



צילומים: סשה איידלמן

הבורסה השנייה עולה למרכז הבמה

לאחר שנים של דיונים והתלבטויות נראה שהפעם זה יקרה. לאחר פרסום דוח הצוות לבחינת הקמת בורסה ייעודית לחברות קטנות ובינוניות, רשות ני"ע מכינה בימים אלה את התשתית הרגולטורית, שתאפשר הקמת בורסה משנית בישראל, וממתינה להצעות מיזמים ותאגידים. אך למרות שהרכבת כבר יצאה מהתחנה שאלת נחיצותה של בורסה שנייה עדיין מנסרת בחלל האוויר. רב-שיח מטעם מגזין "אחד העם" בחן את הסוגיה | יואל צפרי

יעלו במהלך הפאנל הזה. נפתח עם ר"ח אילן ציוני. ר"ח אילן ציוני: "כמי שריכז את הוועדה, יחד עם רוני טלמור ממשרד המשפטים, אני יכול לומר שהוועדה הייתה תולדה של רעיון או מחשבה, שהיום למעשה החברות מתמודדות בזירה בין-לאומית. אף אחד כבר לא מסתכל רק על השוק המקומי, אלא כולם מסתכלים מה שקורה בסביבה הגלובלית. ראינו שיש מגמה, שהתחילה איפשהו בשנות ה-90 של המאה הקודמת, עם הקמתה של הבורסה המשנית באנגליה, בורסת AIM, והתפתחה במזרח אסיה ונמשכה והתרחבה, כך שכיום יש לא מעט בורסות משניות, שהן בדרך כלל מתחת לבורסה הראשית. הבורסות האלה ממותגות כמי שמיועדות לחברות קטנות עם אמצעים יחסיים מוגבלים, מתוך מטרה לתת לאותן חברות לצמוח ולהמשיך בזירה הבין-לאומית, או בזירה של רשימה ראשית.

"בישראל, אני מניח שאתם יודעים, חברות יכולות להנפיק, אבל רק מסדר גודל של 100 מיליון שקלים שווים. זהו המצב ויש לא מעט חברות בסדרי גודל קטנים יותר, או גם בסדרי גודל הקרובים ל-100 ואפילו 200 מיליון שקלים, שלמעשה אפקטיבית לא יכולות להנפיק. הגופים המוסדיים פחות מתעניינים בחברות קטנות. הם בדרך כלל משקיעים סכומים יותר גדולים וגם יש נטייה להשקיע יותר בשוק האג"ח ופחות בשוק האק"וויסי. בישראל, מדינה שיש לה יתרון יחסי בהון אנושי, בעיקר בקרב חברות טכנולוגיה קטנות

לטוריות והטבות המס ייתנו מענה לקושי המהותי בגיוס הון בבורסה על ידי חברות קטנות? על כל אלה דן רב-שיח שיום מגזין "אחד העם", בהשתתפות מרבית הגורמים שנשלו חלק במהלך (ראה מסגרת). במהלך הרב-שיח גם נכחנו המתווחה להקמת הבורסה המשנית והמהלכים ליישום ההצעה בפועל. את הרב-שיח הנחה אילן פלטון, מנכ"ל איגוד החברות הציבוריות.

החברות הישראליות מתמודדות בזירה גלובלית

אילן פלטון: "בוקר טוב לכולם ותודה שהגענו. החלטנו להקדיש הפעם את הרב-שיח שאנחנו מקיימים בכל מגזין של "אחד העם" לנושא הקמת הבורסה המשנית, או בשמה האחר "הבורסה הייעודית לחברות קטנות". גילוי נאות - אני רוצה להבהיר שאני לא ניטרלי בסיפור הזה ולכן אני רוצה לברך את המדינה ואת כל הגורמים שעסקו בנושא - משרד המשפטים, משרד האוצר, רשות ניירות ערך ואחרים - שנרתמו לעניין, כי בסך הכל המטרה היא חיובית - לקדם את שוק ההון במדינת ישראל. ברחבי העולם כבר פועלות כיום 35 בורסות קטנות המיועדות להנפקות של חברות קטנות ובינוניות שעד היום גיוס ציבורי היה סגור בפניהן. בגרמניה, מבחינת המגמה ומבחינת הכיוון, המהלך הוא חיובי. נכון שלכל אחד מאיתנו, וגם לנו, יש חששות, יש אולי הסתייגויות ואולי גם דרישות לתקן או להוסיף דברים, ואני מניח שחלקם גם יתבהרו או

ברות ותספק מנוע צמיחה חדש במשק הישראלי. הצוות הגיע למסקנה כי הקמת בורסה ייעודית תסייע גם לחשיפת הציבור בישראל לחברות טכנולוגיה וצמיחה שעד כה לא היוו חלק משמעותי משוק ההון.

הבורסה הייעודית, במסגרתה יוכלו לגייס הון חברות ששווין במועד ההנפקה הראשונה לא יעלה על 300 מיליון שקלים, תפוקה על ידי רשות ניירות ערך, תוך מינוי גורם חדש, ספונסר, שהינו חתם מלווה שתפקידו ללוות את החברה בהיבטים רגולטוריים ועסקיים בהנפקה. לחברות המנפיקות יינתנו הקלות רגולטוריות שונות וגם הטבות מס. במילים אחרות, בהשוואה למתרחש בבורסה הקיימת בתל-אביב, הבורסה החדשה מיועדת להיות פחות בירוקרטית, והרישום אליה יחייב עלויות הנפקה נמוכות ודרישות גילוי פחותות.

אך למרות שהרכבת כבר יצאה מהתחנה, שאלת נחיצותה של בורסה נוספת בישראל עדיין עומדת וקיימת, במיוחד לאור העובדה שהבורסה של תל-אביב נאבקה היום עם דלדול המסחר במסגרתה ומחיקת חברות משורותיה. שאלה נוספת שעומדת לדיון היא האם מתן הקלות מרחיקות לכת טומן בחובו סיכונים רבים לציבור המשקיעים? שאלות נוספות שעולות לדיון הן מה מידת ההיתכנות להקמתה של בורסה משנית, במיוחד לאור עלויות ההקמה הכרוכות? היכן צריכה לקום הבורסה השנייה? האם היא אכן תתרום לגיוס הון ע"י חברות קטנות ובינוניות והאם ההקלות הרגר-

מ זה כ-25 שנה מרחפת בחלל האוויר של תעשיית ניירות הערך המקומית ההצעה להקים בישראל בורסה שנייה, שתפעל לצידה של הבורסה הראשית בתל-אביב. הנושא הועלה וזכה לתמיכה פוליטית בארבע הזדמנויות שונות, כאשר בשנת 1994 אף פרסם משרד האוצר מכרז להגשת הצעות להקמת הבורסה והוגשו ארבע הצעות. המציעים נסוגו מהצעותיהם לאחר שהיו ירידות חדות בשוק המניות. ההצעות קודמו, שהועלו בין השנים 1991 ל-1998, כולן לא מומשו מסיבות שונות. ב-2007 חיבר פרופ' אוריאל פרוקציה דוח, שהוגש לרשות ניירות ערך והמליץ כבר אז על הקמת בורסה נוספת. דוח זה שימש מצע לדיוניה של ועדת אריאב ב-2008, שהוקמה כדי להגביר את התחרות בשוק ההון, אך מסקנותיה לא תורגמו בסוף לחקיקה. לאחרונה חזר הנושא למרכז הבמה כאשר שר האוצר, משה כחלון, הורה על הקמת צוות לבחינת הקמת בורסה ייעודית לחברות קטנות ובינוניות, שם קוד לחברות היי-טק.

ביוני האחרון הגישו יו"ר רשות ניירות ערך, ענת גואטה, והמנחה ליועץ המשפטי לממשלה למשפט כלכלי, מאיר לוין, לשר האוצר ולשרת המשפטים, איילת שקד, את ההמלצות הסופיות של הצוות. לפי הדו"ח, הבורסה הקיימת לא היוותה עד כה חלופה יעילה לגיוס הון על ידי חברות קטנות ובינוניות ולכן מומלץ על הקמת בורסה נוספת, שתתרום לפיתוח הכלכלי של החז-

(אנחנו לא סתם זוכים למיתוג של 'סטארט-אפ ניישן'), פועלות אלפי חברות קטנות, בפרופילים כאלה ואחרים, שלמעשה מוצאות אפיקי מימון אחרים, בעיקר פרטיים (פרייווט אקוויטי, קרנות גידור, קרנות הון סיכון, מימון בעלים), אבל אין להן נגישות לשוק ההון, וחשבנו שנוכל לבחון את הנושא הזה של הקמת בורסה משנית לצד הבורסה הראשית. בעצם, ליצור פלטפורמת מסחר לחברות כאלה שתאפשר להן נגישות למימון מצד אחד, ותחשוף את הציבור הישראלי לחברות היי-טק בצמיחה, מצד שני. בהקשר זה צריך לזכור, שמרבית קרנות הפרייווט אקוויטי וקרנות ההון סיכון אינן נמצאות בשליטת ישראלים. בערך 95%-90% מהן הן אמריקאיות, כך שלמעשה ההצלחה של החברות האלה מדלגת על הציבור ויש לציבור לא מעט כספים להשקיע. אמנם רוב הכסף נמצא אצל המוסדיים, אבל גם אצל הציבור הרחב. חשבנו שהגיע הזמן ליצור תשתית רגולטורית שתיתן להן נגישות להון, תסייע להן לצמוח לגדול, בתקווה שבסוף הן יישארו בארץ. אני אומר 'להישאר בארץ' כי יש לא מעט חברות ישראליות טכנולוגיות קטנות שמנפיקות ביורה הבין-לאומית - בקנדה, בסינגפור, בהונג-קונג, באוסטרליה, באנגליה ובארה"ב.

"סוגיית התמחרות של חברות זה סוגיה עיקרית והיא גם קשורה לרגולציה. אני מניח שחברה תנפיק היכן שהיא תקבל את השווי הגבוה ביותר, כשיש לה גם עלויות הרגולטוריות שוליות לכך. אנחנו מניחים את התשתית הרגולטורית ונראה מהי הפלטפורמה המתאימה ביותר לאותן חברות מבחינת דיני החברות ודיני ניירות הערך. את שאר הדברים נשאר לכוחות השוק - מאפייני הבורסה, מיקומה, המיתוג שלה, פרופיל החברות שיסחרו באותה בורסה. זה לא התפקיד שלנו לעצב את הדברים האלה, אלא באמת להניח את התשתית ולראות איך כוחות השוק מתנהגים. אנחנו כן עורקבים כדי לראות אם נדרשת איזה שהיא התערבות רגולטורית בנושא של תיאום שיתופי פעולה כדי שבאמת הדברים האלה יתקדמו".

אילן פלטו: "תוכל להוסיף כמה מילים על הסטטוס הפורמלי של תהליך החקיקה וכמה זמן להערכתך הוא ייקח?"

רויטל אילן ציוני: "מבחינת הסטטוס, הגשנו תזכיר הצעת חוק והוא הונח על שולחנה של הכנסת. חשבנו שהוא יאושר בקריאה ראשונה לפני הפגרה, אבל היה רק דיון בוועדת השרים וזה לא הגיע עדיין לקריאה ראשונה, אבל זה אמור להגיע עכשיו, אחרי הפגרה, לקריאה ראשונה. התהליך לא אמור לקחת יותר מדי זמן וזה אמור להיות ממש בשבועות הקרובים. במקביל, אנחנו מקדמים את כל הנושא של תיקון התקנות בוועדת הכספים. יש לנו כבר את כל הנוסחים מוכנים. זה עניין של כמה חודשים. זה לגבי אישור התשתית הרגולטורית. כל שאר הדברים, שקשורים ליחומה של הקמת הבורסה, לא קיבלנו עדיין הצעה קונקרטית מגוף כלשהו. היו לנו דיונים, גם עם החברה הכלכלית חיפה וגם עם הבורסה לניירות ערך בת"א - שהייתה בהתחלה חלק מהוועדה, אך בסוף היא פרשה - אבל אין כרגע איזה שהיא הצעה קונקרטית. אני מניח שיש דברים שמתנהלים, בסוף זה גופים עסקיים. אם יפנו אלינו אנחנו נתרום את כל מה שאנחנו יכולים כדי לקדם את הנושא".

ערן היימר: "האם מדובר בזיכיון (או רישיון) אחד, או יותר?"

רויטל אילן ציוני: "ברמה העקרונית, מבלי

להיכנס לשאלה האם צריכה להיות עוד בורסה או שתיים, מי שיפנה לקבל רישיון להפעיל בורסה ויעמוד בתנאים הוא יהיה זכאי לקבל את הרישיון. יצרנו מודל של הקלות למי שמחזיק כבר רישיון. זאת אומרת, מי שמחזיק כבר רישיון קיים זכאי לקבל הקלות מסוימות. דרך אגב זה נכון גם למי שאין לו רישיון בגלל שזו בורסה קטנה, כי בסופו של דבר זה שונה מאשר הפעלה של אופרציה של בורסה גדולה. לדוגמה, הנושא של אגרות. אז כרגע המודל הוא מודל של רישיון תחת תאגיד נפרד, אבל עם הקלות אפשריות".

רגולציה גמישה ומידתית

אילן פלטו: רוני טלמור, אני רוצה לשאול אותך, "הרמה להנחתה", שאלה שנשאלת ע"י בעלי דעה שונים: האם עצם העובדה שחברה נסחרת בבורסה הייעודית מצדיקה הטלת ממשל תאגידי שונה?"

רוני טלמור: "הממשל התאגידי בבורסה המ-שנית מבוסס על הממשל התאגידי שקובע חוק החברות, עם התאמות למאפיינים של החברות שייסחרו בבורסה הייעודית. ככלל, התפיסה שלנו במשרד המשפטים היא שיש לשאוף ליצירת רגולציה שתותאם למאפיינים השונים של חברות. ברגולציה לא תמיד One size fits all ובמקרים המתאימים, יש מקום לדיפרנציאציה ולרגולציה גמישה ומידתית אשר הולמת את מאפייני החברה. בהתאם, אנו שואפים להפחתת חסמים ונטל רגולטורי עודף שיכול לר-בוע מרגולציה שהיא אחידה ורוחבית. הבורסה הייעודית היא דוגמה אחת ליישום של המדיניות הזו.

החברות שיש להן פוטנציאל להיסחר בבורסה הייעודית הן חברות קטנות ולרוב גם פחות מורכבות, וחלקן יהיו חברות צעירות. החברות הללו מתאפיינות באתגרים רגולטוריים וסיכונים אחרים בהשוואה לחברות הנסחרות בבורסה הראשית. החלטת הממשל התאגידי בחוק החברות כלשונו על חברות אלה לא רק מכביד, בשל גודלן לן ויכולתן לשאת עלויות ציות, אלא גם לעיתים מביא להגנת יתר. לכן, כדי שהבורסה הייעודית תהיה רלוונטית לחברות אלה, מצאנו לנכון לפשט, להקל ולהוזיל תהליכים עבורן, לרבות את כללי הממשל התאגידי, תוך מתן הגנה נאותה למשקיעים בחברות אלו, שאנו צופים שיהיו בעיקרם משקיעים פרטיים.

כך לדוגמה, סברנו כי בשל מאפייני החברות, כפי שציננו, ניתן להסתפק במינוי של ועדה בל-תיתוליה אחת (במקום ועדת ביקורת, ועדת תג-מול וועדה לבחינת הדוחות הכספיים), שהרכבה יהיה דומה להרכב ועדת הביקורת (ולא ההרכב המחמיר יותר של ועדת התגמול). דוגמה אחרת היא הקלה בתחולת תיקון 20, הנוגעת, בין היתר, לאישור מדיניות התגמול ולאישור תנאי כהונה והעסקה של המנכ"ל. כיוון שחברות קטנות לרוב אינן מתאפיינות בהענקת תנאי שכר מופלגים, הצענו בנוגע לחברות הנסחרות בבורסה הייעודית דית להסתפק באישור מדיניות התגמול ועסקאות התגמול התואמות את המדיניות, לרבות שכר המנכ"ל, בוועדה הכלתית תלויה ובדירקטוריון כלכלי.

מלבד ההקלות עליהן המלצנו לחברות הנסחרות בבורסה הייעודית, יחולו על חברות אלה גם הקלות שכבר ניתנו בבורסה הראשית לחברות שמנפיקות לראשונה ולחברות שהן 'תאגיד קטן'.

אילן פלטו: אז מדוע לא לתת הקלות דומות גם

לחברות קטנות שנסחרות בבורסה הראשית? **רוני טלמור:** "בבורסה הייעודית יהיו כללי המשחק שונים בהשוואה לבורסה הראשית. הערבדה שמדובר בשני שווקים נפרדים נועדה להגן על המשקיעים, נוכח רמות הסיכון השונות וכללי המשחק השונים. משקיע בבורסה הייעודית יודע שהוא משקיע בחברות קטנות, צעירות ומסוכנות יותר, שחלים עליהן כללי גילוי ודיווח שונים וכללי ממשל תאגידי שונים.

"בהרבה מקרים הבורסה הייעודית תהיה שלב בהתפתחות החברה, מעין אינקובטור או קרש קפיצה בדרך למסחר בשווקים הראשיים. חברות שהתפתחו וגדלו יצטרכו לעבור 'למגרש של הגדולים', אולם לא תהיה כפיית מעבר. מנגד, על מנת להגן על המשקיעים, המלצנו להחיל על חברות בבורסה הייעודית ששווי השוק הגיע ל-600 מיליון שקלים ומעלה את אותם כללי גילוי ודיווח וממשל תאגידי החלים בבורסה הראשית".

אילן פלטו: דיברתם על הצורך בהתאמת הרגולציה, אבל בסופו של דבר מודל האכיפה נשאר

דומה לבורסה הראשית. האם לא היה מקום להחיל מודל אכיפה מקל? **רוני טלמור:** "אחד השיקולים החשובים ביותר בעיצוב כללי המשחק בבורסה הייעודית היה ל-צור סביבה שתבטיח את אמון הציבור. אחד הכלים האפקטיביים לעשות זאת הוא אכיפה אפקטיבית שתשמור על הגינות המסחר. הדברים חשורים בפרט משום שאנו צופים שרוב המשקיעים בבורסה הייעודית יהיו משקיעים פרטיים, ולכן יתכן שאכיפה פרטית תהיה פחות יעילה מאשר בבורסה הראשית.

מצד שני, אי אפשר להתעלם מהעובדה שאנחנו מדברים על חברות יחסית קטנות או צעירות, שיש להן משאבים פיננסים מוגבלים, והרבה פעמים נושאי המשרה בהן אינם בעלי היכרות מעמיקה עם שוק ההון. כך שמצד אחד, אכיפה מרתיעה מידי עשויה להרחיק חברות כאלו מהשוק ומצד שני, דווקא בחברות אלו עשויות להיות יותר



רויטל אילן ציוני: "למעשה ההצלחה של חברות הטכנולוגיה

מדלגת על הציבור ויש לציבור לא מעט כספים להשקיע.

אמנם רוב הכסף נמצא אצל המוסדיים, אבל גם אצל הציבור

הרחב. חשבנו שהגיע הזמן ליצור תשתית רגולטורית שתיתן

להן נגישות להון, תסייע להן לצמוח לגדול, בתקווה שבסוף הן

יישארו בארץ"



רוני טלמור: "בהרבה מקרים הבורסה הייעודית תהיה שלב

בהתפתחות החברה, מעין אינקובטור או קרש קפיצה בדרך

למסחר בשווקים הראשיים. חברות שהתפתחו וגדלו יצטרכו

לעבור 'למגרש של הגדולים', אולם לא תהיה כפיית מעבר"



עו"ד עיאל מרמור: "הבורסה המשנית יכולה לפתור בעיות

מימון לחברות סטארט-אפ, שרוצות לגייס כסף מהרבה

משקיעים בסכומים קטנים. יש אמנם את הפתרון של מימון

המונים, אבל הוא פתרון חלקי. המשקיעים בבורסה זו ייהנו

מיתרונות שהם לא יכולים לקבל אותם בהשקעות פרטיות כמו

חובות גילוי, סחירות במניה ופיקוח"



עו"ד ערן בן דור: "לפני שמקימים בורסה משנית צריכים קודם

כל לטפל בבורסה הראשית שלנו. יש חברות ישראליות רבות

שהן כשירות להיסחר בת"א, אבל הן בוחרות ללכת למקומות

אחרים, ולכן הייתי ממקד את המאמצים קודם כל בבורסה

הראשית. את ההקלות לבורסה המשנית יש להעניק לחברות

הקטנות בבורסה בת"א"



ערן היימר: "צריך להסיר מגבלות מהגופים המוסדיים על

השקעה בעסקים קטנים בינוניים. אם לא יעודדו לקיחת סיכונים

ויראו בזה משהו מגונה, זה לא יצמח. זה קריטי לכלכלה

הישראלית. זה אולי לא קריטי היום, כי יש הרבה מאוד כסף

בעולם שמסתובב ומחפש את הסטארט-אפ הישראלי, אבל

לטווח הארוך חייבים לייצר שוק ישראלי שתומך בצמיחה

הישראלית, והיום השוק הישראלי פשוט לא רלוונטי לחברות

סטארט-אפ ישראליות"

»

בעיות ציית.

באיוון בין שיקולים אלה הצוות המליץ לשמר את שלושת מסלולי האכיפה הקיימים בשוק הישראלי ומותאמים אליו: עיצומים כספיים, אכיפה מנהלית ואכיפה פלילית. מסלולים אלה משלימים זה את זה ומאפשרים אכיפה מידתית. לצד זאת, כן סברנו כי נכון יהיה לקבוע מראש סכומים מופחתים לעיצומים כספיים. הפחתת העיצומים המירביים תהיה גם ביחס לתאגידים וגם לגבי יחידים.

בנוסף להפחתת העיצומים המירביים, המלצנו כי הרשות תיישם בבורסה הייעודית מדיניות אכיפה מקלה, שתתחשב בגודל של החברות, ותקפועילותן ופוטנציאל הנזק שנגרם בהתחשב במאפייני השוק הייעודי ובשיעור כספי הציבור המושקעים בה.

הזדמנות לחברות קטנות

אילן פלטו: נירית, האם לא קיים חשש שהבורסה הייעודית תפגע בבורסה הראשית בת"א?

נירית איבי: "ראשית, אינני מסכימה עם האמירה או הטענה שהבורסה בתל-אביב 'מדש' דשת', כפי שהועלתה במקומות שונים. לבורסה בת"א יש עתיד ואופק חדש. כמו כל רפורמה, גם כאן את תוצאות הרפורמה שערבנו לפני כשנה וחצי, בוחנים לטווח הארוך. כבר היום אנחנו רואים את הרחבת המוצרים שהבורסה מציעה, את שיתופי הפעולה שהיא עורכת עם בורסות בינ"ל ואת הכניסה של השותפים הזרים שיביאו לכאן ידע ומומנויות חדשות - שאין לי כלל ספק שישפיעו לחיוב על הבורסה ושירותיה. בנוסף, הבורסה המשנית המוצעת בהצעת החוק איננה נוגעת, או 'עונה', באותו קהל לקוחות. בבורסה המשנית נרצה לראות את החברות הקטנות בעלות הפוטנציאל צמיחה הגבוהה. נרצה לראות את המיזם החדש של מכוניות אוטונומיות מניפק, נרצה לראות את חברת הפינטק מגייסת הון ברשימה המשנית, שכן נותנת הזדמנות לחברות קטנות ובינוניות לקחת חלק בשוק ההון.

"אין לי ספק שהבורסה המשנית תיתן מענה מהותי לעסקים קטנים ובינוניים שהיום תלויים תלות מלאה בבנקים. האפיק יהיה משמעותי ובאמצעות הבורסה המשנית יוכלו כל אזרחי ישראל ליהנות מהפירות של החברות המוצלחות. יחד עם זאת, באפיק ההשקעה הנ"ל יש גם סיכונים גבוהים יותר מאלה הקיימים בבורסה הקיימת. אנו מאמינים שהסיכונים יתומחרו ונצליח לייצר תשתית נוספת לגיוס הון עבור החברות הללו."

אילן פלטו: האם ההקלות הרגולטוריות והטבות המס ייתנו מענה לקושי המהותי בגיוס הון בבורסה על-ידי חברות קטנות?

נירית איבי: "בבחינת ההיתכנות של הקמת בורסה משנית עומד היסוד הכלכלי. במידה ויצליחו מקימי הבורסה והעסקים המגייסים לייצר ערך כלכלי לכל אחד מהצדדים - הבורסה המשנית תשרוד לאורך זמן. קיים ארביטראז' רגולטורי בין שתי הבורסות, אולם הוא אינו משמעותי. מטרתו בעיקר לתת סוג של הגנות ינוקא לרשימה המשנית ולאפשר למשקיעים והחברות לפעול בה. אל נשכח שמדובר בחברות קטנות ובינוניות והיכולת שלהן להעסקת יועצים רבים היא מוגבלת ולכן

המבנה הרגולטורי הפרוגרסיבי הוא לחלוטין עקרונ מנחה נכון וטוב וכמובן שכל זאת תוך שמירה על המשקיע."

אילן פלטו: אני חייב לשאול, מהי כאמת מידת ההיתכנות להקמתה של הבורסה הייעודית לאור העלויות הגבוהות הכרוכות בהקמתה, במיוחד בתחום המחשוב?

נירית איבי: "עלויות ההקמה הניכרות ביותר הן עלויות ההקמה של התשתית הטכנולוגית. לעניות דעתי, חברה שתציע את שירותיה כתברה משנית צריכה להיות בעלת רקע בהקמת תשתית טכנולוגית גית בנקאית עם שותף אסטרטגי בענף. אין ספק שיש פה יתרון מהותי והזדמנויות רבות נשקפות בעתיד הקרוב."

אילן פלטו: אגב, היכן לטעמכם צריכה לקום הבורסה השנייה - בחיפה או כירושלים?

נירית איבי: "כאמור, הבורסה המשנית היא בעיקרה תשתית טכנולוגית, לכן בדוח הוועדה לא התייחסנו להעדפה מסוימת למיקום הבורסה. כל בקשה שתתקבל תבחן על-ידי רשות ניירות ערך והרישיון יינתן כהתאם."

ניסיון רע עם חברות קטנות

אילן פלטו: "אחרי שנתנו לנציגי המדינה להסביר את הרציונל, נתחיל בסבב. ד"ר מאיר חת, אתה מכיר את הבורסה מלפני ומלפנים וגם את שוק ההון - איך אתה כאמת רואה את ההצעה, האם היא תביא אכן להקמת בורסה משנית, או שאין תחליף לבורסה בת"א?"

ד"ר מאיר חת: "לבורסה הישראלית יש ניסיון עם חברות קטנות והוא ניסיון גרוע מאוד. נכון, הזמנים היו שונים. לא יכולת אז להעריך נכון מהו הערך של חברה והרבה מאוד חברות קטנות ניצלו זאת כדי לגייס כספים (כתקופת גאות, כידוע, אפישר למכור הכל) וזה התפרק בשלב מאוחר יותר. תבדקו את ההיסטוריה. מתוך 800 חברות שהיו בסך הכל בבורסה הישראלית, חלק לא קטן מהן נעלמו מהשטח כיוון שהן בעצם לא היו ראויות.

"אחד המאבקים הגדולים שאני ניהלתי היה קשור בקביעת תנאי מינימום לגיוס על-ידי חברה. כעניין הזה היו לי ויכוחים קשים גם עם אילן וגם עם קודמיו בתפקיד, שאמרו שהסיבה להקמת בורסה שנייה היא שהבורסה הראשונה לא נותנת לחברות קטנות אפשרות לגייס כסף. זה לא נכון. חברות ראויות, גם אם הן קטנות, מקבלות אפשרות לגייס, אבל כאמור זה נשאר ויכוח פתוח. השאלה אם השתנו דברים. מבחינות מסוימות אני חושב שהמצב היום מכביד יותר על הרעיון של הקמת בורסה שנייה. בואו נחשוב - מי ישקיע בחברות שתירשמה למסחר? יש שתי קבוצות גדולות: האחת, המשקיע הפרטי, והקבוצה השנייה היא המשקיעים המוסדיים. אם הייתי יועץ הייתי מזהיר את המשקיע הפרטי מכניסה להשקעה בחברות קטנות, אלא אם כן הוא ספקולנט, ואחד החסרונות של חברות קטנות בבורסה זה שקל מאוד לעשות מניפולציות לערכים שלהן במחירים שלהן. ניסיון העבר הישראלי מוכיח. המשקיעים המוסדיים אמנם יכולים להשקיע (יש להם גם מכשירים להעריך סיכון) אך הם לא ירצו להשקיע בחברה קטנה מכיוון שאין כמות נסחרת מספיקה להיכנס ולקנות בכמות מתקבלת על הדעת. מה המבחן של בורסה? שאפשר לקנות בה מבלי להזיז את השוק למעלה כשאתה קונה מעל 2,000 מניות, והמבחן השני הוא שאם אתה רוצה



ד"ר מאיר חת: "אם הייתי יועץ הייתי מזהיר את המשקיע הפרטי מכניסה להשקעה בחברות קטנות, אלא אם כן הוא ספקולנט, ואחד החסרונות של חברות קטנות בבורסה זה שקל מאוד לעשות מניפולציות לערכים שלהן. ניסיון העבר הישראלי מוכיח. המשקיעים המוסדיים אמנם יכולים להשקיע, אך הם לא ירצו מכיוון שאין כמות נסחרת מספיקה להיכנס ולקנות בכמות מתקבלת על הדעת"



נרית איבי: "קיים ארביטראג' רגולטורי בין שתי הבורסות, אולם הוא אינו משמעותי. מטרתו בעיקר לתת סוג של הגנות ינוקא לרשימה המשנית ולאפשר למשקיעים והחברות לפעול בה. אל נשכח שמדובר בחברות קטנות ובינוניות והיכולת שלהן להעסקת יועצים רבים היא מוגבלת ולכן המבנה הרגולטורי הפרוגרסיבי הוא לחלוטין עקרון מנחה נכון וטוב"



אור שחף: "חיפה מהווה בסיס לתעשיית המו"פ - פארק מתס, אינטל, אלביט, אמזון. כולם יושבים אצלנו בחיפה. אנחנו הולכים לכיוון מדעי החיים, תוך מיקוד במכשור רפואי ורפואה דיגיטלית. יש בעיר שלושה בתי חולים ועוד כהנה וכהנה מוסדות וכך נוצר אצלנו אקו-סיסטם שאנחנו חושבים שהוא המתאים ביותר להקמה של בורסה משנית"

להיות עם הוועד הכי נחמד, או עם המחשב הכי טוב, אבל אם אין קונים לא תהיה בורסה. זה שרשות שוק ההון לא השתתפה בתהליך הזה, זה מתכון בטוח לאי-הצלחה. צריך לייצר כאן תשתית, אקו-סיסטם שלם, וזה מתחיל בגופים המוסדיים - להסיר מהם מגבלות על השקעה בעסקים קטנים בינוניים. אם מדובר בדירוגים מאוד מסוכנים, לא להתייחס לזה כאל משהו מצורע. מי שמשקיע בעסקים קטנים יפסיד כסף, אך גם ירוויח. ככה נבנית כלכלה. הכלכלה הישראלית נבנתה בזכות כספי משקיעים מוסדיים זרים. יש הרבה מאוד כסף אצל המשקיעים המוסדיים הישראליים, רק הם לא משקיעים באמת בכלכלה הישראלית. הם משקיעים בנדל"ן בארץ ובחו"ל, או שהם משקיעים באג"ח של נדל"ן בארץ ובחו"ל, אבל במונעי הכלכלה האמיתיים של המשק הישראלי, אם זה עסקים קטנים היי-טק, או עסקים קטנים לאו-טק, הם לא משקיעים. צריך לשנות את כל האקו-סיסטם הזה בכבת אחת אם רוצים שזה יצליח. זה קרנות פנסיה, קופות גמל, קרנות השתלמות, וגם, בצד של הרשות, ייעוץ של הבנקים. אני לא מדמין את היועץ שלי מתקשר לאבא שלי ואומר לו: 'בוא תשקיע בעסק קטן מסוכן בבורסה בחיפה, זה אחלה בשבילך!'. כל הזמן הוא רק דוחף אותו ממניות לאג"ח מדינה, כי מפחידים את כולם מ'סיכונים-סיכונים-סיכונים'. לקחת סיכונים זה שם המשחק פה. אם לא יעודדו לקחת סיכונים ויראו בזה משהו מגונה, אז זה לא יצמח, וזה לא משנה איפה הגוף הזה יישב, באיזה עיר. זה קריטי לכלכלה הישראלית. זה אולי לא קריטי היום, כי יש הרבה מאוד כסף בעולם שמסתובב ומתפשט את הסטארט-אפ הישראלי, אבל לטווח הארוך חייבים לייצר שוק ישראלי שתומך בצמיחה הישראלית, והיום השוק הישראלי פשוט לא רלוונטי לחברות סטארט-אפ ישראליות. אז זאת התחלה טובה, אבל היא חייבת להיות מורשת שלמת בתהליכים כוללים. מהצד שלנו, כחברת דירוג, אנחנו נשמח לפתח מתודולוגיות ולהראות כיב את ספקטרום הדירוג לדירוג הספקולטיבי, אבל בלי משקיעים זה לא יקרה."

עו"ד ערן בן דור: "אילן, אתם רואים בעיני רוחכם את המוסדיים נכנסים?"
רו"ח אילן ציוני: "במסגרת הדיונים של הוועדה הם לא הביעו התעניינות גדולה בהשקעה בחברות כי זה לא סכומים שהם מתעסקים איתם ולא מרתקים עכשיו כוח אדם והון אנושי כדי לנהל את זה."
ערן היימר: "כמו שרשות שוק ההון נתנה העדפה בכפל דמי ניהול בהשקעה לקרנות זרות, כדי לפתח את היכולות של המוסדיים בקרנות זרות, אם רוצים שהם ישקיעו בעסקים קטנים צריך לעזור להם. כמו שהמדינה ידעה לעזור לבנקים לנתח חברות קטנות, אפילו שזה המקצוע שלהם, צריך לדעת לדחוף אותם למקום הזה. לא הגיוני שכל הכסף נדחף לאותו מקום. זה מייצר בהגדרה בועה."

רו"ח אילן ציוני: "אני יכול לציין שבמסגרת דיוני הוועדה שאלנו את עצמנו האם נכון שרשות שוק ההון תחייב מוסדיים להשקיע איזה שהוא פרומיל מסוים מתוך ההשקעות שלהם בחברות קטנות, חברות צמיחה קטנות. כנראה מוסדיים צריכים תמריץ כלכלי כדי להקים פלטפורמה פנימית שבה אנליסטים יחליטו להשקיע בסכומים

זה למכור - אתה יכול למכור לדעתך, בבורסה של חברות קטנות יש לכך סיכוי קטן. אני מוכן להכיר בעובדה שרצוי למצוא מכשירים נוספים לגיוס בחברות קטנות, אבל לדעתי בורסה משנית היא לא המכשיר הנכון."

אילן פלסו: "מה, לפי דעתך, יכול היה להיות המכשיר הנכון?"

ד"ר מאיר חת: "ניסו אותו ולצערך לא נראה שהוא הצליח - חברות שהתמחותן היא השקעה בחברות קטנות. חברת השקעה שתקבל הטבות תהיה מוכנה להשקיע בחברות קטנות ויהיה לה מנגנון לבדוק האם היא תוכל לגדל את החברה עד השלב שבו היא יכולה לנהל כסף בבורסה, כאשר החברות הגדולות הן שתגייסנה את ההון לחברות הקטנות. החברות הקטנות, לדעתך, לא מסוגלות לעשות את זה כמו שצריך. עלה על דעתי השבוע, בעקבות העיצומים של עובדי הבורסה בת"א, שיש הצדקה אחת להקים בורסה שנייה והיא 'לדפוק' את עובדי הבורסה בת"א... מונופול לא טוב בשום מקום והוא לא טוב גם פה. כשאני רואה איך מתנהגים עובדי הבורסה היום, אני חושב אולי באמת צריך עוד בורסה..."

להתמקד בבורסה הראשית
אילן פלסו: "עו"ד ערן בן דור - אם תבוא אליך מחר חברה קטנה, תמליץ לה ללכת לבורסה המשנית?"

עו"ד ערן בן דור: "אני לא אמליץ לה ללכת לבורסה המשנית, אבל אני רוצה לקחת את השאלה שלך ולהתייחס אליה מעט אחרת. ראשית, אני מברך את הרשות על הרצון, החוזר ונשנה בשנים האחרונות, לפתח את שוק ההון. אבל כשקראתי את הדוח, שהוא מרשים, ולאור ההיכרות שלי את המציאות בארץ, אני חושב שזה לא דווקא הפתרון ואנחנו צריכים לשים את המקורות שלנו במקומות אחרים. אני חושב שלפני שאנחנו מקימים בורסה משנית, אנחנו קודם כל צריכים לטפל בבורסה הראשית שלנו. יש חברות ישראליות רבות שהן כשירות להיסחר בת"א, אבל הן בוחרות ללכת למקומות אחרים, ולכן הייתי ממקד את המאמצים קודם כל בבורסה הראשית. את ההקלות לבורסה המשנית העניקו לחברות הקטנות. הסתכלתי על המספרים - שווי השוק של 50% מהחברות בת"א הוא פחות מ-300 מיליון שקלים. אז בעצם יש לנו כבר 'סמול קאפ' כאן, בורסה משנית כרמה מסוימת. אז ניקח את המאמצים האלה ונשים אותם שם. יש לנו גם הרבה חדי-קרן, אותן חברות גדולות שבכלל לא מחפשות את הבורסה. צריך לתת תמריצים מספיקים לחברה האלה לבוא לישראל, לבורסה בת"א, שם צריך להיות מרכז הכובד ומרכז הכוח. יש ליצור בורסה שחברות זרות באות אליה."

לתמרץ את הגופים מוסדיים
ערן היימר: "בעבר עסקתי במימון עסקים קטנים במסגרת עבודתי בחשב הכללי באוצר. דחפנו אז את הבנקים, בצורה של ערכויות מדינה, לשים כסף בעסקים קטנים ואם רואים היום את מאזן ני הבנקים אכן רואים שהם עשו מהפכה - מממן אשראי לגופים הגדולים ולקונצרנים הענקיים, הם עברו לפרטיים ולקטנים ואת הקונצרנים העבירו לגופים המוסדיים. וזה הדבר הראשון שקפץ לי כשקראתי את הדוח - הוא לא מייצר את התשתית לצד הקונה. זה לא דבר נכון. כי אתה יכול



»

קטנים, אחרת זה כנראה לא יקרה. אז השוק המרסדי כדג לא מביע התעניינות ואנחנו בעצם ירדנו לדרג של מנהלי תיקים ויועצי השקעות ומתחת לזה וזה הריטייל הרחב. כהתייחס לשאלה היכן מרכז הכובד של הרשות צריך להיות - האם להשקיע אולי יותר משאבים ולהביא חברות גדולות - אנחנו מנסים ליצור סל כלים. זה כולל קרנות היי-טק, קרנות לתשתיות והריט שהעברנו וגם בורסה משנית. זה סל כלים והמטרה היא לתת את כל מגוון האפשרויות כך שכוחות השוק ינהלו את אותו סל כלים שקיים».

לספק הטבות מס

עו"ד דניאל מרקוביץ: "אין ספק שיש פה סיכון גדול, אבל מצד שני אין פה שום התייחסות ליתרונות שיש בבורסות משניות. אני חושב שזה יכול לפתור בעיות לחברות סטארט-אפ, שרוצות לגייס כסף מהרבה משקיעים בסכומים קטנים. יש אמנם את הפתרון של מימון המונים שהכניסו לחקיקה, אבל אני חושב שהפתרון הזה הוא פתרון חלקי, כי הוא מאפשר עד גיוס של עד שישה מיליון שק"לים. חברות שרוצות לגייס יותר כסף זה לא פתרון מבחינתן. לכן, אם הבורסה הזאת תקום, כל אותם משקיעים ייהנו מאותם דברים שהם לא יכולים לקבל אותם בהשקעות פרטיות, כמו למשל חובות גילוי, סחירות במניה ופיקוח. בכל זאת יהיה פה איזה ספונסר ואני חושב שצריך אפילו לקרוא לו 'חתם' שייתן לפחות בהתחלה את הגושפנקא לחברה הזאת שהיא ראויה להנפקה. יכול להיות שצריך ללכת עם זה קצת יותר קדימה, כמו שעשו בורסות אחרות, ולהמשיך עם אותו חתם שילווה

את החברה הזאת. אני מבין שההמלצה שלכם הייתה רק בשלב ההנפקה ולא אחרי זה».

ר"ח אילן ציוני: "בעיקר משיקולים של מבנה עלויות».

עו"ד דניאל מרקוביץ: "אני מבין. אם אנחנו מדברים על עלויות, המדינה פה היא גורם מאוד חשוב. אסור להתבלבל, אם המדינה לא תשים את היד בכיס, לפחות בתקופה הראשונה, ותיתן הטבות מס - זה לא יקרה. זאת אומרת, אין ספק שאם רוצים להוזיל עלויות ולהקטין אגרות כדי לגרום לחברות האלה לבוא ושהבורסה הממשית תהיה אטרקטיבית, אז כמו שהמדינה ידעה לע"מ לתן את זה בקרנות שהוקמו לאחרונה, קרנות למתן אשראי לעסקים קטנים ובינוניים, שם היא נתנה ערבות, פה היא צריכה לתת יותר מזה - אולי לתת הבטחה למימון. אני חושב שבחמיכה טובה של המדינה זה כן יכול לקרות וצריך להתחיל עם משהו ולראות איך הוא עובד. אני מניח שאם זה יעבוד טוב בהתחלה אז גם המוסדיים יגיעו לשם ויקימו לעצמם מערכות. אני חושב שזה פתרון טוב, אבל היישום שלו הוא בעייתי. הדוח הוא מעמיק מאוד ומעניין מאוד, אבל מה שהייתי מצ"פ להראות פה זהוית תוכנית עסקית, אולי של גורם כלכלי ולהכניס בפנים גם את המרכיב של סיוע מהמדינה והטבות המס ולרוץ עם זה קדימה».

מחכים לחיפה

אילן פלטו: "אור, כל העיניים מופנות אליך... נו, מתי הותכים את הסרט?"

אור שחף: "קודם כל, אני מאוד מתחבר לנושא של הסבות מס והתמיכה של המדינה. הופענו כפ"ני הועדה ובעצם זה דבר שנמצא על השולחן כבר יותר מ-20 שנה. כבר בשנות ה-90 של המאה

הקודמת חיפה הגישה בקשה להפעלת בורסה נוספת מסיבות כאלה ואחרות.

אנחנו חושבים שחיפה מהווה בסיס לתעשיית המו"פ - פארק מתם, אינטל, אלביט, אמזון. כולם יושבים אצלנו בחיפה. אנחנו הולכים לכיוון מדעי החיים, תוך מיקוד במכשור רפואי ורפואה דיגיטלית. אנחנו גם מקימים פארק גדול מאוד שבסוף של דבר יהיה מעל 100 אלף מטרים משרדים. תוסיפו את הטכניון שללא ספק הוא שם דבר. יש בעיר שלושה בתי חולים ועוד כנה וכהנה מוסדות וכך נוצר אצלנו אקו-סיסטם שאנחנו חושבים שהוא המתאים ביותר להקמה של בורסה משנית. אנחנו כבר לא רק בשלב ההצהרה, אלא כבר אחרי בדיקה יסודית שעשינו. לקחנו תכרה בין-לאומית שהגישה לנו עבודה, הכוללת בדיקת היתכנות כלכלית. נכון שזה עולה הרבה מאוד כסף, אבל אני חנו חושבים שבניהול נכון ולאורך שנים זה יכול להחזיר את עצמו. בוודאי אם נקבל תמיכה כזאת או אחרת מהמדינה. בנינו תכנית עסקית, אנחנו עוד לומדים אותה ואנחנו בהחלט הולכים בחוד"ש הקרובים להגיש את הבקשה לקבלת רישיון לבורסה. הרכבת כבר יצאה מהתחנה. אני לא יודע להגיד כמה זמן זה ייקח, אבל זה יקרה בחודשים הקרובים.

"מילה על הבורסה בת"א. אני לא חושב שהר"ע יון להקים רשימה נפרדת בת"א זאת המהות של עבודת הוועדה ואנחנו לא באים להקים בורסה מתחרה לת"א, אלא בורסה משלימה לת"א. אני חושב שבבורסה נעשים דברים מצויינים בתקופה האחרונה ואין לנו שום כוונה להתחרות בה, למרות שתחרות זה לא דבר רע. בכל תחום שהייתה בו תחרות בשנים האחרונות במשק, כולם יצאו נשכרים, אבל הכוונה היא לעשות דברים שהיום

הבורסה בת"א לא יודעת ולא יכולה. כמו למשל, פלטפורמות פרייבט מרקט, פלטפורמות למטב"עות הדיגיטליים, נושאים שבורסה שנייה שתקום תדע לעשות הרבה יותר טוב ויעיל. יש היום 35 בורסות משניות בעולם שמגלגלות 1.4 טריליון דולר שזה 2% מסך הבורסות הראשיות. אני חושב שאלה מספרים שאי אפשר להתעלם מהם. בכל מקום שבו פתחו בורסה שנייה זה הוכיח את עצמו ואני שם את זה על מה שאמרתי לגבי החוקות והיתרונות של חיפה. אז אני חושב שזה בהחלט שעת כושר ואנחנו מתכוונים ללכת על זה בכל הרצינות».

ר"ח אילן ציוני: "אחם מתכוונים לעשות את זה תוך שיתוף פעולה עם בורסה קיימת בעולם?"

אור שחף: "אנחנו בוחנים כמה אפשרויות, כולל זו».

אילן פלטו: "אחד הדברים שבאמת מדאיגים אותי הוא שהיקף התמריצים, או העידוד שהמדינה נותנת, הוא לא מספיק כדי שניתן יהיה לייצר תוכנית עסקית תקפה לאורך הרבה שנים, במיוחד אם רוצים שגוף חדש יעשה את זה. כי אם הבורסה בת"א תעשה את זה, אולי ההשקעה השולית הייתה יותר קטנה בגלל שיש לה כבר פלטפורמה מחשובית».

אור שחף: "זאת אחת הסיבות שאנחנו שוקלים שיתוף פעולה עם ת"א».

אילן פלטו: "אבל אם רוצים שגוף חדש יעשה את זה, אין בהצעת החוק מספיק עידוד ואין מס"פיק סיוע. אני אמרתי את זה גם בוועדה עצמה. אנחנו רוצים שזה יצליח וחייבים, כמו שאמר ערן מקודם, לתת הקלות נוספות. בין אם זה הקלות לחברות שמנפיקות ובין אם זה עזרה לכל גוף אחר שירצה להיכנס לעניין הזה. לפי דעתי עדיין

רשימת משתתפים (לפי סדר א"ב)

נירית איבי

יועצת בכירה למנכ"ל משרד האוצר. הובילה וריכזה מטעמו עשר ועדות ממלכתיות בין-משרדיות וציבוריות הנוגעות במגוון נושאים ובהם: שיפור התנאים סוציאליים לעצמאיים, רפורמה בבורסה לניירות ערך, חוק עידוד השקעות הון, הוועדה לעידוד התעשייה, הוועדה לעידוד עסקים קטנים ובינוניים ועוד. ריכזה, בשיתוף עם אנפי המשרד, את התיקון לחוק עידוד השקעות הון ויישמו. לפני כן כיהנה כאנליסטית ומנהלת שיווק רשתות חברתיות בפרומתיאוס חברה ליעוץ כלכלי.

עו"ד ערן בן דור

שותף ומנהל מחלקות חברות ושוק ההון של כפירמת עורכי הדין ZAG-S&W (זיסמן, אהרונ, גייר ושות'). בעל ניסיון רב שנים בליווי חברות ומשקיעים בארץ ובחול, בדגש על חברות מתחום ההיי-טק ומדעי החיים. נחשב למומחה בדיני תאגידים ובדיני ניירות ערך בישראל ובארה"ב. בנוסף, מרצה מעת לעת בפורומים שונים בנושאים מגוונים הנוגעים בין השאר, למיזוגים ורכישות, אחריות דירקטורים ונושאי משרה, ומפרסם מאמרים בנושאים אלה ואחרים בעיתונות הכלכלית ובמגזינים מקצועיים.

ערן היימר

מנכ"ל חברת הדירוג מידרוג. כיהן עד ליולי 2012 כמנהל חטיבת המימון והבנקים באגף החשב הכללי במשרד האוצר והיה אחראי, בין היתר, על ניהול החוב הממשלתי, ניהול ערבויות המדינה והפרטת הבנקים.

ד"ר טאיר חת

מומחה לשוק ההון בישראל ומרצה בבית הספר למשפטים של המסלול האקדמי המכללה למינהל. כיהן כמפקח על הבנקים וכיועץ לנגיד בנק ישראל. בשנים 1986-1978 כיהן כיו"ר הבורסה לניירות ערך בתל-אביב. בשנים 1995-2002 כיהן כיו"ר דירקטוריון טבע. חבר במועצות המנהלים של חברות רבות ועוסק במתן שירותי ייעוץ כלכלי.

עו"ד רוני טלמור

ראש אשכול תאגידים ושוק ההון במחלקה של המשנה ליועץ המשפטי לממשלה (כלכלי). ריכזה את עבודת הצוות הבין-משרדי להקמת בורסה ייעודית לחברות קטנות ובינוניות יחד עם ר"ח אילן ציוני מרשות ניירות ערך.

עו"ד דניאל מרקוביץ

שותף במחלקת שוק ההון, תאגידים וניירות ערך במשרד עו"ד יגאל ארנון ושות'. בעל ניסיון רב בטיפול בעסקאות מורכבות הכוללות מיזוגים ורכישות, הנפקות פרטיות וציבוריות ומימון והשקעות בתאגידים. בנוסף, מעניק ייעוץ וליווי שוטף לחברות פרטיות וציבוריות בעניינים מסחריים שונים, לרבות בכל הקשור לקיום ממשל תאגידי תקין ועסקאות עם בעלי עניין.

אילן פלטו (מנחה)

מנכ"ל איגוד החברות הציבוריות מ-2012. כלכלן ועו"ד בהשכלתו. עבד במשרד האוצר כסגן הממונה על התקציבים, במשרד רה"מ כיועץ הכלכלי של ראשי הממשלה יצחק רבין ושמעון פרס, וכסמנכ"ל לחכנון וכלכלה בבנק מזרחי. משנת 2004 עוסק ביעוץ כלכלי וארגוני.

רו"ח אילן ציוני

עובד ברשות ניירות ערך משנת 2005. מכהן משנת 2015 כמנהל מערך גילוי ודיווח במחלקת תאגידים ברשות, האחראי על כ-500 חברות ציבוריות. ריכוז, במשותף עם רוני טלמור ממשרד המשפטים, את הצוות הבין-משרדי להקמת בורסה ייעודית לחברות קטנות ובינוניות. כן ריכז את פרויקט מדרג רגולציה למעבר לדיווח חצי שנתי, פרויקט ניירות ערך מסחריים, פרויקט דוח הנהלה, הערכות שווי ומימון ונזילות (במסגרת פרויקט שיפור הדוחות והקלות בדיווח), הסדרת תחום הנדל"ן המניב והנדל"ן הימני (במשותף) ועוד. מרצה בחוג לחשבונאות באוניברסיטה העברית ירושלים.

אור שחף

מנכ"ל החברה הכלכלית לחיפה העוסקת בייזום ופיתוח עסקי, השקעה בנדל"ן לצרכי משרדים, דיור, היי-טק, ביוטק, מלונאות, תעשייה ומסחר. בעבר שימש כמנהל תחום לקוחות אסטרטגיים ב"נסטלה אסם" ומנהל מכירות ארצי ב"דיפלומט / P&GG".

לל חייבים לאמץ מדיניות תגמול בחברה שתיסחר בבורסה המשנית. זאת אומרת, יכול להיות שהדירקטוריון צריך לקבוע איזה שהם קווים מנחים ולא את הסיפור של מדיניות תגמול. זה משהו שמצריך הרבה מאוד ישיבות ויוצר המון אמוציות".

אילן פלטו: "זה מגדיל שכר".

עו"ד דניאל מרקוביץ: "מגדיל שכר ויש הרבה רעש סביב הדבר הזה. גם תוכנית אכיפה זה לא דבר שמחויב על פי החוק, אבל הרשות מאוד מעודדת חברות לעשות תוכנית אכיפה והיא קורעת שאם חברה שיש לה תוכנית אכיפה אז יתנו לה הקלות במקרה שתהיה הפרה. אני חושב שגם פה צריך להצהיר שאי-אמוץ תוכנית אכיפה לא ישפיע על החלטות הרשות בעניין הפרה של חוק ניירות ערך".

עו"ד ערן בן דור: "אגב, אפשר להטיל פה פצצה

יותר גדולה? מה לגבי דח"צים?"

עו"ד דניאל מרקוביץ: "זה קצת ללכת רחוק מדי. אני אומר שדח"צים זה עניין חשוב מאוד. עם זאת, אני חושב שצריך לתת גמישות בנושא של שכר דח"צים ואני חושב שאפילו צריך לאפשר לחברות האלה לתגמל דח"צים רק בדרך של מתן אופציות".

רו"ח אילן ציוני: "יש לנו פרק על אכיפה במסגרת הדוח וגם התייחסנו להיבט טכני יותר של הפחתת העיצומים ב-50%. אבל מעבר לזה יש אמירה שהיא לדעתי מאוד חשובה - אם יש הפרה בחברה שמתרחשת בחמש השנים הראשונות שלה אז ניקח את זה בחשבון כי בסוף זאת חברה שלוקח לה זמן להתאקלם בשוק. הרשות גם תיקח בחשבון את גודל החברה והמשאבים המוגבלים במסגרת תפיסת האכיפה שלה. אין ספק שחברה שהיא קטנה יותר יש לה משאבים מוגבלים לניהול וצריך לקחת את זה בחשבון. זה יילקח בחשבון גם ברמת ההחלטה אם בכלל לפתוח באיזה שהוא הליך אכיפה".

אילן פלטו: "אחד הפספוסים להערכתי בהמלצות זה נושא הגוף שפיקח. הרי אפילו כתבתם בדוח שהפיקוח לא יהיה של רשות ניירות ערך אלא שיהיה של אותו ספונסר, כמו שקורה בעולם, אבל בסוף ברחתם מהנושא הזה. מדוע לא להטיל על הבורסה עצמה שהיא זו שתפקח? זה נראה כאילו אתם אומרים שזה נכון אבל בסוף לא מוכנים לוותר על סמכויות".

רו"ח אילן ציוני: "קודם כל, כן יש בעיה משפטית להפריד סמכויות פיקוח. זה לא דבר של מה בכך. אבל מעבר לזה אתה צריך להבין שזה מהלך מאוד-מאוד מורכב ודרך אגב כנראה דוחה גם את הקמת הבורסה, כי זה לא פשוט להקים אופרציה של פיקוח. הלכנו לעולם של הקלות משמעותיות שלא קיים בשום מקום אחר. בעולם אין פער רגולטורי גדול בין הרשימה הראשית למשנית ופה הליכנו כברת דרך. בסוף, הפיקוח של רשות ניירות ערך הוא גם גורם מפצה על הפחתה ניכרת בדרישות הגילוי והדיווח וזה נראה תקין. זה אמור לתת גם לאותו ריטייל, שזה כנראה יהיה עיקר המשקיעים, ידיעה שיש גוף מפקח שהוא מוכר וידוע. לא מגנים רק על החברות, צריך להסתכל גם על הצד של המשקיעים. שבעתיך נבחן את האפשרות הזאת".

אילן פלטו: "תודה רבה לכולם".

זה חסר בהצעה שהוכנה, כי היא התרכזה יותר בתחום הרגולטורי, ולמרות שמשרד האוצר דותף את זה הוא עדיין לא שם מספיק את ידו בכיס כדי לסייע בתחום הזה. זה חייב להשתנות. מנקודת מבט של איגוד החברות הציבוריות. יש היום לא מעט חברות בבורסה הראשית שכרגע לא ייהנו מההקלות האלה. לא רק שהן לא ייהנו מההקלות האלה, כשאנחנו באים ורוצים הקלות אומרים: "זה כבר נמצא בבורסה המשנית". אז זה לא. אני מקווה שנצליח להקל עליהם או לאפשר להן לעבור לבורסה המשנית, אם ירצו. צריך גם לאפשר מעבר הרבה יותר חופשי ממה שיש היום. בעניין זה של המעבר הם השאירו בחזקת 'צריך עיון'. הם אמרו נחכה שלוש שנים, נראה מה יהיה אחרי זה ואז נחליט".

רו"ח אילן ציוני: "אני רוצה רק להצדיק את הנושא הזה של המעברים, כי אכן שקלנו מהו המעבר הנכון. במרבית הבורסות בעולם המעברים האלה אפשריים בלי מגבלות, למעט אילוץ רגולטורי של הבורסה הראשית. כוא נחשוב רגע על עולם שיש בו שתי בורסות, שלכל אחת מהן יש את המודל העסקי שלה, וברגע שאתה מאפשר מעברים חופשיים זה יכול לשנות את ההצדקה הכלכלית של כל בורסה. לכן חשבנו לעשות את זה בזהירות ולראות אחרי פרק זמן של כשלוש ראשונות אם נכון לייצר את המעברים האלה מבלי לפגוע בבורסה הקיימת או בבורסה החדשה שתהיה. תזכרו שהמעברים יכולים לפגוע בהיתכנות הכלכלית של בורסה אחת. אם נניח מקימים בורסה בחיפה וקובעים שמעל 600 מיליון שקלים צריך לאמץ את הרגולציה של הבורסה הראשית, אז זה תמריץ לעבור לבורסה הראשית ואם חברה עוברת זה משנה את המודל הכלכלי. חשבנו גם על הגורם של תשקיף רזה וגילוי מצומצם והלכנו למודל שהוא שונה מהמודל הקיים. התנתקנו מפרק תיאור עסקי התאגיד ונשארו עם דוח דירקטוריון מורחב שלמעשה מתמקד בפעילות. יש גילויים רגישים שהחלטנו לוותר עליהם. שכר חמשת הבכירים, למשל, ינתן בצורה מאוחדת. אז עשינו שם מהלך משמעותי ואנחנו עדיין בוחנים אם יש הקלות מסוימות שהצענו בבורסה המשנית שצריך לאמץ אותן לחברות קטנות בבורסה הראשית. יש לנו על הפרק נושא של דיווח בשפה האנגלית או תקנה 21. אנחנו בוחנים את הדברים האלה אבל אנחנו נעשה את זה במכלול של הקלות".

אכיפה ופיקוח

עו"ד ערן בן דור: "אם אנחנו בעולם ההקלות, חשבתם על הממשל התאגידי?"

רו"ח אילן ציוני: "כפי שאמר נציג משרד המשפטים, יש סט של הקלות בתחום הממשל התאגידי. למשל, במקום שלוש ועדות יש לך ועדה בלתי תלויה אחת".

עו"ד ערן בן דור: "נושא תגמול הבכירים הוא משמעותי".

רו"ח אילן ציוני: "קודם כל, לא צריך לאשר מדיניות תגמול באסיפה ולא צריך לאשר את שכר המנכ"ל באסיפה. אלה הן שתי המלצות מאוד משמעותיות".

עו"ד דניאל מרקוביץ: "את זה ראיתי, אבל עדיין אני חושב שאתם צריכים לחשוב אם בכ-