



צילומים: סשה איידלמן

האם אחזת בית יכולה להיות וול סטריט?

מדוע אין מפגש בין כספי המוסדיים ותעשיית ההיי-טק הישראלית? האם הבורסה בת"א יכולה לשמש מקור מימון לחברות הטכנולוגיה? האם גב' כהן מזדה תוכל ליהנות מהצלחת ההיי-טק הישראלי? רב-שיח של איגוד החברות הציבוריות, ביקש לבחון את רלוונטיות שוק ההון המקומי לחברות טכנולוגיה צומחות, בעקבות מסמך לעיון הציבור שפרסמה רשות ני"ע | יואל צפירי

חלק מהניסיון לקדם את תעשיית ההיי-טק המקומית ולנסות להנטישה לשוק ההון הישראלי, פרסמה רשות ניירות ערך בנובמבר 2019 מסמך אשר ממפה את תעשיית ההיי-טק הישראלי ואשר כותרתו היא "גיוון מקורות ההון של חברות ההיי-טק והנגשתן לשוק ההון המקומי". במסגרת המסמך מופו שתי סוגיות עיקריות: האחת, מדוע חברות טכנולוגיה

גיה מקומיות רבות בוחרות לגייס מימון בעיקר ממקורות זרים ולא בישראל? השנייה, מדוע הגופים המוסדיים המקומיים כמעט ואינם מעורבים בהשקעה בחברות ההיי-טק ישראליות ו/או בקרנות הון סיכון מקומיות? הציבור הוזמן להתייחס לשאלות עקרוניות אלה ולפתור אותן אפשריים להן, כמו גם לשורה של רעיונות שנסקרו במסגרת המסמך, דוגמת

חשיבות הקמתה של בורסה משנית; חסמים שיש להסיר כדי להנטיש את שוק ההון לתעשיית ההיי-טק המקומית; הצורך בקידום מכשירי השקעה שנועשה בהם שימוש בשוק הבינ"ל וחשיבותם של תמריצים למשקיעים מקרב הציבור בחברות ההיי-טק בינוניות וקטנות. בניסיון להעלות נושאים אלה לסדר היום הציבורי וכדי לנסות לגבש תשובות אפשריות לשא-

לות שהציגה רשות ניירות ערך במסמך, יזם איגוד החברות הציבוריות רב-שיח בהשתתפות נציגי שוק המקומית; הצורך בקידום מכשירי השקעה שנועשה בהם שימוש בשוק הבינ"ל וחשיבותם של תמריצים למשקיעים מקרב הציבור בחברות ההיי-טק בינוניות וקטנות. בניסיון להעלות נושאים אלה לסדר היום הציבורי וכדי לנסות לגבש תשובות אפשריות לשא-

עול את פעולתם בלי שנתערב, ולהניח שההיי-טק הישראלי מוצא מענה בחו"ל לצורך שלו בגיוס כספים, וגם המוסדיים, מסתבה, מוצאים בקלות מה לעשות עם הכסף שלהם.

חני שטרית-בן: "אני חושבת שאין ספק שצ"ריכים לעודד חברות ההיי-טק להגיע לבורסה בתל-אביב. זה שהם היום ממומנות על-ידי חו"ל זה טוב, אבל הפרופורציה לא נכונה. כאשר אתה מתאגד בארה"ב, למשל, ואתה רוצה אחר כך לבוא ולהירשם רק בת"א זה כמעט בלתי אפשרי, כי ה"ש" שות שם מכיחה את החברות שהתאגדו בארה"ב להגיש תסקיף אמריקאי, גם אם אתה לא רוצה לגייס אגורה מהשוק האמריקאי. אז אם ארה"ב הגדולה מתאמצת להשאיר את החברות האמריקאיות בתוכה, אני חושבת שאנחנו ודאי צריכים לדאוג שהחברות הישראליות יישארו כאן, יתפתחו כאן ויגדלו כאן, כי בסוף כשהן לא נרשמות כאן, אז אין להן את היכולת לגדול כאן. המשקיעים האמריקאים כמוכן רוצים אותן קרוב, ואנחנו מא"כדים הרבה מאוד חברות שנמכרות בשלב יחסית מוקדם בחייהן. כך אנחנו מאבדים גם אנשים וגם ידע. רק כדי לסבר את האוזן, בעשור האחרון 112 מיליארד דולר נמחקו כאן מהמדינה ועברו למקור מות אחרים. אני מדברת על שווי חברות שנרכשו על-ידי משקיעים זרים והן לא חברות ישראליות יותר. אולי נשאר כאן איזה שהוא גרעין של מו"פ, אבל הן חברות שעברו בעצם לידיים אמריקאיות.

יואל צפירי: "השאלה אם זה קשור ליכולת או אי-יכולת להירשם בבורסה, או שמדובר תופעות מאקרו כבדות יותר?"

חני שטרית-בן: "זה גם וגם. אני חושבת של חברות גדולות אין בעיה של מימון, אבל בשלב שאחרי ה-seed, בשלב של ההתפתחות ולפני שאתה רווחי, יש הרבה מאוד חברות שלא מצליחות לגייס מחו"ל, ואם היו כאן ידיים חזקות, אם המוסדיים היו מבינים את התעשייה הזאת, אז כמו שהתפתחו תעשיות אחרות, הייתה מתפתחת התעשייה הזאת בארץ ונרשמת בארץ. אני חושבת שכסף צריכים שלא בוב סמית' ייהנה מהכל" כלה הישראלית אלא הגב' כהן מחדרה".

ענת פילצר-סומך: "אני לגמרי מסכימה עם התפיסה הלוואל-פטריוטית, אבל צריך לשאול האם העובדה שכספי המשקיעים הם כספים זרים היא בהכרח זו שגורמת לכך שהחברה "בורחת" החוצה? בסופו של יום שוק ההיי טק הוא ממילא שוק גלובלי".

חני שטרית-בן: "חברות ההיי-טק הן גלובליות והן מסתכלות על העולם. אבל העובדה שרוב המשקיעים הם אמריקאים מעלה אחר כך את השאלה היכן להנפיק את החברה. אז האמריקאים

»



חני שטרית-בן: "צריכים לעודד חברות ההיי-טק להגיע לבורסה בת"א. אנחנו מאבדים גם אנשים וגם ידע. בעשור האחרון 112 מיליארד דולר נמחקו כאן מהמדינה ועברו למקומות אחרים"



ד"ר יואל צפירי: "הרעיון שלנו הוא שיהיו קרנות בבורסה, שהן יהיו מה שנקרא FOF (Fund of Funds) או קרנות מרכזות. הן יישקיעו בקרנות הון סיכון ודרך זה הציבור יוכל לקנות את הקרן המרכזת ועל-ידי כך הוא יישקיע בטארט-אפים"



צילום: יח"צ

ענת פילצר-סומך: "השאלה היא האם בורסה משנית יכולה ליצור זירה חדשה לגיוס הון, שתיתן מענה לשלב הביניים. כשרשות ני"ע פרסמה את המסמך בנושא גילינו שההקלות לא מספיק מהותיות. הבורסה המשנית, בתצורתה הנוכחית, לא מספיק אטרקטיבית כדי לספק את המענה הזה, בוודאי לא בענף ההיי-טק"

»

רוצים שההנפקה תהיה בארה"ב, כי שם הם מכינים, כי שם הם סוחרים, כי שם הכי נוח להם, כי הפלטפורמה הישראלית רחוקה להם מהעין. כאן הרי נופלות פצצות והם פחות מחוברים לשוק הישראלי. ככל שהחברות מתבגרות, אנחנו רואים שההגלות אמריקאיות משאירות לנו מרכזי פיתוח במקרה הטוב. במקרים רבים ראיתי חברות של מות שעברו לארה"ב".

עו"ד אדווה ביתן: "אני מסכימה איתך בפרקטיקה. ברגע שיש משקיע אמריקאי, גם בחברה שהיא ברישום כפול - לכאורה המצב האידיאלי - יש דרישה מצד משקיעים אמריקאים למחוק אותה מת"א".



מאוד ולהתמודד מול הבורסה האמריקאית". **חני שטרית-בן:** "אתה צודק ב-100%. בגלל זה אמרתי שיש שלבים בחיי חברה. שלב ה-seed להבנת, לא מתאים בכלל לשום בורסה, גם לא בישראל. אני חושבת שהשלב של הפיתוח והסבב ראשון הוא כן השלב המתאים לבורסה. דרך אנג, הבורסה הוכיחה על עצמה שניתן לעשות הנפקה בישראל, עם עו"ד ישראלים, עם רוח"ח ישראלים, אך עם חתמים זרים. זאת אומרת, הנפקה גלובלית, ובכך ליהנות מכל היתרונות. כל היתרונות של תמחור של משקיעים מתוחכמים מארה"ב. זה רלוונטי לכל חברת ההיי-טק הצעירות יותר שניעות סביבות 200-300 מיליון דולר, שהן מתחת לרדאר בנאסד"ק. כשהן גדלות הן יכולות לעשות רישום כפול".

שוקי שרת כהן: "צריך להבין שיש הבדל בין seed לסבבי הגיוס הבאים, ואי-אפשר להתייחס לכל החברות באותה נשימה. חברה בשלב ה-seed, יש לה מקום בארץ, אפילו בסבב הגיוס הראשוני יש לה מקום בארץ. חברה שהיא גורם לה, השוק האמריקאי זה השוק, זה העולם, וחיברה שרוצה להגיע לעולם חייבת להיות שם. עם כל הכבוד, יש גם לבורסה בישראל את המגבלות שלה. השאלה היא איך הבורסה בישראל יכולה לשרת את אותם אזורים שהיא כן יכולה להיכנס אליהם, בשלבים הראשוניים כשמדובר עדיין בחברות קטנות והסכומים עדיין סבירים. אני לא חורש שיש אפשרות להתמודד על סבבים מתקדמים יותר של החברות".



שוקי כהן שרת: "הציבור הישראלי רוצה להשקיע בהיי-טק הישראלי, כמו שהציבור האמריקאי רוצה להשקיע בהיי-טק האמריקאי. צריך למצוא את הדרכים לעשות את זה ולאפשר הקלות רגולטוריות".



אבי לאור: "העובדה ש-90% מהמימון של חברות קטנות מגיע מחו"ל הוא בעייתי. כאשר יש משבר כלכלי, המשקיעים הזרים מושכים את הכסף, ואז יהיה פה מחנק אשראי".



אבי לאור: "לא בכדי חילקנו את המסמך לחלקים וגם אנחנו חושבים שזה בידול נכון להפריד בין החברות הגדולות שקרובות להנפקה, לבין הקטנות, שיש להן אולי מחנק מימני והמוסדיים צריכים למלא שם תפקיד יותר חשוב. אנחנו לא קבענו קביעות במסגרת המסמך, הכל מנוסח בצורת שאלות, כי רצינו לשמוע מה אנשים בחדר הזה חושבים, וגם בכלל מה הציבור חושב. האם המלחמה בציבורי בכלל מיותרת, כי זה משהו שאנחנו נפסיד אותו מראש וצריך להתמקד בכל מיני פתרונות חילופיים. סברה אחת אומרת כן, אנחנו צריכים להתייחס - בקטע הציבורי, תל-אביב לעולם לא תהיה נאסד"ק. בנאסד"ק התמ"חורים יותר טובים וכולם רוצים להיות בכוננה. איך אמר לנו בעל חברת ההיי-טק? אני רוצה להיות ב-street שהכל בו קורה ולדעת שהכל קרוב אלי. אבל אנחנו אומרים שאולי אפשר יהיה למצוא פתרונות חילופיים, אולי אנחנו צריכים לשים את הדגש על רישום כפול, אולי אנחנו צריכים לייצר דווקא רשימה או פתרונות לחברות שהן בינוניות שהן לא תאמות לרישום למסחר בנאסד"ק".

זאת אומרת קטנות מידי, ואפשר לייצר להן רשימה מה נפרדת והן יכולות פה לעבור לאפיק הציבורי. אין לנו הרבה קביעות, יש לנו בעיקר שאלות. בנוסף, העובדה ש-90% מהמימון של חברות קטנות מגיע מחו"ל הוא בעיה. כאשר יש משבר כלכלי, המשקיעים הזרים מושכים את הכסף, קודם כל ממדינות זרות. אז יש כסף עכשיו, זה נפלא וטוב, אבל משבר ראשון בארה"ב או בסין, הם ימשכו את הכסף ואז יהיה פה מחנק אשראי. אפשר לחכות שזה יקרה ואפשר להקדים תרופה למכה ולחשוב על פתרונות יצירתיים. הפתרון שהוא הכי מרכזי, או הבעיה שהיא הכי מרכזית, זה העניין של המוסדיים. יש פה הרבה מאוד כסף שלא מוצא את עצמו במקומות שהוא צריך להיות. לטעמנו, השיעורים של המוסדיים בהשקעה בחברות שהן לא קרובות לשלב הציבורי, קטנות ובינוניות, לא משנה באיזה סבב, הוא קרוב ל-0.2% גם בהשקעות ישירות וגם בהשקעות עקיפות דרך קרנות. זה רחוק מאוד ממש שאנחנו חושבים שצריך להיות. את הבעיה הזאת צריך לשים במרכז. אנחנו מנסים להציע כל מיני פתרונות בעזרת מכשירי השקעה, בעזרת תמריצים כאלה ואחרים ומזמינים את הציבור להעיר על העניין הזה".

המערכת מוטה נגד המוסדיים
ד"ר אייל שנהב: "המוסדיים הישראלים בהגדרה הולכים לקרנות פחות טובות. לצערי, זו עובדה. זה קורה משתי סיבות. האחת היא מי סוג. אם אני מגייס כסף מישראלים, אז אני נפגע במיסוי. יש לי מע"מ על דמי הניהול. כשאני מגייס כסף מחו"ל, אין לי מע"מ, אז אני מפחית את דמי הניהול שלי ב-17%. זה כואב. כשאני משלם מס על ה-20% רווח של הקרן, מה שנקרא דמי הציבור, לחה, המס יותר גבוה אם המשקיע הוא ישראלי. אנג, לא מוסדי, אלא ישראלי באופן כללי. אז אם אני מנהל קרן שיכול לגייס בכל העולם, אני אעדיף לגייס מתושבי חוץ ולא מישראל. הצינונות זה שיקול שנשים אותו בצד, כי כולם ציונים עד גבול מסויים. המערכת מוטה נגד המוסדיים בגיוס ובקרנות. שנית, היום עדיף לזים ישראלי להתאגד בארה"ב ולא להתאגד בישראל. זה עוצב. בארה"ב יש חוקי מס שהם מאוד-מאוד מקלים על יזמים. הם יכולים לקבל פטור של עד 10 מיליון דולר ובישראל אין את הסעיף הזה. אנחנו עוד כמה שנים נמצא את עצמנו במצב שבו רוב החברות התאגדו בארה"ב ולא בישראל. הבעיה המרכזית היא שהציבור הישראלי לא יכול להשקיע בחברות היי-טק ישראליות. אין לו בעיה להשקיע בחברות ציבוריות, אבל אם הוא רוצה להשקיע בסטארט-אפ הוא לא יכול. ברור שהציבור הישראלי לא אמור להשקיע במישרין בסטארט-אפים. הוא צריך להשקיע בהם דרך המוסדיים, או דרך כלים מקוריים. גם בארה"ב אנשים פרטיים שיש להם הון עצמי נמנעו לא משקיעים בסטארט-אפים, אבל יש להם את המוסדיים שמשקיעים. אנחנו צריכים כלים שיאפשרו לציבור להשקיע בסטארט-אפים. הרעיון שלנו הוא שהיה קרנות בבורסה, שהם יהיו מה שנקרא (Fund of Funds) או קרנות מרכזות, שהן ישקיעו בקרנות הון סיכון ודרך זה הציבור יוכל לקנות את הקרן המרכזת ועל-ידי כך הוא ישקיע בסטארט-אפ. בנוסף, היום יש הרבה מאוד כסף בשוק הפרטי ובאמת אין סיבה לחברה להנפיק. אנחנו רואים הרבה מאוד חברות חזק-חזק. יש מעל ל-30 חברות ישראליות כאלה. אין שום סיבה שמישהו ינפיק בבורסה בת"א כשהוא יכול לגייס כסף בשוויים מאוד גבוהים בשוק הפרטי".

ענת פילצור-סומך: "אני לא חושבת שזה מייחד את הבורסה בת"א, זו בעיה כלל עולמית".
ד"ר אייל שנהב: "גם בנאסד"ק יש פחות הנפקות ורף הכניסה היום יותר גבוה. לכן אני אומר שהכיוון צריך להיות שהציבור הישראלי יוכל להישקף לסטארט-אפים דרך המוסדיים, דרך מכשירים שיאפשרו לו להיכנס".
עו"ד אמיר שחר: "הנגשת שוק ההון לתעשיית ההיי-טק היא שאלה של מוטיבציה. לדעתך, צריך לתת לגופים המוסדיים מוטיבציה להשקיע בחברות ההיי-טק בדרכים שונות, כגון סכסוד אניליסטס, מיסוי, ולאחר שתיווצר תרבות השקעה בחברות כאלה ניתן יהיה להסיר את 'גלגלי העור'. במצב הקיים הרבה מאוד יזמים כלל לא שוקלים להנפיק בבורסה בת"א, בעיקר בשל נושא התמחור. כאשר רמת המכפילים גבוהה לאין שיעור בחו"ל, אז אין סיבה מספיק טובה להנפיק ביש"ר. אין כיום כמעט אנליסטס שמתמחים בחברות ההיי-טק, אין תרבות השקעה אגריסיבית בסוג כזה של חברות וזה יוצר את התמחור הנמוך ומע"מ גל קסמים שחייבים לפרוץ אותו".
עו"ד גדי אוזן: "גם אם הצלחת להנפיק חברת היי-טק קטנה, אז מטבע הדברים לוקח לא מעט זמן, עד שקורים אירועי חברה משמעותיים, וברי נתיים הניזולות תהיה מאוד נמוכה. גם במצב הזה צריך לתת מוטיבציה להשקיע בחברות היי-טק קטנות ומהרגע שתרכות ההשקעה תשתנה, אז גם תגדל הניזולות. אציג דוגמא הפוכה כיצד אפשר להגיע לתוצאות טובות בעוד כמה שנים עם מתן מוטיבציה נכונה - השקעה באג"ח של חברות נדל"ן. התעשייה הפכה להיות כל כך מיומנת בהשקעות מסוג זה, עם אנליסטס מומרים, ובהתאם הגופים המוסדיים מוכנים לקחת סיכון גם בחברות שמגיעות מחו"ל".

לא כל דבר צריך להיות בארץ
זוהר לבקוביץ: "למה אתם חושבים שלהביא כסף מחו"ל זה רע? אני למדתי כלכלה בעבר, כסף שנכנס מחו"ל בדולרים נראה לי טוב לכולנו. אבל מעבר לזה צריך לזכור - איך שלא נסתכל על זה, אין שלא נסבב את זה - הסטארט-אפים הטובים לא יגיעו לפלטפורמות המימון כאן. הכריזה הטיפולית כן, אבל המשקיעים יפסידו. המוסדיים הישראלים לא יצליחו להשקיע בהיי-טק, לא משנה איזה תמריצים ממש תתן. ההיי-טק הישראלי לא מספיק גדול להחזיק את הקרנות האמריקאיות הגדולות. הקרנות הללו צריכות חוזרים, לעשות מכירה פעם בכמה שנים של 20-30 מיליארד דולר".

זה המודל העסקי שלהן. גם הקרנות הכי מצליחות שהיו בישראל, שהשקיעו בחברות הכי מצליחות, סקויה לדוגמה, זה לא מספיק אטרקטיבי בשבילם, בשביל לעניין את השותפים האמריקאים. צריך להיות אמיתיים - לא כל דבר צריך להיות בארץ, לא כל דבר צריכים שיהיה פה. אם נכנסים כל כך הרבה מיליארדי דולרים לסטארט-אפים בישראל וכולנו חיים מזה יותר טוב, זה נראה לי נפלא. רק אל תהרגו את זה".

ירון יצהרי: "אני רוצה לנצל את הדיון ולדבר מהפרספקטיבה של תעשיית המכשור הרפואי בישראל והאבולוציה שהיא עברה בעשור האחרון. אם פעם השקענו בחברות, שאפילו לא היו להם אישור של ה-FDA, היום החברות היחידות שמשקיעים בהן זה חברות שמוכרות, שמראות מכירות, שיש להן הסכמי הפצה בינ"ל. בשנתיים האחרונות לא קמו סטארט-אפים בכלל בתחום הזה ולמה? Stage. אז יש וואקום נדיר בעולם הזה. כולם הולכים לטייבר, כולם הולכים ל-AI. לא קמות חברות כאלה, כי אין מי שישקיע. הקרנות לא מוכנות, הן רוצות להיכנס רק בשלבים המתקדמים יותר. למה? כי מי שמשלם זה גורמי בריאות, וגורמי בריאות וחברות ביטוח לא מוכנות לשלם אם אין ערך אמיתי. חברות כמו מזור לא קמות בישראל".

זוהר לבקוביץ: "זה תפקיד של ממשלה, לא של הציבור".
ירון יצהרי: "לא. אם אנחנו רוצים לעודד יזמות ורוצים לעודד תעשייה ותעסוקה חייבים השקעה. חברות המדטק מעסיקות בישראל עשרות אלפי עובדים ביצור ובפיתוח".

הציבור הישראלי רוצה להשקיע בהיי-טק הישראלי
ענת פילצור-סומך: "אני רוצה להתייחס לפלטפורמה של מימון המונים שיכולה בחלק מהמקרים לתת מענה, גם אם חלקי, לשלבים המאוד מוקדמים בחייה של חברה. שוקי שרת כהן, אילו הסמים נערים צריכים אתכם כרכיבי הצעה בשוק מימון המונים מליטול חלק יותר דומיננטי בשוק הזה?".
שוקי שרת כהן: "אנחנו נמצאים במהפכה בעולם, לא רק בישראל, מהפכת מימון המונים. זה משהו שקורה ואי-אפשר להתעלם ממנו. ב-2020-2021, 50% מהחברות בעמק הסיליקון יגייסו באמצעות מימון המונים. זה לא נתון שאי-אפשר להתעלם ממנו - זה קורה וזה קורה בגדול. בישראל, למרות שאנחנו 'סטארט-אפ ניישן', היינו האחרונים שבחרנו לאמץ את הרגולציה הזאת. יש היום וואקום עבור אותן חברות בשלבי הסיד של ידועות לגייס, או שהם לא יכולות לגייס. החברות הגדולות הולכות לקרנות, או הולכות לבורסה בארה"ב. החברות הקטנות לא מצליחות לגייס כסף".

זוהר לבקוביץ: "כי הן לא מספיק טובות".
שוקי שרת כהן: "כל חברה גדולה הייתה פעם קטנה. הציבור הישראלי רוצה להשקיע בהיי-טק הישראלי, כמו שהציבור האמריקאי רוצה להשקיע בהיי-טק האמריקאי וצריך למצוא את הדרכים לעשות את זה ולאפשר לרגולציה הקלות שבאמת תבאנה את הציבור לשם. הציבור הישראלי רוצה להשקיע ואנחנו רואים את זה, אבל מה? הכל עניין של מחיר, עלות-תועלת. כשחברה צריכה לגייס בבורסה והיא צריכה לשלם הרבה



צילום: אורן דאי

עו"ד אמיר שחר: "במצב הקיים הרבה מאוד יזמים כלל לא שוקלים להנפיק בבורסה בת"א, בעיקר בשל נושא התמחור. אין כיום כמעט אנליסטס שמתמחים בחברות ההיי-טק, אין תרבות השקעה אגריסיבית בסוג כזה של חברות וזה יוצר את התמחור הנמוך ומע"מ שחייבים לפרוץ אותו".



צילום: אורן דאי

עו"ד גדי אוזן: "צריך לתת מוטיבציה למוסדיים להשקיע בחברות ההיי-טק קטנות ומהרגע שתרכות השקעה תשתנה, אז גם תגדל הניזולות".



רויטל דר: "רשות המיסים היא השלב האחרון ולא השלב הראשון - אנחנו לא קודם כל זורקים תמריצים ורואים איך זה מתפקד. אנחנו צריכים להיות בטוחים שיש כשל שוק".

»

כסף בשביל לגייס, אז בסופו של דבר יצא שכרה בהספדה והיא לא תגייס את הכסף הזה. חב"ר עצהה לשלב הבא ולהגיע ליעד הבא. בין החב"רות הגדולות שהולכות בסוף לנאסד"ק – ולדעתי לא נוכל למנוע את זה – לבין אותן חברות בנלבד הסיד והסבב הראשון – להן אנחנו יכולים לעזור, לעזור להן לצמוח, ביחד עם המדינה, דרך הממות, בשילוב עם כספים של אנשים שמכינים שיש פה סיכון שצריך לקחת אותו בחשבון. הציבור מאוד רוצה ואנחנו רואים שזה קורה".

דרי אייל שנהב: אני רוצה להגיד משהו על תקנות מימון המונים – לדעתך, זה לא נעשה טוב. אם אני היום סטארט-אפ, המקסימום שאני יכול לגייס בתקנות מימון המונים זה בין 4 ל-6 מיליון שקלים, ויש גם מגבלות על הסכומים שכל מש"קיע יכול להשקיע. רק ההתעסקות, הזמן וכאב הראש, אז עזוב, אני לא הולך לשם זה לא שווה לי. רק אם אני לא יכול לגייס מאף אחד אחר אני הולך לשם, ב-Default האחרון אני הולך על הפל"טפורה של מימון המונים וזה חבל.

ענת פילצר-סומך: אני רוצה ל**לפנות לרשות ניירות ערך, לגבי המגבלות של תקנות מימון המו"נים בהיקף של הסכומים שניתן לגייס. אני זוכרת שההנמקה של הרשות למגבלת הסכומים הייתה, בואו נעבור תקופת מבחן, נראה שאין הונאות או הולכת שולל של משקיעים, ואחרי תקופת מבחן כזו נשחרר את החבל ונעלה סכומים. זה עומד על הפרק עכשיו? נרגעתי?**

אלי דניאל: יכול להיות שהנושא הזה ייבחן שוב, על ציר הזמן צריך לראות, הדברים האלה יצטרכו להיבחן ובמידת הצורך אם נגיע למסקנה שיש עם זה בעייתיות יכול להיות שהרף של הסי"כומים יעלה.

האם המיסוי הוא זוטס?

אלי דניאל: "אני רוצה לחדד את עניין התמ"חור. המתחור של חברות ההיי-טק בארץ, הוא מראש מאוד קשה. אנחנו עושים מהלך משולב עם תחום ההדשנות, על כססוד אנליסטים למוסדיים לתחום של ההיי-טק. אז לגיטימי אם יהיו דעות בעד ונגד, אבל המהלך הזה יצא לדרך, פורסם קול קורא, נפגשנו עם מוסדיים, יש זמן להגיש את הצעות עד חודש מרץ, ויבחנו בהמשך השנה גופים מוסדיים שיגישו הצעות ויקבלו כססוד. זה תהליך אחד. תהליך שני זה שיטת ההנפקה. אנחנו יודעים שבשנים האחרונות ההון סיכון הישראלי הולך להשקעות בהיקפים יותר גדולים בחברות יותר מתקדמות, והכסף לחברות בשלבים היותר מוקדמים הולך יורד. אנחנו גם בוחנים שורה של כלים נוספים, ושוב – אנחנו פותחים לשמוע. "במידה מסיימת הנייר הזה שפרסמנו הוא כמו ספוג. המטרה היא לספוג הרבה רעיונות, לבדור מה יכול להצליח ומה לא. יש לנו דיאלוג עם שורה של גורמים מהתעשייה והמטרה היא למצוא פתרונות. קיימנו דיאלוג גם עם הבורסה וגם עם הרשות החדשנות כי בסופו של דבר, ככל הקשור לפלטפורמה של שותפות מו"פ בושמל, רשת החדשנות צריכה להיות שותפה. אנו לוחשים גם כלים אחרים. אולי נצליח להביא גורם בינ"ל, שייכנס לשותפות מו"פ ויביא הון, או יוכל לתת אשראי לחברות ישראליות שמוכרות. אנחנו ערים לזה שחברות בוגרות יותר, שמוכרות בעשרות

מיליונים והן עוד לא בשלות להנפקה, לפעמים צריכות מימון ואשראי של 30-20 מיליון דולר כדי להביא אותן להנפקה".

ענת פילצר-סומך: "אם משטר המיסוי של שר הפניות המר"פ יהיה זהה לזה של חברה ולא לזה של שותפות, אין במבנה הזה שום יתרון יחסי"

אלי דניאל: "המשטר של שותפויות המו"פ אמור להיות מיסוי של חברה, ואם יש לנו ישויות חברה אז זה אומר שיש מי שמוכן ללכת לשם גם עכשיו. אם בעתיד רשות האחרת, ומצד שני הוא גם את המצב המיסויי לזה של שותפויות נפט וגז, או למצב אחר, אנחנו נשמח להגיע לשם, אבל אני חנו לא יכולים לעשות את הכל ברגע אחד, ביום אחד. יש כאן תהליכים שלוקחים זמן. בדיוק היום קיימנו דיון עם צוות ספציפי שאנחנו חברים בו לפיתוח שוק ומכשירים חדשים. שווו כנפשכם גוף שידע לתת חוב ברמה מצויינת שיבוא לשות"פ מו"פ 20 מיליון דולר לחברה כזאת ו-30 מיליון דולר לחברה אחרת, ומצד שני הוא גם יכול בעתיד לגייס אג"ח בסדר גודל של 5%-4% נניח ולתת את האשראי ב-13%-12%, אז הוא יכול גם להיות מהמרווחים. הוא משעבד לצורך העניין את ההלוואות שהוא נתן. יש כל מיני רגיונות. כדור לי שגם יהיו היבטי מס, ברור לי שתהיה שאלה האם רק מוסדיים צריכים להיות שם, האם הציבור בכ"ללות, אבל אנחנו בראשיתו של תהליך ואין ספק שכל הדיונים האלה רק תורמים לנו כדי לדעת לאיזה כיוונים להתקדם".

ענת פילצר-סומך: "אני רוצה להפנות שאלה לנציגי רשות המיסים. עלו פה טענות שהחסיים הם צמיג מס, לפחות בהיבט של המוסדיים, יש להם כוונה לתמרץ אותם להשקיע בהיי טק?"

רויטל רו: "אני רוצה ללכת כמה שלבים אחור רה בשית. אני מאוד מתחברת לדברים שנאמר, שאולי בכלל אין כשל ולא צריך להתעכר. השאלה השנייה היא האם צורת ההתערבות צריכה להיות בצורה של מס, או עד כמה המס הוא המרכיב הר"זוונטי פה. אני אומרת שרשות המיסים היא השלב האחרון ולא השלב הראשון – אנחנו לא קודם כל זורקים תמריצים ורואים איך זה מתפקד, אנחנו צריכים להיות בטוחים שיש שם".

אנחנו קודם כל נלך ונלמד את הנושא, נראה את כל האספקטים. אנב, תמריץ מס גם יכול ליע" להביא את הגורמים להשקיע בצורה לא נאותה. צריך להבין מה הדבר הנכון לעשות ואנחנו השלב הסופי "ראשית, החברות עצמן. לחברות יש חוק עיידוד משלהן ואנחנו עושים את המאמצים כדי לתת להם את העיידוד כדי שהם יפעלו פה ביש"ראל. לגבי הסיפור של דמי הצלחה עם קרנות ההון סיכון. לפני שאני נותנת הטבה במע"מ, אני צריכה לוודא שבאמת זה החסם. אם אנחנו רוצים למשך זה זר לישראל, אז אין מה לעשות – הד"ענות פגיעו בין לתיאגדים, לדייקטוריונים ולנושאי משרה בארץ ובחול, רים מופלים מול הישראלים. בישראל בכל מק"ר יה יהיה מע"מ. השאלה פה היא איך זה מתומחך; ככל שבאמת המוסדיים רוצים להשקיע בזה, זה פשוט צריך להיות מתומחך כך שכלל הנראה הם יהיו מוכנים לשלם את זה כי הם ידעו שיש להם תשואות יפות, אני לא בטוחה שזה החסם שלהם באמת".

ענת פילצר סומך: לא תצליחי למצוא מחקר מדויק עם מובהקות סטטיסטית שיצביע מראש על השלכותיו הצפויות של כל תמריץ מס. בתור רשות המסים, אם את רוצה לשנות מציאות ולכוון

התנהגות, תהיי חייבת לקחת סיכון, לנסות תמריץ כזה או אחר ולעבוד בביטח של ניסוי וטעייה.

האם הבורסה המשנית תיכנס לוואקום?

ענת פילצר-סומך: "אני אשמח שנשוחח על הבורסה המשנית, שרשות ני"ע פרסמה בומנו נייר עבודה מפורט באשר אליה; השאלה היא אם בורסה כזו יכולה ליצור זירה חדשה לגיוס הון שיתין מענה לשלב הביניים שבין הגיוס הראשוני בבלטפורמת מימון ההמונים אצל שוקי, ובין ההנפקה כבורסה הראשית אצל חני? כשפרסמתם את המסמך של הבורסה המשנית, עלו תהיות בשוק האם ההקלות שכלולות בנייר הזה מייצרות אטרקטיביות מס"פקת לבורסה המשנית. אני חושבת שההקלות לא היו מספיק מהותיות כדי לייצר חלופה, גם בהיבטי דיווח, אבל לא רק. מורכבות נוספת היא שהנייר לא מאפשר מקפצה מספיק נוחה מהבורסה המ"שנית לבורסה הראשית. ראוי לייצר ממש רצף התפתחותי בטעני במעבר בין שתי הבורסות, ואולי גם במעבר בין פלטפורמת מימון ההמונים לבורסה המשנית. צריך לאפשר זרימה קלה ונוחה בין אפיקי הגיוס השונים".

אבי לאור: "קודם כל, יש הקלות בדיווח".

ענת פילצר-סומך: "הן מניירות".
אבי לאור: "אני רוצה להאיר בפניך משהו וגם למשתתפים האחרים – בכל מקום שיש בורסה משנית או רשימה משנית בעולם, יש אספ הקלות רגולטוריות. אנחנו היחידים שלקחנה את המודל הזה ואמרנו: 'בוא נראה מה אנחנו יכולים לתת'. את מעלה טענה שכרגע היא טענה תיאורטית. אני לא יודע להגיד אם זה אכן זה חסם, דרישות הגי"לוי עם ההקלות שבעשרנו או לא, אנחנו עוד לא שם. יכול להיות שבעתיד אם תהיה בורסה משנית יכול להיות שמה שאת אומרת זה יהיה נכון, אבל כרגע אנחנו לא שם. זאת שאלה מקדימה מידי לבוא ולהגיד: "אתם דורשים יותר מידי מחברות שאולי ירשמר".

ענת פילצר-סומך: "ראשית, אני לא מסכימה

עם הקביעה שבבורסות משניות בעולם אין הק"לות רגולטוריות; שנית, הבורסה המשנית בתצ"ר תהה הנוכחית או מספיק אטרקטיבית כדי לספק את המענה הזה, בוודאי לא בענף ההיי-טק".

אלי דניאל: "אבל את צריכה גם לקחת בחשבון שיש איזונים, יש משקיעים שצריך להגן עליהם, עם כל הכבוד".

שוקי שרת כהן: "אני חייב להגיד שהתפל"א תי מאוד שלאורך כל המסמך של רשות ני"ע לא ראיתי מה שקורה בארה"ב, Regulation A Plus. פונתו אלינו חברות ואומרות לנו: 'בואו תפישו לנו ניירות ערך' כי אנחנו יודעים לדבר עם השוק, המוסדיים לא יודעים. אנחנו באים, עושים קמ"פיין, השוק מגיע לניירות, הוא מבין. אנחנו לא עושים את זה כי אנחנו מספיק עטוקים כמה שיש לנו, אבל אני לא חושב שבורסה משנית פה תפתור יש פה צורך קודם כל במשווק, מישהו שידע לפ"נות לציבור, שידע לשווק את הדברים".

"תנו לתעשייה לטפל בעצמה"

זוהר לבקוביץ: "יש לי רק בקשה אחת לכ"ר לכס. אני יודע שכולם פה מהכוננות הכי טובות, אבל בחייכם – אל תתערבו. ההיי-טק מצליח לי לא מתערכים לו יותר מידי. הקושי היום בהיי-טק הישראלי הוא לא מחסור בכסף, אלא מחסור בא"נשים. כל חברה שאתם תממנו שלא הייתה צריכה לקום, אתם פוגעים בכסף של הציבור. מי שלא צריך לקום צריך למות מלכתחילה. אל תנסו לפ"תור בעיה שלא קיימת, כי כולם יפסידו יותר".

ענת פילצר-סומך: "אתה בעד שימור הסטטוס-קוו".

ד"ר אייל שנהב: "המצב הוא מצויין".

זוהר לבקוביץ: "לא, המצב לא מצויין גם היום – יש יותר מידי כסף. אני מכיר מאות סטארט"אפים שלא היו צריכים לקום. כל סטארט-אפ כזה הורג איתו תעשייה, הורג את החברות הטובות שרוצות לגייס אנשים ולא יכולות לגייס. הוא הורג איתו ברעש שהוא יוצר בעינתונים. תנו לתעשייה

לטפל בעצמה, תנו למומחים שיש להם קצת מומד חיות לדעת מי צריך לקום ומי לא צריך לקום. אני יודע שזה נורא פטרנליסטי, אבל אם ניכנס היום כסף לא חכם לשוק הוא יפגע בכל התעשייה. עד בו. יש משהו שעובד פה טוב במדינה...".

אלי דניאל: "לרב ההשקעות של ההון סיכון בסופו של דבר מבוססות על כסף זה אם יהיה כאן משבר כמו 2008-2007 ויברח הרבה כסף...".

זוהר לבקוביץ: "נפלא, שימותו כולם. חברות טובות לא ימותו. חברות טובות תמיד יגיעו לכסף. הכסף בורח? מעולה, שיברח. שימותו כמה שיותר זו הדרך של השוק לתקן את עצמו. זה לא נעים להגיד, אבל כך השוק בונה את עצמו".

ד"ר אייל שנהב: "בכל השנים יש בין 120 ל-150 אקזיטים כל שנה ורק מיעוט מתוכם היו הנפקות. כלומר, השוק של ישראל הוא לא שוק להנפקות ולא שוק של בורסה. 95%-90 מה"סטארט-אפים מגיעים למיזוגים ורכישות. זה שם המושחק. אנב, גם בארה"ב כמות ההנפקות הראשוניות היא קטנה. אז אנחנו צריכים לכוון לכך שהציבור יוכל להשתתף במיזוגים וברכישות. איך הוא יגיע לשם? דרך זה שהוא ישקע בקרנות ש"ישקיעו בחברות טובות".

חני שטרית-בן: "בהמשך למה שאמר כאן ריון יצהר, היום מזור לא הייתה יכולה לקום ומזור התפתחה בבורסה. אני לא חושבת שלקרנות ההון סיכון יש את כל החוכמה וכל הציבור האחר אין לו חוכמה. כאשר הציבור נכנס לשותפות מו"פ, או שהוא נכנס לחברות, הוא יודע שיש מספר חבי"רות מסויים שיפול ומספר חברות שיצליח והוא מניח שההצלחות יגברו על הכישלונות. אם היינו יושבים כאן ב'81 ורשות המיסים הייתה אומרת: 'קודם כל אני רוצה לראות את הצורך', ואתה הית אומר: 'הציבור לא מבין כלום' היום לא היה לנו גז. שותפויות הגז התחילו לא מהמוסדיים ולא מההון סיכון. הם הצליחו בגלל גב" כהן מחדרה שרצתה לקחת את הסיכון. ואם יש כאלה שלא רוצים לקחת, שלא ייקחו. אנחנו רוצים לפנות לציבור ויש כאן ציבור מספיק רחב שרוצה לקחת את הסיכון. תן לציבור הזה להשקיע דרך הבור"סה ולפתור בעיות כמו מזור. יש אתגר לפתח את התעשייה דרך השוק הציבורי. אני חושבת שנוכל לראות הרבה יותר חברות שמתפתחות כאן, שגד"לות, שמביאות הרבה יותר מיסים. שותפות מו"פ זה בדיוק תכלי שבו אתה מנינס משקיע מתוחכם שמבין שהוא בתוך זה, הוא השותף הכללי והוא זה שבחור".

ד"ר אייל שנהב: "יש שתי בעיות בשותפות – המיסוי והדיווח. אם אני סטארט-אפ שהשקיע בשותפות מו"פ ואני עכשיו צריך לדווח על המכ"ר שילי כל רבעון, אז אני מעדיף קרן".
רויטל רו: "השאלה אם מי למסות, אם אנחנו רוצים למסות רק את המשקיע אני צריכה לדעת מי המשקיע, אבל אם המשקיעים כל יום מתחל"פים אז יש פה בעיה".

לאפשר לציבור להשקיע, לאפשר לתעשייה לגדול

ענת פילצר-סומך: "לסיים, אני רוצה שכל אחד מכם יגדיר מהי בראייתו הבעיה הכי בוערת במצב הדברים שבו ההיי טק לא פוגש את הכסף המקומי, ומה לדעתו המענה היעיל ביותר שצריך לתת לה כדי שהדבר הזה לא יברח לנו מבין האצבעות".

זוהר לבקוביץ: "מבחינתך, הבעיה היא לא בעולם ההיי-טק. ההיי-טק היום מסתדר, ואני לא

אומר את זה ממקום שחצני ואני גם לא סומך על ההון סיכון. יש היום מספיק כסף בשוק ולא צריך להכניס כסף נוסף בכל שלב שהוא. Seed שלא מצליח לגייס, הוא לא מספיק טוב. מי שטוב, מי שהיום מספיק חזק וכן זונה, מי שהרעיון שלו מס"פיק טוב, יצליח לגייס. מי שלא יצליח לגייס – טוב מאוד שלא יגייס. אף אחד בשוק שלא יפריע לי ולאחרים. בהיי-טק עצמו אין חוסר של כסף וגם אם תנסו, בכל מנגנון שהוא, החברות הטובות ימ"שיכו ללכת לסקויה ואתם תקבלו את הכיתה הטי"ר פולית. כולם רק יפסידו מזה. כשל שוק לא הציבור צריך לפתור, ממשלה צריכה לפתור. אם בתחום המכשור הרפואי צריך השקעות מאוד גדולות בשלבים מאוד גדולים, תנו לממשלה לשים כסף – שיקימו חממות, שישומו שם כסף, מתוך ידי"עה שאת רוב הכסף הם יפסידו, אבל כמה חברות גדולות יצאו מזה, ואז אתה תוכל להשקיע בהן ולהפוך אותן לענקיות. 2008 העולם קרס? מצויין שהוא קרס. תנו להיי-טק למות מידי פעם. זה מה שבונה חברות – גוגל קמה במשבר, אורקל קמה במשבר, פייסבוק קמה במשבר. החברות הגדולות בהיסטוריה גדלו במציאות של משבר כלכלי ולכן הן הפכו לגדולות, כי המתחרים התחילו למות. תנו לשוק לתפקד. לא צריך להתערב יותר מידי".

אילן גילדין: "אני מסכים איתך כפן שאנחנו לא רוצים שציבור החוסכים יתקע עם הסחורה שאף אחד לא רצה לקנות".
ירון יצהרי: "התעשייה שאני עובד בה היא תע"ישה ארוכה ומי שאין לו סבלנות זה לא הציבור – מי שאין לו סבלנות זה וול סטריט. ולכן פה כן צריך להכניס את המשקיעים הפרטיים , כי אחר"רת אנחנו מוחקים את התעשייה הזאת. אם תלכו ליקונעם – כל החברות הפכות לחברות של חונכה או סייבה, עם פחות חברות יצואניות וחבל. אמ"נם אין בעיה של כסף בהיי-טק הישראלי כרגע, אבל כשל השוק זה שהציבור עצמו לא מספיק חשוף להיי-טק. צריך למצוא דרך שהציבור יוכל להשקיע בטטארט-אפים דרך קרנות, או דרך מנגנון שותפות נסחרת בלי מגבלות מס, או דרך קרן שהיא משקיעה בקרנות, או תעודה. משהו שיאפשר לציבור להשקיע בהיי-טק, כי חצי"בור צריך חלק גדול מהכסף שלו לשים בהיי-טק הישראלי".

ד"ר אייל שנהב: "לא לאפשר רק לציבור לא"פשר לתעשייה לגדול. אני חושב שזו המטרה של ליקונעם – כל החברות הפכות לחברות של חונכה או סייבה, עם פחות חברות יצואניות וחבל. אמ"נם אין בעיה של כסף בהיי-טק הישראלי כרגע, אבל כשל השוק זה שהציבור עצמו לא מספיק חשוף להיי-טק. צריך למצוא דרך שהציבור יוכל להשקיע בטטארט-אפים דרך קרנות, או דרך מנגנון שותפות נסחרת בלי מגבלות מס, או דרך קרן שהיא משקיעה בקרנות, או תעודה. משהו שיאפשר לציבור להשקיע בהיי-טק, כי חצי"בור צריך חלק גדול מהכסף שלו לשים בהיי-טק הישראלי".

ד"ר אייל שנהב: "לא לאפשר רק לציבור לא"פשר לתעשייה לגדול. אני חושב שזו המטרה של רשות ניירות ערך, של רשות המיסים, של הבור"סה ושל רשות החדשנות – למצוא כלי שבן אדם יכול להשקיע 100 אלף שקלים או מיליון שקלים ולהיחשף להיי-טק בישראל. אני לא חייב להש"קיע בדירה, אני יכול להשקיע בהיי-טק".

ענת פילצר-סומך: "לקראת נעילה, אני רוצה לפנות בשאלה לרשות – יש לז"ו לשימועים ציכ"ריים? איפה זה עומד כרגע?"

אבי לאור: "אנחנו נשמח לקבל הערות מה"ציבור הרחב. אם היינו חושבים שיש לנו את כל הפתרונות, אז המסמך לא היה נראה כמו שהוא נראה. הוא היה נראה כמו כל מסמך שהרשות כותבת עם זיקוק של הבעיה ופתרון שהרשות הולכות איתו. זה מנוסח לגמרי בצורה של שאלות. אנחנו מזמינים את כולם להעיר. נכון לעכשיו גם אין לנו את כל הכלים לפתרון כל הבעיות ולכן אנחנו תלויים ברתימה של רגולטורים אחרים – רשות שוק ההון, רשות החדשנות ועוד".

ענת פילצר-סומך: "חברים, תודה רבה על הש"תתפות הערה ושיהיה המשך יום נעים".



אלי דניאל: "המשטר של שותפויות המו"פ אמור להיות מיסוי של חברה. אם בעתיד רשות המיסים תסכים להשוות את המצב המיסויי לזה של שותפויות נפט וגז, אנחנו נשמח להגיע לשם"



זוהר לבקוביץ: "אל תתערבו. ההיי-טק מצליח כי לא מתערבים לו יותר מידי. הקושי היום בהיי-טק הישראלי הוא לא מחסור בכסף, אלא מחסור באנשים. אל תנסו לפתור בעיה שלא קיימת, כי כולם יפסידו יותר"



רון יצהרי: "אמנם אין בעיה של כסף בהיי-טק הישראלי כרגע, אבל כשל השוק הוא בזה שהציבור עצמו לא מספיק חשוף להיי-טק. צריך למצוא דרך שהציבור יוכל להשקיע בטטארט-אפים דרך קרנות, או דרך מנגנון שותפות נסחרת בלי מגבלות מס, או דרך קרן שהיא משקיעה בקרנות, או תעודה"