



**רשות ניירות ערך**

**גיוון מקורות ההון של חברות ההיי-טק והנגשתן לשוק ההון  
המקומי - תקציר**

**נובמבר 2019**

## תמצית מנהלים

במהלך שלושת העשורים האחרונים, מדינת ישראל שמה לעצמה למטרה, לקדם את תעשיית ההיי-טק המקומית, מתוך הכרה כי תעשייה זו מהווה את מנוע הצמיחה של המשק הישראלי. במסגרת קידום תעשייה זו, אשר שמה את ישראל בחזית החדשנות הטכנולוגית, לא הצליחה המדינה להפוך את תעשיית ההיי-טק לנחלת הכלל, הן במישור של מספר העובדים המועסקים בה והן במישור של נגישות הציבור להשקעה בחברות הפועלות בתעשייה זו, כך שבתעשיית ההיי-טק מעורבת קבוצה לא מספיק גדולה של יזמים ואנשי מקצוע לצד גופי השקעה ומשקיעים פרטיים. במהלך אותם עשורים, קמו ועדות שונות לשם קידום תעשיית ההיי-טק, ביניהן הועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח, אותה הקים יו"ר רשות ניירות ערך (להלן - "הרשות") בספטמבר 2012 (להלן - "ועדת המו"פ").

הדוח הסופי של ועדת המו"פ פורסם במהלך ינואר 2014, והוא כלל ארבע המלצות עיקריות - הנגשת הבורסה לניירות ערך בתל אביב (להלן - "הבורסה") לחברות ההיי-טק, על דרך של מתן שורה של הקלות והטבות; הקמה של קרנות היי-טק נסחרות; פתרונות מימון חוץ בורסאיים על דרך של מימון המונים (Crowdfunding) ומועדוני משקיעים מתוחכמים ועידוד השקעת הגופים המוסדיים בחברות ההיי-טק סחירות.

על מנת לנסות ולקדם את תעשיית ההיי-טק המקומית ולנסות להנגישה לשוק ההון הישראלי, הכין סגל הרשות, לבקשת יושבת ראש הרשות, מסמך אשר ממפה את תעשיית ההיי-טק הישראלי, תוך שימת זרקור על הענפים אשר צפויים להוביל תחום זה בעתיד; השחקנים המרכזיים בשוק ההון המקומי, והתייחסות להיקף השקעתם בחברות ההיי-טק מקומיות; מקורות ההון הזמינים כיום לחברות ההיי-טק ישראליות הזקוקות להון; ומיפוי החסמים העיקריים המונעים מעורבות גדולה יותר של הגופים המוסדיים בתחום ההיי-טק המקומי. המסמך אף סוקר מכשירי השקעה שונים הקיימים במדינות אחרות בעולם, וכן מהלכים שונים שבוצעו ומתבצעים במהלך השנה האחרונה.

מסמך זה הינו מסמך מקוצר אשר מסכם את הדגשים העיקריים שעלו מהמסמך המקורי (להלן - "המסמך המפורט"), אשר מטרתו להוות חומר רקע לדיוני הוועדה המייעצת לרשות ניירות ערך בנושאי טכנולוגיה ושוק ההון, אשר תתכנס על מנת לבחון, בין היתר, כיצד ניתן להנגיש את תעשיית ההיי-טק המקומית לשוק ההון הישראלי.

אלי דניאל	אבי לאור
אמיר בן מויאל	שני רביב
עמית נוי	דניאל שמענוב
אשרף ריאן	דורון שעובי

נובמבר 2019

## תוכן עניינים

5.....	1. ההיי-טק הישראלי - קטר הצמיחה של המשק הישראלי
8.....	2. מקורות המימון הקיימים לתעשיית ההיי-טק המקומית
8.....	2.1 רשות החדשנות
8.....	2.2 אנג'לים מקומיים וזרים
9.....	2.3 קרנות הון סיכון
11.....	2.4 משקיעים מוסדיים ישראלים
11.....	2.5 רישום למסחר בבורסה - גיוס מהציבור
14.....	3. מימון ציבורי בישראל - אתגרים והזדמנויות
14.....	3.1 אתגרים
15.....	3.2 ההזדמנויות של אפיק המימון הציבורי בישראל
16.....	3.3 איומים על תעשיית ההיי-טק הישראלי
17.....	3.3.1 משבר כלכלי
17.....	3.3.2 רפורמת המיסוי בארה"ב
18.....	3.3.3 מלחמת הסחר של ארה"ב וסין
19.....	4. ועדת המו"פ
19.....	4.1. רקע להקמתה
19.....	4.2. המלצות עיקריות וסטטוס יישומן
19.....	4.2.1 הנגשת הבורסה בתל אביב לחברות היי-טק
21.....	4.2.2 הקמת קרנות טכנולוגיה עילית
22.....	4.2.3 פתרונות מימון חוץ בורסאיים
23.....	4.2.4 עידוד השקעת הגופים המוסדיים בחברות היי-טק סחירות
24.....	5. מדוע שוק ההון (המוסדיים) אינו פוגש את תעשיית ההיי-טק הישראלית?
24.....	5.1 חסמים רגולטוריים - ועדת חודק
24.....	5.2 סיכון גיאו-פוליטי בהשקעה בהיי-טק הישראלי
24.....	5.3 מגבלות מיסוי
24.....	5.3.1 הסדרי מיסוי ייחודיים לקרנות הון סיכון וקרנות השקעה פרטיות
24.....	5.3.2 מגבלת המע"מ
24.....	5.4 מגבלת ההוצאות ישירות הניתנות להשתה על העמיתים
25.....	5.5 סיכויי הצלחה של קרנות הון סיכון וההתאמה לפרופיל הסיכון של הקופות
25.....	5.6 ההשפעה השלילית של חובת פרסום תשואה של גופים מוסדיים
25.....	5.7 היעדר תמריצי הצלחה - מגבלת תגמול בפיננסים
25.....	5.8 חוסר בידע, יכולת וכדאיות כלכלית לניתוח חברות טכנולוגיה או הזנק
26.....	6. כיצד ניתן להבטיח את המשך הצמיחה והשגשוג?
26.....	6.1 הקמת בורסה משנית
27.....	6.1.1 תמריצים בצד המנפיקים והמשקיעים

29.....	שותפויות מו"פ סחירות	6.2
29.....	מכשירי השקעה בחו"ל	6.3
30.....	אנגליה: Venture Capital Trust -VCT	6.3.1
30.....	אנגליה: EIS - Enterprise Investment Scheme	6.3.2
31.....	אנגליה: קרן מרכזת ציבורית - Fund of Funds	6.3.3
31.....	אוסטרליה: Venture Capital Fund of Funds- AFOF	6.3.4
31.....	קנדה: מכשיר ה-LSIF	6.3.5
32.....	קרן ענפית על בסיס מודל ה-SPAC	6.3.6
33.....	אג"ח מיועדות כתמריץ השקעה למוסדיים	6.4
33.....	שת"פ עם רשות החדשנות -סבסוד אנליסטים למוסדיים	6.5
33.....	שת"פ עם רשות החדשנות - רתימת ה-EIF לטובת חברות היי-טק מקומיות	6.6
34.....	סיכום ושאלות מנחות לציבור	7

## 1. ההיי-טק הישראלי - קטר הצמיחה של המשק הישראלי

"מדינת ישראל שמה לה למטרה לקדם את תעשיית ההיי-טק, מתוך הכרה כי תעשייה זו, על כל גווניה השונים, היא תעשיית העתיד ומנוע הצמיחה של המשק הישראלי"<sup>1</sup>.

הנחת המוצא של הדיון הינה כי תעשיית ההיי-טק הינה תעשייה חיונית להבטחת המשך הצמיחה וליציבות המשקית. תעשייה זו היוותה בעשורים האחרונים את מנוע הצמיחה של המשק הישראלי והיא מאופיינת בערך מוסף גבוה, בחדשנות טכנולוגית ובכוח אדם משכיל, מדעי וטכנולוגי.

תרומת התעשייה באה לידי ביטוי בכמה מישורים, לרבות, בגידול בייצוא של המשק, אשר כמעט והוכפל במהלך חמש השנים האחרונות תוך שהוא משלים עלייה מצרפית חדה, של כ-80% ושיעור גידול ממוצע של למעלה מ-12%, מדי שנה. בשנת 2018 צמח ייצוא ההיי-טק מישראל (תעשייה ושירותים) בשיעור כולל של כ-9% להיקף של כ-51 מיליארד דולר והוא מהווה כיום, על פי האומדנים, כ-46% מסך הייצוא הישראלי הכולל<sup>2</sup>.

בנוסף, גם שיעור הערך המוסף הגולמי<sup>3</sup> משקף מציאות זו. על פי נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (להלן - "הלמ"ס") במסגרת השנתון הסטטיסטי לישראל לשנת 2018 (להלן - "דוח הלמ"ס"<sup>4</sup>), הערך המוסף הגולמי בענפי ההיי-טק לשנת 2015 עמד על 19.2% מסך הערך המוסף הגולמי במגזר העסקי. סך הערך המוסף הגולמי בענפי ההיי-טק הסתכם באותה השנה בכ-130.2 מיליארד ₪, עלייה של 7.4% לעומת שנת 2014, מה שתרם לכך שסך הערך המוסף הגולמי במגזר העסקי גדל בשנת 2015 בשיעור של 6.4%.

באשר למצבן של חברות ההזנק המקומיות, הרי שעל פי נתוני ה-OECD<sup>5</sup>, מדינת ישראל מושכת הון סיכון רב יותר (ביחס לתמ"ג) מכל מדינה אחרת החברה בארגון, ורוב המימון ניתן לחברות היי-טק המצויות בשלבים המוקדמים של חייהן - Early stage / Seed. בהקשר זה, ניתן לציין כי במהלך השנים 2011-2016 הוקמו בישראל 4,029 חברות הזנק, כאשר עד לשנת 2016, 1,059 מאותן חברות נסגרו או השעו את פעילותן.

בחינת מצבן של חברות ההזנק בשנתיים האחרונות, בהסתמך על מכון המחקר IVC<sup>6</sup>, מראה כי הצמיחה העקבית בהיקף ההשקעות בהן המשיכה גם בשנת 2018, כאשר סך גיוסי ההון עמד על כ-

<sup>1</sup> דוח ועדת המו"פ, עמוד 8.

<sup>2</sup> <https://www.export.gov.il/api/Media/Default/Files/Economy/ExportMegamotSikum2018.pdf>

<sup>3</sup> ערך מוסף גולמי הינו התוצרת פחות צריכת הביניים, שהיא ההפרש שבין התפוקה הגולמית והתפוקה נטו.

<sup>4</sup> <https://www.cbs.gov.il/he/publications/DocLib/2018/shnaton69/shnaton69.pdf>

<sup>5</sup> על פי נתוני ה-OECD אשר נכללים בדוח הלמ"ס.

<sup>6</sup> [https://www.ivic-online.com/Portals/0/RC/Survey/IVC\\_Q4-](https://www.ivic-online.com/Portals/0/RC/Survey/IVC_Q4-18%20Capital%20Raising_Survey_Final.pdf)

[18%20Capital%20Raising\\_Survey\\_Final.pdf](https://www.ivic-online.com/Portals/0/RC/Survey/IVC_Q4-18%20Capital%20Raising_Survey_Final.pdf)

6.4 מיליארד דולר, לעומת כ-5.3 מיליארד דולר בשנת 2017. בשים לב לכך שבשנת 2018 היו 623 עסקאות בתחום, הרי שסכום הגיוס הממוצע טיפס לכ-10.2 מיליון דולר.

מרבית הגידול שנרשם בגיוסי ההון במהלך השנים האחרונות מיוחס לחברות המצויות בשלבי צמיחה, בעוד שאצל חברות המצויות בשלבים הראשוניים (Early Stage) ניכרת היחלשות. כך, לאחר מספר שנים רצופות בהן נפתחו למעלה מ-1,000 חברות הזנק חדשות בשנה, בשנת 2017 נפתחו כ-770 חברות הזנק, ומנתונים ראשוניים נראה כי מגמת הירידה נמשכה גם ב-2018. כמו כן, ישנה ירידה במספר האקזיטים ובהיקפם הכספי הכולל לעומת השיא שנרשם בשנת 2015.

ככלל, תעשיית ההיי-טק הישראלית מושפעת מאוד ממגמות עולמיות, ועל כן, מתקיים מתאם גבוה בין התהליכים הגלובליים ובין התהליכים המתרחשים בישראל. לפיכך, בדומה למגמה העולמית, לפיה קרנות ההון סיכון מעדיפות להמר על מספר קטן יותר של חברות הזנק מביטוחות ולתדלק אותן זמן רב יותר במימון נדיב, גם בתעשיית ההיי-טק הישראלית החלו המשקיעים, במהלך השנים האחרונות, להשקיע סכומים גדולים יותר, לאורך זמן רב יותר, במספר קטן של יותר חברות הזנק. בהתאמה, מספר עסקאות הגיוס בישראל יורד בהתמדה בשנים האחרונות, במיוחד בשלבים המוקדמים, בעוד שגודל הסבב החציוני עולה. כך לדוגמה, גובה הגיוס החציוני בסבב B היה כ-10 מיליון דולר בשנת 2015, ואילו במחצית הראשונה של שנת 2018 הוא כבר הסתכם ב-20 מיליון דולר.

**\* פירוט והרחבה אודות הסקטורים המובילים ומגמות והתפתחויות בתעשייה, מופיעים במסמך המלא.**

הצמיחה שפורטה לעיל, בהיקף ההשקעות בתעשיית ההון סיכון בשנת 2018, מצביעה על המשך רציף ועקבי של גידול בגיוסים של חברות הטכנולוגיה בישראל, זו השנה השישית ברציפות, ובסך הכול נרשם גידול של כ-120% בהיקף ההשקעות בתחום משנת 2013 ועד לשנת 2018.

יודגש, כי ישנם שני נתונים שבולטים במיוחד לאורך השנים האחרונות - מחד, אנו עדים לגידול מתמיד וחד בסך הגיוסים הכולל לחברות הפועלות בתעשיית ההיי-טק המקומית. מאידך, ישנו קיטון מתון במספר העסקאות שמתבצעות בכל שנה. נתונים אלה מלמדים כי היקף ההשקעה הנדרש בכל סבב גיוס, בין השנים, הוא גבוה משמעותית, דבר אשר עשוי להעיד על התבגרות של השוק, וכן על מיקוד בהשקעות בעסקאות Mid-Stage ו-Late Stage. כך למשל, שנת 2018 כללה 5 עסקאות בסכום העולה על 100 מיליון דולר לעסקה, כאשר הסך המצטבר של 5 העסקאות הללו היווה כ-13% מנתח ההשקעות הכולל באותה שנה.

על פי דוח של מכון המחקר IVC ביחד עם פירמת עורכי הדין ZAG-S&W<sup>7</sup>, הרבעון הראשון של שנת 2019 התאפיין בהמשך מגמת הפריחה בהשקעות ההון סיכון בישראל כאשר חברות ההיי-טק

<sup>7</sup> <https://www.ivc-online.com/Portals/0/RC/Survey/IVC-ZAG%20Full%20Survey%20Q2-19-Final.pdf>

הישראליות גייסו כ-1.55 מיליארד דולר, עלייה של 28% ביחס לסך ההשקעות ברבעון המקביל לשנת 2018.

העלייה בהיקף ההשקעות באה לידי ביטוי גם בעלייה בהשקעה הממוצעת לעסקה ובהשקעות בסבבי גיוס מאוחרים. ברבעון הראשון לשנת 2019 ניתן לציין כי תחום ה-Artificial Intelligence בלט בהיקפי הגיוס כאשר חברות מתחום זה גייסו סכום שיא של 599 מיליון דולר. פרט נוסף שניתן לציין בהקשר זה - מרבית ההשקעות בחברות ה-AI התבצעו בסבבי גיוס מוקדמים. עוד עולה מדוח מכון המחקר IVC, כי המשקיעים הבולטים אשר עומדים מאחורי העסקאות הן **קרנות ההון סיכון**, כאשר מעט אחריהן ניצבים המשקיעים הפרטיים והקרנות התאגידיות<sup>8</sup>.

בהקשר זה, יש לציין כי בישראל, נוכחותן של קרנות הון סיכון תאגידיות בולטת במיוחד. כיום פועלות בישראל כ-40 קרנות מסוג זה, בהן ארבע מתוך חמש קרנות ההון סיכון הפעילות ביותר בעולם, ובשנת 2017 עמד היקף השקעותיהן בישראל על למעלה ממיליארד דולר. משקלם של התאגידים בכלל השקעות ההון סיכון בישראל עומד על כ-33%<sup>9</sup> - פער משמעותי ביחס למשקל של כ-20% בעולם.

בבואנו לבחון את חלוקת מקורות המימון של תעשיית ההיי-טק הישראלית, ניתן לראות כי לאורך שנים חלק הארי של מימון תעשייה זו מגיע מחוץ לישראל. כך, על פי נתוני מכון המחקר IVC, במהלך חמש השנים האחרונות, כ-65%-75% מהמימון לתעשיית ההיי-טק המקומית הגיע מחו"ל, כאשר עיקר המימון הזר (כ-35% מכלל המימון לתעשיית ההיי-טק) מגיע מארה"ב.

יצוין, כי ייצוא תעשיית ההיי-טק תורם למשק לא רק בשל הגידול בהיקפו אלא גם בזכות הרכבו. התוצר והשכר למועסקים בו גבוהים ב-50% מהממוצע במשק, ובבנק ישראל טוענים כי: "הצלחתם של ענפי הטכנולוגיה העילית גוררת התייעלות בכל הענפים הסחירים ותורמת בהדרגה להגדלת הפריון בהם"<sup>10</sup>.

בכל הנוגע להיקף המועסקים בתעשיית ההיי-טק המקומית, ניתן לציין<sup>11</sup> כי בשנת 2017 כללה תעשיית ההיי-טק (תעשייה ושירותים) כ-302.7 אלף שכירים לעומת כ-297.2 אלף בשנת 2016. בתחום התעשייה הועסקו כ-113.1 אלף שכירים, בעוד שבתחום השירותים הועסקו כ-189.6 אלף שכירים. אחוז השכירים בתעשיית ההיי-טק בכללותה, מכלל השכירים במשק, עלה מ-7.3% בשנת 1997 ל-9% בשנת 2017 (לעומת 9.1% בשנת 2016).

<sup>8</sup> קרן תאגידית היא קרן הון סיכון אשר מוקמת על ידי תאגיד גלובלי בעל היקף פעילות נרחב, כגון: מיקרוסופט.

<sup>9</sup> <https://www.ivc-online.com/Portals/0/RC/Survey/IVC-ZAG%20Full%20Survey%20Q3-18-Final.pdf>

<sup>10</sup> דוח בנק ישראל לשנת 2017 אשר פורסם ביום 28 במרס 2018.

<sup>11</sup> הנתונים מתבססים על דוח הלמ"ס לשנת 2018.

## 2. מקורות המימון הקיימים לתעשיית ההיי-טק המקומית

### 2.1 רשות החדשנות

בראשית שנת 2016 הפכה לשכת המדען הראשי לרשות עצמאית - הרשות הלאומית לחדשנות טכנולוגית (להלן - "רשות החדשנות"). רשות החדשנות מחליפה את לשכת המדען הראשי במשרד הכלכלה ואת העמותה הממשלתית מתימו"פ (מרכז התעשייה הישראלית למחקר ופיתוח), מתוקף תיקון מספר 7 לחוק לעידוד מחקר, פיתוח וחדשנות טכנולוגית בתעשייה, תשמ"ד-1984 (להלן - "חוק החדשנות").

בשנת 2018 השקיעה רשות החדשנות ב-920 חברות ומימנה כ-1500 פרויקטים, בסך כולל של 1.7 מיליארד ₪. במסגרת זירת הזנק, ניתנה תמיכה ל-213 חברות הזנק בהיקף כולל של כ-400 מיליון ₪. המענק הממוצע לחברה היה 1.9 מיליון ₪. 73 יזמים זכו לתמיכה במסגרת מסלול תנופה. במסגרת זירת צמיחה, ניתנו מענקים מקרן המו"פ ל-177 חברות, בהיקף כולל של כ-430 מיליון ₪. המענק הממוצע לחברה היה 2.4 מיליון ₪. 22 חברות נתמכו במסלול המו"פ הגנרי לחברות גדולות בהיקף כולל של 85 מיליון ₪<sup>12</sup>.

### 2.2 אנג'לים מקומיים וזרים

אחד ממקורות המימון המשמעותיים של חברות ההיי-טק הצעירות, המצויות בראשית דרכן (חברות בשלב ה-Seed), הם האנג'לים. ככלל, אין הגדרה למונח "אנג'ל", אבל, על פניו, המאפיינים של משקיע כאמור הינם - משקיע פרטי בעלי הון שמשקיע בחברות פרטיות המצויות בשלביהן הראשונים, לרוב, לצורך השאת תשואה אישית (קרי, כנגד קבלת החזקה במניות החברה בה מתבצעת ההשקעה), וללא גיוס כספים ממשקיעים מוסדיים או מהציבור.

יש לציין, כי בשל העובדה כי האנג'לים משקיעים בחברות המצויות בשלב מוקדם, השקעתם נחשבת למסוכנת יותר, שכן, בשלב בו מתבצעת השקעת האנג'ל, אי הוודאות הטמונה בהצלחת החברות בהן מתבצעת ההשקעה, היא הגדולה ביותר, ביחס לשלבי השקעה מתקדמים, ולא מעט השקעות יורדות לטמיון.

אחת הסיבות לאטרקטיביות ההשקעה של אנג'לים בחברות היי-טק מקומיות בראשית דרכן, היא "חוק האנג'לים"<sup>13</sup> וההטבה שהוא מקנה להם (הכרה בהשקעה כהוצאה לצרכי מס). על פי נתוני אגף התקציבים, אשר הוצגו במסגרת דיון שהתקיים בוועדת הכספים של הכנסת ביום 29 בדצמבר 2015, במהלך ארבע השנים - משנת 2012 (מועד תחילת מתן ההטבה לפי חוק האנג'לים) ועד תום שנת 2015, אושרו לפי חוק האנג'לים 122 השקעות בהיקף כספי של כ-500 מיליון ₪.

<sup>12</sup> הנתונים לקוחים מתוך דוח רשות החדשנות לשנת 2017-2018.

<sup>13</sup> הכוונה היא לסעיף 20 בחוק המדיניות הכלכלית לשנים 2011 ו-2012 (תיקוני חקיקה), התשע"א-2011 (להלן - "חוק האנג'לים").



על פי מאגר המידע של IVC, במהלך השנים 2015-2019, מעל 300 אנג'לים ישראלים ביצעו השקעות בחברות הזנק מתוכם כ-80 אנג'לים ביצעו בין 10-5 השקעות בחברות ישראליות, כ-50 ביצעו בין 20-10 השקעות, ושלושה אנג'לים<sup>14</sup> ביצעו בין 50 ל-100 השקעות בחברות הזנק.

גם אנג'לים זרים נוטלים חלק מהותי בתעשיית ההיי טק הישראלית. כך, על פי מאגר המידע של IVC, ישנם מעל 80 אנג'לים זרים פעילים שהשקיעו בחברות הזנק ישראליות בין השנים 2015-2019. עם זאת, ניכר כי ההשקעה של אותם אנג'לים זרים בחברות מקומיות היא רק חלק מפורטפוליו האחזקות שלהם, שכן, למעט ארבעה משקיעים פרטיים זרים, שביצעו מעל 10 השקעות בחברות ישראליות, בסך הכול, במהלך התקופה שנסקרה, כל יתר המשקיעים הפרטים הזרים ביצעו מספר נמוך יותר של השקעות בחברות הזנק ישראליות.

### 2.3 קרנות הון סיכון

קרן הון סיכון עשויה להיחשב כסוג של קרן השקעה פרטית - Private Equity, אולם השוני בין קרן הון סיכון לקרן השקעה פרטית הוא בעיקר בתנאים ובסוג החברות בהן מתבצעת ההשקעה. בעוד שקרנות השקעה פרטיות יחפשו, על פי רוב, להשקיע בחברות מבוססות ובשלות יותר, בעלות תזרים הכנסות יציב, קרנות ההון סיכון משקיעות בחברות הזנק ובחברות קטנות שאין להן גישה לשוק ההון הציבורי ו/או חלופות המימון האחרות כמעט ואינן קיימות עבורן.

לרוב, קרנות הון סיכון נותנות מימון לחברות הזנק בשלבים מוקדמים, בהם הקרנות מזהות פוטנציאל לפריצה ולאקזיט. כפי שניתן ללמוד משמה, קרן הון סיכון נחשבת לקרן בעלת סיכון גבוה, כיוון שהמימון שלה ניתן לחברות המצויות בשלבים התחלתיים, בעלות פוטנציאל הצלחה נמוך, קרי, סיכוי גבוה לאובדן כל ההשקעה. לכן, המשקיעים בקרן הון סיכון מצפים ממנה להשיא תשואה גבוהה ביותר עבור השקעתם ועבור הסיכון שהם לוקחים על עצמם. יש לציין, כי מרבית המשקיעים בקרנות ההון סיכון הם משקיעים מוסדיים או משקיעים כשירים<sup>15</sup>.

על פי פרסומים של חברת המחקר IVC ביחד עם משרד רואי החשבון KPMG סומך חייקין<sup>16</sup>, בסך הכול, גייסו קרנות ההון סיכון המקומיות במהלך השנים 2007-2016 סך של כ-9 מיליארד דולר, מתוכם, נכון לראשית שנת 2016, היה בידי קרנות ההון סיכון מזומן פנוי להשקעה בהיקף של כ-3.5 מיליארד דולר.

קרנות ההון סיכון הישראליות והזרות הפועלות בישראל מובילות את ההשקעות בחברות הטכנולוגיה הישראליות, הן מבחינת היקף ההשקעות הכולל והן מבחינת הסכום הממוצע לגיוס.

<sup>14</sup> מדובר בגיגי לוי וייס, יוסי ורדי וזוהר גילון.

<sup>15</sup> <https://www.investopedia.com/ask/answers/020415/what-difference-between-private-equity-and-venture-capital.asp>

<sup>16</sup> [http://www.ivc-online.com/Portals/0/RC/Survey/IVC\\_Q3-16%20Capital%20Raising\\_Survey-Final.pdf](http://www.ivc-online.com/Portals/0/RC/Survey/IVC_Q3-16%20Capital%20Raising_Survey-Final.pdf)

יצוין, כי נכון לחודש מארס 2019 ישנן 60 קרנות הון סיכון המצויות בהליכים שונים של גיוס כספים, מהן 25 קרנות השלימו סגירה ראשונה (First Closing) כאשר יתר 35 הקרנות טרם ביצעו השקעות. יצוין, כי בכל הנוגע לנתון, אשר פורט לעיל, לפיו קרנות ההון סיכון פונות בשנים האחרונות בעיקר להשקעה בחברות המצויות בשלבים מתקדמים, או בחברות שדרישות הגיוס שלהן גבוהות יותר, הרי שניתן להסביר זאת, בין היתר, בכך שהתשומות הנדרשות לבחינת כל השקעה הן גבוהות.

כמו כן, השקעה בחברות גדולות יותר ובשלות יותר מקטינה את הסיכון הכרוך בהשקעה. בנוסף, יש לשים לב כי חל קיטון במספר חברות ההיי-טק החדשות שהחלו לפעול בכל שנה במהלך השנים האחרונות, כך שגם בצד הביקוש לכסף התרחשו תמורות דומות, בהן מספר החברות החדשות קטן, בעוד שהחברות הוותיקות יותר ממשיכות לפעול וזקוקות לפתרונות מימון בהיקפים גבוהים יותר משנה לשנה.

מהנתונים המופיעים בדוח IVC-APM Most Active Funds<sup>17</sup> ניתן ללמוד על מספר מאפיינים נוספים של תעשיית ההון סיכון בישראל:

- א. מספר הקרנות הזרות שהשקיעו בישראל גדל בשנת 2018, לעומת קיטון שנרשם במספר הקרנות הישראליות.
- ב. בשנת 2018 חל קיטון במספר ההשקעות הראשונות בחברות הפורטפוליו, הן של קרנות ההון סיכון הזרות (3.5%) והן של הקרנות הישראליות (16.5%).
- ג. ניכר כי היחס של השקעות ראשונות בחברות היי-טק ישראליות, מצד קרנות ההון סיכון הזרות והישראליות, נותר יציב סביב 40%-60% לטובת הקרנות הזרות.
- ד. קרנות ההון סיכון הישראליות מבצעות, בממוצע, יותר השקעות בחברות היי-טק מקומיות, וזאת בהשוואה לקרנות ההון סיכון הזרות.
- ה. מספר ההשקעות של קרנות ההון סיכון בחברות בשלבי Mid Stage עלה לעומת השנים קודמות, ואילו ההשקעות של קרנות ההון סיכון בחברות בשלבי ה-Early Stage, פחתו<sup>18</sup>.
- ו. בשנת 2018 מספר ההשקעות הראשונות בסבבי Seed היה הנמוך ביותר מזה 5 שנים.
- ז. העדפות ההשקעה של קרנות ההון סיכון השתנו באופן מהותי במהלך השנים האחרונות, וכיום, ישנה העדפה ברורה להשקעה בחברות תוכנה לעומת חברות שעוסקות בתחומי האינטרנט או מדעי החיים.

---

<sup>17</sup> <https://www.ivic-online.com/High-tech-Insights/IVC-Publications/VC-Fund-Reports/Most-Active-Funds>

<sup>18</sup> חברות Early Stage מוגדר כחברות Seed וחברות מו"פ. לעומת זאת Mid Stage מוגדר חברות עם הכנסות עד 10 מיליון דולר.

## 2.4 משקיעים מוסדיים ישראלים<sup>19</sup>

היקף ההון לטווח ארוך שמנהלים הגופים המוסדיים (פנסיה, גמל וביטוח) עמד בשנת 2018 על מעל ל-1.7 טריליון ₪. היקף ההשקעה של גופים מוסדיים בחברות מקומיות מתחום ההיי-טק, הרשומות למסחר בישראל עמד נכון לתום שנת 2018 על כ-1% משווי הנכסים המנוהלים.

השקעות של גופים המוסדיים בחברות טכנולוגיה מקומיות שאינן רשומות למסחר, מתבצעות בעיקר באמצעות קרנות השקעה<sup>20</sup>. התופעה לה אנו עדים בעשור האחרון בעולם החיסכון, של הקצאת נתח גדול יותר מתיק הנכסים להשקעות אלטרנטיביות, מתקיימת גם בתיק הנכסים של הציבור הישראלי המנוהל אצל הגופים המוסדיים (אם כי באופן מצומצם יותר ביחס לשאר מדינות ה-OECD<sup>21</sup>) ולמרות זאת, הנתח המוקצה להשקעה בקרנות הון סיכון ישראליות נמוך מאוד יחסית ועמד נכון לתום שנת 2018 על כ-0.16% משווי הנכסים המנוהלים, יש לכך מספר סיבות: תשואות שליליות של התחום, חשש של ועדות השקעה מהתחום, היקף ההשקעה נמוך מידי ביחס למשאבים שמנהל קרן הפנסיה נדרש להשקיע וכו'.

כאמור, סך ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל בחברות מקומיות מתחום ההיי-טק הרשומות למסחר אינו גבוה ביחס לשווי הנכסים המנוהלים. סך ההשקעה בנכסים שאינם רשומים למסחר, דוגמת קרנות הון סיכון אשר ההון המושקע בהן יכול לשמש למימון טכנולוגיות חדשות, אינו גבוה גם ביחס לקיים בעולם<sup>22</sup>.

## 2.5 רישום למסחר בבורסה - גיוס מהציבור

נכון לסוף שנת 2018, היו רשומות למסחר בבורסה 448 חברות אשר הנפיקו מניות לציבור, לעומת 457 חברות כאלה בסוף שנת 2017. נכון לסוף חודש אוקטובר 2019, היו רשומות למסחר בבורסה 444 חברות אשר הנפיקו מניות לציבור.

ענף העל הרלוונטי בבורסה נקרא - "היי-טק", ותחתיו כלולות כיום 117 חברות (המהוות קצת מעל רבע מחברות המניות הנסחרות בבורסה). תחת ענף העל, יש חלוקה לשני ענפים רלוונטיים נוספים - ביומד וטכנולוגיה - אשר תחתיהן כלולות 47 חברות ו-70 חברות, בהתאמה, המהוות כ-11% וכ-16% ממספר חברות המניות הנסחרות בבורסה, בהתאמה.

שווי השוק של מדד הגלובל-בלוטק, אשר יכול לתת, בקירוב טוב, את היקף שווי השוק של חברות הטכנולוגיה בבורסה, עומד על כ-200.9 מיליארד ₪, נכון לסוף חודש אוקטובר 2019. שווי החברות

<sup>19</sup> הנתונים בסעיף זה מתבססים על נתוני בנק ישראל ורשות שוק ההון.

<sup>20</sup> קיימת השקעה ישירה של גופים מוסדיים בחברות טכנולוגיה שאינן רשומות למסחר, אולם, על אף שאין בידי סגל הרשות מידע מפורט אודות היקף ההחזקות של גופים אלה, אנו סבורים כי מדובר בהיקף זניח יחסית.

<sup>21</sup> ההשוואה נעשתה על בסיס סקר קרנות הפנסיה השנתי של ה-OECD לשנת 2016 ונתוני רשות שוק ההון.

<sup>22</sup> הנתונים בפרק זה אינם בנטרול אג"ח מיועדות המונפקות ע"י המדינה. הסדר זה אינו מקובל בעולם. ייתכן, שנטרול השקעה זו היה מעלה את שיעור ההשקעה ביחס למקובל בחו"ל.

הללו מהווה כ-25.2% משווי השוק של כלל החברות הנסחרות בבורסה, אשר למועד האמור עומד על כ-797 מיליארד ₪. לצורך השוואת הייצוג של חברות ההיי-טק הציבוריות בישראל אל מול בורסות אחרות מובילות בעולם, נבחנה תמונת המצב בבורסות הבאות:

### נאסד"ק (Nasdaq)

נכון לסוף חודש אוגוסט 2019<sup>23</sup>, בבורסת הנאסד"ק נסחרות 3,216 חברות, כאשר החלוקה לענפים/תעשיות בבורסה זו היא מעט שונה מהמקובל בישראל. שווי השוק של כלל החברות בבורסת הנאסד"ק, נכון למועד בו בוצעה הבדיקה, הוא כ-14,503 מיליארד דולר.

תחת סקטור טכנולוגיה נסחרות 438 חברות (המהווה שיעור של 13.62% מכמות החברות הנסחרות בנאסד"ק), אשר שווי השוק שלהן הוא כ-7,070 מיליארד דולר (המהווה שיעור של כ-48.75% משווי שוק החברות הנסחרות בבורסה זו).

תחת סקטור Healthcare<sup>24</sup> נסחרות 677 חברות (המהווה שיעור של 22.6% מכמות החברות הנסחרות בנאסד"ק), אשר שווי השוק שלהן הוא כ-1,212 מיליארד דולר (המהווה שיעור של כ-8.35% משווי שוק החברות הנסחרות בבורסה זו).

### בורסת ניו יורק (NYSE)

נכון לסוף חודש אוגוסט 2019, בבורסת ניו יורק רשומות למסחר 2,429 חברות, כאשר החלוקה לענפים/תעשיות בבורסת ניו יורק דומה לחלוקה בבורסת הנאסד"ק. שווי השוק של כלל החברות בבורסת ה-NYSE, נכון לתקופה בה בוצעה הבדיקה, הוא כ-28,516 מיליארד דולר.

תחת סקטור טכנולוגיה נסחרות 176 חברות (המהווה שיעור של 7.2% מכמות החברות הנסחרות בבורסה זו), אשר שווי השוק שלהן הוא כ-110,2 מיליארד דולר (המהווה שיעור של כ-4% משווי שוק החברות הנסחרות בבורסה זו).

תחת סקטור Healthcare<sup>25</sup> נסחרות 65 חברות (המהווה שיעור של 2.7% מכמות החברות הנסחרות בבורסה זו), אשר שווי השוק שלהן הוא כ-2,727 מיליארד דולר (המהווה שיעור של כ-9.56% משווי שוק החברות הנסחרות בבורסה זו).

מההשוואה לבורסת ה-NYSE ולבורסת הנאסד"ק עולה **שהבורסה בתל אביב כוללת שיעור משמעותי של חברות טכנולוגיה, באופן שאינו נופל מהבורסות בארה"ב**, אך, הנתח אשר אותן

---

<sup>23</sup> הנתונים נלקחו מאתר <https://www.nasdaq.com> ביום 1 בספטמבר 2019.

<sup>24</sup> הנתונים לא כוללים חברות המשייכות לענפים - Hospital/ Nursing Management, Industrial Specialties,

Medical Specialtie, Medical/ Nursing Services

<sup>25</sup> הנתונים לא כוללים חברות המשייכות לענפים - Hospital/ Nursing Management, Industrial Specialties,

Medical Specialtie, Medical/ Nursing Services

חברות מהוות מבחינת היקפי המסחר ושווי שוק הוא נמוך משמעותית, במיוחד בהשוואה לבורסת הנאסד"ק. מהנתונים לעיל, עולה כי ישראל היא יצואנית מובילה של חברות טכנולוגיה לבורסות זרות, ובראשן בורסת הנאסד"ק האמריקאית. הנתונים מרמזים על כך שהחברות הנמנות על תעשיית ההיי-טק הישראלית נמנעות מלהגיע לבורסה בדומה לחברות בעלות פעילות מסורתית יותר, כך ששאלת תת-הייצוג של חברות טכנולוגיה בבורסה המקומית, עומדת בעינה.

בה בעת, מבחינת נתון ההנפקות הראשונות, במהלך השנים 2015-2018, עולה תמונה עגומה ביחס לבורסה בישראל - רק 5 חברות היי-טק השלימו הנפקה ראשונה לציבור של מניותיהן בבורסה המקומית - כ-16%, בלבד, מתוך 32 החברות אשר השלימו הנפקה ראשונה לציבור בתקופה האמורה. לשם ההשוואה בבורסת נאסד"ק הושלמו בתקופה המקבילה 621 הנפקות ראשונות לציבור, מתוכן 290 הנפקות רלוונטיות לתחום הטכנולוגיה (47%) - 67 חברות בסקטור הטכנולוגיה ו-223 חברות בסקטור הרפואי. בבורסת NYSE, הושלמו בתקופה זו 444 הנפקות ראשונות, מתוכן 65 קשורות לתחום הטכנולוגיה (15%) - 52 חברות בסקטור הטכנולוגיה, 13 חברות בסקטור הרפואי.

ניתן להוסיף, כי על פי נתוני אתר הנאסד"ק<sup>26</sup>, ישנן 76 חברות ישראליות הנסחרות בבורסה זו (כ-40 מהן ברישום כפול, כך שהן נסחרות גם בישראל), כאשר שווי השוק המצרפי שלהן הוא כ-58 מיליארד דולר (נתח המהווה כ-0.4% משווי כלל החברות הנסחרות בבורסת הנאסד"ק). לעומת זאת, בבורסת ה-NYSE יש 4 חברות ישראליות אשר מניותיהן רשומות בה למסחר, 3 מהן ברישום כפול<sup>27</sup>. שווי השוק של אותן 4 חברות הוא כ-16.6 מיליארד דולר, המהווה כ-0.058% משווי כלל החברות הנסחרות בבורסת ה-NYSE.

יצוין, כי בבורסת ה-ASX באוסטרליה, נסחרות כיום כ-20 חברות ישראליות, בעלות שווי שוק מצרפי של כ-1.45 מיליארד דולר אוסטרלי.

---

<sup>26</sup> [https://www.nasdaq.com/screening/companies-by-](https://www.nasdaq.com/screening/companies-by-region.aspx?region=Middle+East&country=Israel&exchange=NYSE)

[region.aspx?region=Middle+East&country=Israel&exchange=NYSE](https://www.nasdaq.com/screening/companies-by-region.aspx?region=Middle+East&country=Israel&exchange=NYSE)

27

<https://info.tase.co.il/Heb/MarketData/Stocks/MarketData/Pages/MarketData.aspx?action=2&dualTab=&SubAction=&Date=&submitted=1>

### 3. מימון ציבורי בישראל - אתגרים והזדמנויות

#### 3.1 אתגרים

שוק ההון בישראל ממלא תפקיד מרכזי כמנוע הצמיחה של המשק הישראלי ומהווה את אפיק המימון הציבורי בישראל. לבורסה תפקיד מרכזי במשק שכן היא מהווה זירת מסחר בין ציבור המשקיעים הפרטיים והמוסדיים, לבין חברות המגייסות הון למימון השקעותיהן ופעילותן העסקית. היסטורית, למימון הציבורי ישנם יתרונות רבים: נזילות גבוהה למשקיעים, פיזור סיכונים, הנאה ישירה של הציבור בהצלחת החברות, קידום צמיחה ארוכת טווח וכיו"ב.

למימון הציבורי בישראל אתגרים רבים בהתמודדות מול חלופות המימון הפרטיות (אנג'לים, קרנות הון סיכון, קרנות השקעה, פרייבט אקוויטי וכיו"ב) ואל מול חלופות המימון שמציעות בורסות במדינות אחרות בעולם (כדוגמת: בורסות הנאסד"ק ו-NYSE בארה"ב, לונדון, אוסטרליה, הונג קונג, סינגפור וכיו"ב). עיקרי הקשיים והאתגרים המצויים בפני המימון הציבורי בישראל הם כדלקמן:

א. **תמחור נמוך** - חברות טכנולוגיה אשר נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב לרוב נסחרות בחסר, וחברות אשר רוצות לצאת בהנפקה ראשונה לציבור בד"כ תגייסנה הון בסכום נמוך יותר ו/או כזה אשר ישקף להן שווי חברה נמוך יותר. אחת הסיבות המרכזיות לכך היא **היעדר הידע של גופים מוסדיים לתמחר ולהעריך את פעילותן** של חברות נעדרות הכנסות אשר נמצאות בשלבי ה-Early Stage וה-Mid Stage.

ב. **היעדר נזילות והיקפי מסחר נמוכים** - הבורסה בישראל סובלת זה שנים רבות מהיעדר נזילות. הסיבות לכך מגוונות וכוללות בין היתר: **היעדר מעורבות של גופים מוסדיים** בחברות בשלבי צמיחתן, מגמה דומה בבורסות אחרות בעולם, יציאת משקיעים זרים מהבורסה בתל אביב, אופי שמרני יותר של המשקיע הפשוט בישראל מקרב הציבור, היעדר נוכחות מספקת של גורמי עשיית שוק, וכיו"ב.

ג. **מיתוג ודימוי של הבורסה בישראל** - אחת הבעיות המרכזיות איתן מתמודדת הבורסה בישראל בשנים האחרונות, הוא עניין המיתוג והדימוי שבו אוחזת הבורסה בישראל, שנתפס כלא אטרקטיבי דיו עבור היזמים וחברות הטכנולוגיה הפרטיות.

ד. **כסף זול וזמין באפיקי המימון הפרטיים ו/או בבורסות אחרות בעולם** - סביבת הריבית במרבית מדינות העולם המערבי היא אפסית, לפיכך, כסף זול וזמין זרם לגופי המימון הפרטיים שבחרו להשקיעו בתעשיית ההון סיכון כאפיק השקעה מועדף. כסף זול זרם גם לבורסות אחרות בעולם, ומשקיעים אשר תרו אחר השקעות אטרקטיביות באמצעות הבורסות הללו, תרמו גם הם, במקרים רבים, לתמחור גבוה של חברות הטכנולוגיה.

ה. **אקטיביות, סיוע ומעורבות נמשכת של ה-VC's** - מעבר לאלמנט המימוני שמספקות קרנות ההון סיכון, חברות היי-טק רבות נסמכות על תשתית רחבה יותר שמספקת על ידי אותן קרנות, בין היתר: ידע, מיומנות, ניסיון וקשרים עסקיים שמספקים על ידי קרנות ההון סיכון.

ו. **רגולציה (דרישות גילוי ודרישות דיווח שוטפות)** - הרגולציה בישראל, ובכלל, מהווה אתגר לנוכח שני מאפיינים מרכזיים: **הראשון**, הוא שהחברות מעדיפות להימנע מפרסום מידע עסקי כגון סודות מסחריים, פטנטים, תכניות עסקיות, תנאים מסחריים עם לקוחות/ספקים וכיו"ב. **השני**, נוגע לדרישות הדיווח השוטפות שעל חברות נסחרות לתת אשר מכבידות עליהן הן בהיבט

הכספי והן בהיבט הפרוצדורלי, כאשר דרישות אלו אינן מותאמות לגודל ולשלב שבו מרבית חברות אלו נמצאות.

ז. **מומחיות החתמים ובעיות אנליזה** - אחת הטענות שעולות בקשר עם החסמים המונעים מחברות לבצע גיוס ציבורי, היא ששוק החתמים בישראל לא בקיא וחסר מומחיות בתחום של חברות טכנולוגיה.

ח. **חשיפה נמוכה של שוק ההון למשקיעים זרים** - ביום 15 ביוני 2009 הודיעה חברת Morgan Stanley Capital International (MSCI), חברת המדדים הבינלאומית, על החלטה לשנות את הסיווג של שוק ההון הישראלי מקבוצת "המדינות המתפתחות" לקבוצת "המדינות המפותחות", וזאת החל מחודש מאי 2010. על אף שהחלטה זו העידה על ההתפתחות והפתיחות של שוק ההון המקומי, הרי אחת ההשלכות הבולטות שלה הייתה ירידה בהיקף ההשקעות בשוק זה מצד משקיעים זרים. כך, בעוד שחלקה היחסי של מדינת ישראל במדד המדינות המתפתחות עמד על 2.87%, הרי שחלקה היחסי במדד "המדינות המתפתחות" עמד על פחות מ-0.4%. על רקע זה, משקיעים זרים אשר השקיעו במדד "החברות המתפתחות" מכרו את השקעותיהם בשוק ההון המקומי ובשנת 2010 ירד משמעותית היקף השקעת הזרים בבורסה של תל אביב. עם חלוף השנים, נרשמה התאוששות בהיקף ההשקעה של המשקיעים הזרים בשוק ההון המקומי, אך בה בעת, על פי נתוני ה-OECD לשנת 2017 שיעור ההחזקה של משקיעים אלה בחברות הציבוריות היה נמוך מהממוצע במדינות ה-OECD. כלומר, באופן יחסי, ניתן לומר שבשוק ההון המקומי קיימת תת חשיפה למשקיעים זרים בהשוואה לשוקי הון מובילים בארה"ב ובאירופה<sup>28</sup>.

**\* התייחסות לנושא מגבלות רגולטוריות וכן לנושא חסמים בעולם המס ניתן למצוא בפרק 5 למסמך זה.**

### 3.2 ההזדמנויות של אפיק המימון הציבורי בישראל

לצד האתגרים אשר פורטו בהרחבה לעיל, זוהו מספר אלמנטים אשר עשויים להוות הזדמנויות אשר על בסיסן ניתן לגבש קו מחשבה ו/או מודל מימון מתאים יותר לחברות ההיי-טק ולמעשה להוות אלטרנטיבה ראויה לאפיקי המימון הפרטיים ולבורסות מובילות אחרות בעולם. להלן עיקרי ההזדמנויות שזוהו:

א. **יצירת וודאות רגולטורית (סטנדרטיזציה)** - יצירת וודאות רגולטורית, על ידי יצירת מודל מימון וגיוס מתאים לחברות טכנולוגיה קטנות וצומחות, עשויה להוות יתרון עבור יזמים וחברות ההיי-טק פרטיות אשר לעתים נדרשים לפעול במרחב לא ברור, מול דרישות שונות ומשתנות של משקיעים פרטיים שונים.

---

<sup>28</sup> De La Cruz, A., A. Medina and Y. Tang (2019), "Owners of the World's Listed Companies",

[OECD Capital Market Series, Paris](#)

- ב. **משך הזמן לגיוס בחלופת המימון הפרטית** - לעתים, משך הזמן עד שמבשיל סבב גיוס והשקעה בחברות הטכנולוגיה, בעיקר אלו המצויות בשלבי ה-Early Stage (ומגייסות בשלבי גיוסי ה-Round A ו-Seed), הוא ארוך מאוד. יצירה של פלטפורמה לגיוס ציבורי בצורה מהירה, עשויה ליצור אלטרנטיבה אמיתית וראויה לאפיק המימון הפרטי.
- ג. **דילול וייצוג בדיסקטוריון** - לעתים, בלית ברירה, יזמים רבים נדרשים לוותר על חלק גדול מזכויותיהם ההוניות בחברות שהם ייסדו, היות והם זקוקים למימון על מנת להמשיך את פעילותם, כך "שהדילול" הוא משמעותי מאוד. כמו כן, ישנם מקרים בהם היזמים נדרשים לוותר על ייצוג משמעותי בדיסקטוריון של החברה.
- ד. **בעיית הנציג של קרנות ההון סיכון** - עניין זה עשוי לדחוף חלק מחברות הפורטפוליו לאקזיט ולמימוש מהיר של ההשקעה. בעיה זו תתעורר, בדרך כלל, בקרב החברות שלהערכת הקרן יש להן פוטנציאל מוגבל לצמיחה, ולפיכך, לקרן יש אינטרס לממש את ההשקעה ולהשיא ולספק תשואה למשקיעים של אותה הקרן.
- ה. **דרישות דיווח שוטפות** - בתמורה להשקעתם, לעתים קיימות דרישות דיווח שוטפות מצד המשקיעים הפרטיים וקרנות ההון סיכון, שלעתים יכולות להיות רחבות מאוד.
- ו. **תגמול לעובדים** - היעדר חלופות מימוש/יצאה באפיק המימון הפרטי - בשנים האחרונות ניכר כי קיים קיטון בהיקף האקזיטים<sup>29</sup> וגידול במספר חדי הקרן<sup>30</sup>. באופן הזה, ניכרת המגמה לפיה חברות פרטיות רבות גדלות, ואף נהפכות לעתים לחדים קרן, על ידי סבבי גיוס פרטיים בסכומים משמעותיים. כפועל יוצא, הן פחות נסמכות לשם כך על אירועי נזילות (Liquidity Events) כדוגמת הנפקה ראשונה לציבור (IPO) או מכירה. קיטון באירועי הנזילות (הנפקה/מכירה) מוביל לכך שהיזמים והעובדים לא יכולים לממש את האופציות והן למעשה מאבדות את תפקידן כמכשיר לשימור עובדים. פלטפורמה ציבורית יכולה לסייע בהנזלת האופציות לעובדים ולהפוך את התגמול ההוני לאטרקטיבי יותר.
- ז. **פלטפורמה למיזוגים ורכישות** - מסחר בבורסה מאפשר לחברות לגדול על ידי מתן אפשרות לרכוש/להתמזג עם חברות אחרות על ידי תשלום/החלפת מניות ולא על ידי תשלום במזומן. לעתים, כך גם ניתן לקשור בין התשלום לבין הישארות אנשי מפתח בחברה הנרכשת.

### 3.3 איומים על תעשיית ההיי-טק הישראלי

הרשות סבורה כי במשברים פיננסיים יש לטפל, עוד לפני שהם מתרחשים, וכי על שוק ההון הישראלי להיערך ליום משבר בתעשיית ההיי-טק המקומית. מהנתונים המפורטים לעיל, עולה כי תעשייה זו תלויה בעיקרה בהון זר, ברובו אמריקאי, המושקע בעיקר באמצעות קרנות הון סיכון ישראליות וזרות. מציאות זו טומנת בחובה קשיים ואתגרים ומחדדת את הצורך בגיוון מקורות המימון של תעשיית ההיי-טק הישראלית.

<sup>29</sup> דוח האקזיטים של <file:///C:/Users/amitn/Downloads/pwc-exit-report-heb-2018.pdf> - PwC Israel 2018

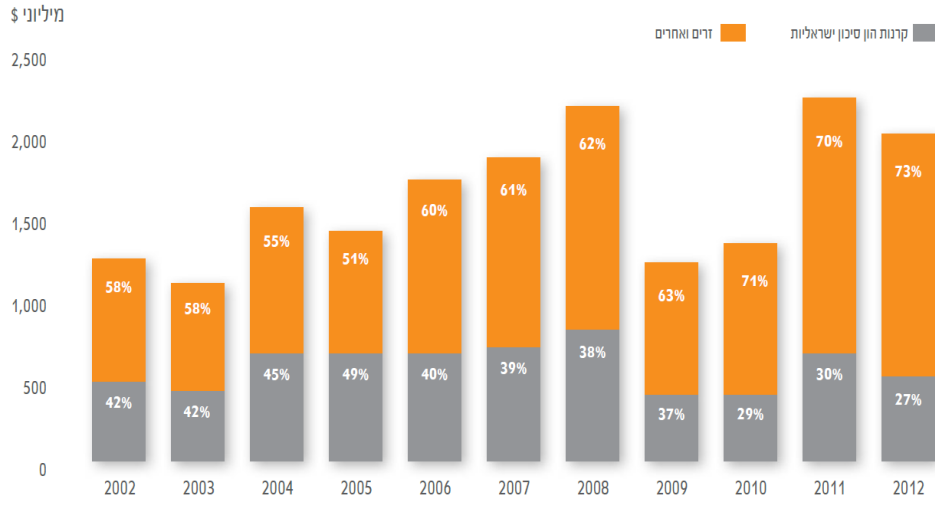
<sup>30</sup> Unicorn Stock Options - Golden Goose or Trojan Horse? -

[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3228400](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3228400)



### 3.3.1 משבר כלכלי

בעת משבר, משקיעים זרים נוטים לצמצם את השקעותיהם בשווקים המרוחקים ומעדיפים להתרכז בהשקעות מקומיות. עד לשנת 2008 הייתה עלייה מתמדת בהיקף הגיוסים של חברות היי-טק ישראליות, אך המשבר הפיננסי העולמי פגע בהיקף הגיוסים בשנים 2009-2010. בשנים 2011-2012 חזרו חברות ההיי-טק המקומיות להיקף גיוסים דומה לזה של שנת 2008<sup>31</sup>:



מקור הנתונים: IVC

כך, בתרשים לעיל, ניתן לראות כי בעקבות המשבר הפיננסי בשנת 2008, היחס בין ההון הזר למקומי נותר דומה, אולם, מראש ההון הזר היווה רכיב משמעותי יותר בתמהיל ההשקעות, והירידה בגובה ההון הזר, הפחיתה משמעותית את גובה ההשקעות הכולל.

### 3.3.2 רפורמת המיסוי בארה"ב

בשנת 2018, נחקקה רפורמת המיסוי המוכרת בשם "רפורמת טראמפ" (Tax cuts and jobs act). מטרתה לעודד יצירת מקומות עבודה ולהוביל השקעות בתוך ארה"ב. הרפורמה כוללת שינויים במערכת המיסוי האמריקנית, שנועדו למשוך פעילות כלכלית של חברות אמריקאיות רב-לאומיות בחזרה לארה"ב. בין הצעדים המשפיעים ביותר על חברות אלה, ניתן למנות את ההפחתה הדרמטית בשיעור מס החברות ל-27% ואת הטלת מיסי ה-BEAT הקובע מס מינימום לחברות אמריקניות בכל הקשור לתשלומים לחברות זרות קשורות בגין שירותים שונים וה-GILTI המחייב בעל שליטה (החזקה של 10 אחוזים, בין אם חברה ובין אם יחיד) במס על הכנסות מנכסים בלתי מוחשיים בחברה זרה קשורה שבשליטתו, בהתאם לחלקו היחסי בה.

יצוין, כי ארה"ב לא היחידה שעמלה על רפורמת מס בשנתיים האחרונות, וסין עשתה זאת אחריה שעה שהורידה שיעורי מע"מ בשיעורים שונים עבור מוצרים שונים ובהם מוצרים טכנולוגיים

<sup>31</sup> עמוד 19 לדוח ועדת המו"פ.

(שיעור המס הסיני הוא דיפרנציאלי ותלוי סקטור<sup>32</sup>), ובמקביל היא ביצעה הפחתות במס חברות והפחתות מס ליחידים<sup>33</sup>. כמו כן, ישנו סבסוד ממשלתי מאסיבי לתעשיות טק חיוניות בסין עצמה בעקבות מלחמת הסחר (בעיקר שבבים).

בנוסף, בתגובה לרפורמת המס האמריקאית הודיעה סין כי באופן זמני לא תטיל מס על רווחי חברות זרות, זאת כל עוד ישקיעו את הכסף בתחומה<sup>35</sup>. נראה כי סין מנסה להפוך לתחרותית יותר ברמה העולמית, ולשפר את התנאים העסקיים עבור חברות טכנולוגיות בתוך סין עצמה.

### 3.3.3 מלחמת הסחר של ארה"ב וסין

על פי ההערכות, המשקיעים סינים מעורבים בכ-25% מהשקעות ההון סיכון בחברות טכנולוגיה מקומיות, בעיקר דרך השקעה בקרנות הון סיכון מקומיות. בהקשר זה, האמריקאים חוששים מאוד ממעורבות סינית בתחומים שעשויים להוות סכנה לביטחון הלאומי האמריקאי. עובדה זו עשויה להדיר רגליהם של משקיעים אמריקאים מהשקעה בחברות שבהן מעורבת השקעה של הסינים ו/או להקטין באופן משמעותי את האפשרות של חברות טכנולוגיה ישראליות לעבוד בשוק בארה"ב.

חברות וקרנות ישראליות לוקחות בחשבון את היריבות בין המעצמות. הדבר רלוונטי לבחירת משקיעים (לדוגמא - קרן שתגייס הון ממשקיע מסין לאו דווקא תצליח לגייס הון בארה"ב לאחר מכן, ולהיפך), לקוחות ושיתופי פעולה כאלה ואחרים. לצד האמור, ניתן לראות במלחמת הסחר בין שתי המעצמות כהזדמנות למשק המקומי. כך, ייתכן וכל מעצמה תרצה להדיר את המעצמה השנייה, ועל מנת לעשות זאת, הן ישקיעו בפועל הון רב בחברות היי-טק ישראליות. לפיכך, בשורה תחתונה, אין לדעת כיצד עניין זה ישפיע, אם בכלל, על חברות היי-טק הישראליות.

---

<sup>32</sup> <http://www.chinatax.gov.cn/eng/n2367731/index.html>

<sup>33</sup> <https://home.kpmg/xx/en/home/insights/2019/01/flash-alert-2019-010.html>

<sup>34</sup> <https://www.grantthornton.global/en/insights/articles/china-individual-income-tax-reform--finalising-/developments>

<sup>35</sup> <https://www.themarket.com/wallstreet/1.5526523>

## 4. ועדת המו"פ

### 4.1. רקע להקמתה

ועדת המו"פ הוקמה בשנת 2012 על ידי יו"ר הרשות דאז, פרופ' שמואל האוזר, מתוך כוונה לבחון את הסיבות לכך שחברות היי-טק אינו מבצעות הנפקות ראשונות לציבור באמצעות הבורסה באופן שהיה מצופה, לאור חלקן בפעילות העסקית במדינת ישראל. על רקע זה, התבקשה הוועדה לבחון אילו אמצעים ותמריצים נדרשים לשם יצירת תשתית תומכת שדרכן של החברות הללו, אל הבורסה, תהיה יעילה וכדאית יותר והן יוכלו להתפתח ולגדול בישראל, חלף מכירתן לתאגידים בינלאומיים בשלבים מוקדמים יחסית.

### 4.2. המלצות עיקריות וסטאטוס יישומן

לוועדת המו"פ ארבע המלצות עיקריות: הנגשת הבורסה בתל אביב לחברות היי-טק, על דרך של מתן שורה של הקלות והטבות; הקמה של קרנות היי-טק נסחרות; פתרונות מימון חוץ בורסאיים על דרך של מימון המונים (Crowdfunding) ומועדוני משקיעים מתוחכמים; עידוד השקעת הגופים המוסדיים בחברות היי-טק סחירות. לאור חלוף הזמן ממועד יישום ההמלצות, נראה כי בשלה העת לבחון את אופן היישום בפועל, ואת ההצלחה, ההצלחה החלקית או הכישלון של יישום ההמלצות האמורות.

#### 4.2.1 הנגשת הבורסה בתל אביב לחברות היי-טק

##### 4.2.1.1 יצירת מדד טק-עילית (Tech-Elite)

מדד הטק-עילית הושק כבר בחודש מאי 2014, והוא כולל את מניותיהן של חברות המסווגות תחת ענף היי-טק בבורסה (כלומר, חברות טכנולוגיה וביומד). דה פאקטו, המדד כולל את כל המניות הכלולות במדד ת"א גלובל-בלוטק ששווי השוק שלהן הוא לפחות 75 מיליון ₪ - למועד זה מדובר ב-57 חברות בשווי שוק מצרפי כולל של כ-143 מיליארד שקל (נכון לסוף חודש אוקטובר 2019)<sup>36</sup>. **בחינה בדיעבד של הצלחת הקמת מדד הטק-עילית, מצביעה על הצלחה חלקית, בשים לב לכך שעד כה הוקמה רק קרן סל אחת<sup>37</sup> שמתחקה אחר ביצועיו.**

##### 4.2.1.2 עידוד אנליזה בלתי תלויה לחברות היי-טק

במסגרת תכנית האנליזה לחברות היי-טק, התקשרה הבורסה במהלך חודש פברואר 2016 עם שני גופים בינלאומיים אשר מבצעים ניתוח (אנליזה) על חברות ציבוריות אשר בחרו להצטרף לתכנית<sup>38</sup>.

נכון לסוף חודש אוקטובר 2019, הצטרפו לתכנית האנליזה 27 חברות, מהן חברה אחת אשר הצטרפה עוד בשלב הניסיון שלה לבצע IPO<sup>39</sup> (ניסיון שנכשל). למועד זה, פורסמו על ידי שני הגופים הבינלאומיים שנבחרו 235 עבודות אנליזה על החברות המסוקרות, כאשר 15 חברות השלימו זה

<sup>36</sup> מתוך נתוני הבורסה.

<sup>37</sup> קרן הסל "MTF סל (A4) ת"א טק-עילית" אשר מנהלת נכסים בהיקף כולל של כ-21.5 מיליון ₪.

<sup>38</sup> עבודות האנליזה מפורסמות לציבור באתר ההפצה של הרשות המגני"א ובאתר המאיי"ה של הבורסה.

<sup>39</sup> מדובר בחברת סלטיק טכנולוגיות ומדיה בע"מ.

מכבר תקופה בת שנתיים במסגרת התכנית, ועל כן, הסיקור שלהן הסתיים. 8 חברות עודן מסוקרות במסגרת תכנית האנליזה. **בחינה בדיעבד של הצלחת התכנית מלמדת על הצלחה חלקית**<sup>40</sup>.

**\* יצוין, כי פירוט והרחבה אודות מידת הצלחתה של תכנית האנליזה מופיעים במסמך המלא.**

#### **4.2.1.3 הטבת מס לחברות מנפיקות ולבעלי שליטה בהן**

במהלך חודש מארס 2016 פורסם ברשומות החוק לתיקון פקודת מס הכנסה (מס' 220 והוראות שעה), התשע"ו-2016<sup>41</sup> (להלן - "הוראת השעה"). במסגרת הוראת השעה ניתנו, לפרק זמן מוגבל, הטבות מס למשקיעים בחברות מ"פ מנפיקות אשר יבצעו הנפקה ראשונה לציבור, בבורסה, בתקופה שבין יום 1 ביולי 2016 ועד יום 30 ביוני 2019, כמו גם לבעלי שליטה בחברות אלה אשר עובדים בהן.

יצוין, כי עד פקיעת הוראת השעה, אף אחת מבין חברות ההיי-טק אשר השלימו הצעה ראשונה לציבור של מניותיהן, במהלך תקופת הוראת השעה, כמו גם בעלי השליטה באותן החברות, לא ניצלו את הטבת המס האמורה, וזאת, למרות שבתקופת הוראת השעה בוצעו מספר הנפקות ראשונות לציבור בבורסה בתל אביב בהן ניתן היה ליהנות מהטבת המס.

ככל הידוע, הסיבה העיקרית לאי ניצול ההטבה היה החשש שמא כישלון אפשרי בפעילותה של החברה המנפיקה, בטווח זמן של שנה עד שנתיים מההנפקה, יביא לכך, שרשות המיסים תדרוש להשיב את הטבת מס מהחברה המנפיקה ו/או מהמשקיעים בהנפקה הראשונה לציבור. **לפיכך, ניתן לומר כי מהלך זה של מתן הטבת המס, נכשל.**

#### **4.2.1.4 הקלות והתאמות בדרישות הגילוי בשוטף ובתשקיף**

במסגרת יישום המלצות וועדת המו"פ אושרו הקלות ספציפיות לתאגידים אשר מניותיהם נכללו במסגרת מדד הטק-עילית. בין היתר, ניתנה האפשרות לדווח בשפה האנגלית והאפשרות לערוך דוחות כספיים לפי כללי חשבונאות מקובלים בארה"ב (US GAAP); צומצמה לשנתיים התקופה בגינה נדרש לתת נתוני ההשוואה בדוחות הכספיים; ניתנה הקלה לעניין הדוחות הרבעוניים (ויתור על דוח דירקטוריון); וכן, ניתן פטור לזמן מוגבל מצירוף דוח שנתי בדבר הערכת הדירקטוריון וההנהלה את אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי.

יצוין, כי בכל הנוגע ליישום ההקלה הנוגעת לשימוש בשפה האנגלית, הרי שרק תאגיד טק-עילית אחד - אקסלנו ביוסיינס בע"מ<sup>42</sup>, בחר ליישם אותו. יש לציין, כי למועד זה, אף לא תאגיד טק-עילית אחד ביקש לעשות שימוש בתקנות הייעודית ולדווח לפי כללי חשבונאות אמריקאים.

#### **4.2.1.5 הקלות בהיבטי ממשל תאגידי**

<sup>40</sup> יצוין, כי 4 חברות הצטרפו לפרויקט ולא סיימו תקופת סיקור בת שנתיים - 3 חברות בגין מחיקה מהמסחר וחברה אחת בשל כך שהיא לא השלימה IPO.

<sup>41</sup> ההוראה פורסמה בספר החוקים 2540, י"ח באדר ב' התשע"ו, 28 במארס 2016.

<sup>42</sup> האסיפה הכללית של אקסלנו ביוסיינס בע"מ אישרה מעבר למתכונת דיווח בשפה האנגלית במהלך מארס 2018.

הרשות, בשיתוף משרד המשפטים, יזמה במהלך שנת 2015 מכלול הקלות בממשל תאגידי שיחולו על כלל החברות הנסחרות. מדובר בהקלות הכוללות הקלה בהליכי אישור תגמולים לנושאי משרה, מינוי של ועדות דירקטוריון, אופן אישור כפל כהונה בתפקידי יו"ר ומנכ"ל ועוד. ככלל, **נראה כי ההקלות בתחום הממשל התאגידי נחלו הצלחה מלאה בקרב בחברות הציבוריות, בדגש על החברות הקטנות והבינוניות, אשר בחרו לאמץ אותן.**

#### 4.2.2 הקמת קרנות טכנולוגיה עילית

קרן טכנולוגיה עילית הינה קרן נאמנות ייחודית המתמחה בהשקעות בחברות היי-טק ישראליות העוסקות במחקר ובפיתוח, לרבות, חברות כאלה אשר אינן נסחרות בבורסה. קרן זו היא בעלת מבנה ייחודי הכולל הקלות גולטריות, יתרונות מיסוי, הקלות בגביית דמי הניהול עבור גופים מוסדיים ובעיקר הגנה מפני הפסדים אשר מקטינות את הסיכון לגופים המוסדיים ולציבור.

העקרונות העיקריים החלים לגבי קרן טכנולוגיה עילית הם - קרנות טכנולוגיה עילית יוקמו כקרנות נאמנות סגורות, אשר ניתן לסחור ביחידותיהן בבורסה; על מנהל קרן טכנולוגיה עילית חלה חובה לרכוש עבור הקרן מניות של חברות ישראליות העוסקות במחקר ופיתוח, אשר אינן נסחרות בבורסה, ואשר מנהלי קרנות נאמנות אחרות אינם מורשים לרכוש אותן עבור הקרנות; על מנהל קרן טכנולוגיה עילית להחזיק לפחות 5% מיחידות הקרן; מנהל קרן טכנולוגיה עילית יכול להסתייע ביועץ השקעות או מנהל השקעות המתמחה בתחום ההיי-טק; מנהל קרן הטכנולוגיה העילית יכול לגבות שכר כחלק יחסי מהרווח שצמח לקרן; היקף הגיוס המינימאלי של קרן טכנולוגיה עילית עומד על 400 מיליון ₪.

יצוין, כי אגף החשב הכללי במשרד האוצר פרסם במהלך חודש יולי 2017 מכרז לבחירת מנהלים לקרנות טכנולוגיה עילית אשר יסחרו בבורסה, כאשר הללו יוכלו לקבל את הגנת המדינה מפני הפסדים של המשקיעים בקרנות הטכנולוגיה העילית, כמו גם ערבויות לגיוס אשראי.

יודגש, כי בשל הסיכון הגלום בהשקעה בחברות מחקר ופיתוח, סיכון אשר אינו תואם בהכרח את פרופיל הסיכון של הציבור הרחב, בין אם מדובר בהשקעה ישירה ובין אם מדובר בהשקעה באמצעות קרן טכנולוגיה עילית, ולאור העובדה כי החברות אשר קרן הטכנולוגיה העילית תשקיע בהן, חשופות לגילוי ולשקיפות מסוימת, הרי ש**רק קרן טכנולוגיה עילית אחת הצליחה, בסופו של דבר, לגייס את הסכום הנדרש לצורך עמידה בתנאי המכרז - אי.בי.אי (5D) Tech Fund - טכנולוגיה עילית**<sup>43</sup> (להלן - "קרן ההיי-טק"), שעה שהיא גייסה סך של 403 מיליון ₪. יש לציין, כי מרבית הסכום שגויס לקרן ההיי-טק - למעלה מ-80%, הוא ממשקיעים מוסדיים.

**לעת הזו, ניתן לומר שקרן ההיי-טק זוכה להצלחה חלקית בקרב הגופים המוסדיים וציבור המשקיעים בכלל. הטעמים לכך, יכולים לנבוע מהסיכון הגלום בהשקעות בחברות מחקר ופיתוח**

<sup>43</sup> מספר קרן 1142538.

פרטיות, כמו גם מהעובדה שאין קרנות מקבילות מסוג זה, בדגש על קרנות עם ותק פעילות, כך שלא ניתן לבחון את ביצועי העבר שלהן ולהשוות אותם לאלה של קרן ההיי-טק שקמה. יצוין, כי למועד זה (סוף חודש אוקטובר 2019) ביצעה קרן ההיי-טק שש השקעות בחברות היי-טק פרטיות בישראל<sup>44</sup> בהיקף מצטבר של 32-33 מיליון ₪.

### 4.2.3 פתרונות מימון חוץ בורסאיים

במסגרת המלצותיה לעידוד השקעה בחברות הזנק ובמיזמי היי-טק המצויים בשלב ה-Seed, אשר אינם מתאימים לרישום בבורסה, המליצה וועדת המו"פ על אימוץ מנגנון מימון ההמונים המאפשר שימוש ברשת האינטרנט לגיוס סכומי כסף קטנים ממספר רב של משקיעים, כמו גם על מועדוני משקיעים מתוחכמים.

#### 4.2.3.1 מימון המונים

חשוב להבחין בין שני סוגי מימון המונים - מימון ההמונים הקלאסי (Crowdfunding) במסגרתו המשקיעים אינם מקבלים תמורה עבור השקעתם, או שהתמורה המתקבלת על ידם היא בדמות מוצר או שירות, ומימון ההמונים ההוני (Crowd-investing) במסגרתו המשקיעים מקבלים ניירות ערך של החברה בה הם השקיעו בתמורה להשקעתם.

המחוקק הישראלי הסדיר גם את פעילות הפלטפורמות האינטרנטיות אשר מפעילות את תחום ההלוואות החברתיות. כך, המחוקק קבע כי רשות שוק ההון תפקח על תחום זה, וכן נקבע כי הצעה לציבור של ניירות ערך מסוג אגרות חוב, בלבד, ע"י תאגידים, בסכום שלא עולה על 1 מיליון ₪, יכולה להתבצע בהתאם להסדרה שחלה על הלוואות חברתיות.

במהלך שנת 2018 וברבעון הראשון של שנת 2019, נרשמו 5 רכזי הצעה במרשם הרכזים של רשות ניירות ערך. בתקופה זו, שני רכזי הצעה החלו בפעילות מימון המונים הונית לפי תקנות מימון המונים, ובאמצעותם גויס מציבור המשקיעים סך של כ-11.1 מיליון ₪ במסגרת גיוסים מוצלחים של 7 חברות טכנולוגיה. יש לציין, כי על פי המידע המצוי בידי הרשות, במסגרת גיוסים אלה נטלו חלק מעל 2,800 משקיעים. בעת הזו, הצפי הוא שרכזי הצעה הנוספים שנרשמו ייקחו חלק במימון ההמונים ההוני, כבר בעתיד הקרוב, כך שהיקפי הפעילות בתחום יעלו.

---

<sup>44</sup> מדובר בהשקעה בהיקף של כ-3.5 מיליון ₪ שבוצעה בחברת ניילומטיק בע"מ, בהשקעה בהיקף של כ-11 מיליון ₪ שבוצעה בקבוצת סונגו (Songo), בהשקעה בהיקף של כ-2.7 מיליון ₪ שבוצעה ברייטבאונד אינק. (RightBound Inc), בהשקעה בהיקף של כ-1.5 מיליון ₪ באקספריטי אינק. (Xperiti Inc), בהשקעה של כ-7.2 מיליון ₪ במאנטו איי.איי. בע"מ (Manto AI) ובהשקעה של כ-7 מיליון ₪ בחברת סקילז בע"מ (Scalez).

#### 4.2.3.2 מועדוני משקיעים מתוחכמים

בעוד שמודל מימון ההמונים נועד לאפשר גיוס של סכומים קטנים מהציבור הרחב, הרי שמועדוני משקיעים מתוחכמים מיועדים לאפשר גיוס של סכומים גדולים יותר מציבור מצומצם של מי שנחשבים למשקיעים מתוחכמים.

לחברת הזנק המבקשת לגייס רוכשים לניירות ערך שלה, קשה יותר לאתר משקיעים מתוחכמים יחידים, מאשר משקיעים מתוחכמים שהינם גופים או מוסדות. מועדוני המשקיעים המתוחכמים מאפשרים לחברות ההזנק גישה למשקיעים רבים אשר יכולים לתת להם מענה מימוני. הסרת חסמים על ידי הרשות לצורך זיהוי המשקיעים אלו מאפשרת לחברות היי-טק נגישות ופשטות בהצעה למשקיעים הפוטנציאליים מסוג זה.

#### 4.2.4 עידוד השקעת הגופים המוסדיים בחברות היי-טק סחירות

במסגרת המלצותיה לעידוד השקעה של הגופים המוסדיים בחברות היי-טק סחירות, כללה וועדת המו"פ המלצה לאפשר, לתקופת ביניים מוגבלת בזמן, לנכות תשלומים הנובעים מהשקעה בקרנות היי-טק סחירות ובמוצרי מדדים, כהוצאה ישירה, כל עוד מנהל הקרן אינו צד קשור לגוף המוסדי. בקרן ההיי-טק היחידה שקמה<sup>45</sup> ישנה השקעה מאסיבית של משקיעים מוסדיים, כאשר הללו הזרימו לקרן זו למעלה מ-80% מהיקף הגיוס שלה בעת ההנפקה הראשונה לציבור, וזאת בשל כך שההמלצה לעיל ביחס לאפשרות הניכוי של תשלומים הנובעים מהשקעה בקרן היי-טק נסחרת, יושמה.

---

<sup>45</sup> אי.בי.אי. (D5) Tech-Fund-טכנולוגיה עילית.

## 5 מדוע שוק ההון (המוסדיים) אינו פוגש את תעשיית ההיי-טק הישראלית?

### 5.1 חסמים רגולטוריים - ועדת חודק

משיחות עם מנהלי השקעות בגופים מוסדיים עולה כי וועדות ההשקעה מגבילות את מנהלי ההשקעות ומונעות השקעות פוטנציאליות בהיי-טק. ככלל, היקף ההשקעה בקרנות הון סיכון ישראליות על ידי גופים מוסדיים נמוך מאוד, כאשר לגבי היקף ההשקעה הישירה בחברות היי-טק מקומיות, הרי שמדובר בנתון שהרשות אינה מחזיקה בידה (ייתכן, כי חוסר במידע הפומבי ביחס להשקעות הישירות של המוסדיים, בחברות שאינן רשומות למסחר, הינו חסם בפני עצמו). עם זאת, ההנחה היא כי מדובר בהיקף זניח. לא ברור אם הסיבה להתנהלות הזוהירה של וועדות ההשקעה נובעת מהעובדה כי וועדות ההשקעה מאמצות את המלצות וועדת חודק (הנוגעות לאג"ח - הצורך בהכנת אנליזה כתובה ורכישת אג"ח של חברות פרטיות) גם להשקעה בהון סיכון או שמא מדובר במגבלות אחרות (פנימיות).

### 5.2 סיכון גיאוגרפי-פוליטי בהשקעה בהיי-טק הישראלי

הגופים המוסדיים אינם מעוניינים בכך שהתיק המוסדי יסתמך על המשק הישראלי בלבד, שבו הסיכון הגאוגרפי-פוליטי איננו זניח. מגמת הגידול המשמעותית של נכסי המשקיעים המוסדיים יצרה צורך להשקיע שיעורים הולכים וגדלים מהחיסכון הפיננסי מחוץ לישראל. שיעור העומד על כמעט שליש מהיקף הנכסים המנוהלים, כאשר שיעור זה צפוי לגדול.

### 5.3 מגבלות מיסוי

#### 5.3.1 הסדרי מיסוי ייחודיים לקרנות הון סיכון וקרנות השקעה פרטיות

הטבות המס הניתנות לקרנות הון אומנם לא מהוות חסם העומד בפני תעשיית ההיי-טק, אולם בהחלט מדובר בחסם המצמצם את המוטיבציה של אותן קרנות הנהנות מהסדרי מיסוי, לגייס הון באמצעות הבורסה בתל-אביב או ממשקיעים מוסדיים ולוותר על הטבות המס.

#### 5.3.2 מגבלת המע"מ

משקיעים זרים נהנים מפטור ממס רווח הון ומע"מ על השקעות בקרנות הון-סיכון. דיני המס בישראל קובעים כי המוסדיים, להבדיל ממשקיעים זרים, משלמים מע"מ מלא בשיעור של 17%, ככל משקיע ישראלי אחר, על דמי הניהול השנתיים. המשמעות - קרן ההון הסיכון הישראלית תעדיף לגייס כספים ממקורות זרים, משום שאז, תזרים המזומנים, נטו, מגיוסי ההון שתבצע הקרן, יהיה גדול יותר.

### 5.4 מגבלת הוצאות הישירות הניתנות להשתה על העמיתים

תקנות הוצאות ישירות קובעות אילו הוצאות בשל ביצוע עסקאות, רשאי גוף מוסדי לגבות ישירות מנכסי קופת גמל או מכספים העומדים כנגד התחייבויות תלויות תשואה, לפי העניין. התקנות מגבילות את "כפל דמי הניהול" כך שהמוסדיים יוכלו לנכות הוצאות ישירות של עד 0.25% מנכסי הקרן. בקרנות ההשקעה נדרשות עלויות נוספות שכן הן אינן נגישות ונדרשת מומחיות לבצע השקעה בהן, שני דברים אשר להם משמעות כספית משמעותית.



החשש של המוסדיים הינו חריגה מתקרת מגבלת ההוצאות הישירות, שכן במקרה כזה הכסף ינוכה ישירות מקופת המנהל. לכן, המוסדיים עוקבים אחרי שיעורי ההוצאות ויוצאים מהשקעות מסוימות על מנת שלא להגיע לתקרת המגבלה. בנק ישראל תולה את הפער בין היקף ההשקעה של גופים מוסדיים ישראלים בקרנות השקעה לעמיתיהם בעולם, בין היתר, גם ברגולציה הייחודית הנהוגה בישראל לגבי כפל דמי ניהול.

#### **5.5 סיכויי הצלחה של קרנות הון סיכון וההתאמה לפרופיל הסיכון של הקופות**

נתונים אודות תשואות קרנות ההון סיכון הישראליות אינם מפורסמים, אולם ידוע כי סיכויי הצלחה של חברות היי-טק ישראליות עומד על שיעור נמוך.

על מנת לקבוע האם מדובר באפיק השקעה לגיטימי עבור חסכוניות הציבור, נדרש להשוות את התשואה בקרנות אלו לתשואת המדדים הרלוונטיים בבורסה. הטענה הרווחת היא כי לרוב, קרנות הון הסיכון אינן מכות את המדדים בבורסה. יחד עם זאת, אנו עדים לתהליך התבגרות שחווה תעשיית ההיי-טק בישראל, ונראה כי התעשייה צמאה להשקעות גדולות יותר ובשלבם מתקדמים יותר.

#### **5.6 ההשפעה השלילית של חובת פרסום תשואה של גופים מוסדיים**

התרומה המשמעותית של קרנות הון סיכון לתשואה של קרנות הפנסיה או קופות הגמל, צפויה לבוא לידי ביטוי בעת מכירה או הנפקה ועד אז, הקרנות אינן מרוויחות וכתוצאה מכך משפיעות באופן שלילי על התשואה של הגוף המוסדי (J-Curve).

קרנות הון סיכון מתאפיינות בתנודתיות גבוהה, תקופה "גרועה" יכולה לפגוע בתשואה של מסלול השקעה שלם. כך, עשויה להיווצר חוות דעת שלילית בנוגע לאפקטיביות ההשקעה בגופים אלו שכן הם נמדדים לצד נכסים אשר משפיעים באופן חיובי על התשואה. העמיתים יכולים לגשת למידע הממוחשב בכל עת באתר האינטרנט וללמוד על התשואה לפי סוג הנכס ברמה החודשית. ככל שהמידע אודות קרנות הון הסיכון וביצועיהן, נכלל בחישוב הזה, אפקטיביות ההשקעה עשויה להתפרש כשלילית ולהרחיק משקיעים מהשקעות מסוג זה.

#### **5.7 היעדר תמריצי הצלחה - מגבלת תגמול בפיננסים**

המגבלות החוקיות הקיימות, אוסרות על מנהלי קרנות, תיקים מנוהלים, קופות הגמל והפנסיה, לגבות מהמשקיעים דמי הצלחה. מותר לגבות דמי ניהול שוטפים בלבד ללא קשר לביצועים. קרנות גידור וקרנות הון סיכון, אינן מפוקחות ואין עליהן מגבלות בהקשר זה. בפועל נראה כי תמריצים משפרים את איכות ניהול הקרנות, כך שחוסכים המשקיעים בקרנות אלו נהנים באופן עקבי מתשואות מותאמות סיכון שהינן גבוהות יותר משל קרנות עם דמי ניהול על בסיס היקף הנכסים.

#### **5.8 חוסר בידע, יכולת וכדאיות כלכלית לניתוח חברות טכנולוגיה או הזנק**

השקעה בחברות היי-טק דורשת מומחיות מיוחדת, אצל הגופים המוסדיים אין כיום בנמצא אנליסטים בעלי כישורים לסקר חברות מסוג זה. הגופים המוסדיים הישראלים לרוב יחפשו לחבור

לשותפים מוכרים, ישקיעו בקרנות המשך ולא בקרנות חדשות ויחברו לבעלי תפקידים מוכרים הידועים להם. בשל העובדה כי מרבית חברות היי-טק המהוות פוטנציאל להשקעה, קטנות יחסית, השקעת הון בהיקף נמוך לא מאפשרת ניצול יעיל של משאבי הגופים המוסדיים.

## 6 כיצד ניתן להבטיח את המשך הצמיחה והשגשוג?

בראייה משקית ולאומית, קיימת חשיבות בשימור הצמיחה של תעשיית ההיי-טק המקומית. לשם כך, נראה כי יש חשיבות ליצירת אקו-סיסטם שיאפשר צמיחה של חברות היי-טק, חלף תופעת האקזיט, שכן, בדרך כזו, התרומה לכלכלת המשק הישראלי תהיה גדולה יותר. נדרש גם לגוון את מקורות ההון של חברות היי-טק, בכדי שלא יהיו תלויות בכסף זר מכיוון שבעת משבר, מקומי או גלובלי, כלכלי, ביטחוני או אחר, או אף בעת שינוי מדיניות מס עלולה להוביל לפגיעה דרמטית בחברות המקומיות.

כדי ליצור את האקו-סיסטם הרצוי, וליישם חדשנות בשוק ההון בישראל באופן שיאפשר גיוון אפשרויות ההשקעה של ציבור המשקיעים, כמו גם גיוון מקורות המימון של חברות ההיי-טק, יש צורך להתמודד עם בעיות וחסמים שונים. הדרך הטובה ביותר, לדעתנו, לעמוד במשימה זו, היא באמצעות צוות עבודה אשר יורכב מנציגי הרגולטורים הפיננסיים (רשות ניירות ערך, רשות שוק ההון, רשות המסים, רשות החדשנות, המועצה הלאומית לכלכלה, אגף התקציבים במשרד האוצר), נציגי ענף ההיי-טק (לרבות, נציגי קרנות הון סיכון וקרנות פרייבט אקוויטי) ונציגי הגופים המוסדיים המקומיים, אשר יפעלו יחד לספק פתרונות לאותן בעיות וחסמים.

### 6.1 הקמת בורסה משנית

ביוני 2018, פורסם הדו"ח הסופי של הצוות בין-משרדי לבחינת הקמתה של בורסה ייעודית לחברות קטנות ובינוניות בישראל. מבט על חברות צמיחה וחברות קטנות ובינוניות בשוק ההון המקומי, מוביל למסקנה כי הבורסה לא היוותה עד כה אלטרנטיבה יעילה לגיוס מימון על ידי חברות אלה, בעיקר מטעמים אלו: גודלן והיקף פעילותן; דרישות סף גבוהות מדי עבורן לרישום למסחר; חוסר התאמה בין עלויות הרגולציה הקיימת לגודלן וקיומן של אלטרנטיבות אטרקטיביות יותר לגיוס הון<sup>46</sup>.

נכון למועד כתיבת מסמך זה, לא הוקמה בורסה משנית בישראל ולכן, קיים קושי במתן מענה לשאלה האם עצם המהלך יכול לפתור את בעיית המימון של החברות. מהלך הקמת הבורסה המשנית בישראל נמצא בשלב בחינה כלכלית<sup>47</sup>. הגם שאם מדובר בפתרון בעיית המימון של החברות

---

<sup>46</sup> מתוך הדוח הסופי של הצוות בין-משרדי לבחינת הקמתה של בורסה ייעודית לחברות קטנות ובינוניות בישראל.  
<sup>47</sup> יצוין, כי במהלך הימים 11-9 ביולי 2019 פורסמו בכלי התקשורת הכלכליים בישראל מספר כתבות אודות העניין שהביעה בורסת ה-NYSE, בפני משלחת ישראלית בראשות שר האוצר, משה כחלון, אשר ביקרה בתקופה האמורה בארה"ב, באשר להקמתה של בורסה משנית לחברות היי-טק בישראל -

<https://www.maariv.co.il/landedpages/printarticle.aspx?id=707681>

שירשמו למסחר בבורסה זו, מהלך זה אינו פותר את בעיית הנגישות של הגופים המוסדיים לחברות ההיי-טק, כפי שמתוארת במסמך זה (בשל גודל החברות והקושי לנתח והמשאבים הנדרשים לכך).

### 6.1.1 תמריצים בצד המנפיקים והמשקיעים

במסגרת דיוני הוועדה כאמור בסעיף 6.1 לעיל, נבחנו סוגי תמריצים שונים, לרבות תמריצים לחברות, משקיעים מוסדיים, קרנות תמיכה ממשלתיות, עידוד עשיית שוק ותמריצי מס. בפרט, הצוות דן באפשרות להציע מגוון רחב של תמריצי מס לחברות ולמשקיעים, ברם, בשל העדר הסכמה בין חברי הוועדה, רק מקצתם מצאו את מקומם בהמלצות בדוח הוועדה הסופי שהוגש לשר האוצר ולשרת המשפטים.

מחקרים רבים מובילים למסקנה כי הטבות מס מסייעות בקידום ההשקעה ב-SME's. הממצאים האמפיריים מראים כי מדינות רבות נוקטות בתמריצי מס כאלמנט משמעותי לסיוע ל-SME's, בין אם כתמריץ ישיר לחברות אלו ובין אם כתמריץ למשקיעים בחברות הנ"ל, כאשר הטבות המס משתנות ממקום למקום. את הגישה האמורה ניתן ליישם גם ביחס לחברות טכנולוגיה.

### תמריצי מס ליחידים שנבחנו במסגרת דיוני הוועדה

1. הכרה בהשקעה כהפסד הון - המודל הרלוונטי לבחינה הוא המודל של הוראת השעה לפי סעיף 92א' לפקודת מס הכנסה (להלן - "**הפקודה**"). לפי הוראות הסעיף, סכום "השקעה מזכה" (השקעה במזומן בחברת מו"פ אשר תמורתה הוקצו למשקיע מניות באותה חברה ובאותה שנה) בחברת מו"פ כהגדרתה בסעיף, עד לגובה של 5 מיליון ₪, יוכר (למשקיע) **כהפסד הון** בשנת המס בה ביצע את ההשקעה או בשנת המס שלאחריה, וההפסד ניתן לקיזוז גם כנגד רווחי הון ממקורות אחרים. בחישוב רווח ההון מאותה השקעה מזכה יופחת הסכום שהוכר כהפסד הון מהמחיר המקורי<sup>48</sup>. **המלצה זו יושמה בדוח הסופי של הוועדה והיא רלוונטית גם בהקשר זה.**
2. מסים מופחתים/פטור ממס למשקיעים - מס רווח הון, מס על דיבידנד ומס על ריבית (בגין תקבולים מאג"ח וכו'). בעניין זה עולות מספר שאלות. ראשית, עד כמה להפחית את שיעור המס. שנית, האם ועד איזו מידה יש לאפשר הטבה כאמור גם לבעל מניות מהותי כהגדרתו בפקודה (לרבות בעלי שליטה)<sup>49</sup>. מתן הטבת מס לבעלי מניות מהותיים, ובפרט לבעלי שליטה, יש בה כדי לעודד הנפקת חברות בבורסה הייעודית חלף האפשרות שלהן לגייס הון ממקורות פרטיים. לסיכום, בהקשר זה מנעד ההטבה נע בין הענקת פטור מלא לשני סוגי בעלי המניות (מהותיים ושאינם מהותיים) לבין הפחתת שיעור המס רק לאחד מהם. **המלצה זו לא יושמה בדוח הסופי של הוועדה.**
3. שיעור מס מופחת (רווח הון, דיבידנד וריבית) עבור השקעות ב"חברות ושווקי צמיחה" - בדומה לתמריץ מס שנהוג באנגליה ועוצב כך שיתאים לאפשר תמריץ להשקעה בחברות צמיחה וחברות הנסחרות ב-AIM, הוצע לאפשר תמריץ לפיו משקיעים אשר משקיעים בחברות (שווקים) שעומדות בהגדרות מסוימות, יזכו להטבת מס. באנגליה ישנו פטור ממס ביול

<sup>48</sup> המחיר המקורי מוגדר בפקודה בין היתר: "הסכום שהוציא המשקיע לרכישתו של אותו נכס".

<sup>49</sup> בפקודה נקבעו שיעורי מס שונים לבעל מניות מהותי ולמי שאינו עונה להגדרה האמורה.

- (Stamp duty) עבור משקיעים בחברות הנסחרות ב"שווקי צמיחה"<sup>50</sup>. באופן דומה, הוצע שעבור השקעה בחברות שנסחרות בבורסה הייעודית ואשר יוגדרו כחברות צמיחה תינתן הטבת מס בדמות שיעור מס מופחת, שכן בישראל לא חלים מסים אחרים עבור רכישה של ניירות ערך. ניתן לאמץ הגדרות דומות לשווקי צמיחה הנהוגות באנגליה, ביחס לחברות טכנולוגיה.
4. **"חשבון להשקעה" (נהוג במספר מדינות)** - הוצע לקבוע הטבות מס שיחולו אף על מסחר בני"ע הנסחרים בבורסה הייעודית. בדומה להטבות מס אחרות, גם כאן קיים מנעד רחב הנע בין חלופה לפיה כל ההשקעות בחשבון זה יהיו פטורות ממס ללא מגבלה על סכום ההשקעה לבין חלופות אחרות המקנות הטבות מס חלקיות, כגון:
- א. פטור מלא מרווחים בחשבון ללא מגבלה על גובה הסכום שיכול להיות מופקד בחשבון ההשקעה, וזאת במידה ולא נמשכים כספים מהחשבון עד לגיל פרישה<sup>51</sup>. ככל שיש משיכה של כספים - אלו ימוסו על פי שיעורי המס המקובלים.
- ב. פטור מלא מרווחים בחשבון, אולם תחול מגבלה על סכום ההפקדה המקסימלי המופקד בחשבון ההשקעה (הגבלה שנתית או כללית) - בדומה לחשבון חיסכון אישי (ISA) הנהוג באנגליה.
- ג. דחיית אירוע המס עד מועד משיכת כספים מהחשבון וכן, סכום ההשקעות לא יוגבל - במועד משיכת הכספים הרווח החייב במס יהיה סך הרווחים, נטו. משמע, סך הרווחים בקיזוז סך ההפסדים שנצברו עד אותו מועד, כך שדה פקטו, יהיה ניתן לקזז בין רווחים להפסדים שנצברו לאחר אירוע המס המקורי, כל עוד לא נמשכו כספים מהחשבון<sup>52</sup>. סכום ההשקעות לא יוגבל ויוגדר סכום הכנסות או רווחים הפטורים ממס לשנה וכל סכום מעליו יהא חייב במס ללא דחייה.
- ד. יש לדון בקביעת תנאי להשקעה מינימלית בחברות הנסחרות ברשימה או חברות מסוג מסוים. תנאי כזה נקבע באיטליה אולם לטעמנו חיוב בהשקעה מינימלית, אינו מטיב בהכרח עם ציבור המשקיעים. מאידך, ניתן ליישם מנגנון "הגנה מהפסדים" כדי לעודד את הציבור להשקיע בחברות אלו.

<sup>50</sup> על מנת להיחשב כשוק צמיחה יש לעמוד באחת מ-2 ההגדרות הבאות:

א. מרבית החברות הנסחרות בשוק זה הן בעלות שווי שוק נמוך מ-170 מיליון פאונד (תנאי שקיומו מכוון להכניס את ה-AIM להגדרה).

ב. הכללים בשוק הרלוונטי דורשים שחברות שמבקשות להירשם אליהם יציגו שיעורי צמיחה שנתיים של לפחות 20% בהכנסות או בכמות העובדים המועסקים במשך 3 שנים לפני הגשת הבקשה.

<sup>51</sup> בדומה להסדר שחל על קופות גמל להשקעה.

<sup>52</sup> 401(k) בארה"ב - תוכנית פנסיה לפרישה אשר נכנסה לחוק בשנת 1978, שבה זכאים העובדים להנות מדחיית מס על הפרשותיהם לתוכנית. ההפרשה לתוכנית נעשית מהמשכורת לפני ניכוי מס. מעסיקים יכולים גם כן להפריש כספים לאותה התוכנית. רווחים מהשקעה בתוכנית זו יזכו לדחיית תשלום מס עד לתחילת משיכת הכספים מתוכנית הפרישה. קיימת מגבלת על סכומי ההשקעה בתוכנית וכן הגבלות על התזמון והאופן בו נמשכים הכספים.

היתרון בתמריץ זה הוא שחשבון להשקעה מעודד את הציבור להשקיע בחברות מסוג מסוים ולחסוך, ולצד זה לא לחשוש ממימוש נכסים שבראייתם לא נכון להחזיק, אך בפועל מחזיקים בהם רק משיקולי מס. בנוסף, יש יתרון תפעולי ביצירת מנגנון שכזה - חשבון השקעות נפרד המאפשר מעקב פשוט אחר התנועות בו. מאידך, כל פתרון המעודד השקעה לטווח ארוך פוגע בסחירות של הנייר או המוצר אשר את החזקתו רוצים לעודד.

## 6.2 שותפויות מו"פ סחירות

סגל הרשות יזם פנייה אל הבורסה בבקשה לתקן את תקנונה באופן שיאפשר לשותפויות נסחרות לפעול בתחום המו"פ. ביום 11 באפריל 2019 אישר דירקטוריון הבורסה את תיקון תקנון הבורסה, כאשר ביום 2 במאי 2019 אישרה ועדת הרשות לענייני השוק המשני את תיקון שותפות המו"פ, תיקון, אשר נכנס לתוקפו במהלך חודש מאי 2019.

בהתאם לתיקון שותפות המו"פ, שותפות מו"פ שתיסחר בבורסה תוכל להשקיע רק בפרויקטים אשר קיבלו את אישור רשות החדשנות על כך שהם פרויקטים של מחקר ופיתוח. יש לציין, כי רשות החדשנות תתבקש, במקרים הרלוונטיים, לתת מענה לשותפויות שיפנו אליה בנדון בתוך תקופה של 30 יום ממועד הפנייה. כמו כן, נקבע במסגרת תיקון שותפות המו"פ כי השותפות המנפיקה תתחייב לכך שהיקף ההשקעה שלה בכל פרויקט בודד בו היא תשקיע לראשונה, לא יעלה על 40% מסך נכסיה של השותפות, על פי הדוחות הכספיים האחרונים שלה, הידועים במועד ביצוע ההשקעה הרלוונטית.

סגל הרשות פעל מול רשות המיסים לכך שיפורסם צו לפיו משטר המס אשר יחול על שותפויות מו"פ ציבוריות, יהא זהה למשטר המס אשר יחול על חברות ציבוריות (להלן - "הצו"). עם פרסום הצו ברשומות, ניתן יהיה לרשום למסחר בבורסה שותפויות מו"פ (נכון לסוף חודש אוקטובר 2019, הצו טרם פורסם).

יודגש, כי למועד זה, ישנם מספר גופים פרטיים אשר הביעו עניין ברישום למסחר של שותפויות מו"פ בבורסה, על בסיס תשקיף IPO, כאשר בימים אלה בודק סגל הרשות מספר תשקיפי הנפקה ראשונה לציבור של שותפויות מו"פ, כאשר ההערכה היא שעד תום שנת 2019 תירשם למסחר בבורסה, לפחות שותפות מו"פ אחת.

## 6.3 מכשירי השקעה בחו"ל

לאור הבעיות שהצגנו לעיל, הצוות בחן מספר מכשירי השקעה הקיימים בעולם אשר עשויים להוות פתרון לבעיות אותן מפינו ובפרט את בעיית המוסדיים. הנתונים המוצגים להלן ביחס למכשירי ההשקעה בעולם אינם בהכרח מותאמים לאופי השוק והרגולציה בישראל וידרשו התאמות.

### 6.3.1 אנגליה: VCT - Venture Capital Trust

#### מה זה VCT?

מדובר בקרן השקעות אשר רשומה למסחר ב LSE (הבורסה של לונדון) והוצגה לראשונה בשנת 1995 על מנת לעודד השקעות בחברות קטנות באנגליה, שווי הנכסים בקרנות מסוג זה באנגליה, נכון לשנת 2016, עומד על 6 מיליארד פאונד.<sup>53</sup> קרנות אלו עוצבו במטרה לעודד השקעה בחברות בינוניות-קטנות (SME) באמצעות תמריצי מס<sup>54</sup>, המשקיעים בקרנות, מקבלים הטבות מס בדמות הקלות במס על ההכנסה ודיבידנדים פטורים ממס.

בשנים 2017-2018 מספר קרנות ה VCT אשר גייסו כסף עמד על 43 קרנות. סה"כ נכון לינואר 2019, מספר קרנות ה VCT הקיימות (כולל אלו שלא גייסו כסף ב-2018) הוא 61 (42 כלליות, 11 מתמחות 81 AIM). מאז הקמתן בשנת 1995, גייסו קרנות ה VCT 7.7 מיליארד פאונד באנגליה.

ככלל, נראה כי מכשיר ה-VCT אינו שונה מהותית מקרן טכנולוגיה עילית. מטרות שני המכשירים זהות, כאשר בשני המכשירים ניתנו הטבות למשקיעים ושני המכשירים הם מכשירים נסחרים. הטבות המס, אשר הינן ההבדל העיקרי בין המכשירים, היא הגורם המסביר את הצלחת מכשיר ה-VCT באנגליה לעומת ההצלחה החלקית של קרן הטכנולוגיה העילית בישראל, אך עם זאת, שוני זה אינו מצדיק בנייה ואפיון של מכשיר השקעה חדש.

### 6.3.2 אנגליה: EIS - Enterprise Investment Scheme

הושק בשנת 1994, לצד ה VCT ומטרתו לעודד השקעה בחברות קטנות באנגליה. להבדיל מה-VCT, ה- EIS אינו רשום למסחר, המבנה המשפטי שלו איננו של קרן ולכן מדובר במכשיר שפונה למשקיעים מסוג אחר, משקיעים מתוחכמים. בשני המכשירים קיימות הטבות מס זהות, וב- EIS מגבלות ההשקעה מאפשרות השקעה של סכומים גבוהים יותר. נוטים לקשור את המכשיר זה למכשיר ה-VCT, משום ששניהם מציעים את אותן הטבות מס: פטור ממס על דיבידנד ורווח והון והפחתה מחבות מס בגובה של 30% מגובה ההשקעה. עם זאת, ה- EIS אינו סחיר וגם מימוש הטבות המס איננו מיידים כמו ב VCT.

---

<sup>53</sup> הקרן מוסדרת ב UK Finance Act 1995.

<sup>54</sup> הטבות המס: א. הקלה במס ההכנסה: משקיע זכאי להקלה של עד 30%, לפי גובה ההשקעה (עד 200,000 פאונד, זכאי ל-30%, מעל לסכום זה, השיעורים קטנים) בתנאי שהחזקה במניות הינה למשך 5 שנים לפחות ושהמניות נקנו בהנפקה הראשונית. שיעור ההקלה כפוף להכנסה השנתית. ניתן להחיל את ההקלה על הכנסות נוספות כגון הכנסות משכ"ד ומדיבידנדים; ב. מס רווח הון ומס על דיבידנדים מההשקעה אינם מושגים על המשקיעים ב VCT. הטבת המס המתקבלת מהשקעה בקרנות ה-VCT ניתנת רק למשקיעים בריטים מעל גיל 18 המשלמים מיסים בבריטניה, ורק כאשר רכישת היחידות נעשית בהנפקתם הראשונית (IPO). כמו כן על מנת ליהנות מהטבת המס יש להחזיק בקרן למשך 5 שנים.

### 6.3.3 אנגליה: קרן מרכזת ציבורית - Fund of Funds<sup>55</sup>

ייחודה של קרן ה"אם" באגד הקרנות זה הוא שהיא זו מפקחת בהיבט הרגולטורי. כלומר, היא רשומה למסחר בעוד הקרנות המוחזקות בה אינן מפקחות או נסחרות. יצוין, כי קיימות היום קרנות מרכזות בישראל ובעולם, אולם בישראל קרנות אלו אינן רשומות למסחר<sup>56</sup>. מדובר בכלי רלוונטי לציבור שמעוניין להיחשף להיטק הישראלי וכן לגופים מוסדיים שיוכלו להשקיע בסל של קרנות (פיזור) ולמשקיעי חוץ שיוכלו כך להיחשף למעין אינדקס של תעשיית ההון סיכון בישראל. כללי הקרן הציבורית צריכים לאפשר מידה מסוימת של "סודיות" בנוגע לביצועים של כל אחת מהקרנות בהן השקיעה הקרן. כלומר, הקרן הציבורית תוכל לפרסם באילו קרנות השקיעה, סכום ההשקעה, שווי ההשקעה, שווי נכסי הקרן, וכו', אולם יש לחפש פתרון יצירתי במסגרתו יפורסם מידע על אודות ביצועים פרטניים של כל קרן וקרן. ייתכן כי היעדר החשיפה של נתוני קרנות הון הסיכון עצמן, היא המפתח להצלחה.

### 6.3.4 אוסטרליה: AFOF<sup>57</sup> - Venture Capital Fund of Funds

מדובר בקרן שאינה רשומה למסחר ומרכזת תחתיה קרנות הון סיכון. קרנות אלו מוסדרות באמצעות החקיקה העוסקת בהון סיכון (Venture Capital act) ובמיסוי (income tax act).<sup>58</sup> כיום, קרנות אלו אינן רשומות למסחר בבורסה האוסטרלית אולם מאושרות ונרשמות במשרד המדע והחדשנות באוסטרליה.<sup>59</sup> מבחינת הקלות המס, הקרן פטורה - הקרן עצמה איננה ממוסה וההכנסות עוברות ישירות למשקיעים. משקיעים מחוץ לאוסטרליה אינם משלמים מס רווח הון.

### 6.3.5 קנדה: מכשיר ה-LSIF

מכשיר ה-Labour sponsored investment fund (LSIF) הוא קרן שמטרתה השקעה בחברות קנדיות קטנות ובינוניות. הממשל הקנדי העניק למשקיעים בקרן מסוג זה הטבת מס על מנת לעודד את ההשקעה בקרנות כאלה<sup>60</sup>. יצוין, כי הקרנות הללו חייבות לקבל תמיכה של ארגון עובדים (Labour union) אשר רשאי גם למנות נציגים לדירקטוריון הקרן. החברות בהן משקיעה הקרן הינן חברות בתחילת דרכן, אשר לרוב אינן רשומות למסחר בבורסה, אולם, הן בעלות פוטנציאל צמיחה משמעותי ובעלות פוטנציאל להנבת תשואה גבוהה במידה ואכן יצליחו.

כדי לקבל את הטבת המס, יש לרכוש את היחידות בהנפקתן הראשונית, וכן חלה חובת החזקה ביחידות של הקרן במשך תקופה של 8 שנים, וזאת, על מנת לשמור על יציבות בכלכלה הקנדית.

<sup>55</sup> מדובר ב"אגד קרנות", קרן המשקיעה בקרנות אחרות.

<sup>56</sup> [/https://vintage-ip.com](https://vintage-ip.com)

<sup>57</sup> <https://www.business.gov.au/assistance/venture-capital/australian-venture-capital-fund-of-funds>

<sup>58</sup> (ITA 1097) Venture Capital Act 2002(VCA) and the Income Tax Assessment Act 1997.

<sup>59</sup> רשימה של הקרנות הרשומות באוסטרליה: <https://www.business.gov.au/Assistance/Venture-Capital/Australian-Venture-Capital-Fund-of-Funds/List-of-Australian-Venture-Capital-Fund-of-Funds>

<sup>60</sup> <https://www.td.com/ca/products-services/investing/td-direct-investing/mutual-funds/labour-funds.jsp>

לפיכך, מדובר על מכשיר שמתאים להשקעה לטווח ארוך<sup>61</sup>. לאור תקופת ההחזקה הארוכה בה מחויבים המשקיעים, המכשיר מעלה בעייתיות מבחינת נזילות. בנוסף, בשל העובדה שהחברות המוחזקות לא נסחרות בבורסה, יש קושי בהערכת שווי יחידות הקרן.

### 6.3.6 קרן ענפית על בסיס מודל ה-SPAC

כדי לתמוך בחברות היי-טק צעירות, קטנות או בינוניות, הפועלות בתעשיית ההיי-טק, אשר זקוקות להשקעות בהיקף משמעותי, ניתן לבחון יישום נקודתי של מודל ה-SPAC<sup>62</sup> (Special Purpose Acquisition Company) באופן בו יזם בעל שם, ינפיק בבורסה קרן ענפית (בין אם היא תהיה חברה ובין אם היא תהיה שותפות; להלן - "הקרן הענפית"), אשר תגייס הון מהציבור לשם השקעה בחברות מטרה הפועלות בתחום מוגדר, דוגמת ביומד או אוטו-טק.

על פי מודל המוצע, בדומה ל-SPAC, בעת הנפקת הקרן הענפית לא תהיה לה כל פעילות, והמשקיעים ישקיעו בה על בסיס תשקיף בו היא תתייחס למדיניות ההשקעה העתידית שלה - השקעות בחברות מטרה בתחום ספציפי, כאשר התמריץ למשקיעים, לרבות משקיעים מוסדיים, להשקיע בקרן שכזו יהיה הניסיון העסקי של היזם.

**לסיכום, נראה כי הטבת מס אינה יכולה להיות המאפיין העיקרי שסביבו בנויים מודל השקעות, וחייב להיות עניין לציבור המשקיעים הישראלי להשקיע במכשיר השקעה מסוים, מלבד הטבות המס, כגון, קרן בעלת מאפיינים דומים שאינה נסחרת (EIS), קרן מרכזת (או אגד קרנות) או שותפויות מו"פ. ככל שייבחר מודל שונה או אחר, אין לאמצו כמות שהוא, אלא יש להתאימו למאפייני השוק המקומי, לאור המטרות הבאות: יצירת מקור מימון נוסף לחברות ההיי-טק, חשיפת הציבור להשקעה בהיי-טק באמצעות רישום חברות למסחר בבורסה והגדלת היקף ההשקעות של הגופים המוסדיים בחברות מסוג זה. עם זאת, לעת הזאת, נראה כי אין טעם ביבוא מכשירי השקעה נוספים מחו"ל.**

<sup>61</sup> <https://www.td.com/ca/products-services/investing/td-direct-investing/mutual-funds/labour-funds.jsp>

<sup>62</sup> חברת SPAC היא סוג של חברת צ'ק פתוח (Blank check company) - חברה ללא כל פעילות עסקית, שנוצרה רק למטרות מיזוג, רכישת נכסים או שילוב עם פעילות עסקית קיימת. זהו אפיק השקעה אשר מטרתו היא גיוס הון דרך שווקי הון ציבוריים. למרות שלא כל חברות ה-SPAC הן בעלות מבנה זהה, לרובן ישנם מאפיינים דומים. כלל, ניתן לראות חברות SPAC כסוג של "חברות מעטפת" (שלדים בורסאיים), אשר מגייסות כסף באמצעות הנפקה ראשונה לציבור (IPO) תוך הבטחה לרכוש, בתוך פרק זמן מוגדר מראש, חברה פעילה. מבנה זה מספק לחברת "המטרה" (החברה שחברת SPAC מתכננת לרכוש) הון מיידי אשר גויס ב-IPO, המהווה, בדרך כלל, יתרון על פני רכישת שלד בורסאי. בשונה מחברות קונבנציונאליות המגייסות הון מהציבור, לחברות SPAC אין היסטוריה של פעילות, הכנסות או רווח. למעשה, בעת הגיוס מהציבור, בחברות אלה יש רק צוות ניהולי אשר חותר לרכישה של חברות ופעילויות בתקופת הזמן הקצר המוקצבת לו. לפיכך, בדרך כלל, מאחורי כל חברת SPAC ישנו יזם בעל מוניטין שבזכותו מתאפשר גיוס מיידי של הון, כך שתהליך החיפוש והמציאה של הפעילות העסקית הוא תהליך ה-"משוחרר" משאלת אי הוודאות של הצלחת הגיוס למימון רכישתה.



#### 6.4 אג"ח מיועדות כתמריץ השקעה למוסדיים

מדינת ישראל מנפיקה אג"ח לגופים המוסדיים לעמוד בהחזרים של החיסכון הפנסיוני, אגרות חוב אלו מכונות אג"ח מיועדות. מדובר באגרות חוב ממשלתיות לא סחירות, צמודות מדד ונושאת ריבית קבועה. אגרות החוב המיועדות מספקות תשואה ריאלית של  $4.86\%$ <sup>63</sup>. אג"ח מיועדות הינן גורם הממתן תנודתיות בתשואה, מן הטעם שהן מניבות תשואה חיובית קבועה מדי שנה, ללא תלות בשווקים או בשינויי ריבית. לאגרות חוב הללו יש עלות תקציבית על המדינה.

על מנת לייצר מערך תמריצים לגופים המוסדיים בהשקעה בחברות היי-טק אשר תורמות לצמיחת המשק הישראלי, יכול וניתן להשתמש באג"ח המיועדות ולהסיטן למישור מקביל כך שיונפקו שתי סדרות של אג"ח מיועדות - האחת, בה מתקבלת ריבית קבועה. השנייה, אשר תספק ריבית גבוהה יותר מהסדרה הקודמת אך תתנה את ההשקעה בחברות היי-טק צעירות. באופן כלכלי, הגוף המוסדי יתרגם את המרווח על מנת לייצר לו רשת ביטחון. היתרון בתרחיש כזה הוא בכך שהוא אינו טומן בחובו עלות תקציבית נוספת.

**מהלך כאמור, הינו בגדר שינוי מהותי בגישה ביחס לעידודה של המדינה בהכוונת השקעות לסקטור מסוים.**

#### 6.5 שת"פ עם רשות החדשנות - סבסוד אנליסטים למוסדיים

במהלך שנת 2018 החלו הרשות ורשות החדשנות להניע יוזמה כדי להתמודד עם אחד החסמים המונעים מהגופים המוסדיים השקעה בחברות מחקר ופיתוח פרטיות - היעדר היכולת של המוסדיים לתמחר חברות אלה, לאור העובדה שאין להם אנליסטים המתמחים בסיקור חברות היי-טק. על הפרק הועלתה האפשרות שרשות החדשנות תסייע במימון אנליסטים לתחום ההיי-טק לגופים המוסדיים המקומיים.

במהלך חודש ספטמבר 2019 אישרה מועצת רשות החדשנות את מסלול הטבה מס' 40 שעניינו קידום יכולות השקעה בתעשייה עתירת הידע אצל גופי שוק ההון המוסדיים, מסלול אשר מעגן באופן פורמאלי את הרעיון שפורט לעיל (להלן - "מסלול הטבה"). לאור אישור מסלול הטבה, אשר נכנס לתוקף ביום 29 באוקטובר 2019, ניתן להעריך כי במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2019 יתפרסם "קול קורא" למשקיעים המוסדיים המקומיים להצטרף אל המסלול האמור.

#### 6.6 שת"פ עם רשות החדשנות - רתימת ה-EIF לטובת חברות היי-טק מקומיות

במהלך השנה וחצי האחרונות בוחנים, הרשות ורשות החדשנות, את האפשרות לרתום את קרן ההשקעות האירופאית, ה-European Investment Fund (להלן - "ה-EIF"), לטובת מתן ערבויות ו/או מימון לחברות היי-טק מקומיות, קטנות ובינוניות, אשר יחשבו כחדשניות בהתאם להגדרת ה-EIF. במסגרת שיתוף פעולה זה, מנסים הרשות ורשות החדשנות לקדם שני מסלולים אפשריים-

<sup>63</sup> חיסכון פנסיוני הולם - דו"ח הצוות להגברת הוודאות בחיסכון הפנסיוני, דצמבר 2015.

מסלול ערבויות לחברות היי-טק שינפיקו אג"ח בבורסה ומסלול ערבות לקרן הלוואות לחברות קטנות ובינוניות, כאשר קרן הלוואות תונפק בבורסה.

## 7 סיכום ושאלות מנחות לציבור

מסמך זה הינו מסמך מקוצר, המכיל את ראשי פרקים של המסמך המלא ואת עיקרי הדברים שפורטו במסך המלא. במסגרת מסמך זה התייחסנו לפתרונות שנבדקו בעבר, וכן לפתרונות עתידיים אפשריים. במסגרת החשיבה על פתרונות אפשריים, שתכליתם קידום תעשיית ההיי-טק המקומית והנגשתה לשוק ההון הישראלי, כאמור, אנו מתמודדים עם שתי בעיות עיקריות:

האחת, מדוע חברות טכנולוגיה מקומיות רבות בוחרות לגייס מימון בעיקר ממקורות זרים ולא בישראל, והאם שוק ההון המקומי יכול להיות רלוונטי עבור חברות טכנולוגיה צומחות?

השנייה, מדוע הגופים המוסדיים המקומיים כמעט ואינם מעורבים (או שמעורבותם מצומצמת) בהשקעה בחברות היי-טק ישראליות ו/או בקרנות הון סיכון מקומיות?

אנו מזמינים את הציבור הרחב להתייחס לשאלות עקרוניות אלו ולפתרונות אפשריים ולציין להתייחס גם לשורה של רעיונות שהועלו במסגרת מסמך זה, לרבות:

- האם קיימת חשיבות בחשיפת הציבור הישראלי בכללותו להצלחת תעשיית ההיי-טק המקומי, בשים לב לכך שכיום זו נחלתם של מעטים?
- האם יש מקום להקמתה של בורסה משנית או שוקים אחרים לחברות היי-טק מקומיות?
- האם יש מקום למתן תמריצים למשקיעים מקרב הציבור בחברות היי-טק בינוניות וקטנות, לרבות, תמריצי מס?
- האם יש מקום לקדם בישראל מכשירי השקעה דוגמת אלה הקיימים באנגליה, אוסטרליה או קנדה? או שדי בשינוי המכשירים הקיימים ובהתאמתם לאור הניסיון שנצבר לאורך השנים?
- האם יש מקום לאפשר הקמה של קרנות חוב סחירות שתכליתן העמדת אשראי לחברות היי-טק בכלל או לכאלו המצויות בשלבי מכירות?
- האם יש מקום לאפשר בישראל הקמה של קרן מרכזת סחירה - Public Fund Of Funds?
- אילו חסמים שונים יש להסיר כדי להנגיש את שוק ההון לתעשיית ההיי-טק המקומית?

אנו מזמינים את הציבור הרחב להביע את עמדתו ואת הערותיו בקשר עם האמור במסמך זה, עד ליום 7 בינואר 2020.

אנשי קשר: עו"ד אבי לאור, עו"ד אלי דניאל, עו"ד דניאל שמענוב

אי-מייל: [hightech@isa.gov.il](mailto:hightech@isa.gov.il)

טלפון: 02-6556444/565