



ר ש ו ת נ י ר ו ת ע ר ך  
ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

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

– להערות הציבור –

איש קשר:

עו"ד קרן קורן בנדלק, עו"ד אמיר בן מויאל

טל': 02-6556444, פקס: 02-6513160 דוא"ל: [seclaw@isa.gov.il](mailto:seclaw@isa.gov.il)

הערות ותגובות תתקבלנה עד ליום 9.3.2021

**פברואר 2021**



## הצעה לתיקון תקנון הבורסה להתאמת הדרישות ברישום למסחר של שותפויות מו"פ, כחלק משכלול מנגנוני ההגנה על ציבור המשקיעים

תקנון הבורסה ("התקנון") מסדיר הוראות בקשר לרישום למסחר של שותפות מוגבלת ציבורית, המציעה יחידות השתתפות לציבור. על פי הוראות התקנון אפשרות זו מותנית ברשימת תנאים ובראשם הגבלתה לשותפויות הפועלות בתחומי עיסוק מסוימים בלבד. עד לשנת 2019 תחומים אלו כללו שותפויות שעיסוקן הבלעדי הוא בתחום חיפושי נפט וגז ובתחום הפקת סרטים. בשנת 2019 הבורסה תיקנה את תקנון הבורסה כך שרשימת תחומי העיסוק הורחבה והוסדרה האפשרות לרשום למסחר בבורסה גם שותפויות שעיסוקן הבלעדי הוא בתחום מחקר ופיתוח ("שותפות מו"פ"). מאז תיקון תקנון הבורסה בקשר לשותפויות מו"פ הוגשו לרשות בקשות רבות של שותפויות לקבלת היתר לפרסום תשקיף ורישום יחידות ההשתתפות למסחר בבורסה, בהתאם להוראות חוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1968 ולמתווה הקבוע בתקנון הבורסה בעניין שותפויות מו"פ. במהלך החודשים האחרונים הרשות נתנה היתרים ל-5 שותפויות מו"פ שרשמו את יחידות ההשתתפות שלהן למסחר בבורסה וגייסו סכום כולל של כ-232 מיליון ₪. כמו כן, על שולחנה של הרשות מונחות ונבחנות כעת 15 בקשות נוספות של שותפויות מו"פ לקבלת היתר לפרסום תשקיף. במסגרת עבודת סגל הרשות בקשר לשותפויות מו"פ עוצב עקב בצד אגודל ועל בסיס הניסיון שנצבר ממקרה למקרה מתווה הגילוי הנדרש מהן בתשקיף ההנפקה, שישקף כהלכה את פעילות השותפויות בתחום זה ואת הסיכונים הייחודיים הטמונים בהשקעה בה.

כך, התשקיף כולל בין היתר גילוי בדבר חברות מטרה אשר השקעה בהן תבוצע מתמורת הגיוס הראשונית וכן גילוי אודות השותף הכללי, יכולת איתור ההשקעות והאנליזה שלו ושיקול דעתו ביחס להשקעה בחברות מטרה אחרות, כמו כן גילוי בדבר ומבנה התמריצים שלו בפעילות, בפרט נוכח מבנה התגמולים שיהיה זכאי להם והוראות פקודת השותפויות והסכם השותפות המסדירות את פעילותו. היבט משמעותי נוסף לגביו סגל הרשות מבקש השלמות גילוי במידת הצורך גילוי נוגע להצלחות וכישלונות עסקיים, וכן היבטים המעידים על פגם במהימנות של בעלי השליטה ונושאי המשרה בשותף הכללי. הצורך בגילוי זה נובע מההסתמכות הרבה על גורמים אלה ומאפייני המבנה התאגידי של שותפויות מו"פ.

דרישות אלו גובשו גם תוך מתן הדעת והשוואת מאפייני הפעילות של שותפויות המו"פ לפעילות המקבילה בשוק הגיוסים הפרטי, של קרנות הון סיכון המגייסות הון ממשקיעים מתוחכמים ובחינת הגילוי שניתן על ידן למשקיעים ומבנה התמריצים של המנהלים בהן.

נוכח הפעילות האמורה וההאצה בהיקפה, נצבר בקרב סגל הרשות ניסיון והבנה מעמיקה יותר בדבר בעיית הנציג שבבסיסה של הנפקות מסוג זה וחוסר האיזון הפוטנציאלי בין התמריצים הכלכליים של השותף הכללי לבין התמריצים של מחזיקי יחידות ההשתתפות המוגבלות, הן נוכח מבנה ההתאגדות כשותפות ובפרט נוכח מאפייני השותפויות המבקשות לגייס הון שפועלות בשוק העסקי של מחקר ופיתוח.



לעמדת הרשות, חוסר האיזון האמור נוכח הניסיון שנצבר עלול לגרור כשלים מהותיים בפעילות בתחום זה שיגררו בתורם נזק למשקיעים ולאמון הציבור בשוק ההון. משכך ועל מנת להבטיח ניהול תקין והוגן של הבורסה, הרשות מבקשת לשכלל את מנגנוני ההגנה על ציבור המשקיעים על ידי התאמת דרישות הרישום למסחר של שותפויות מו"פ. בהתאם לבחינה ולשיח שקיים סגל הרשות גם עם גורמי מקצוע רלוונטיים בשוק, הרשות רואה צורך בחידוד וטיוב הדרישות הקיימות וזאת על מנת להבטיח את מחויבותם של היזמים כלפי ציבור משקיעים.

הסמכות להתקנת התאמות מסוג זה בתקנון הבורסה קבועה בסעיפים 46 ו-48 לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968.<sup>1</sup> לצורך כך מוצע לפעול לתיקון תקנון הבורסה להתאמת הדרישות הקיימות ברישום למסחר של שותפויות מו"פ כמפורט להלן:

**א. העלאת סכום הגיוס המזערי של שותפות מו"פ** – סכום הגיוס המינימאלי של שותפויות ציבוריות עומד כיום על 25 מיליון ₪ (מזה, סך של 20 מיליון ₪ מהציבור ו-5 מיליון ₪ מהשותף הכללי ו/או בעל השליטה בו, שהוא היזם של שותפות המו"פ). קביעת רף גיוס מינימאלי מהווה כאמור מכשיר סינון להנפקות ומכשירים שאינם מתאימים למסחר בבורסה ומשמש אמצעי להבטיח את רצינות הגורם המגייס ושמירה על תקינות המסחר. במקביל נדרשת שמירה על איזון כך שלא יקבע סכום מינימאלי שיקשה יתר על המידה על רישום למסחר בבורסה בשים לב לגופים דומים הפועלים בשוק הלא נסחר, בו מקובלים היקפי גיוס גבוהים באופן ניכר מהסכום המפורט לעיל. העלאת סכום הגיוס המינימאלי תגדיל גם את הסבירות כי תידרש השתתפות של משקיעים מוסדיים בהנפקות, שהשתתפותם תהווה איתות לציבור המשקיעים הרחב לטיב ההנפקה. העלאת הסכום גם תאפשר לשותפויות יכולת לפיזור נרחב יותר ולביצוע השקעות משלימות במיזמים מוצלחים ללא צורך בהנפקות המשך.

**מוצע להגדיל את סכום הגיוס המזערי של שותפות מו"פ לסכום של 50 מיליון ₪**, תוך התאמת שווי ושיעור החזקות הציבור המינימאליים ושווי ושיעור השקעה מינימאלי של השותף הכללי באותם שיעורים. קרי, כי שווי החזקות הציבור לא יפחת מ-40 מיליון ₪ ושווי השקעת השותף הכללי לא יפחת מ-10 מיליון ₪.

**ב. הארכת תקופת החסימה המוטלת על ניירות הערך המוחזקים על ידי השותף הכללי ובעל השליטה בו בשותפויות מו"פ** – על בעל עניין בתאגיד במועד הרישום למסחר מוטלת כיום תקופת חסימה כוללת של 18 חודשים – מתוכה תקופת חסימה מוחלטת של 3 חודשים ותקופת "ספטוף" של 15 חודש במהלכה רשאי בעל עניין לבצע עסקה בהיקף חודשי שלא יעלה על 2.5% מניירות הערך המוחזקים על ידו. בבסיס מגבלה זו עומדת המטרה להבטיח את תקינות המסחר, מניעת היצע מוגבר של ניירות ערך במהלך המסחר בבורסה בסמוך לאחר ההנפקה

<sup>1</sup> סעיף 46 לחוק קובע כי בתקנון הבורסה ייקבעו כללים לניהול תקין והוגן של הבורסה וכן רשימה של נושאים בהם רשאית הבורסה לקבוע הסדרים לצורך השגת המטרה האמורה. סעיף 48 לחוק קובע את הדרכים לשינוי התקנון.



ר ש ו ת נ י ר ו ת ע ר ד  
ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

לראשונה, והגברת ביטחון המשקיעים כי הגורמים העיקריים שהחזיקו בחברה לפני ההנפקה לא יממשו החזקותיהם בסמוך לאחר שגייסו מהציבור כסף.

ביחס לשותפויות מו"פ תקופת החסימה מהווה כלי שרת לצורך הגברת מחויבות היזמים – השותף הכללי - כלפי השותפות, אשר במועד ההשקעה זהותו ומאפייניו מהווים שיקול קריטי בקבלת החלטת ההשקעה על ידי הציבור, בפרט נוכח הגילוי המצומצם שניתן על שימוש בתמורת הגיוס, והסתמכות המשקיעים על יכולתם של היזמים באיתור וניהול השקעות ראויות.

**מוצע לקבוע תקופת חסימה של 36 חודשים על השותף הכללי בשותפות מו"פ ובעל השליטה בו – מתוכה 12 חודשים של חסימה מוחלטת ו- 24 חודשים של חסימה חלקית** במסגרתה יהיה רשאי למכור מדי חודש ניירות ערך בהיקף שלא יעלה על 2.5% מניירות הערך המוחזקים בידיו. החסימה תחול גם על ביצוע עסקאות מחוץ לבורסה. דרישה זו עולה בקנה אחד גם עם דרישות דומות שלמיטב ידיעת סגל הרשות מתקיימות לעיתים במכשירים דומים הקיימים בסקטור הפרטי, בו מנהלי קרנות הון סיכון ופרייבט אקוויטי מנועים ממכירת החזקותיהם בקרנות לאורך תקופה לא מבוטלת.

ג. **הגבלת תחום העיסוק של שותפויות מו"פ להשקעות בפרויקטים בעלי זיקה לישראל** – כפי שפורט לעיל, בין התנאים לרישום למסחר של שותפויות מו"פ נדרש כי תהיה ביחס אליהן מעורבות של רשות החדשנות, כך שיתקיימו אחת מבין החלופות הבאות:

1. התקבל אישור רשות החדשנות כי ההשקעה מקיימת את מטרות חוק המו"פ, שמצוין כי אלו כוללות יצירת מקומות עבודה בתעשייה וקליטת כוח אדם מדעי טכנולוגי, יצירת תשואה עודפת למשק הישראלי, פיתוח תעשייה עתירת מדע ועידוד הצמיחה ושיפור מאזן התשלומים של המדינה על ידי ייצור וייצוא מוצרים שיפותחו;

או כי:

2. התקבל אישור רשות החדשנות כי כל פרויקט בו שותפות המו"פ משקיעה הוא מחקר ו/או פיתוח, וככל ורשות החדשנות לא הגיבה לבקשת האישור במשך 30 ימים יפורסם דיווח מיידי של השותפות ובו הצהירה כי הפרויקט הינו פרויקט מחקר ו/או פיתוח. לענין זה כהגדרת מונחים אלה בחוק לעידוד מחקר פיתוח וחדשנות טכנולוגיה בתעשייה- התשמ"ד – 1984 ("חוק המו"פ").



הגדרות חוק המו"פ למונחים מחקר ופיתוח הינן כדלקמן:

*"מחקר" – חקירה מתוכננת במטרה לגלות ידע חדש מתוך ציפייה שידע זה יהא מועיל בפיתוח מוצר חדש או תהליך חדש או בשיפור מהותי במוצר או בתהליך קיימים;*

*"פיתוח" – יישום ממצאי מחקר או ידע אחר, המכוונים לייצור מוצר חדש או לפיתוח תהליך חדש או לשיפור מהותי במוצר קיים או בתהליך קיים, לרבות גיבוש קווי תכנית או בדיקתם, הכנת תכניות ומדגמים, בניית אב-טיפוס והפעלת דגם ניסוי או מיתקן חצי-חרושת;*

כפי שניתן לראות הגדרות המונחים מחקר ופיתוח בחוק המו"פ לצורך התקיימות החלופה השנייה אינן מחייבות זיקה למשק הישראלי, וזאת בשונה מהחלופה הראשונה.

מאחר שאלו הן שתי דרישות חלופיות הרי שעל פי הוראות התקנון שנקבעו בנדון מתאפשר כאמור גם רישום למסחר של שותפויות מו"פ שפעילותן ההשקעה שלהן הינה במחקר ופיתוח מחוץ לישראל ואינן בעלות זיקה אליה.

**מוצע לקבוע כי פעילות המחקר ופיתוח של כל חברת מטרה שבה השותפות משקיעה תהא כהגדרתן בחוק המו"פ ובנוסף תקיים גם היא את מטרות חוק המו"פ, המחייבות זיקה כאמור לישראל.** התיקון המוצע עולה בקנה אחד עם המגמה אותה מקדמת הרשות מזה מספר שנים שמטרתה לעודד השקעות בתחום המחקר והפיתוח בישראל, וכן עם מטרות חוק המו"פ.<sup>2</sup>

ד. **ייעוד היקף מינימאלי מתמורת ההנפקה** - עמדת סגל הרשות שגובשה בבדיקות התשקיף של שותפויות מו"פ הינה כי קיים צורך שהיקף מינימאלי מתמורת ההנפקה ישמש לצורך השקעה בחברות מטרה בסמוך לאחר מועד ההנפקה, באופן שחברות אלו יתוארו בתשקיף ההנפקה. הרציונאל העומד בבסיס דרישה זו הינו כי בהעדר ייעוד תמורה קונקרטי לחלק מתמורת ההנפקה לא יעמוד בפני המשקיעים מידע אודות נכסים ייעודיים שבכוונת השותפות להשקיע, כך שלמעשה השקעתם תבוצע רק על סמך זהות מנהלי השותפות, המוניטין שלהם וניסיונם העסקי. בהתאם לכך ובעקבות דיונים עם סגל הרשות ייעדו השותפויות עד כה סכום מינימאלי של 15%-20% מתמורת ההנפקה בתשקיף ההנפקה לראשונה להשקעות מסוג זה.

על מנת להבטיח רישום למסחר של שותפויות בשלבים "בשלים" יותר ועל מנת שבידי משקיעים יעמוד מידע אודות נכסים ייעודיים, **מוצע לקבוע רף של 50% להיקף המינימאלי מתמורת ההנפקה אשר ישמש לצורך השקעה בחברות מטרה.**

<sup>2</sup> ראו לדוגמה את סעיף 1 לחוק לעידוד מחקר, פיתוח וחדשנות טכנולוגית בתעשייה, תשמ"ד-1984



**ר ש ו ת נ י ר ו ת ע ר ך**  
**ISRAEL SECURITIES AUTHORITY**

- ה. **אופן השקעת הכספים שהתקבלו מתמורת ההנפקה** – בשותפויות מו"פ תמורת ההנפקה מיועדת לצורך ביצוע השקעות בחברות מטרה המקיימות את התנאים שנקבעו. שיעור ניכר מתמורת ההנפקה אינו משמש, מיד בסמוך להנפקה, לביצוע השקעות ומשך הזמן הצפוי לחלוף ממועד ההנפקה ועד לביצוע ההשקעות בפועל עשוי להיות ארוך. בשל כך, על השותפות להבטיח את השמירה על ערך כספי תמורת ההנפקה שנתרו ולא לעשות בהם שימוש למטרות ספקולטיביות באופן אשר יסכן את המחזיקים בשותפות המוגבלת. השקעה באפיקים מסוג זה של חלק מהותי מתמורת ההנפקה עומדת בסתירה גם לרציונל שבבסיס האפשרות שניתנה לרישום שותפויות מו"פ למסחר, שהינו עידוד ומימון פעילות מחקר ופיתוח כתחום פעילותן הבלעדי. רצוי כי כספי תמורת ההנפקה שטרם יועדו יושקעו בנכסים נזילים וסולידיים אשר יבטיחו את ערכם למשך תקופת החזקתם ועד למימושם לטובת השקעות השותפות.
- מוצע לקבוע את אופן השקעת הכספים שהתקבלו מתמורת ההנפקה כך שיבטיח את ערכם למשך תקופת החזקתם ועד למימושם לטובת השקעות השותפות.**
- ו. **מוצע כי תיקונים אלו יוחלו ביחס לשותפויות מו"פ שיגישו בקשות להיתר פרסום תשקיף החל ממועד תיקון תקנון הבורסה.**