



רשות ניירות ערך

הצעת אסדרה להתרת מימון הלוואות המונים לתאגידים

בפטור מתשקיף

(P2B - Peer to Business lending)

16 בינואר 2017

נוסח להערות ציבור

הערות ותגובות תתקבלנה עד ליום 15.2.17

אנשי קשר: עוה"ד צפנת מזר ואביטל קרופניק

טל': 02-6556456 ; פקס: 02-6513646 ; דוא"ל : seclaw@isa.gov.il

נבקש להפנות את תשומת ליבכם לנוהל שפרסמה הרשות בעניין ייזום אסדרה, ראו:
בהתאם לנוהל זה ההערות המרכזיות מאת http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_7067.pdf
הציבור יובאו במסמך המרכז את נוסח האסדרה שגובש, תוך ציון שמות המגיבים מקרב הציבור. ראו גם
סעיף 7 לאותו הנוהל, בדבר בקשות מיוחדות להימנע מפרסום שמי כאמור.

הצעת אסדרה להתרת מימון הלוואות המונים לתאגידים בפטור מתשקיף (P2B - Peer to Business lending)

דברי הסבר

"מימון המונים", הידוע בשם Crowdfunding, הינו מודל לגיוס כספים מהציבור הרחב באמצעות פלטפורמה אינטרנטית, כאשר הרעיון העומד בבסיסו הוא גיוס סכומים קטנים מציבור גדול של אנשים.

בחודש דצמבר 2015 אישרה הכנסת ופורסם ברשומות החוק לקידום השקעות בחברות הפועלות בתחומי הטכנולוגיה העילית (היי-טק) (תיקוני חקיקה), התשע"ו-2015.¹ חוק זה תיקן את חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "חוק ניירות ערך" או "החוק") כך שהוסף סעיף 15ב(4א) שעיגן את אפשרות ביצוע מימון המונים על ידי תאגידים בתמורה לניירות ערך, בפטור מחובת פרסום תשקיף.

מכוח סעיף זה גיבשה רשות ניירות ערך (להלן: "הרשות") טיוטת תקנות לאסדרת פעילות מימון ההמונים הממתינה בימים אלה לדיון בוועדת הכספים של הכנסת² (להלן: "טיוטת התקנות" או "הטיוטה"). טיוטת התקנות כוללת, נוסף על אפשרות גיוס הון על ידי תאגידים, גם את האפשרות של הנפקת חוב על ידם (להלן: "מימון הלוואות המונים", המכונה - Peer to Business lending).

הטיוטה מסדירה את תנאי מנגנון מימון ההמונים, ובכלל זה היקפי השקעה מקסימליים המותרים על ידי משקיעים, היקפי גיוס מקסימליים המותרים על ידי התאגידים, פיקוח של הרשות על החברות המפעילות את פלטפורמות הגיוס האינטרנטיות (להלן: "רכזי ההצעה"), הגילוי שיידרש מרכזי ההצעה ביחס לפעילותם וביחס לתאגידים המנפיקים, תנאי כשירות לרישום כרכזי ההצעה ועוד.

טיוטת התקנות מסדירה אם כן פעילות של מימון הלוואות המונים ביחס לחוב שתלווה חברה מסוימת, בכפוף לגילוי זהותה ופרטים נוספים לגביה, כמפורט שם (להלן: "המודל האקטיבי").

ודוק, מסקירת פעילות של מימון הלוואות המונים בישראל ובעולם נכחה הרשות כי קיים מודל עסקי נוסף למימון הלוואות המונים.³ על פי מודל זה המשקיע רק קובע לפלטפורמה את סכום ההשקעה שברצונו להשקיע ורמת הסיכון בה הוא מעוניין בעוד שהפלטפורמה היא שבחרת את ההלוואות הספציפיות ומפזרת עבור המשקיע את סכום ההשקעה בין מבחר ההלוואות המצויות במאגר שלה (להלן: "המודל הפאסיבי").

הרשות סבורה כי יש מקום להתאים את האסדרה המתגבשת ביחס למימון הלוואות המונים גם ביחס למתווה פעילות במודל הפאסיבי. להלן יפורטו עקרונות אסדרה מוצעת בנדון.

ככלל, טיוטת התקנות עתידה לחול גם על רכזי ההצעה הפועלים במודל הפאסיבי, למעט בנושאים מוגדרים מראש שלגביהם תוצע אסדרה ייעודית. עיקרי ההמלצות לאסדרה ייעודית כאמור, יפורטו להלן.

¹ ניתן לעיין בחוק לקידום השקעות בחברות הפועלות בתחומי הטכנולוגיה העילית (היי-טק) (תיקוני חקיקה), התשע"ו-2015 בקישור הבא - <http://www.justice.gov.il/SitePages/OpenFile.aspx?d=zoUQc0YNQuF2yBThoMFe62cz7Ny8jUOnigtLHVvwOYc%3d>

² ניתן לעיין בטיוטת תקנות ניירות ערך (הצעת ניירות ערך באמצעות רכזי ההצעה) בקישור הבא - http://www.isa.gov.il/%D7%97%D7%A7%D7%99%D7%A7%D7%94%20%D7%95%D7%90%D7%9B%D7%99%D7%A4%D7%94/Legislation/Proposed%20Legislation/2233/Documents/010216_2.pdf

³ בעת האחרונה פועלות בישראל מספר חברות למימון הלוואות המונים על ידי לווים שהינם יחידים. פעילות זו איננה כפופה להוראות חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 וזאת בשל העובדה כי היא אינה נכנסת להגדרת "נייר ערך" בחוק.

עקרונות האסדרה המוצעת להלוואות המונים ללווים תאגידיים במודל הפאסיבי

עקרונות האסדרה המוצעת להלן, עתידים למצוא את מקומם כפרק במסגרת תקנות ניירות ערך (הצעת ניירות ערך באמצעות רכז הצעה) (להלן: "טיטת התקנות").

הגדלת סכומי ההשקעה המקסימליים

1. בטיטת התקנות מוצע לקבוע מגבלות ביחס לסכומי ההשקעה המקסימליים שמשקיע רשאי להעמיד לתאגיד מגייס (הן בעת גיוס הון והן בעת גיוס חוב במודל האקטיבי).⁴ בקביעת מגבלות סכומי גיוס אלו נלקח בחשבון גיוס חוב (והון) לתאגיד מסויים, במודל האקטיבי, כאשר הרציונאל המנחה בהגבלת סכום ההשקעה המקסימלי הינו צמצום מידת החשיפה של המשקיע באפיק זה.
2. נראה כי מידת סיכון זו פוחתת במקרה של השקעה במודל הפאסיבי, שכן סכום ההשקעה של המלווה יחולק בין מספר רב של לוויים, ובכך פוחת הסיכון מפני כשלים בהחזר האשראי.
3. לנוכח האמור, מוצע לקבוע סכומי השקעה גבוהים יותר במודל זה. מוצע כי סך כולל לכל ההשקעות בפלטפורמות מימון המונים (מימון המונים מבוסס הון, מימון הלוואות המונים במודל האקטיבי ומימון הלוואות המונים במודל הפאסיבי) יעמוד על סך של 50 אלף ₪. סכומי ההשקעה המקסימליים שיתרו במימון המונים מבוסס הון ובמימון הלוואות המונים במודל האקטיבי יוותרו על כנם בהתאם לקבוע בטיטת התקנות (הן בהשקעה בודדת והן בסכומן הכולל).

מוצע עוד להתאים את הסכום המקסימלי בהתאם להכנסתו של המשקיע, בשיעורי גידול זהים למוצע בטיטת התקנות, כך שגובה סכום ההשקעה המקסימלי יוגדל בשיעור דומה להגדלה המוצעת בטיטת התקנות ביחס למשקיע בעל הכנסה שנתית העולה על 750,000 שקלים חדשים ושאינה עולה על 1,500,000 שקלים חדשים, ביחס למשקיע שהכנסתו השנתית עולה על 1,500,000 שקלים חדשים, וביחס למשקיע שהשווי הכולל של מזומנים, פיקדונות, נכסים פיננסיים וניירות ערך סחירים שבבעלותו, עולה על שמונה מיליון שקלים חדשים.

סכומי ההלוואה המקסימליים

4. על פי טיטת התקנות סכום ההלוואה המקסימלי מוגבל ככלל לסך של מיליון ₪ בשנה. ככל שקיים בגיוס "משקיע מוביל" שהשקעתו עולה על 10% מהיקף הגיוס ושעומד במספר מאפיינים נוספים, סכום ההלוואה המקסימלי גדל במיליון ₪.⁵ בנוסף, ככל שלתאגיד הלווה אישור של הרשות לעסקים קטנים ובינוניים או של המדען הראשי, סכום ההלוואה המקסימלי גדל במיליון ₪ נוספים (סה"כ מקסימום של 3 מיליון ₪).
5. השקעה בחוב הינה ככלל השקעה מסוכנת פחות מאשר השקעה בהון, לנוכח מעמדם השיורי של בעלי המניות (ומעמדם הגבוה יותר של נושים ביחס אליהם). נוסף על כך, במקרה של גיוס חוב על ידי תאגיד, בפרט במודל הפאסיבי, פוחתים משמעותית הסיכויים להצטרפות של משקיע מוביל אסטרטגי לנוכח עניינם המועט בהשקעות מסוג זה.

⁴ משקיע רשאי להשקיע עד 10,000 ₪ בהשקעה בודדת ועד 20,000 ₪ בכלל ההשקעות במסגרת מימון המונים בתקופה של שנה. בנוסף הוצע לקבוע סכומים גבוהים יותר ביחס למשקיעים אמידים יחסית, עד לסכום כולל של 100,000 ₪ בשנה.

⁵ משקיע מוביל מוגדר בטיטת התקנות כמשקיע שאין לו זיקה או כל קשר עסקי או מקצועי אחר עם חברה מציעה, בעל השליטה בה, בעל ענין בה, נושאי משרה בכירה בה או תאגיד בשליטת בעל השליטה בה, בשנתיים שקדמו למועד ההצעה, במועד ההצעה ולמשך שנה ממועד ההצעה, למעט כהונה בתפקיד דירקטור בחברה המציעה, ללא תמורה; הוא אחד מאלה: (1) הוא משקיע מוסדי המנוי בפרטים (1) עד (4) או (9) לתוספת הראשונה לחוק; (2) קרן טכנולוגיה עילית כהגדרתה בחוק להשקעות משותפות; (3) אדם המתמחה בביצוע השקעות בחברות מחקר ופיתוח או בעסקים קטנים ובינוניים, לפי העניין, שבחמש השנים שקדמו למועד ההצעה ביצע חמש השקעות קודמות בחברות פרטיות כאמור לפחות, בהיקף כולל שלא יפחת משני מיליון שקלים חדשים.

6. לאור האמור לעיל ובאופן דומה לאסדרה המוצעת לעיל ביחס לסכום ההשקעה המקסימלי, מוצע להגדיל את סכום הגיוס האפשרי של תאגיד. במסגרת זו מוצע לקבוע כי סכום הגיוס הכולל בכלל פלטפורמות מימון המונים (מימון המונים, מימון הלוואות המונים במודל האקטיבי ומימון הלוואות המונים במודל הפאסיבי) יעמוד על סך של 6 מיליון ₪ בשנה. סכום הגיוס המקסימלי שיותר במימון המונים מבוסס הון ומימון הלוואות המונים במודל האקטיבי יוותרו על כנם בהתאם לקבוע בטיטת התקנות (הן בהשקעה בודדת והן בסכומן הכולל).

חובות ייחודיות של רכזי הצעה הפועלים במודל הפאסיבי

7. כאמור לעיל, על רכזי הצעה במודל הפאסיבי יחולו כל החובות האמורות בטיטת התקנות, אלא אם ייקבע אחרת על פי עקרונות האסדרה הייעודית המפורטים במסמך זה. מוצע להסדיר באופן ייעודי חובות ייחודיות של רכזי הצעה הפועלים במודל הפאסיבי, כמפורט להלן:

הקצאת כספי המלווים ופיזורן בין הלוואות שונות

8. כאמור לעיל, במסגרת המודל הפאסיבי, המלווה קובע לכל היותר את סכום ההשקעה שברצונו להשקיע, רמת הסיכון בה הוא מעוניין וגובה הריבית אותה הוא רוצה לקבל בגין ההלוואה, ורכז ההצעה בוחר עבורו את ההלוואות הספציפיות ומפזר את סכום ההשקעה בין מבחר ההלוואות המצויות במאגר שלו.

9. לפיכך, מוצע לחייב את רכז ההצעה במודל הפאסיבי לעמוד בדרישות הבאות: (1) הקצאת ההלוואות למשקיע תעשה על ידי רכז ההצעה באמצעות מודל מפורט שמטרתו פיזור הסיכון, אשר רכז ההצעה יציג גילוי לגביו; (3) היקף כל הלוואה לא יעלה על שיעור של 5% מסכום ההשקעה הכולל של המשקיע.

מתן שירותי גביית חוב והגילוי בעניינו

10. מאחר ורכזי ההצעה במודל הפאסיבי מפזרים את השקעות המלווים בין הלוואות שונות לפי מודל פיזור סיכון, נשמרת אנונימיות זהות המלווים והלווים שכן המלווים אינם יודעים למי כספי השקעתם הועברו, והלווים אינם יודעים מיהם המלווים שהלוו להם.

11. רכזי הצעה הפועלים במודל הפאסיבי מציעים במסגרת שירותיהם גם את תפקיד גביית החובות מלווים חדלי פירעון ולעיתים אף נעזרים בחברות ייעודיות המתמחות בגביית חובות. ככלל לתפקיד זה חשיבות רבה במיוחד במודל הפאסיבי לנוכח השמירה על אנונימיות הלווים והמלווים.

12. לתפקיד זה של רכזי ההצעה במודל הפאסיבי בו נשמרת אנונימיות הלווים, חשיבות רבה ולכן מוצע להטיל על רכז ההצעה חובה לנקוט באמצעים סבירים לגביית החובות של לוויים חדלי פירעון. בנוסף, מוצע לדרוש גילוי ברור ומפורט של רכז ההצעה בקשר עם מתן שירות מסוג זה ובכלל זה: האמצעים שישמשו אותו לביצועו; מועד נקיטה באמצעים; אופן מסירת מידע למשקיעים בקשר ללוויים להם העמידו כספים אשר כנגדם מתנהל הליך גביה.

בנוסף, מוצע לקבוע כי מקום בו הלווה אינו עומד בהחזר החוב במועדו (במועד שיקבע על ידי רכז ההצעה ויקבל גילוי על ידו), יידרש רכז ההצעה לחשוף את זהות הלווה בפני המלווים שהלוו לו כספים. באופן זה יהא באפשרות המלווים לפעול גם באופן עצמאי מול הלווה לצורך גביית החוב. כך, חובת רכז ההצעה במודל הפאסיבי לשמור על אנונימיות זהות הלווים והמלווים, תוחרג במפורש במקרה של כשל פירעון של הלווה או אי עמידת רכז ההצעה במאמציו לגביית החוב.

הפעלת קרן שיפוי והגילוי בעניינה

13. מסקירת השוק הקיים עולה כי רכזי הצעה במודל הפאסיבי מפעילים לעיתים מנגנון של קרן שיפוי או קרן בטחון המשמשת כ"ביטוח" מוגבל מפני חדלות פירעון של לוויים. ייסוד קרן שיפוי כאמור מבוצע באמצעות הפרשת תשלום מסוים מסך ההשקעה, לטובת קרן השיפוי אשר "מבטחת" את המשקיעים. רכזי ההצעה משתמשים בכספי הקרן לכיסוי עלויות גביה וכן לשם פיצוי מלווים שלא קיבלו חזרה את כספם, בשל לוויים חדלי פירעון, אך זאת ללא התחייבות לכיסוי הפסדי כלל המלווים במקביל.

14. מוצע לקבוע הוראת גילוי לרכזי ההצעה בקשר עם הקמתה או אי הקמתה של קרן שיפוי, וכן לפרט בבירור את אופן השימוש בקרן ובכלל זה ההיקף הכספי שיופרש על ידי משקיע לקרן; המטרות להן ישמשו כספים אלו; מידע אודות התנאים בעטיים יהיה משקיע זכאי לשיפוי והסיכונים הכרוכים בהשקעה גם בהינתן קרן השיפוי.

היקף הגילוי הנדרש ביחס ללוויים במועד ההצעה ובמהלך חיי החוב

15. במודל הפאסיבי שבו המלווה מעמיד את סכום ההלוואה לרכז הצעה אשר מפזר את הסכום בין הלוואות שונות בהתאם לדרגת הסיכון שהוגדרה על ידי המלווה, מוצע לעגן דרישות גילוי שונות במועד ההצעה ולאחר מכן. במודל זה עולה חשיבותו של גילוי הניתן על ידי רכז ההצעה לגבי תיק ההלוואה של המשקיע ללא צורך בגילוי מאפייניו הקונקרטיים של כל אחד מהלוויים.

16. לנוכח האמור לעיל, מוצע כי ברכזי הצעה הפועלים במודל הפאסיבי, בשונה מהמודל האקטיבי, לא יידרש גילוי קונקרטי על הלווה, מלבד הוראה כללית לפיה מידע בקשר ללוויים ככל שיינתן, לא יכלול פרט מטעה, וזאת לצד הגילוי הנדרש כאמור להלן ביחס לפעילות רכז ההצעה.

היקף הגילוי הנדרש ביחס לרכז ההצעה

17. במודל הפאסיבי תפקידו של רכז ההצעה עשוי להיות רחב יותר משל מקבילו במודל האקטיבי. כך, בין שירותי רכז ההצעה, ייכללו גם שירותי בחירת ההלוואות להן יועמדו סכומי ההשקעה של המשקיע בהתאם לנוסחת מיזעור סיכון; שירותי סליקת החוב במסגרתם רכז ההצעה מעביר את תשלומי הקרן והריבית למלווים בהגיע מועד תשלומם; שירותי גביית חוב במקרה של אי פירעונו על ידי הלווה; לעיתים גם ביצוע בדיקות נאותות של הלוויים לצורך דירוג הלוואתם ובחינת יכולת שירות החוב על ידם.

18. לנוכח תפקידיהם הנוספים של רכזי ההצעה בקשר עם מימון הלוואות המונים במודל הפאסיבי מוצע כי ביחס אליהם יידרש גילוי כדלהלן, שיינתן מעבר לחובות שנקבעו בטיטות התקנות:

- **בקשר עם שירותי גביית החוב** - מוצע לדרוש גילוי ביחס למעורבות רכז ההצעה במאמצי גביית החוב מהלווה במקרה של אי החזר החוב, הבהרת האמצעים שיפעיל רכז ההצעה כדי לגבות את הכספים ופרטים בדבר שימוש בשירותיהן של חברות לגביית חובות.
- **בקשר עם תיק ההשקעה של המשקיע** מוצע לדרוש גילוי בדבר - (1) מידת ואופן פיזור ההלוואות, ובכלל זה מספר ההלוואות ביניהן מפוזרת ההשקעה; (2) היקף כל הלוואה בתיק ההלוואות, דירוג כל אחת מהן, משך ההלוואה ומועדי פירעון קרן וריבית בגינה; (3) שיעור התשואה החזוי המצטבר ביחס לתיק ההשקעות של המשקיע.
- **בקשר עם פעילות רכז ההצעה** מוצע לדרוש גילוי משלים בדבר:
 - (1) האופן בו רכז ההצעה מחליט כיצד לפזר את כספי ההשקעה בין לוויים שונים – המודל שמשמש אותו לפיזור הסיכון;
 - (2) ממוצע שיעורי חדלות הפירעון (default rates) בעבר – תוך הבהרה כי אין כל הבטחה שנתוני העבר יתקיימו בשנית, לתקופת עבר של 5 שנים מלאות או מרגע תחילת הפעילות של רכז ההצעה;
 - (3) חיזוי שיעורי חדלות פירעון (default rates) עתידיים – תוך מתן הסבר לאופן ביצוע החיזוי, שימוש בהנחות סבירות ואובייקטיביות ושלא על סמך ביצועי עבר בלבד, ובתוספת אזהרה כי מדובר בנתונים חזויים בלבד;
 - (4) תיאור בדבר התשואה החזויה בשקלול הסיכוי ל default, השלכות מס ועמלות שייגבו על ידי רכז ההצעה;
 - (5) פירוט אודות התשואה האפקטיבית למשקיעים במהלך 12 החודשים האחרונים לעומת התחזיות שפרסם רכז ההצעה;
 - (6) שיעור החובות שלא נפרעו בפילוח לפי שנים;
 - (7) גילוי בדבר תפקידי רכז ההצעה בגביית החובות, בביצוע בדיקות נאותות, במתן שירותי דירוג להלוואות ובהקמת קרן שיפוי, ככל שהוקמה כזו.
- **מוצע לדרוש מרכז ההצעה למסור לכל משקיע דיווח שוטף, רבעוני, בקשר עם תיק ההשקעות שלו הכולל כל פרט מהותי הנדרש למשקיע ובכלל זה:** פירוט פירעונות שבוצעו במהלך התקופה; ההיקף שנותר של כל הלוואה בתיק ההלוואות; היקף הקרן והריבית שנותרו לתשלום במצטבר בתיק ההשקעות וביחס לכל הלוואה; סך תשלומי העמלות שגבה רכז ההצעה במהלך התקופה; שיעורי חדלות פירעון של הלוואות בתיק ההשקעה והיקפיהן; היקפי השבה מקרן השיפוי ככל שבוצעו; ופירוט המאמצים שבוצעו לגביית חוב שלא נפרע במועדו (ככל שהתקיים), תוך יידוע המשקיע ככל שלא ננקטו אמצעים כאמור.