראל, הנה בראייתנו טעות חמורה.

7.1. תכליתו של התיקון המקורי הייתה לאפשר לציבור הישראלי ליהנות מהצלחת הטכנולוגיה העלית באמצעות הבורסה באופן שקוף, נזיל וזמין. ויודגש, הראייה בבסיס התיקון הייתה יצירת זיקה בין חברות המטרה הטכנולוגיות ובין ציבור המשקיעים הישראלי- **בכובעים כמשקיעים**, ולא יצירת זיקה בין חברות המטרה ובין ציבור העובדים הישראלי- **בכובעים כמועסקים**, לשם יצירת מקומות עבודה חדשים שיקלטו כוח אדם מדעי טכנולוגי.

רשות ני"ע אינה רשות החדשנות, או המשרד לפיתוח הנגב והגליל, שמטרתם מתלכדת עם תכליתו של חוק המו"פ. הבלבול הזה גרם לרשות ני"ע לחרוג מתפקידה, ואף למעול בו, שכן עם כל הניחוח הציוני העולה מהתיקון המוצע, הרי שצמצום מספר חברות המטרה שהמשקיעים הישראליים יוכלו להשקיע בהן באמצעות שותפויות המו"פ (רק כאלו בעלות זיקה לישראל- ולא אחרות), הוא למעשה פגיעה חמורה במשקיעים ולא הגנה עליהם.

7.2. תפקידה של רשות ני"ע אינו יצירת מקומות תעסוקה חדשים במשק הישראלי (הגם שהמטרה, כשלעצמה, ראויה), אלא הגנה על ציבור המשקיעים הישראלי. כדי להגן על ציבור המשקיעים יש לאפשר לו למקסם את רווחיו תוך שהוא נוטל חלק בפרויקטים ראויים רבים ככל האפשר, ולא לצמצם את מספרם בשל הכפפה להתניות לא רלוונטיות.

7.3. בנוסף, שותפויות מו"פ ישראליות המעודדות משקיעים זרים להשקיע בחברות מטרה ישראליות, במקביל להשקעה שלהן עצמן בחברות אלו, הן תופעה שכיחה שראוי לעודדה. משקיעים זרים אלו, מצפים אחר כך מאותן שותפויות מו"פ ישראליות לנהוג בהן במידת ההדדיות, ולהשקיע "בתמורה" בחברות מטרה זרות, בהן השקיעו במקביל המשקיעים הזרים. לו תדבק הרשות בשינוי המוצע ותנטרל אפשרות זו של שותפויות המו"פ הישראליות "לגמול" לעמיתיהן- המשקיעים הזרים, באמצעות השקעה בחברות מטרה זרות, "יבריח" הדבר את המשקיעים הזרים מהשקעה בחברות מטרה ישראליות, תוצאה שהרשות וודאי אינה מייחלת לה.

7.4. לאור האמור נבקש למחוק את התיקון המוצע בסעיף ג' למסמך.

8. ייעוד היקף מינימלי מתמורת ההנפקה- סעיף ד' למסמך: הרף המוצע של 50% להיקף המינימאלי מתמורת ההנפקה אשר ישמש לצורך השקעה בחברות מטרה, הנו גבוה מדי ויש להנמיכו, מן הטעמים שיפורטו להלן.

8.1. אין כל ערך מוסף ביצירת לחץ מלאכותי להעלות את היקף ההשקעה מאחוריו עומד ייעוד תמורה קונקרטי כבר במועד ההנפקה. הדבר יוצר לחץ טכני מיותר על מנהלי השותפות, שעלול להביא אותם להשקיע גם בפרויקטים מוצלחים פחות, רק על מנת לעמוד ברף המספרי הנדרש לשם ביצוע ההנפקה, והכל שלא בטובת המשקיעים עצמם.

8.2. הטיעון המובא במסמך לפיו רף נמוך של תמורה קונקרטי יביא את המשקיעים להשקיע בשותפות "רק על סמך זהות מנהלי השותפות, המוניטין שלהם וניסיונם העסקי" - אינו ברור לנו. כלום יש שלילה בכך שאנשים משקיעים את כספם גם לפי זהותם של אלו שינהלו את הכסף? האם מתווה ה- SPAC הרווחת כעת בבורסות בארה"ב (ואשר רשות ני"ע הבהירה כי ברצונה לאמצו גם בארץ) אינו מתנהל על פי אותו רעיון בדיוק ללא כל מגבלות מסוג זה?

8.3. ראוי שרשות ני"ע תכיר במשוואה הידועה של סיכון-סיכוי. ככל שהסיכון גדול יותר כך גדל גם הסיכוי, ו-וודאות גדולה מייצרת אולי יציבות לכאורית, אך גם מקטינה את התשואה הצפויה. הציבור הישראלי מתוחכם דיו על מנת לגלם את הנחות העבודה הכלכליות הללו באפיקי ההשקעה שלו. אם רשות ני"ע לא תאפשר לו לעשות זאת בבורסה

בתל אביב, יבחר הציבור בקלות לעשות זאת בבורסות בחו"ל.

8.4. בנוסף, ברי כי יכולת ניהול המו"מ של שותפות המו"מ הנסחרת מול חברות מטרה שהיא מעוניינת להשקיע בהן, משתפרת לאחר שהשותפות גייסה את הכסף בפועל. המשמעות היא ששותפות מו"מ רשומה שכבר גייסה כספים מן הציבור (קרי, אחרי רישומה למסחר) תהיה אטרקטיבית יותר בעיני חברות מטרה, באופן יחסי לשותפות מו"מ שטרם גייסה את הכסף. משכך, ככל שיתאפשר לשותפות מו"מ שכבר גייסה את הכסף חופש פעולה רחב יותר דווקא לאחר הגיוס (משמע- יידרשו ממנה אחוזים נמוכים יותר של כספי השקעה שיועדו מראש), הרי שתשתפר יכולתה "למשוך" אליה חברות מטרה טובות יותר בהן תשקיע, ובכך תשתפר גם יכולתה להיטיב עם ציבור המשקיעים.

8.5. משכך נבקש לבטל את התיקון המוצע בסעיף ד' למסמך.

9. אופן השקעת הכספים שהתקבלו מתמורת ההנפקה (סעיף ה' למסמך): הקביעה לפיה "רצוי כי כספי תמורת ההנפקה שטרם יועדו יושקעו בנכסים נזילים וסולידיים אשר יבטיחו את ערכם למשך תקופת החזקתם ועד למימושם לטובת השקעות השותפות" היא לגיטימית. עם זאת הקביעה לפיה "מוצע לקבוע את אופן השקעת הכספים שהתקבלו מתמורת ההנפקה כך שיבטיח את ערכם למשך תקופת החזקתם ועד למימושם לטובת השקעות השותפות" היא יומרנית וכובלת יתר על המידה.

9.1. המבחן התוצאתי (יבטיח את ערכם") הנו מבחן לא ישים, שכן אף השקעה (למעט כזו שתשואתה אפסית) אינה נטולת סיכון באופן מוחלט ומבטיחה במאת אחוזי וודאות את ערכה. ראוי יותר לדבר במונחים של שקיפות ומתן ביטוי מראש למדיניות השקעת הכספים במסגרת מסמכי ההנפקה. כך יוכל הציבור לשקלל מראש את היבטי הסיכון והסיכוי עוד בטרם יבחר אם להשקיע בשותפות אם לאו. בנוסף ניתן לדרוש אישור של דירקטוריון השותף הכללי לכללי ההשקעה של הכספים, טרם השקעתם.

9.2. אפשרות נוספת היא לייצר הקבלה בין אופן השקעת הכספים שיתקבלו בשותפות מתמורת ההנפקה, ובין הנכסים הנוספים שהותרו להחזקה על ידי קרנות ההי טק, בתקנות השקעות משותפות בנאמנות- קרן טכנולוגיה עלית תשע"ז- 2016. הקבלה זו תייצר איזון ראוי בין שאיפת הרשות לבחירה באפיקי השקעה סולידיים, ובין הרף הלא ריאלי שהוצב בנוסח התיקון המוצע.

10. הארכת תקופת החסימה המוטלת על ניירות הערך המוחזקים על ידי השותף הכללי ובעל השליטה בו בשותפויות מו"פ (סעיף ב' למסמך) - לא ברור הצורך להחמיר בכללי החסימה החלים על מנפיקי שותפויות המו"פ, ביחס לתקופת החסימה החלה על מנפיקי חברות אחרות. גם כך מוטל על שותפויות מו"פ נסחרות נטל רגולטורי עודף ביחס לקרנות הון סיכון פרטיות, אין צורך להכביד עליהן שלא לצורך גם ביחס לגופים אחרים הרשומים למסחר. נטל רגולטורי כבד מדי יבריא שותפויות מו"פ מהבורסה הישראלית, וזו וודאי (כך נרצה להאמין) אינה תוצאה רצויה בעיני רשות ני"ע.

10.1. משכך נבקש לבטל את התיקון המוצע בסעיף ב' למסמך.

בברכה  
  
אילן פלטר, מנכ"ל

העתקים:

איתי בן זאב, מנכ"ל הבורסה לני"ע בתל אביב  
דר' משה ברקת, הממונה על רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון  
עו"ד מאיר לוין, המשנה ליועמ"ש, משרד המשפטים  
גדעון תדמור, יו"ר איגוד החברות הציבוריות  
עו"ד ענת פילצר-סומך, יועצת משפטית לאיגוד החברות הציבוריות, משרד פילצר-סומך, עו"ד