

“לא על הגילוי לבדו” –

ניתוח גל ההנפקות של השנים 2020 - 2022

אילן גילדין	אמיר וסרמן
גיא סבח	סיון חן
ליזה טפר	רועי קנריק
	שירה גרשוני
המחלקה הכלכלית	הייעוץ המשפטי

רשות ניירות ערך

אפריל 2025

תוכן עניינים

מבוא	2
פרק 1 - הנפקות לציבור לראשונה של ניירות ערך	4
פרק 2 - התופעה של גלי הנפקות (IPO Waves)	8
פרק 3 - גל ההנפקות של 2020 – 2022 במבט על	11
פרק 4 – הקשר בין מאפייני ההנפקות ובין ביצועי החברות	14
החזקות הגופים המוסדיים בחברות המונפקות	17
נתונים פיננסיים של החברות המנפיקות	20
בחינת הקשר בין מאפייני החברות סביב ההנפקה ובין הביצועים בבורסה	25
פעילות המסחר אחרי ההנפקה	27
פרק 5 - השוואה בין גל ההנפקות המקומי והנעשה בעולם	32
פרק 6 - היבטים מבניים בגל ההנפקות	35
א. בדיקות תשקיף ומתן היתרים במהלך גל ההנפקות	35
ב. אופני ההצעה לציבור – המעבר לשיטת "הצעה לא אחידה"	37
ג. תפקיד החתם בהנפקות	47
ד. כללי הרישום למסחר בבורסה	49
ה. חברות ושותפויות מחקר ופיתוח	50
ו. חברות ספאק (SPAC)	54
ממצאים ומסקנות עיקריים	59
נספח א - רשימה של חברות שהונפקו במהלך גל ההנפקות 2020 - מרץ 2022	63

המחברים מבקשים להודות למחלקת תאגידיים ברשות ניירות ערך על הסיוע בהכנת המחקר, וכן ליו"ר הרשות, ספי זינגר, ולעובדי הרשות הבאים על הערותיהם ועזרתם - חנוך הגר, אמיר הלמר, אילן ציוני, יעקב יודקוביץ, דוד אדר, דב נתנזון, שלמה גולדמן, אלון זילבורג.

מבוא

במחצית שנת 2020, עם סימני דעיכת התפרצות גל הקורונה הראשון, החל בישראל גל הנפקות מניות חריג בהיקפו. בעוד ממוצע ההנפקות הראשוניות של מניות (IPOs) בעשור הקודם היה קטן באופן יחסי, ולרוב לא עלה על תריסר הנפקות של חברות חדשות בשנה, בשנים 2020 – 2022 נוספו לבורסה בתל-אביב 129 תאגידים (חברות ושותפויות) אשר הנפיקו מניות ויחידות השתתפות לציבור. בשנת 2021 לבדה גייסו 94 תאגידים הון מהציבור ונרשמו למסחר בבורסה.

תופעה זו מעוררת שאלות רבות: מדוע התרחש גל ההנפקות דווקא בתקופה קצרה זו? ; מה היו מאפייני אותן ההנפקות? ; מה היו ביצועי החברות לאחר ההנפקה לראשונה והאם ההשקעה בהן התבררה כמוצלחת? ; האם גל ההנפקות בישראל היה ייחודי בהשוואה לנעשה בעולם? ; כיצד תפקדו השחקנים הפועלים בשוק ההנפקות, ובהם המשקיעים המוסדיים והחתימים? ; ומהן המסקנות שניתן לגבש אודות התנהלות השוק והמנגנונים שנועדו להגן על ציבור המשקיעים?

בחלוף פרק זמן מגל ההנפקות, מבקש מחקר זה לסייע במענה לשאלות אלה. בפרק הראשון למחקר נציג בקצרה מהי הנפקה לראשונה של ניירות ערך לציבור, על מורכבותה וחשיבותה של פעולה זו עבור החברה, המשקיעים ושוק ההון בכללותו. בפרק השני נסקור את התופעה של גלי הנפקות, ההסברים האפשריים שהוצגו בספרות לקיומם, והקשיים שגלים אלה עלולים ליצור בראיית הגנת ציבור המשקיעים. בפרק השלישי נציג את מאפייני גל ההנפקות של השנים 2020 – 2022. בפרק הרביעי נבדוק אם קיים קשר בין מאפייני ההנפקות ובין ביצועי החברות בתקופה שאחרי ההנפקה, תוך הבאה בחשבון של פרמטרים אפשריים שונים, כגון גודל ההנפקה, החזקות הגופים המוסדיים, והנתונים הפיננסיים של החברות המנפיקות. כמו-כן נבחן את גל ההנפקות המקומי בהשוואה לגל ההנפקות שהתרחש בארה"ב באותה העת, ונעמוד על הדמיון וההבדלים בין גלי ההנפקות. בפרק החמישי נבחן היבטים מבניים בתהליך ההנפקה ונשאל האם רכיבים אלה, הקבועים או המתאפשרים בדיון, כמו שיטת ההצעה הלא אחידה או חובת החיתום במסגרת שיטה זו, מילאו תפקיד בגל ההנפקות. בהקשר זה נעמוד גם על חשיבותם של כללי הרישום למסחר בבורסה, ועל שני מקרי בוחן – שותפויות המו"פ והנפקות הספאק – מגל ההנפקות.

גל ההנפקות של השנים 2020 – 2022 התאפיין בהנפקה של חברות קטנות רבות, רובן השתייכו לענף הטכנולוגיה. מחירי החברות המונפקות וביצועיהן לאחר ההנפקה היו שליליים באופן מובהק הן אבסולוטית והן ביחס לקבוצת הייחוס. בהינתן ששווי השוק הכולל של החברות לא היה גדול באופן יחסי, השפעתן על ביצועי שוק המניות בכללותו לא הייתה משמעותית, אולם במבט לאחור ניכר שבאופן מצרפי לא היה זה גל הנפקות מוצלח עבור המשקיעים.

מסקנה מרכזית העולה מן המחקר היא כי לגל הנפקות יש פוטנציאל לשבש את מנגנוני השוק הרגילים, ולפגוע בתהליכי הסינון והתמחור הפועלים בשוק ההון. כפועל יוצא מכך, בגל הנפקות גלום גם סיכון לגרור הפסדים כבדים למשקיעים, אשר ילכו ויתבררו בחלוף הזמן, וכן לפגוע באמון הציבור בשוק ההון בטווח הבינוני והארוך ובנכונות להמשיך ולהשקיע בו. המחקר עומד על כמה היבטים מרכזיים לצורך הבנת התופעה ופיתוח כלי התמודדות עימה. היבט מרכזי אחד הוא כי בניגוד לעיתות שגרה, בתקופה של גל הנפקות פועלן של דרישות הגילוי עלול להיות מוגבל, ועל כן יש חשיבות יתרה להסדרים מבניים המתקיימים לצידן. ככלל, הרגולציה בתחום ניירות הערך מותירה למשקיעים לבחון את טיבה של כל חברה וחברה, על בסיס הגילוי, ולהחליט אם להשקיע בחברות ברמות סיכון ובסוגי פעילויות מגוונים. בד בבד, הרגולציה קובעת הסדרים מבניים שנועדו להבטיח התנהלות תקינה של השוק בכללותו,

וחשיבותם של אלה גוברת בגל הנפקות. כך לדוגמא מצביע המחקר על הצורך לבחון את מסלולי הרישום למסחר של הבורסה, הסנן שאלו מהווים בהינתן גל הנפקות ומניעת עקיפתם.

היבט שני עליו מצביע המחקר הוא התפתחותן של "אופנות" השקעה חולפות (טרנדים) בתקופה של גל הנפקות, ואת הצורך לבחון בעין ביקורתית תופעה מסוג זה, במיוחד שעה שמנגנוני הסינון והתמחור של השוק נמצאים תחת לחץ. בהקשר זה מתמקד המחקר בדוגמאות של שותפויות מו"פ וחברות ספאק, ומעלה באופן כללי שאלות לגבי מבני התאגדות והשקעה לא שגרתיים.

היבט שלישי שמאיר המחקר הוא שיטת ההצעה הלא אחידה, אשר הפכה להיות שיטת ההנפקה המובילה בתקופת גל ההנפקות. המחקר בוחן את ההבדלים בין הנפקות בשיטת ההצעה הלא אחידה ובין הנפקות בשיטת ההצעה האחידה במגוון פרמטרים, ובהם התנהגות המחיר לאחר ההנפקה וזהות הגופים שהשתתפו בהנפקה. נושא קשור בו עוסק המחקר הוא תפקוד החתמים, במיוחד ביחס להצעות לא אחידות. בהיבט זה עומד המחקר על האתגרים ביחס ליכולתם של החתמים לשמש שומרי סף אפקטיביים, בפרט בתקופה של גל הנפקות, ועל הצורך בפיתוח הרגולציה החלה עליהם.

מסקנות אלה ואחרות של המחקר מוצגות בפרק האחרון בו.

פרק 1 - הנפקות לציבור לראשונה של ניירות ערך

הנפקה לציבור לראשונה של ניירות ערך (Initial Public Offering, או בקצרה IPO) היא אירוע משמעותי ביותר בחייה של חברה. הנפקת ניירות הערך לציבור משמשת אמצעי לגיוס הון, ובמובן זה אפשר לראות בה חלופה לגיוסים מגופים פרטיים או מוסדיים. ואולם ההשלכות שלה חורגות מגיוס הכספים עצמו כיוון שההנפקה לציבור משליכה בין היתר על חובותיה של החברה, העניין הציבורי בה, המיצוב העסקי שלה, ויכולתה להתפתח בעתיד. במחקר זה נעסוק בהנפקה לראשונה של מניות או יחידות השתתפות, כלומר בגיוסי הון מהציבור של חברות ושותפויות, אם כי יש לזכור שבישראל שכיח גם המסלול של הנפקות לראשונה של אגרות חוב. בשלב שני פונות לעתים חברות אלה (חברות אגרות חוב) גם להנפקת מניות לציבור.

בעוד חלק הארי של חברות בעולם ובישראל הן פרטיות, קבוצה קטנה יחסית של חברות בוחרת להנפיק מניות לציבור. על פי רוב, ניירות הערך נרשמים למסחר בבורסה כחלק אינטגרלי ממהלך ההנפקה. ההחלטה לבצע הנפקה ורישום למסחר בבורסה, ולהפוך מחברה פרטית לחברה ציבורית, נעשית לאחר בחינת שיקולים עסקיים ורגולטוריים מגוונים, ולמעשה שקלול של היתרונות והחסרונות שיש במהלך של הפיכה לחברה ציבורית (going public).

בצד הרגולטורי, כל תאגיד רשאי להנפיק ניירות ערך לציבור על פי תשקיף שרשות ניירות ערך התירה את פרסומו. חוק ניירות ערך אינו מגביל את סוגי התאגידים שיכולים להנפיק לציבור בהיבטים של גודל, שווי או עיסוק, ומתמקד בגילויי שעל התאגיד למסור למשקיעים השוקלים השקעה בו. התשקיף – מסמך הגילוי המשמש לצורך הצעת ניירות הערך לציבור – חייב לקבל את היתר הרשות.¹ התשקיף הוא מסמך גילוי מפורט, במסגרתו נדרש התאגיד למסור כל פרט העשוי להיות חשוב למשקיע סביר השוקל רכישת ניירות הערך המוצעים על פיו וכל פרט שנקבע בתקנות. הגילוי התשקיפי כולל, בין היתר, את הדוחות הכספיים של התאגיד, דוח דירקטוריון על מצבו העסקי, וגילוי בנושאים כגון המוצרים והשירותים העיקריים של התאגיד, פילוח הכנסות ורווחיות שלהם, לקוחות התאגיד, מצבו התחרותי, הרגולציה החלה עליו, גורמי הסיכון שלו, ועוד.² לצד חובות הגילוי הנרחבות ודרישת ההיתר, מוטלת על התאגיד ונושאי משרה בו אחריות פלילית, מנהלית ואזרחית לאמור בתשקיף.³

עם הנפקת ניירות הערך לציבור משנה התאגיד את מעמדו בשני היבטים חשובים. בפן של דיני ניירות ערך הופך התאגיד ל"תאגיד מדווח" החב בחובות גילוי שוטפות בהתאם להוראות הדין. חובות אלה נועדו לעדכן את ציבור המחזיקים בניירות הערך של התאגיד, על מנת שיוכל לקבל החלטות השקעה מושכלות באשר להחזקת ניירות הערך, למכירתם, ולמימוש הזכויות השונות הצמודות להם, וכן לאמוד את שוויים.

¹ סעיף 21 לחוק קובע כי הרשות תיתן היתר לפרסום תשקיף אם נחה דעתה כי נתקיימו בטיטות התשקיף הוראות חוק ניירות ערך ודרישות הרשות על פיו, וניתנו כל ההיתרים על פי דין שיש לקבל לפני פרסום התשקיף. בד בבד נקבע כי אין בהיתר משום אימות הפרטים המובאים בתשקיף או אישור מהימנותם או שלמותם של פרטים אלה או הבעת דעה על טיבם של ניירות הערך המוצעים.

² סעיף 16(א) לחוק ניירות ערך ותקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיטות תשקיף – מבנה וצורה), התשכ"ט-1969.

³ סעיף 16(א) לחוק ניירות ערך קובע את הגילוי הנדרש בתשקיף; סעיף 21 לחוק קובע כי הרשות תיתן היתר לפרסום תשקיף אם נחה דעתה כי נתקיימו בטיטות התשקיף הוראות חוק ניירות ערך ודרישות הרשות על פיו, וניתנו כל ההיתרים על פי דין שיש לקבל לפני פרסום התשקיף. בד בבד נקבע כי אין בהיתר משום אימות הפרטים המובאים בתשקיף או אישור מהימנותם או שלמותם של פרטים אלה או הבעת דעה על טיבם של ניירות הערך המוצעים. סעיפים 53(א)(2), 53(ב)(2), 53(ה) לחוק; סעיף (4) בחלק ג' לתוספת השביעית לחוק; וסעיפים 31 – 35 לחוק קובעים את האחריות המוטלת ביחס לתשקיף.

התשקיף, אם כן, הנו שער הכניסה למשטר הדיווח השוטף.⁴ בפן של דיני החברות הופך תאגיד המנפיק מניות מחברה פרטית ל"חברה ציבורית", וחוק החברות קובע שורה של הוראות מחייבות במטרה להגן על ציבור בעלי המניות בה. הוראות אלה עוסקות בין היתר בהיבטי ממשל תאגידי, ועל פיהן נדרשות לדוגמא חברות ציבוריות למנות דירקטורים חיצוניים, להקים ועדות ביקורת, מאזן ותגמול, למנות מנהל כללי ומבקר פנים, ולאשר התקשרויות עם נושאי משרה ובעלי ענין בדרך המיוחדת הקבועה בחוק. חוק החברות קובע גם הסדרים מחייבים בנושאים כגון הצעות רכש ומיזוגים, לרבות אופן הפיכתה של החברה לפרטית.⁵

הואיל והנפקה של ניירות ערך לראשונה לציבור נעשית על פי רוב בכפוף לרישום למסחר של ניירות הערך בבורסה, עם הנפקתם, נדבך רגולטורי נוסף הוא כללי הרישום למסחר של הבורסה. כללים אלה, הקבועים בתקנון הבורסה ובהנחיותיה, מציגים מספר מסלולי רישום אפשריים, ובהם תנאי מינימום לרישום הנוגעים בעיקר להון עצמי של החברה, שווי ופיזור החזקות ציבור, וותק פעילות של החברה. נדבך רגולטורי זה אינו זוכה לרוב לתשומת לב, ובמחקר זה נדון בו ונבהיר את חשיבותו.

תחולתם של הדינים והכללים האמורים על חברות ציבוריות מהווה מטבע הדברים שיקול בהחלטה אם לבצע הנפקה ראשונה של מניות לציבור, שכן הם ישפיעו על התנהלותה של החברה ובעלי העניין בה. בנוסף לכך שוקלת חברה מגוון של שיקולים עסקיים האם ומתי כדאי לה לבצע הנפקה לציבור.

יתרונות עיקריים של הנפקת ניירות ערך לציבור בראיית התאגיד ובעלי העניין בו הם היכולת לגייס מקורות כספיים בהיקפים גבוהים יחסית; הסחירות שתהיה לניירות הערך בעתיד בהנחה שאחרי הנפקתם יירשמו למסחר בבורסה, באופן שיתרום לשווי ניירות הערך וליכולת הפעולה בהם (מכירת ניירות הערך או שעבוד שלהם כבטוחה); פתיחת פתח לאפשרויות מימון עתידיות בשוק ההון באמצעות הנפקות חוזרות; הגדלת האטרקטיביות של הסדרי תגמול לעובדים בניירות ערך לנוכח יכולתם של עובדים למכור את ניירות הערך שלהם בבורסה; והגדלת החשיפה הציבורית והמוניטין של התאגיד המנפיק.

חסרונות עיקריים של הנפקת ניירות ערך לציבור בראיית התאגיד ובעלי העניין בו הם העלויות הכרוכות בהנפקה והעלויות השוטפות שיהיו אחר כך לתאגיד כל עוד ניירות הערך שלו יוחזקו בידי הציבור; חובות הגילוי המקיפות שיחולו על התאגיד מכוח דיני ניירות ערך, המחייבות אותו לחשוף מידע רגיש לפני מתחריו וגורמים נוספים; החשיפה לתאגיד ולמנהליו בגין אי עמידה בחובות הגילוי ובחובות ואיסורים אחרים הקבועים בדיני ניירות ערך ובדיני החברות; הכללים שיושמו על התאגיד ובעלי העניין בו מכוח חוק החברות (או פקודת השותפויות) בהיבטים של ממשל תאגידי, עסקאות בעלי עניין, הצעות רכש, ועוד; דילול בעלי המניות הקיימים לנוכח המניות המונפקות לציבור; והתעצמות הסיכונים הכרוכים בחשיפה ציבורית ומוניטין אם יתרחשו אירועים שליליים בתאגיד.

בהיבט עיתוי ההנפקה שוקלות חברות את מצבן העסקי ומידת התאמתן לשוק ההון הציבורי, את הצורך בגיוס הכספים, וכן את היקף הגיוס והתמחור שיוכלו להשיג בהנפקה ציבורית, בהשוואה לחלופות מימון אחרות. כך למשל, חברה עשויה לשקול באיזו מידה היא זקוקה לגיוס הכספים לצורך התפתחותה

⁴ סעיפים 1 ו-36 לחוק. ראו עוד על תכליתיה של חובת פרסום התשקיף אצל אמיר וסרמן וצפנת מזר-לייסט "חובת פרסום תשקיף כקו ההגנה של ציבור המשקיעים" **ספר יורם דנציגר** (עורכים לימור זר-גוטמן, עידו באום, התשע"ט – 2019), 171, בעמ' 173 – 177.

⁵ שותפויות ציבוריות כפופות להוראות דומות מכוח פקודת השותפויות (פרק ו' העוסק בשותפות מוגבלת ציבורית). יצוין, כי חברות אגרות חוב כפופות אף הן לדרישות מכוח דיני ניירות ערך ודיני החברות, אם כי אלה שונות לעתים מהחובות החלות על חברות ציבוריות.

העסקית, שיפור יחסים פיננסיים, או פירעון חובות קיימים; באיזו מידה היא מבקשת לגוון את מקורות המימון שלה ולהפחית את התלות בגורמים מממנים פרטיים; מהו היקף הגיוס והמחיר שתצליח להשיג בהנפקה הציבורית; מה יהיו עלויות הגיוס ומשך הזמן הדרוש לבצעו; וכדומה.

תהליך ההנפקה לראשונה של ניירות ערך לציבור מהווה אף הוא תהליך ארוך ומורכב. ההיערכות להנפקה כוללת הכנה של טיוטת התשקיף שתוגש לרשות ודיונים עם סגל הרשות לגבי היבטים משפטיים, חשבונאיים ועסקיים בטיוטה. לשם כך שוכרת החברה את שירותיהם של עורכי דין, רואי חשבון ולעתים גורמי מקצוע נוספים, אשר יסייעו לה בהכנת התשקיף ועריכת בדיקת נאותות (due diligence) לגבי האמור בו. בנוסף לכך כוללת ההיערכות להנפקה צעדים רבים נוספים, כגון שינוי של תקנון החברה, היערכות לשינוי הרכב הדירקטוריון וועדותיו, שינויים בהתקשרויות של החברה עם בעלי עניין ועובדים, והיערכות ליישום הדינים שיחולו על החברה לאחר ההנפקה כחברה ציבורית. במסגרת תהליך ההנפקה צריכה החברה גם לקבוע את מבנה ההנפקה ותמחור ניירות הערך, וכן לשווק את ניירות הערך למשקיעים פוטנציאליים. פעילות זו, המכונה Road Show, כוללת מפגשים עם משקיעים בהם מוצגת פעילות החברה במטרה לעניין אותם ברכישת ניירות הערך.

בניגוד לחברה שניירות הערך שלה כבר נסחרים בבורסה, אשר יש לה תשתית קיימת בהתאם לדין והכרות של המשקיעים עימה, בחברה המנפיקה ניירות ערך שלה לראשונה לציבור לא ניתן בעבר גילוי מסודר ומלא על-ידי החברה, מספר המשקיעים בה מצומצם, ואין היסטוריית מסחר ותמחור של ניירות הערך. לפיכך בעוד שחברה נסחרת יכולה לבצע גיוסים נוספים באופן מהיר ופשוט יחסית, חברה המבקשת לבצע הנפקה לראשונה של ניירות ערך נדרשת להתמודד עם מספר רב של סוגיות לצורך ההנפקה.⁶

גורם מפתח בתהליך ההנפקה הוא החתם. ארבעת תפקידיו העיקריים של החתם הם ביטוח ושיווק של ההנפקה, ביקורת חיצונית לתשקיף, וסיוע בקביעת מבנה ההנפקה. החתם הוא גורם מקצוע מפקח, אשר החברה שוכרת את שירותיו, לביצוע פעולות של חיתום והפצה. פעולות ההפצה נעשות למעשה על-ידי קונסורציום של חברות חיתום, שרובן פועלות כמפיצות (קרי משווקות) של ההנפקה, בהובלת חתם או שניים. שיטת ההצעה לציבור של ניירות הערך אף היא רבת-משמעות ומוסדרת בדין. שיטת ההצעה קובעת למשל האם ההצעה צריכה להיעשות בתנאים אחידים לכלל הניצעים, האם יש הבחנה בין משקיעים מוסדיים או משקיעים מתוחכמים אחרים ובין משקיעים רגילים, האם חברה יכולה להקצות כמות מסוימת של ניירות ערך לניצעים מסוימים, האם ניתן להגדיל את היקף ההנפקה, וכדומה.⁷ בישראל התרחש בשנים האחרונות מעבר משיטה של הצעה אחידה לשיטה של הצעה לא אחידה, ובגלל ההנפקות של השנים 2020 – 2022 ניכר כי שיטה זו כבר זכתה לבכורה בהנפקות IPO. במסגרת המחקר נדון הן בתפקידים של החתמים הן בשיטת ההצעה בהתבסס על ניתוח גל ההנפקות.⁸

פעילות של הנפקה לראשונה לציבור (IPO) אינה חשובה רק עבור החברה המנפיקה והציבור הבוחר להשקיע בה, אלא גם ברמה המשקית. מפעילות ההנפקות של חברות חדשות נגזר למעשה גודלו וטיבו של שוק ההון הציבורי, אשר במרכזו נמצא שוק החברות הנסחרות בבורסה. השינויים בגודלו של שוק זה נובעים מחד מכניסת חברות חדשות, כאשר דרך המלך לעשות כן היא באמצעות הנפקה לציבור, ומאידך מיציאה של חברות קיימות מהשוק, בין היתר בדרך של רכישת מניות הציבור בהצעת רכש או במיזוג, או

⁶ ראו עוד על ההחלטה להנפיק ניירות ערך לציבור ועל תהליך ההנפקה אצל מוטי ימין ואמיר וסרמן, **תאגידים וניירות ערך** (תשס"ז-2006), בעמ' 169 – 205.

⁷ שם, בעמ' 289 – 314.

⁸ מחקר זה עוסק כאמור בהנפקות ראשוניות של מניות ויחידות השתתפות. יש לציין, כי ביחס להנפקות של אגרות חוב, שיטת ההצעה האחידה נותרה דומיננטית גם בשנים האחרונות.

כתוצאה מהפסקת פעילותן העסקית של החברות. בכל שנה ניתן לראות כיצד גדל או קטן מספר החברות הציבוריות כפועל יוצא של וקטורים מנוגדים אלה.

יש יתרונות רבים למשק בקיומו של שוק הון ציבורי רחב ומפותח של חברות הנסחרות בבורסה: בצד החברות, שוק זה מאפשר גישה למימון הנחוץ להן לפיתוח עסקיהן. גיוס הכספים מהציבור מהווה חלופה לאלטרנטיבות מוגבלות יותר כגון גיוס מהמערכת הבנקאית או ממשקיעים פרטיים. בצד המשקיעים, שוק זה מאפשר גישה למגוון השקעות בענפי פעילות שונים באופן שיכול להשיא את התשואה על כספו. שוק ההון הציבורי מציע מספר יתרונות מצטברים, שאינם קיימים בהשקעות אחרות, עליהם ניתן למנות את היותו של השוק מפוקח ושקוף; נזילות השוק; תמחור ניירות הערך באופן שוטף על בסיס מגוון דעות; ואפשרות ההשקעה במטבע מקומי התואם את החשיפה הבסיסית של הציבור בישראל. יש גם יתרונות למשק בכללותו מקיומו של שוק הון פעיל, כגון שיפור ההתנהלות של החברות הגדולות במשק אשר מניותיהן בדרך כלל רשומות למסחר, והרחבת המידע הכולל על הפעילות העסקית במשק.

בשנים האחרונות גברו החששות בעולם ובישראל לנוכח ירידה במספר החברות הציבוריות. מכאן שגידול במספר ההנפקות הראשונות לציבור עשוי להיות תופעה חיובית. ואולם, כפי שיוצג גם במחקר זה, יש חשיבות לטיב ההנפקות ולא רק למספרן לשם השגת היעדים של טובת המשקיעים וקידומו של השוק הציבורי בטווח הארוך.

פרק 2 - התופעה של גלי הנפקות (IPO Waves)

בשוק ההון מוכרת האמרה "מגייסים כשאפשר ולא כשצריך". פירושה הוא כי חברות בוחרות לגייס כספים מהציבור כאשר העיתוי מאפשר להן לעשות כן ולא בהכרח בעיתוי בו הן זקוקות לכסף. אפשר לראות באמרה זו ביטוי לממצא האמפירי לפיו הצורך במקור מימון אינו הגורם היחיד ואף לא העיקרי בהחלטה של חברה לצאת לגיוס הון. חברות נוטות לגייס הון מהציבור כשהן יכולות לעשות זאת לפי שווי גבוה יחסית. תזמון שוק (market timing) הוא גורם חשוב, וחברות נוטות לנצל תקופות בהן הסנטימנט של המשקיעים הוא חיובי ועשוי להביא להערכת-יתר (over-valuation) של שוויין.⁹ נטייה זו באה לידי ביטוי מובהק כאשר מתרחשים גלי הנפקות.

התופעה של "גלי הנפקות" (IPO Waves) היא תופעה מוכרת ומתועדת בספרות הפיננסית, אם כי אין הסכמה מחקרית בנוגע לנסיבות המביאות להיווצרותה.

ממצאי המחקר של Chemmanur ו-Jie He (2012)¹⁰ מצביעים על כך שהנפקה ראשונה מאפשרת לחברה המנפיקה לא רק לגייס הון בעלויות נמוכות יותר בהשוואה לאופציות הזמינות לחברה פרטית, אלא גם להרחיב את נתח השוק שלה על חשבון חברות מתחרות שנותרו פרטיות. מסיבה זו, גם חברות פרטיות שאינן זקוקות להון ולא היו מעוניינות להנפיק, מונעות לעשות זאת כדי לאפשר לחברות המנפיקות יתרון על חשבונן. החוקרים מציינים כי תופעה זו יוצרת גלי הנפקות רחבי היקף, במסגרתם חברות מאותו ענף נוטות להנפיק במקביל. בנוסף לכך מצביעים החוקרים על כך שהגורמים המניעים תחילתו של גל הנפקות כוללים חידושים טכנולוגיים ושינויים כלכליים ויצרניים חיוביים בתחום. לטענתם, ככל שיש בענף פעילות מסוים יותר הזדמנויות לפיתוח וחדשנות, כך גדלה ההסתברות להתרחשות גל הנפקות. לפי המחקר, גלי ההנפקות הגדולים ביותר הם ציוד חשמלי, מחשבים (חומרה), קמעונאות וציוד רפואי. בהם גלי הנפקות נפוצים ביותר הם ציוד חשמלי, מחשבים (חומרה), קמעונאות וציוד רפואי.

הסבר אחר לגלי הנפקות הוא במישור החשיפה למידע. Lowery ו-Schwert (2000)¹¹ טענו כי הצלחתן של הנפקות "פורצות דרך" משפיעה על הנפקות נוספות בשוק, והדבר מוביל להתקבצות נפח גדול יחסית של הנפקות בתוך תקופת זמן מסוימת. תוצאות ההנפקות הראשונות חושפות את הערכות המשקיעים לגבי סקטורים מסוימים, באופן המקל על תמחור ההנפקות הבאות ומושך יותר לחברות לשוק ההנפקות. כאשר ההנפקות הראשונות בגל מתומחרות גבוה מן הצפוי, גדל משמעותית נפח ההנפקות לאחר מכן. לאחר מכן, כשהשוק מתמחר נמוך מהצפוי הנפקות, מתקרר השוק והגל מסתיים.

החוקרים Batnini ו-Hammami (2015)¹² הגיעו למסקנה שיש מתאם גבוה בין גלי הנפקות לתנאי שוק הון "נוחים". לטענתם, מנהלים מנתחים את תשואות השוק של השנתיים האחרונות כדי להחליט האם להנפיק ב-6 - 12 חודשים הקרובים או לדחות את ההנפקה. מחקרם מצא קשר ישיר וחזק בין תשואות השוק הקודמות לבין גלי הנפקות. ה"טריגר" לתחילת גל הנפקות הוא בדרך כלל צפי לעלויות בשוק

⁹ Zhi Da, Ravvi Jagannathan, Jianfeng Shen "Growth Versus Margin and Castles in the Air: Evidence from Industry IPO Waves" **NBER Working Paper 18555** (November 2012).

¹⁰ Thomas J. Chemmanur and Jie He, "IPO waves, product market competition, and the going public decision: theory and evidence", **Journal of Financial Economics** (2012).

¹¹ Michelle B. Lowry & G. William Schwert, "IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning?" **NBER Working Paper No. w7935** (Oct. 2000), <https://www.nber.org/papers/w7935>

¹² F. Firas Batnini, M. Moez Hammami, "IPO waves: how market performance influence the market timing of IPO?", **Journal of Applied Business Research** (2015).

בתקופה שכוללת את מועדי ההנפקות. גם במהלך ההכנות להנפקה ממשיכות החברות לעקוב אחר מצב השוק ומחליטות לדחות את ההנפקה אם נצפה שינוי במגמת השוק.

גם Belyaev (2021) גורס במאמרו¹³ כי האינדיקטורים הבולטים לגל הנפקות קשורים במסחר עצמו, ולא דווקא בהתפתחויות כלכליות או תעשייתיות במשק: שינוי במגמת השוק מירידה לצמיחה, הנפקה מוצלחת של חברה אחרת בתעשייה, וכדומה. לטענתו, בתקופות של צמיחה הציבור מוכן להשקיע וליטול סיכונים, וחברות נוטות להנפיק בעקבות העלייה בביקוש. השערת החוקר היא כי בתקופות של גלי הנפקות המשקיעים אופטימיים ביחס למצב השוק ומוכנים לשלם יותר ממה שהחברות שוות. חברות מעדיפות להנפיק במהלך גל הנפקות כדי להרוויח יותר ממה שהיו מרוויחות מחוץ לגל. כמו כן, החוקרים טוענים שחברות טכנולוגיות מעדיפות להנפיק בגל הנפקות, ואם הן לא מספיקות לעשות כן במהלך גל הנפקות מסוים אזי ידחו את ההנפקה לגל ההנפקות הבא.

על פי Kim ו-Weisbach (2008),¹⁴ גם אם לחברה אין תוכנית להנפיק, ייתכן ותחליט להנפיק בכל זאת בגל הנפקות כדי למכור את המניות במחיר גבוה יותר. Alti (2005)¹⁵ מחזק טענה זו בדבריו כי לחברות שמנפיקות במהלך גל הנפקות יש פחות צורך בכספים מאשר לחברות שמנפיקות מחוץ לגל ההנפקות. נוסף לכך, על פי Dicle ו-Levendis (2018)¹⁶ אפשר להסביר את גלי ההנפקות באמצעות שינויים במדד ה-VIX. כאשר מדד ה-VIX עולה הדבר מעיד על רמות גבוהות יותר של אי ודאות ותנודתיות בשוק, באופן שעשוי להרתיע חברות מלהנפיק מניות חדשות. לעומת זאת, כאשר המדד יורד, השוק נתפס כיציב יותר, והדבר יכול לעודד חברות המזהות "חלון הזדמנויות" ("windows of opportunity") לצאת בהנפקה.

התופעה של גלי הנפקות מעלה חששות לפגיעה בציבור המשקיעים וקשיים רגולטוריים כיצד להתמודד עימם. כניסתן של חברות חדשות רבות לשוק תוך פרק זמן קצר עלולה כאמור להיות מבוססת על עיתוי וסנטימנט משקיעים, תוך הדחת מצבן העסקי בפועל. כמו-כן, גל הנפקות מקשה על ניתוח יסודי של החברות, ועלולה להתרחש במהלכו ירידה בסטנדרטים של השחקנים הקבועים בשוק – החל במשקיעים הגדולים וכלה במתווכים המלווים את החברות, ובהם חתמים, אנליסטים, רואי חשבון וכדומה. גל הנפקות מטיל גם עומס על הרגולטורים אשר עשויים להתקשות להתמודד עם היקפי ההנפקות המשמעותיים.

גל ההנפקות שהתרחש בארה"ב בשנים 1995 – 2000, בתקופה שזכתה מאוחר יותר לכינוי "בועת הדוט.קום" (Dotcom Bubble), יכול ללמד על התממשות סיכונים אלה. עם תחילת התקופה, אשר מקובל לזהות אותה עם הנפקת חברת Netscape בחודש אוגוסט 1995, נוצר עניין חריג במניותיהן של חברות טכנולוגיה, אשר בא לידי ביטוי בהנפקות רבות מאוד ובעליות חדות בשערי המניות. הערכות השווי של החברות התבססו על ציפיות לא מבוססות באשר לעתידן, והתעלמו מנתוני יסוד הנוגעים לתזרים ההכנסות הקיים והצפוי של החברות, שווי נכסיהן, ורווחיהן. כך נכנסו לשוק האמריקאי בתקופה זו חברות רבות בשלבי פעילות מוקדמים וביצועים עסקיים דלים, תוך תמחור יתר של שווי

¹³ Vladimir A. Belayev, "Waves of the IPO market: the history and emergence", 26(2) **Digest Finance** (2021) pp.158-169.

¹⁴ Woojin Kim, Michael S. Weisbach, "Motivations for public equity offers: An International Perspective", 87(2) **Journal of Financial Economics** (2008), pp.281-307.

¹⁵ Aydogan Altı, "IPO Market Timing", 18(3) **The Review of Financial Studies** (2005), pp.1105-1138.

¹⁶ Mehmet F. Dicle. and John Levendis, "IPO activity and market volatility", 7(1) **Journal of Entrepreneurship and Public Policy** (2018) pp.2-13.

מניותיהן. בועת הדוט.קום, בה התנתקו מחירי ניירות הערך מהשווי הריאלי שלהם, התפוצצה בשנת 2000. מדד נאסד"ק צנח ורוב החברות שהנפיקו במהלך התקופה קרסו.¹⁷

במאמרו של Coffee (2002)¹⁸ על תפקידם של שומרי הסף בפרשת אנרון, חברת הענק האמריקאית שקרסה בשנת 2001, ניתן הסבר רלבנטי לקשר האפשרי בין תקופת גאות ובין ירידה בתפקודם של גורמי המקצוע הפעילים בשוק ההון. לטענתו של קופי, בתקופת אופוריה בה שערי המניות מתנתקים משווי ריאלי, מתקשים אנליסטים לפעול באופן ביקורתי, שכן תחזיות "רציניות" שלהם אודות שווי החברות יהפכו במהרה בלתי רלבנטיות. אפשר להציג טענה זו באופן כללי לגבי שחקנים רבים בשוק ההון: כאשר השוק "חם", גורמי מקצוע יתקשו לפעול בניגוד למגמה. כך למשל, משקיעים גדולים שיעדיפו לא לרכוש ניירות ערך בהנפקות, יאלצו לצפות כיצד מתחרים שלהם משיגים תשואות גבוהות בעוד הם נמנעים מאותן הנפקות. או למשל, חתמים אשר יבקשו להנפיק חברות בשווי ריאלי, לא יזכו להיות מועסקים על-ידן, שכן אלה יעדיפו לשכור את שירותיהם של חתמים שיסייעו להן להנפיק בשווי גבוה, כפי שהשוק מאפשר. במילים אחרות, גאות בשוק עשויה להקשות על גורמי המקצוע לפעול כראוי. לצד בעיות של תמריצים וניגודי עניינים, העלולות להתגבר אף הן בתקופת גאות, תיתכן אם כן ירידה בסטנדרטים הנהוגים בשוק, וזו בתורה יכולה להגביר את הפעילות הבעייתית בשוק.

¹⁷ ראו עוד על בועת הדוט.קום: חיים קידר-לוי, **המשברים הפיננסיים הגדולים במאה השנים האחרונות** (האוניברסיטה המשודרת, 2013), בעמ' 54 – 62; William Quinn, John D. Turner, **Boom and Bust – A Global History of Financial Bubbles** (Cambridge University Press, 2020), Chapter 9.

¹⁸ John C. Coffee Jr "Understanding Enron: 'It's all about Gatekeepers, Stupid'" 57 **Bus.Law.** 1403 (2002).

פרק 3 - גל ההנפקות של 2020 – 2022 במבט על

בישראל התרחשו מספר גלי הנפקות במהלך העשורים האחרונים. גל הנפקות התרחש למשל בשנים 1999 - 2000 והוא נבע בעיקר מהתעניינות מוגברת בסקטור ההייטק והטכנולוגיה בתקופת התפתחות בועת הדוט.קום העולמית שהוזכרה לעיל. במהלך השנתיים המדוברות 91 חברות חדשות גייסו כ-11 מיליארדי שקלים אשר היוו כ- 40% מסך גיוסי ההון במניות בבורסה בתקופה זו. ביצועי החברות שהונפקו לראשונה בישראל בגל זה כללו מנעד רחב, אך ככלל רבות מאותן החברות חוו ירידות חדות בשוויין לאחר פיצוץ הבועה הגלובאלית בשנת 2000.

גל נוסף ארע בשנים 2005 - 2007, בהן הצמיחה המשקית הייתה גבוהה וניכרה גאות בפעילות בשוק ההון המקומי. בדומה לגל ההנפקות של 2020 - 2022, 127 חברות חדשות נכנסו לבורסה ישראלית במהלך אותן שלוש השנים והן הצליחו לגייס כ-15 מיליארדי שקלים (20% מסך היקף הגיוסים במניות). גם בגל זה חברות טכנולוגיה והייטק שיחקו תפקיד מרכזי אך לא בלעדי – חברות מתחומים נוספים דוגמת ביוטכנולוגיה, תעשייה, נדל"ן ואנרגיה הונפקו. חברות אלו נהנו תחילה מעליות ערך, אך רבות מהן חוו ירידות משמעותיות בשוויין בעקבות המשבר הפיננסי הגלובלי שפרץ בשנת 2008, אשר עצר כמעט לחלוטין את גיוסי ההון של החברות החדשות בשנים לאחר מכן.

במהלך העשור האחרון סך גיוסי ההון במניות בישראל, של חברות קיימות וחדשות, נע על ממוצע שנתי שבין מיליארדי שקלים בודדים ועד כ-40 מיליארד שקלים בשנה (שעיקרם בהנפקות משניות). מספר החברות והיקפי הגיוס שלהן בהנפקות ראשוניות (IPOs) השתנו אף הם משנה לשנה. כך למשל, בשנים 2014 - 2016 הנפיקו רק 10 חברות חדשות מניות לציבור, בהיקף גיוס כולל של כ-1.8 מיליארד שקלים. בשנים 2017 - 2019 היו בין 7 ל-17 הנפקות מניות של חברות חדשות בשנה, בהיקף גיוס כולל של כ-8.7 מיליארד שקלים.

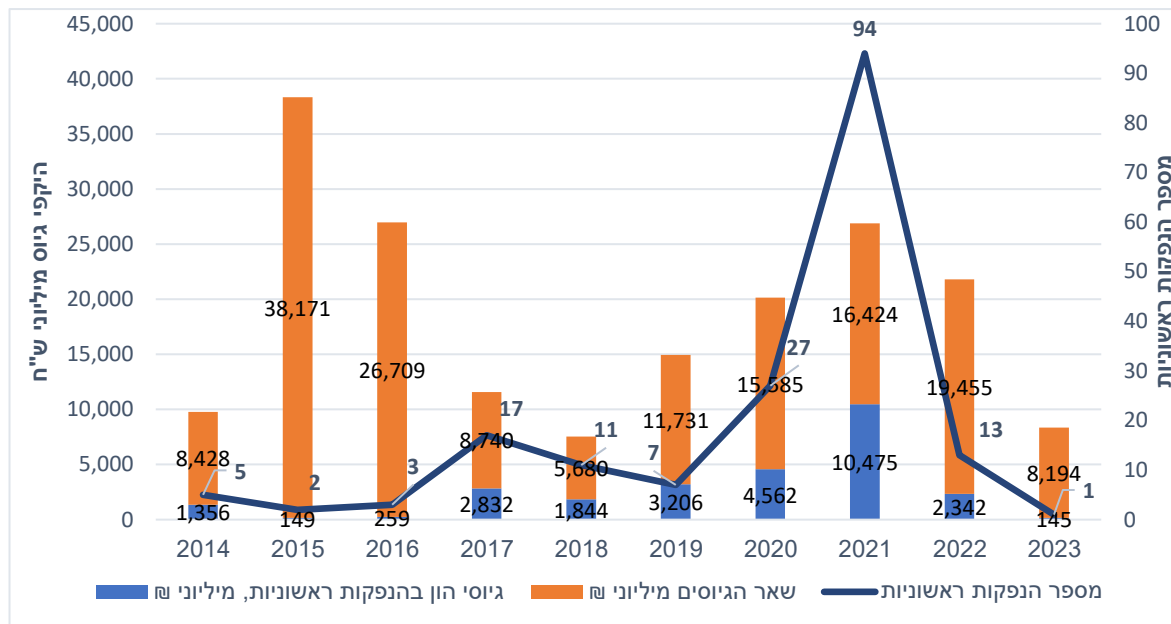
גל ההנפקות האחרון החל לצבור תאוצה ברבעון השני של שנת 2020 עם סימני דעיכת התפרצות גל הקורונה הראשון וראשיתה של תקופת עליות ניכרות בשוקי ההון. שיאו היה במהלך שנת 2021 שהייתה שנת גאות משמעותית במרבית השווקים הפיננסיים בעולם, והוא החל לדעוך ברבעון השני של שנת 2022, עם שינוי המגמה בשווקים בצל התגברות האינפלציה ועליות הריבית ברחבי העולם.

לצורך מחקר זה, התקופה הנבחנת הוגדרה בהתאם לכמות ההנפקות, החל מחודש פברואר 2020 ועד לסוף הרבעון הראשון של 2022.¹⁹ במהלך התקופה האמורה הנפיקו 129 חברות חדשות מניותיהן לציבור, בהיקף גיוס כולל של כ-16.5 מיליארד שקלים. רשימת החברות מפורטת בנספח א'.

מדובר במספר חברות ובהיקפי גיוס חריגים מאוד בהשוואה לשנים קודמות. סך הגיוסים של חברות חדשות היה משמעותי גם ביחס לסך גיוסי ההון הכולל בשוק – היינו חברות קיימות וחדשות יחד – ועמד על שיעור של כ-30% ממנו.

¹⁹ אפשר לציין את המחצית השנייה של 2020 כמועד המדויק יותר של תחילת גל ההנפקות (במחצית הראשונה של 2020 היו רק שתי הנפקות ראשוניות), אולם למען הפשטות הנתונים במחקר זה כוללים את שנת 2020 כולה.

תרשים 1: מספר והיקף הגיוסים במניות ויחידות ההשתתפות בשנים 2014 - 2023



הרוב המכריע של ההנפקות הראשוניות - 94 במספר (73% מסך ההנפקות הנבחנות) - התרחש בשנת 2021, והיקף הגיוס הכולל בהנפקות ראשוניות בשנה זו עמד על כ- 10.5 מיליארד שקלים. היקף הגיוס המקסימאלי של חברה בודדת היה כמיליארד שקלים, ולעומת זאת ההיקף המינימאלי עמד על כ- 17 מיליוני שקלים בלבד. היקף הגיוס הממוצע היה 100 - 200 מיליוני שקלים להנפקה בודדת.

מדובר אם כן בגל הנפקות חריג של הנפקות ראשוניות, במסגרתו נוספו 129 חברות חדשות לבורסה, גידול של 24% ביחס ל- 442 חברות (לא כולל חברות אג"ח) שנסחרו בבורסה בתחילת שנת 2020.²⁰ בד בבד, יש לסייג, כי ביחס לגודלו של השוק הישראלי, היקף הגיוסים לא היה מהותי. לשם המחשה, נכון לסוף שנת 2023, השווי הכולל של החברות הנסחרות בבורסה עמד על קרוב לטריליון שקלים. עוד יצוין, לשם המחשה, כי היקף גיוסי החוב של חברות בשנים 2020 - 2022 עמד על כ- 255 מיליארד שקלים. נתונים אלה יכולים להסביר את הממצא שנציג בהמשך, לפיו על אף הביצועים הרעים במוצע של החברות החדשות שנכנסו לבורסה בגל ההנפקות, הרי שההשקעה בבורסה באותה תקופה, ובפרט במדדי המניות המובילים הציגה תשואה גבוהה. כך לדוגמה, מדד ת"א 125 השיג תשואה שנתית מצטברת של 41.5% במהלך השנים 2019 - 2023.

טבלה 1: התפלגות מספר והיקף גיוסי הנפקות ראשוניות (מיליוני ש"ח) בשנים 2020 - 2022

שנה	מספר IPO	ממוצע גיוס	גיוס מינימאלי	גיוס מקסימאלי	סך הגיוסים
2020	27	171.0	22.6	613.0	4,615.7
2021	94	111.6	17.5	882.5	10,490.1
2022	8	175.3	16.8	500.5	1,402.7
סה"כ	129	128			16,508.5

²⁰ שיעור הגידול הנו בקיזוז 20 חברות שנמחקו מהבורסה בשנים 2020 - 2022.

מתוך 129 ההנפקות האמורות, 14 הנפקות, בשווי שוק של כ-600 מיליון ₪, היו של יחידות השתתפות של שותפויות מ"פ.

בראייה ענפית,²¹ כשני שליש מההנפקות הראשוניות (80 הנפקות) וכמחצית מהיקף הגיוסים שהתבצעו במהלך התקופה (7.7 מיליארד ₪) השתייכו לענפי הטכנולוגיה והביומד.²² היקף הגיוס הממוצע בסקטור זה עמד על כ-100 מיליון ₪, נמוך יותר מאשר בענפים אחרים. למעשה, היו רק 3 הנפקות בשווי גבוה מחצי מיליארד ₪ (ורידים, נאייקס ונופר אנרגי). כלומר, ענף הטכנולוגיה התאפיין בריבוי הנפקות, קטנות יחסית בשווי.

ענפים בולטים נוספים כללו את ענף הנדל"ן עם 12 הנפקות (2.3 מיליארד ₪), ענף המסחר והשירותים עם 11 הנפקות (2.7 מיליארד ₪) והאשראי החוץ בנקאי עם 9 הנפקות (0.8 מיליארד ₪).

טבלה 2: התפלגות מספר והיקף הנפקות ראשוניות בשנים 2020 - מרץ 2022, לפי ענף, מיליוני ₪

שם ענף	מספר הנפקות	ממוצע גיוס	גיוס מינימאלי	גיוס מקסימאלי	סך הגיוסים
טכנולוגיה	66	102.4	17.5	882.5	6,761.2
ביומד	14	71.3	16.8	162.2	998.3
נדל"ן ובינוי	13	182.2	31.2	500.5	2,368.1
מסחר ושירותים	11	246.3	75.0	572.2	2,709.8
אשראי חוץ בנקאי ²³	9	94.2	25.2	200.2	847.5
ביטוח ושירותים פיננסיים (ללא אח"ב)	5	95.3	25.0	203.2	476.5
השקעה ואחזקות	5	191.5	20.0	400.0	957.5
תעשייה	4	244.8	125.0	346.0	979.0
אנרגיה וחיפוש גז ונפט	2	205.3	141.1	269.5	410.6

²¹ לצורך מסמך זה בוצע איחוד של הסיווג הענפי של הבורסה לפי קבוצות ענפיות.

²² ענפים אלה הם איחוד של ענפי הבורסה הבאים: קלינטק, תוכנה ואינטרנט, אנרגיה מתחדשת, ביטחוניות, רובוטיקה ותלת מימד, אלקטרוניקה ואופטיקה, פודטק, השקעות בהייטק, שירותי מידע, ציוד תקשורת, מכשור רפואי, השקעות במדעי החיים, וביוטכנולוגיה.

²³ הופרד מענף השירותים הפיננסיים לצורך תרשים זה בלבד.

פרק 4 – הקשר בין מאפייני ההנפקות ובין ביצועי החברות

כפי שתואר בפרק 2, גלי הנפקות מתרחשים לרוב בתקופות של גאות בשווקים, אשר אחריהן עשויות לבוא גם תקופות משבריות, והחברות שזה עתה הצטרפו לשוק ההון עשויות לחוות ירידות ניכרות בשווי.

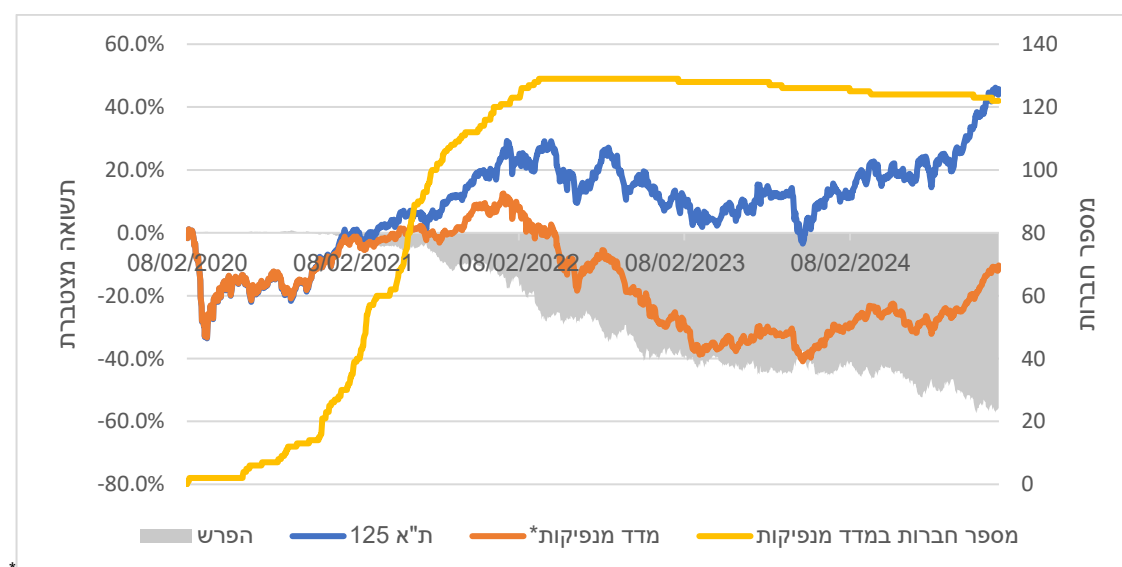
בישראל שני גלי ההנפקות הקודמים אירעו גם הם בערבם של אירועי משבר בשוק - ערב פיצוץ בועת הדוט.קום בראשית המילניום וערב המשבר הפיננסי של 2008. גל ההנפקות האחרון אמנם לא קדם למשבר פיננסי או ריאלי אך הוא בהחלט התפתח בתקופת גאות והסתיים עם בואה של תקופת מימושים בשווקים הפיננסיים בעקבות השינוי בסביבות האינפלציה והריבית ברחבי העולם. מראשית המחצית השנייה של שנת 2020 ועד לסוף הרבעון הראשון של 2022 עלה מדד ת"א 125 ב-61%, ואילו במהלך השנה שלאחר מכן (עד לסוף רבעון ראשון של 2023) ירד המדד ב-19%.

בחינת ביצועי החברות המנפיקות לאחר ההנפקה, ביחס לביצועים של כלל השוק ושל הענפים אליהן הן משתייכות, יכולה לספק תובנות ביחס לתמחור שלהן בעת ההנפקה.

כפי שיתואר להלן, ביצועי החברות המנפיקות בשנים שלאחר ההנפקה היו במרבית המקרים חלשים משמעותית מביצועי השוק בכלל ומביצועי הענפים להן הן משתייכות בפרט.

התרשים להלן מציג את התשואה המצטברת הנובעת ממדד המדמה תיק המשקיע באופן מצטבר בחברות שהנפיקו בגל במועד ההנפקה בהתאם לחלקן בסך ההנפקות (להלן מדד מנפיקות),²⁴ בהשוואה למדד ת"א 125 (המייצג את השוק הכללי) החל מההנפקה הראשונה ועד לסוף שנת 2024.

תרשים 2: תשואה מצטברת של מדד המדמה השקעה בחברות המנפיקות* בהשוואה למדד תל אביב 08.02.2020-31/12/2024, 125



*לפירוט בדבר אופן חישוב המדד ראו הערת שוליים 24.

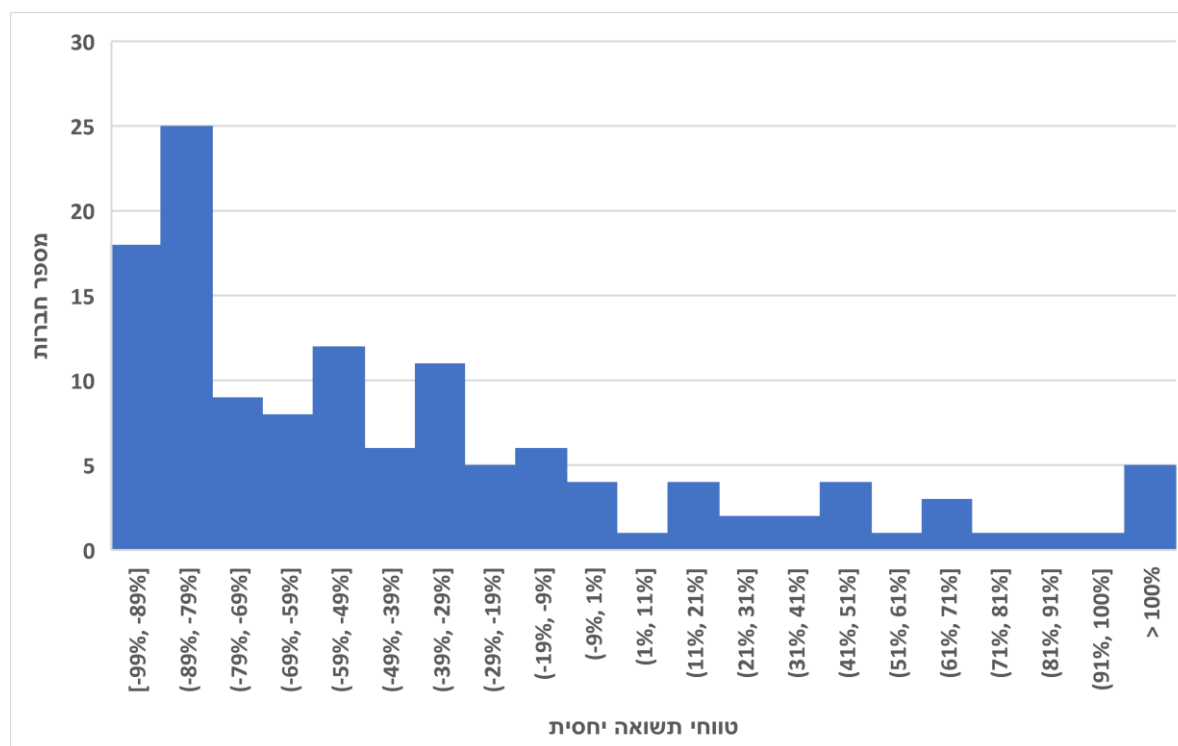
²⁴ כדי להימנע מהשפעה של מספר חברות בודדות שהונפקו בתקופה הראשונית על כלל המדד ושמירה על יכולת ההשוואה למדד ת"א 125, המדד חושב על ידי השקעה של סכום יחסי בכל הנפקה לפי נתח שווי החברה במועד ההנפקה מתוך סך שווי החברות המנפיקות, כאשר בכל נקודת זמן יתרת הסכום שטרם הוקצתה להנפקות מושקעת במדד ת"א 125. ניתן לדמות זאת למשקיע מוסדי המחזיק בתיק השוק ובכל הנפקה מקצה נתח מסוים להשקעה בהתאם לגודל ההנפקה. חישוב זה מאפשר השוואתיות גבוהה יותר ככל שההנפקות מצטברות אך בתחילת התקופה כאשר מספר ההנפקות מצומצם מרבית ההשפעה בו היא של מדד ת"א 125.

כפי שניתן לראות, המדד המדמה השקעה בהנפקות הניב תשואה שלילית לאורך מרבית התקופה וצובר פער באופן הדרגתי ממדד ת"א 125 לאורך מרבית התקופה הנבחנת,²⁵ המצטבר לכדי קרוב ל-60% בסוף שנת 2024.

בניתוח הבא, שנערך על בסיס ענפי, הוגדר עבור כל חברה מדד ייחוס המייצג את ענף הפעילות אליו היא משתייכת. במקרים בהם לא קיים מדד מייצג עבור אותו ענף נעשה שימוש במדד ת"א 125 כחליף. לאחר מכן חושבה התשואה האבסולוטית והתשואה העודפת ממדד הייחוס עבור כל חברה החל מהמחיר בהנפקה ועד לסוף שנת 2023.

בממוצע, עד לסוף שנת 2023, כשנתיים לאחר סיומו של גל ההנפקות, החברות המנפיקות הניבו תשואה שלילית של כ-38% ותשואה חציונית שלילית של כ-60%.²⁶ כ-82% מהחברות (107 חברות) הניבו תשואה שלילית אבסולוטית וכ-18% ירדו ביותר מ-90% משווין בהנפקה. נתונים אלה דומים גם עבור התשואה היחסית למדד הייחוס, עם ירידת שווי חציונית של 56% כאשר כ-80% מהחברות הניבו תשואה יחסית שלילית. מקרב החברות שהצליחו להשיג תשואה אבסולוטית חיובית (22 חברות), היו 4 חברות שהצליחו להשיג תשואה הגבוהה מ-100%, ובראשן שותפות המו"פ ביומיט וחברת נקסט ויז'ן עם תשואה של מעל 400%.²⁷ בתרשים הבא ניתן לראות את התפלגות התשואה היחסית למדד הייחוס. בעוד שבמצב שוק "נורמלי" היינו מצפים לראות התפלגות נורמלית בקירוב של התשואות היחסיות סביב ה-0, בפועל ההתפלגות של התשואות מוטה באופן משמעותי לצד השלילי.

תרשים 3: התפלגות התשואה היחסית ממדד הייחוס, ממחיר ההנפקה ועד ל-31.12.2023



²⁵ מלבד שנת 2020 במהלכה המדד כולל רכיב ניכר של ת"א 125 (ראו הערת שוליים קודמת).

²⁶ לאורך המסמך מתוארת התשואה החציונית (התשואה של המניה שנמצאת במרכז ההתפלגות) לצד התשואה הממוצעת לאור מאפייני ההתפלגות שעשויות להביא לממוצע מוטה שאינו מייצג את ההתפלגות, למשל עקב נתוני תשואה חריגים בחלק מהמניות או מבנה התפלגות מוטה.

²⁷ תשואות חריגות אלה מטות את הממוצע כלפי מעלה ועל כן הפער בין הממוצע לחציון.

בחלוקה לענפים ניתן לראות כי חלו ירידות ניכרות במרבית הענפים, כאשר הירידות המשמעותיות ביותר היו בענף הטכנולוגיה עם תשואה יחסית חציונית שלילית של 78% ובענף הביומד (62%). לעומת זאת, הענפים המסורתיים יותר – הנדל"ן והתעשייה, הניבו תשואה יחסית חיובית (אם כי יש לציין שמדובר בכמות נמוכה יחסית של חברות).

טבלה 3: תשואה יחסית למדד הייחוס לפי קבוצה ענפית, ממוצע וחציון

ענף	מספר תצפיות	ממוצע תשואה יחסית	חציון תשואה יחסית
טכנולוגיה	67	-43%	-78%
ביומד	14	-29%	-62%
מסחר ושרותים	11	-40%	-50%
פיננסים	14	-40%	-49%
השקעה ואחזקות	4	-30%	-32%
אנרגיה וחיפושי גז ונפט	2	-10%	-10%
נדל"ן ובינוי	13	15%	12%
תעשייה	4	23%	30%

בחלוקה לפי גודל ההנפקה ניתן לראות כי בעוד ירידות השווי היו רוחביות, ככל שמדובר בהנפקות גדולות יותר כך התשואה הייתה שלילית פחות. לצורך הניתוח חולקו ההנפקות לקטגוריות הבאות: קטן – עד 100 מיליון ₪, בינוני – עד 250 מיליון ₪, גדול – מעל 250 מיליון ₪. להלן התשואות של חברות אלה:

טבלה 4: תשואה בהתאם לגודל ההנפקה

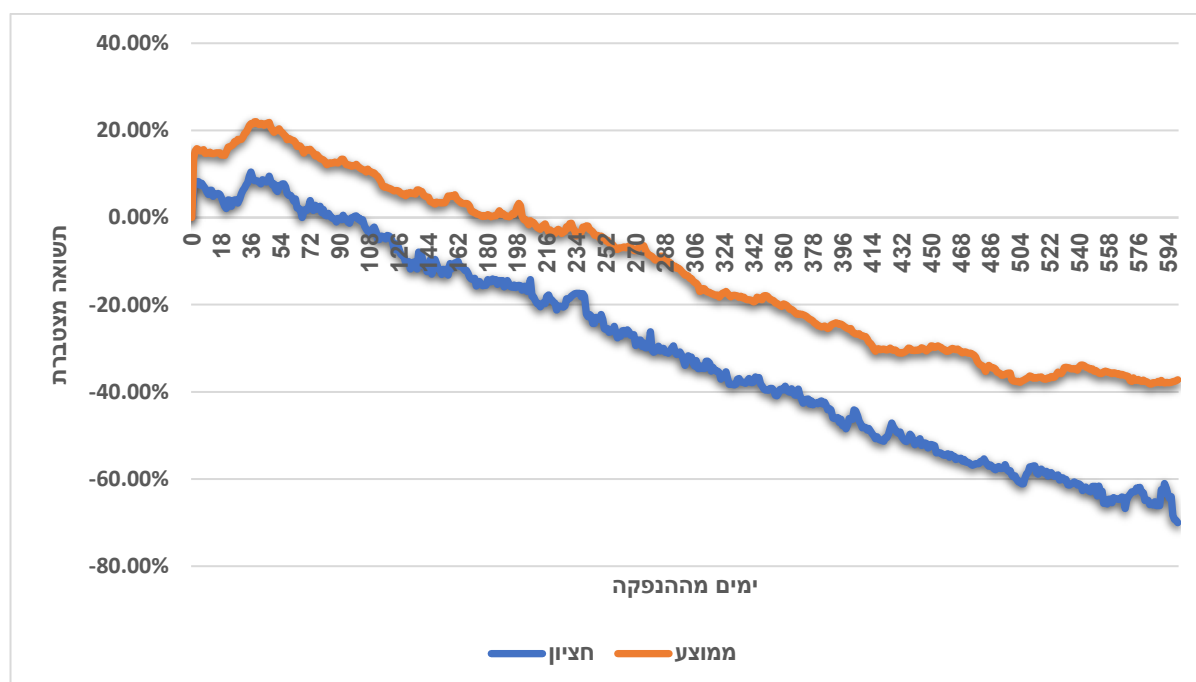
גודל הנפקה	מספר תצפיות	ממוצע תשואה שנתית עודפת	חציון תשואה שנתית עודפת
קטן	76	-43%	-73%
בינוני	25	-12%	-49%
גדול	28	-21%	-27%

השוואת התשואות לפי שווי החברות לאחר ההנפקה העלתה תוצאות דומות, לאור המתאם הגבוה בין נתון זה לבין גודל ההנפקה. כמו כן, בחינה של המתאמים בין הנתונים הגולמיים של היקפי ההנפקה או שווי החברות לבין התשואות העלתה מתאם חיובי נמוך יחסית של 0.24, כלומר כאשר משייכים את החברות לקבוצות ניתן לראות הבדלים ניכרים בתשואות אך ברמה הפרטנית המתאם בין גודל ההנפקה לבין התשואה אינו גבוה, בשל הנפקות בודדות שביצועיהן שונים משמעותית מרמת הקבוצה.

בחינה של התפתחות התשואות לאורך התקופה מעלה כי במהלך החודשיים הראשונים למסחר חלו עליות הן בתשואה הממוצעת הן החציונית. כבר ביום הראשון למסחר נרשמה עלייה ניכרת של כ-13%

בממוצע ועד ליום המסחר ה-40 הצטברה התשואה הממוצעת לשיא של כ-22.28%²⁸ עם זאת, החל ממועד זה החלה ירידה עקבית רב שנתית בתשואות עד לסוף התקופה הנמדדת.

תרשים 4: התפתחות התשואה העודפת ממחר ההנפקה ועד ל-31.12.2023



מגמה זו עשויה להצביע על כך שסביב מועד ההנפקה עדיין נשמרה האופטימיות שאפיינה את המשקיעים בהנפקה עצמה אך עם הזמן התמחר בשוק החל לשקף באופן מדויק יותר את פעילותן ומצבן העסקי של החברות. כמו כן, כפי שיתואר בהרחבה בפרק 4, מגמה זו עשויה לנבוע מפעילותם של חלק מהמשתתפים בהנפקה שייתכן שהחלו למכור את המניות שברשותם לאחר תקופת המתנה מסוימת. בחלקים הבאים ננסה לבחון את נקודת מבטם של המשתתפים בהנפקות, מאפייניהם הפיננסיים של החברות המונפקות תוך בדיקת הקשר בין נתונים אלה לבין הביצועים.

החזקות הגופים המוסדיים בחברות המונפקות

הגופים המוסדיים, קרי קופות הגמל, קרנות הפנסיה, חברות הביטוח וקרנות הנאמנות, מנהלים עבור הציבור את החסכוניות לטווח ארוך (החיסכון הפנסיוני) ולטווח בינוני (קרנות הנאמנות). נכון לסוף שנת 2023 כ-280 מיליארדי שקלים המהווים 9.4% מסך הנכסים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים (כ-3 טריליון שקלים) הושקעו במניות הנסחרות בארץ. הגופים המוסדיים החזיקו נכון למועד זה כ-29% מסך שווי שוק המניות וכ-47% מתוך שווי כמות הצפה (אחזקות הציבור).

נכון לסוף שנת 2023 היו לגופים המוסדיים אחזקות ב-113 מתוך 129 החברות שהונפקו בתקופת המדגם. מתוך אחזקות אלו, קרנות הנאמנות החזיקו ב-104 חברות וגופי החיסכון לטווח ארוך (ביטוח חיים, גמל ופנסיה) החזיקו יחדיו ב-96 חברות מתוך הרשימה. סך אחזקות המוסדיים במניות שהונפקו הסתכם בכ-13 מיליארדי שקלים, אשר היוו כ-25% משווי השוק וכ-68% משווי כמות הצפה (אחזקות

²⁸ לאור מבנה ההתפלגות התשואות החציוניות היו נמוכות יותר במועדים אלה, עם כ-7% ביום המסחר הראשון וכ-10% בשיא.

הציבור) של מניות אלה (מה שמעיד על היקף השתתפותם המשמעותי בהנפקות עצמן). מתוך אלו כ- 2.7 מיליארדי שקלים (5% משווי שוק המניות) הוחזקו על ידי קרנות נאמנות.

ראוי לציין כי סך נתח אחזקות המוסדיים בחברות המונפקות דמה לסך נתח אחזקותיהם בחברות דומות (נדגמו בהתבסס על מאפייני החברה, השתייכות לענף ושווי שוק),²⁹ והסתכם לכ-28% משווי השוק של אותן החברות.

טבלה 5: אחזקות הגופים המוסדיים במניות שהונפקו לראשונה בתקופת המדגם, דצמבר 2023

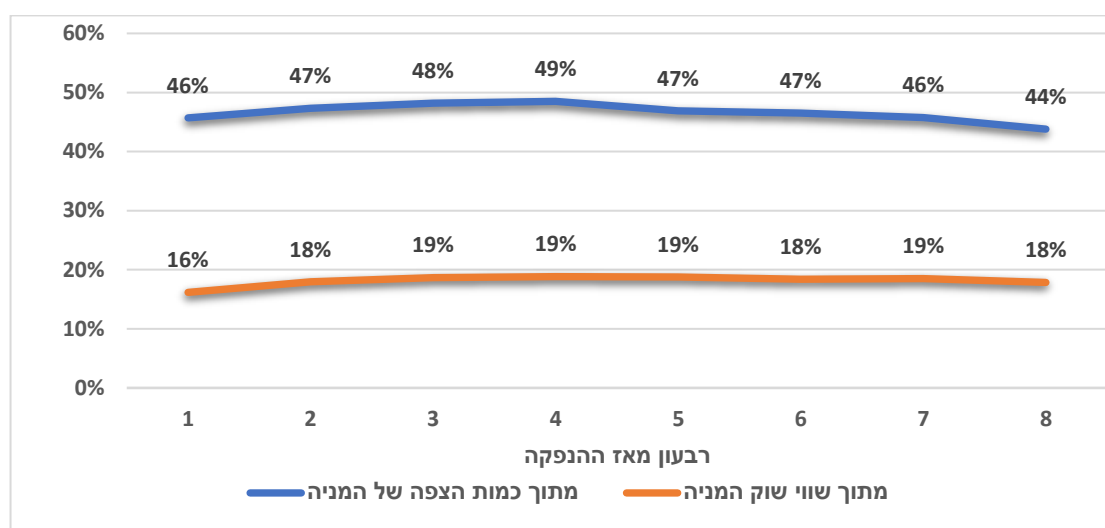
סוג מוסדי	מס' מניות מוחזקות	סך אחזקות, מיליוני ₪	משווי נתח השוק	נתח מהכמות הצפה
ביטוח	73	2,551	5%	14%
גמל	97	3,806	8%	21%
פנסיה	73	3,724	8%	21%
סה"כ חיסכון טווח ארוך: ביטוח, גמל, פנסיה	96	10,081	20%	54%
קרנות נאמנות	104	2,653	5%	14%
סה"כ	113	12,734	25%	68%

בחינה של אחזקות המוסדיים במהלך השנתיים לאחר הנפקת כל חברה מראה שבממוצע הן לא השתנו באופן משמעותי. ברבעון הראשון אחרי ההנפקה החזיקו המוסדיים בממוצע בכ-16% משווי המניות בחברות המנפיקות, לעומת כ-18% בממוצע שנתיים לאחר מכן. הנ"ל תואם לדפוס ההשקעות המסורתי של אותם הגופים המשקיעים לטווח ארוך. עוד ניתן ללמוד מכך כי מרבית ההחזקות בחברות אלה נרכשה במועד ההנפקה וכי על פי רוב גופים אלה לא מכרו את החזקותיהם בתקופה שלאחר ההנפקה.³⁰

²⁹ עבור כל חברה נדגמה החברה הקרובה ביותר על פי שווי השוק הפועלת באותו ענף, שאינה משתייכת לאותה אוכלוסייה. במקרים בהם נדגמה אותה חברה ליותר מחברה אחת, נדגמה החברה הקרובה הבאה (בחלק מהמקרים לא ניתן היה לדגום חברות נוספות מאותו ענף).

³⁰ נתוני ההחזקות זמינים ברמה רבעונית ועל כן אינם מעידים בהכרח על רכישה בהנפקה. עם זאת שני ניתוחים שיובאו בהמשך – ניתוח מדגמי של ההשתתפות בהנפקות וניתוח הפעילות במסחר לאחר ההנפקה, מעידים גם הם על ממצא זה.

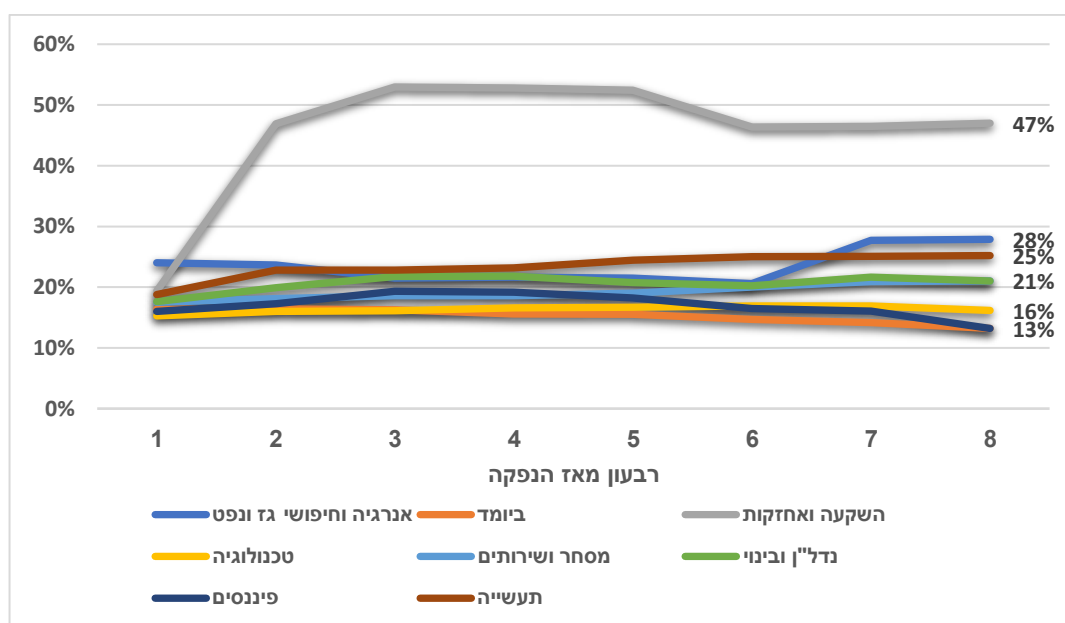
תרשים 5 : ממוצע סך אחזקות הגופים המוסדיים למניה בחברות המנפיקות



בבחינה פרטנית, ניתן לזהות שקיימים הבדלים בין ממוצע נתח אחזקות המוסדיים מתוך שווי שוק המניות שהונפקו בענפים שונים. כמו כן, ישנה תנודתיות מסוימת בנתח האחזקות במהלך השנתיים מאז ההנפקות.

נתח האחזקות הגבוה ביותר הינו בענף השקעה ואחזקות, בו המוסדיים מחזיקים כמחצית משווי שוק המניות שהונפקו לראשונה, אם כי מדובר ב-4 חברות בלבד. בשאר הענפים מחזיקים הגופים המוסדיים בין 14% ל- 28% משווי שוק המניות שהונפקו. ניתן להבחין שחל גידול מסוים בנתח האחזקות בחלק מהענפים, כגון: אנרגיה, תעשייה, נדל"ן ובינוי, מסחר ושירותים. לעומת זאת, לא חל שינוי בנתח אחזקות המוסדיים בענפי טכנולוגיה ובריאות, בהם המוסדיים מחזיקים כ-14%-16% משווי המניות שהונפקו. כמו כן, בשנת המסחר השנייה חל קיטון בנתח אחזקות המוסדיים במניות שהונפקו בענף הפיננסי, מ-19% (שיא בסוף השנה הראשונה) ל-13% בלבד (לקראת סוף השנה השנייה).

תרשים 6 : ממוצע סך אחזקות הגופים המוסדיים למניה בחברות המנפיקות, לפי ענף



נתונים פיננסיים של החברות המנפיקות

בחינה של הנתונים הפיננסיים של החברות שהנפיקו במהלך הגל, במועד ההנפקה ובמהלך התקופה שחלפה מאז, יכולה ללמד על מאפיינים שונים של חברות אלה בהשוואה לחברות אחרות ועל שינויים במצבן הפיננסי בשנים שלאחר מכן. אחת הסיבות האפשריות לירידות המשמעותיות בשווי החברות כפי שתואר לעיל היא הרעה במצבן הפיננסי של החברות לאורך השנים שלאחר ההנפקה, או לחלופין התאמת ציפיותיהם של המשקיעים לגבי הביצועים הפיננסיים של החברות בעת ההנפקה ולאחריה.

ראשית נבחן את קיומן של הערת עסק חי³¹ או הפניית תשומת לב למצב הפיננסי³² בדוחות החברות, המאפשרות לבחון האם רואי החשבון של החברה מזהים בעייתיות או חוסר ודאות ביחס למצבן הפיננסי של החברות.

ניתוח הנתונים מעלה כי ל-5% מהחברות הייתה הערת עסק חי נכון למועד ההנפקה ובמהלך השנתיים הראשונות של המסחר נתח החברות בעלות הערת עסק חי גדל לכ-11%. נתון זה גבוה משיעור החברות להן קיימת הערת עסק חי מכלל החברות הציבוריות בבורסה, אך לא באופן ניכר, כאשר נכון לסוף שנת 2023 ל-8.6% ממספר החברות הציבוריות בבורסה קיימת הערת עסק חי (7% בסוף שנת 2022). עם זאת, פרק הזמן הקצר יחסית בו עלה שיעור החברות שהנפיקו בעלות הערת עסק חי, מעורר שאלות לגבי מצבן כבר בעת ההנפקה, ורמת הסיכון שהיתה גלומה בהן במועד זה.

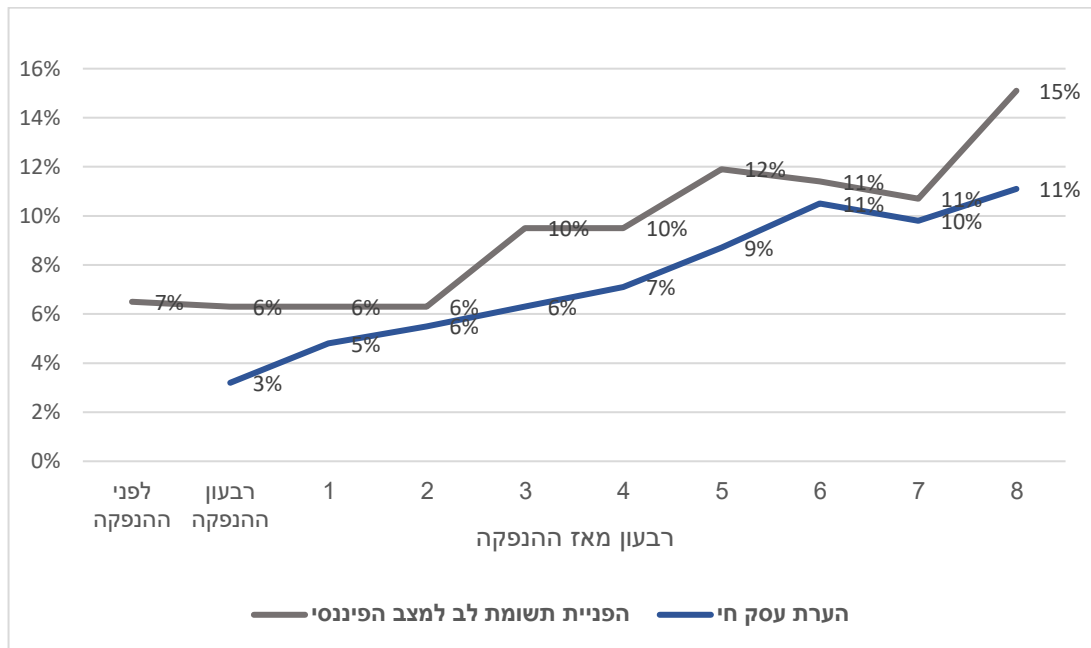
לעומת זאת, הפניית תשומת לב של רואה חשבון למצב הפיננסי של החברה הופיעה ב-7% מהדוחות של החברות עוד טרם מועד ההנפקה.³³ לאחר ההנפקה לכ-6% מהחברות הייתה הפניית תשומת לב, והמצב התדרדר בהדרגה עד שהגיע ל-15% מהחברות לקראת סוף שנת המסחר השנייה. יחד עם זאת, נתון זה נמוך יותר מאחוז החברות בבורסה אשר בעלות הפניית תשומת לב למצב הפיננסי (24% בסוף שנת 2023 ו-22% בסוף שנת 2022), אולם מדובר כאן בחלוף זמן קצר ממועד גיוס ההון. הדברים עשויים להעיד על היעדר בשלות עסקית של חלק מהחברות.

³¹ לפי סעיף 25 לתקן חשבונאות מס' 1 (IAS 1) ותקן ביקורת 570 "הערת עסק חי" ניתנת לחברה כאשר קיימים גורמים או אי ודאות המעלים ספקות משמעותיים באשר ליכולת הישות להמשיך לפעול כעסק בעתיד הנראה לעין (כשנה מתאריך הדוח, לפי סעיף 26).

³² לפי תקן 705 "הפניית תשומת לב" היא הפנייה לאי ודאות כלשהי (לאו דווקא למצב הפיננסי). בתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים) הגדירו את סימן האזהרה כ"חוות דעת או דוח סקירה של רואה החשבון למועד הדוח הכוללים הפניית תשומת לב המתייחסת למצבו הפיננסי של התאגיד".

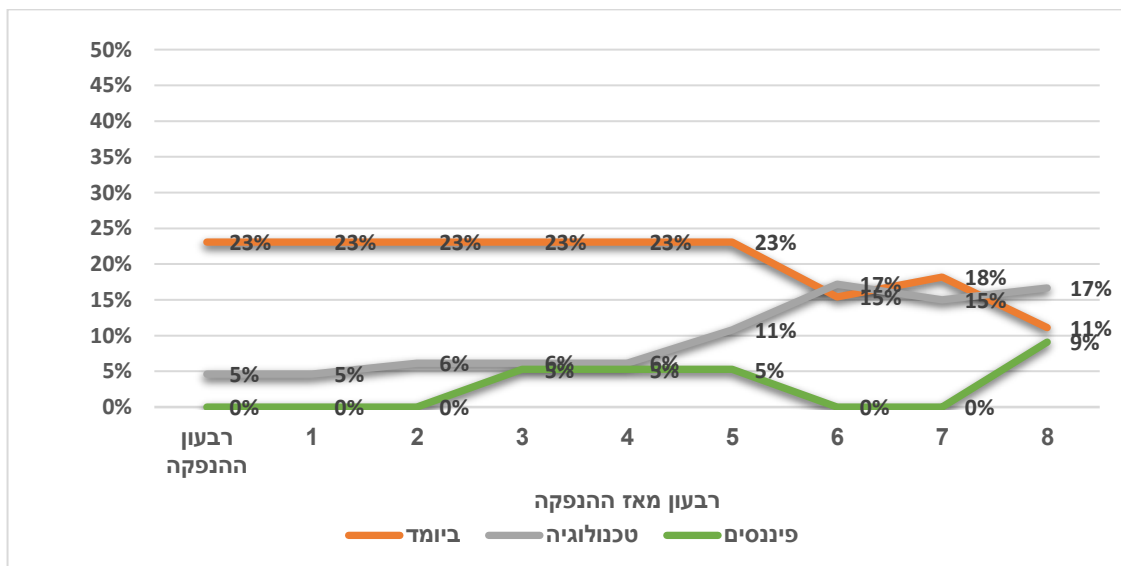
³³ הנתונים המתוארים בפרק עבור התקופה שקודמת להנפקה נאספו מהדוחות עליהם התבסס התשקיף, או דוחות עדכניים יותר במקרה בו מדובר היה בחברה מדווחת גם לפני הנפקת ההון.

תרשים 7: אחוז החברות המנפיקות בעלות הפניית תשומת לב והערת עסק חי



פילוח ההנפקות הראשוניות לפי ענף מראה שחברות בעלות הערת עסק חי שייכות לשלושה ענפים בלבד - טכנולוגיה, ביומד ופיננסים. רבות מחברות הטכנולוגיה והביומד הן חברות פיתוח שמטבען פועלות בשלבים הראשונים לחייהן ללא הכנסות משמעותיות ועל כן סביר כי יכללו הפניות תשומת לב והערות עסק חי. ואמנם, 23% ממספר החברות השייכות לענף הביומד היו בעלות הערת עסק חי נכון למועד ההנפקה, אך חלקן ירד בשנת המסחר השנייה ל-11%. לעומת זאת, ל-5% מהחברות בענף הטכנולוגיה הייתה הערת עסק חי נכון למועד ההנפקה, אולם במהלך שנת המסחר השנייה חלקן עלה ל-17%. החברות הפיננסיות החלו לקבל הערות עסק חי בשלב מתקדם יותר וללא מגמה ברורה.

תרשים 8: אחוז החברות המנפיקות בעלות הערת עסק חי, לפי ענף

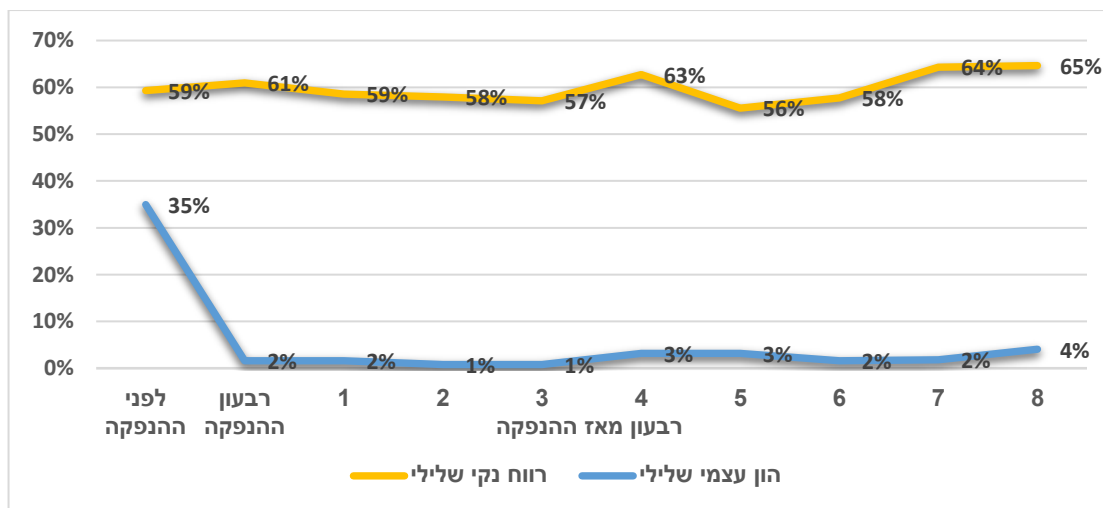


מגמה זו מוצאת ביטוי גם בהיבטי הרווחיות. כ-60% מהחברות רשמו רווח נקי שלילי לפני ההנפקה. נתון זה לא השתנה מהותית ואף עלה במקצת לכ-65% במהלך השנתיים הראשונות של המסחר.

בבורסה.³⁴ כלומר, גיוס הכספים והפיכת החברות לציבוריות לא הביא לשיפור ברווחיותן במהלך השנתיים הבאות.

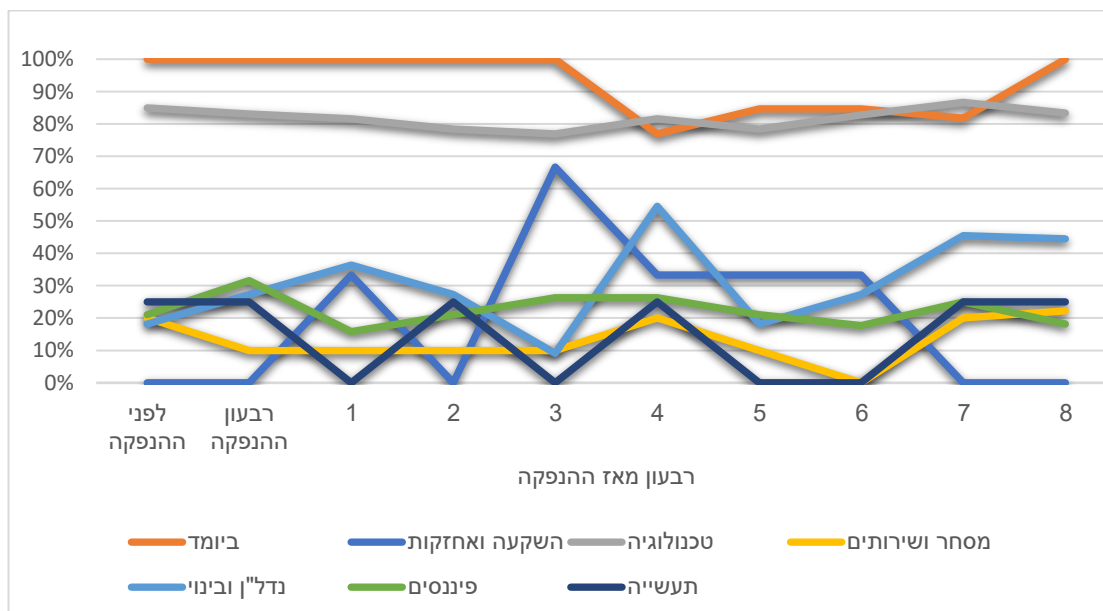
בנוסף כשליש מהחברות היו בעלות הון עצמי שלילי טרם מועד ההנפקה בבורסה. באופן טבעי גיוס כסף בהנפקה הביא לצמצום משמעותי בנתח החברות בעלות הון עצמי שלילי לכ- 2% בלבד.

תרשים 9: אחוז החברות המנפיקות בעלות רווח נקי/ הון עצמי שליליים



גם כאן, לנוכח מאפייניהן של חברות הביומד והטכנולוגיה שהגיעו לבורסה בגל ההנפקות כחברות צעירות, הרווח הנקי השלילי נמצא ברובן המוחלט של החברות המשתייכות לענפים אלה, הן לפני מועד ההנפקה והן במהלך השנתיים הבאות. ביתר הענפים נתון זה נע סביב 20-30% מהחברות.

תרשים 10: אחוז החברות המנפיקות בעלות רווח נקי שלילי, לפי ענף



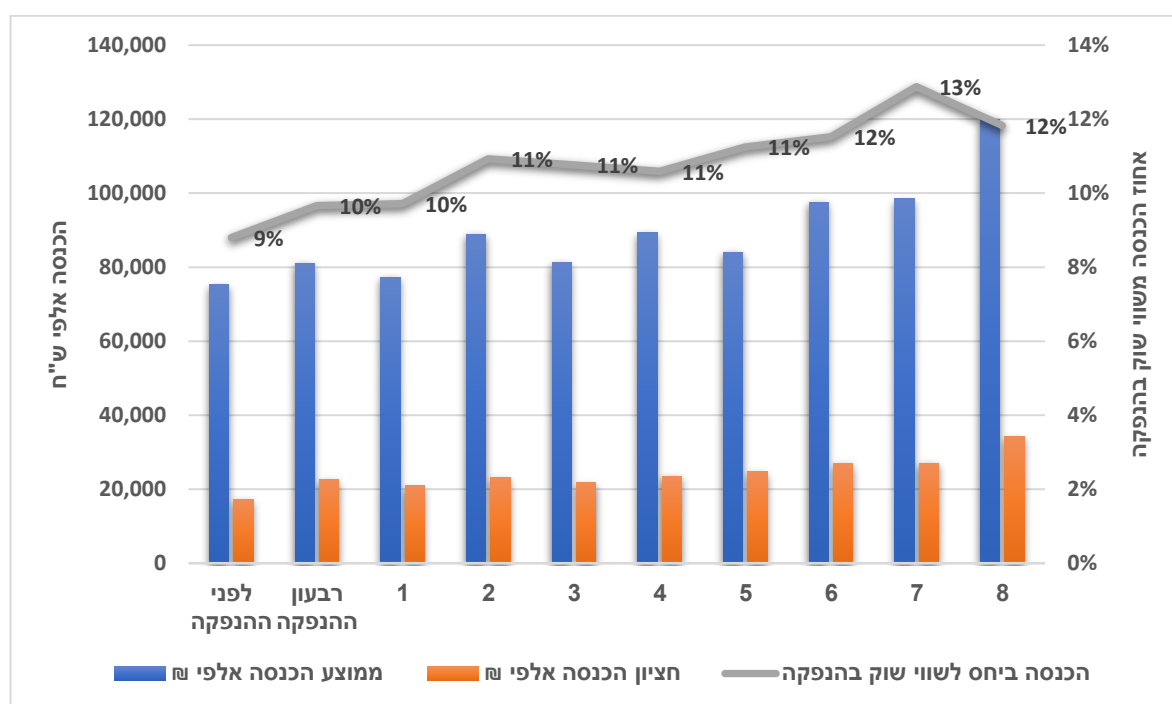
בעוד רווחיות אינה מאפיינת לרוב חברות בתחומי הפיתוח הנמצאות בתחילת דרכן, כמתואר לעיל, נהוג להניח כי חברות מסוג זה הבשלות יותר להנפקה ציבורית, מסוגלות להציג הכנסות מפעילות תוך

³⁴ לשם השוואה, נכון לסוף שנת 2023 כ-45% מהחברות הציבוריות בבורסה רשמו רווח נקי שלילי.

הסתמכות על מוצר/שירות. יתרה מכך, בעוד חלק מסכומי הגיוס מופנים לפיתוח עתידי, חלק אחר מופנה לרוב לשיפור המוצר/שירות הקיים, מכירתו ושיווקו ועל כן אמורות בטווח של מספר שנים להגביר את קצב המכירות. טענה זו אמורה להיות נכונה גם ליתר האפיקים.

בהמשך לכך, ניתן לראות כי חל גידול עקבי בהיקפי המכירות של החברות המנפיקות. בממוצע, הכנסות ממכירות צמחו בהדרגה מכ-75 מיליון ₪ (חציון כ-17 מיליון ₪) לפני ההנפקה, המהווים 9% ביחס לשווי בהנפקה,³⁵ לכ-120 מיליון ₪ (חציון כ-35 מיליון ₪) כשנתיים לאחר מכן, המהווים 12% ביחס לשווי בהנפקה, ומייצגים גידול של כ-60% בהכנסה הממוצעת.

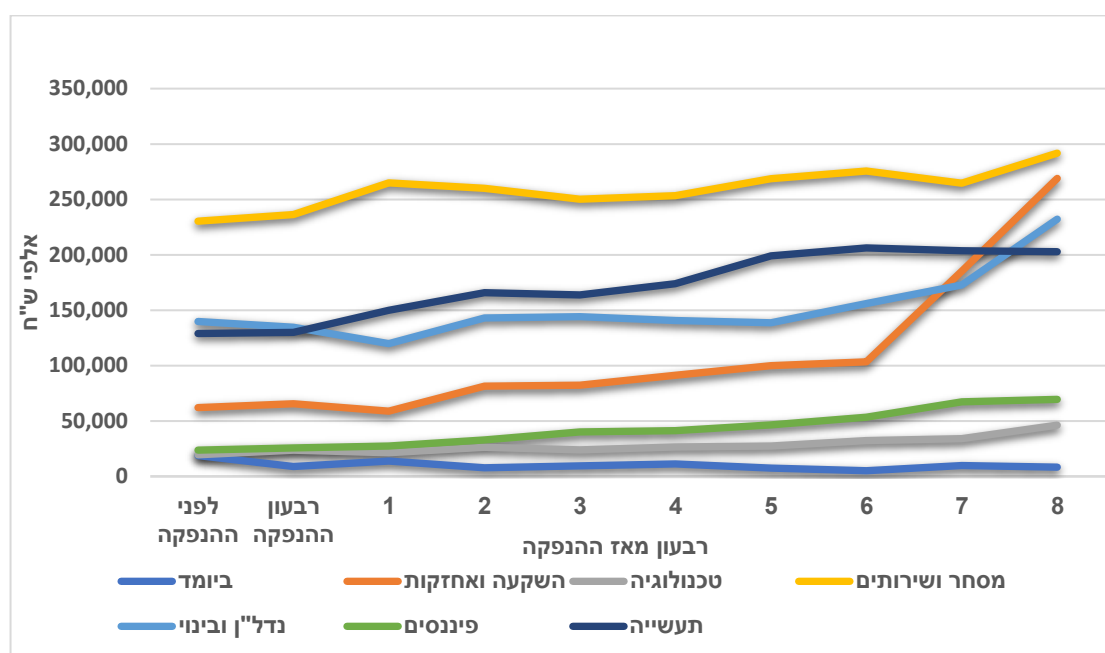
תרשים 11: התפתחות ההכנסות בחברות המנפיקות



בחינה לפי אפיקים מעלה כי הגידול הממוצע בלט בעיקר בתחומי ההשקעה והחזקות, הנדל"ן והמסחר ושירותים. לעומת זאת, בענף הטכנולוגיה נראה כי היקפי ההכנסות הממוצעים היו נמוכים מאוד מלכתחילה, ועל אף שצמחו לאורך התקופה הם נותרו מאוד נמוכים.

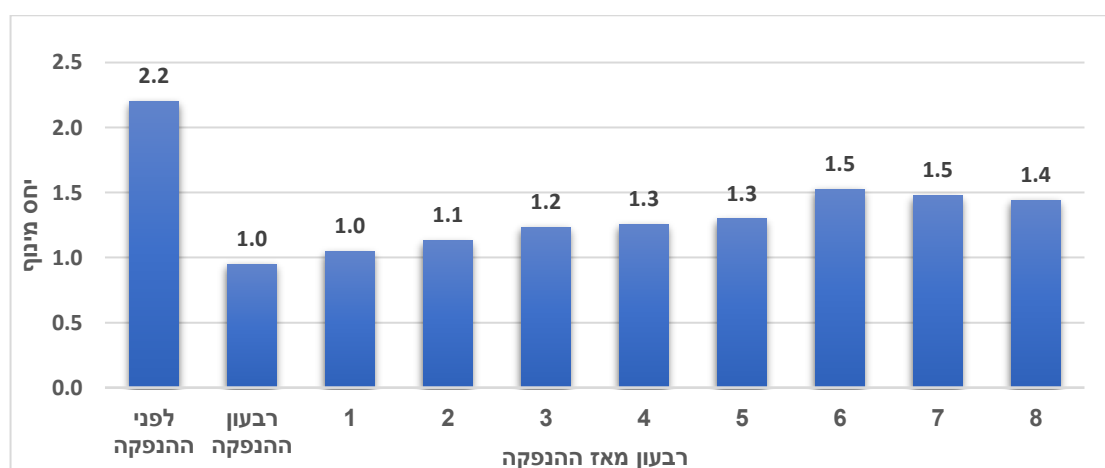
³⁵ נתון זה מאפשר לראות את הנתונים המנורמלים, כך ניתן לראות שהגידול אינו מושפע רק ממספר חברות גדולות.

תרשים 12: סך ההכנסות הממוצעות בחברות המנפיקות, לפי ענף



נתון נוסף שיכול להצביע על עמידות הפיננסית של החברות הינו רמת המינוף שלהן. אחד הפרמטרים הנפוצים לצורך בחינה זו מכונה יחס המינוף המחושב כיחס בין סך ההתחייבויות (טווח קצר+ טווח ארוך) להון העצמי. בשנה שקדמה להנפקות רמת המינוף בחברות נעה סביב 2-2.5 בממוצע. באופן טבעי בעקבות גיוס הכספים בהנפקה (עלייה בהון העצמי) רמת המינוף הממוצעת ירדה ל-1. עם זאת, ניתן לראות שחלה עלייה הדרגתית בממוצע רמת המינוף בחברות עד ל-1.5 לקראת תום שנת המסחר השנייה (נתון דומה לממוצע מינוף בכלל החברות הציבוריות בבורסה).

תרשים 13: יחס מינוף ממוצע בחברות המנפיקות



*ללא 5% של נתונים קיצוניים מכל צד

מעבר לנתונים הפיננסיים של החברות המנפיקות, סממן בעייתי נוסף ניתן היה לראות בכך שבחברות רבות בוצע סבב גיוס מוקדם, מספר חודשים לפני ההנפקה, לפי שווי חברה נמוך יותר מאשר שווי החברה בהנפקה לציבור. כפי שעולה ממחקר זה, גם הגילוי שניתן בתשקיפי החברות לכך אינו מהווה בהכרח כלי אפקטיבי דיו בגלי הנפקות.

בחירת הקשר בין מאפייני החברות סביב ההנפקה ובין הביצועים בבורסה

לאחר שבחנו את מאפייני ההנפקות והנתונים הפיננסיים של החברות, מעניין לבחון עד כמה קיים קשר בין מאפיינים אלה לבין הביצועים של החברות בשנים שלאחר מכן.

בפרק זה נעמוד על טיב הקשר בין ביצועי החברות במהלך השנים הראשונות (ממועד ההנפקה ועד לסוף שנת 2023) ובין מאפייניהן של החברות (נתונים חשבונאיים, גודל, ותק, עמלות חיתום, התפלגות המחזיקים וכו') בסמוך להנפקה או מיד אחרי תחילת המסחר בבורסה. הקשר ייבחנו באמצעות אמידת מודל של רגרסיה לינארית מסוג ריבועים פחותים (OLS) כשהמדגם כולל את כל ההנפקות הראשונות בתקופה המדגם של תחילת 2020-סוף פברואר 2022.

חשוב לציין כי מדובר במספר נמוך יחסית של תצפיות התחומות בחלון הזמן הספציפי שנבדק, כך שיש להתייחס למודל זה כבחינה תיאורית בלבד ולא כמודל צופה פני עתיד.

להלן משוואת העמידה:

$$y_i = \alpha + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{ji} + \varepsilon_i$$

i- מניות שהונפקו (תצפיות)

j- משתנים מסבירים

רשימת המשתנים המסבירים:

- שווי החברה אחרי ההנפקה (לוג)
- ותק פעילות החברה לפני ההנפקה בבורסה (בשנים)
- דמי האם הייתה הפניית תשומת לב למצב הפיננסי או הערת עסק חי לפני מועד ההנפקה
- רווח נקי בארבעת הרבעונים הראשונים לאחר ההנפקה חלקי שווי ההנפקה (winsor ברמת 5% ו 95%).
- סך הכנסות בארבעת הרבעונים הראשונים לאחר ההנפקה חלקי שווי ההנפקה (winsor ברמת 5% ו 95%). סך התחייבויות חלקי הון עצמי (יחס מינוף) ברבעון הראשון שלאחר ההנפקה (winsor ברמת 5% ו 95%).
- אחוז אחזקות הציבור (הכמות הצפה) במניות החברה ברבעון ההנפקה.
- אחוז אחזקות המוסדיים (גמל, פנסיה, ביטוח) מתוך שווי השוק ברבעון ההנפקה.
- אחוז אחזקות של קרנות נאמנות מתוך שווי השוק ברבעון ההנפקה.
- אחוז סך עמלות חיתום מתוך תמורת ההנפקה.
- משתנה דמי לאופן ההצעה לציבור (אחידה/לא אחיד).
- fixed effects עבור ענף.

המשתנה המוסבר במודל הינו:

- לוג תשואה יחסית של המניה ביחס למדד הייחוס במונחים שנתיים, ממועד ההנפקה ועד לסוף שנת 2023.

תוצאות המודל:

תשואה עודפת של המניה	
-0.78 (-0.89)	חותך
0.04 (0.99)	שווי לאחר הנפקה (לוג)
-0.14 (-1.11)	דמי הצעה לא אחידה
-5.03 **(-2.14)	אחוז סך עמלות חיתום מתוך תמורת ההנפקה
0.05 (0.59)	דמי הפניית תשומת לב למצב הפיננסי / הערת עסק חי
1.23 *** (4.22)	רווח נקי חלקי שווי בהנפקה
0.19 (1.54)	הכנסות חלקי שווי בהנפקה
0.03 * (1.78)	התחייבויות חלקי הון עצמי
-0.004 (-0.98)	ותק פעילות לפני ההנפקה (שנים)
0.14 (0.31)	אחוז אחזקות של מוסדיים (גמל, פנסיה, ביטוח) מתוך שווי שוק המניה
0.79 (0.88)	אחוז אחזקות של קרנות נאמנות מתוך שווי שוק המניה
-0.12 (-0.5)	אחוז אחזקות הציבור במניה (כמות הצפה)
125	מספר התצפיות
0.37	R – Square

הסמלים *, **, ו-*** מציינים מובהקות סטטיסטית של פחות מ-10%, 5%, ו-1% בהתאמה. ערך t נמצא בסוגריים.

על פי המודל מרבית מאפייני החברות שנבדקו, ובהם שווי החברה, ותק פעילותה, אופן ההצעה לציבור, החזקות המוסדיים והקרנות, והכמות הצפה, אינם מתואמים באופן מובהק עם ביצועי החברות בתקופה הנבחנת. לעומת זאת, בצד הנתונים הפיננסיים ניתן לראות כי, כפי שניתן לצפות, הרווח הנקי בשנה הראשונה לאחר ההנפקה (שהיו לרוב הפסדים כפי שתואר לעיל) נמצאו במתאם גבוה יחסית לביצועי החברה בתקופה זו. כלומר, רווחים גבוהים יותר מגבירים את הסיכוי לתשואה גבוהה יותר

ביחס למחיר בהנפקה בשנים הראשונות לאחר ההנפקה. מובהקות נמוכה יותר התקבלה עבור יחס מינוף גבוה יותר ואילו ההכנסות וחוות דעת רואה חשבון לא הראו מתאם מובהק.

כמו כן, מעניין לראות כי סך עמלות החיתום מתוך תמורת ההנפקה הציג מתאם שלילי מובהק ביחס לביצועים, כלומר המודל מעיד על כך שבחברות בהן שולם סכום גבוה יחסית לחתמים (ביחס לתמורת ההנפקה) התשואה לאורך התקופה הייתה מעט נמוכה יותר.³⁶ מובן כי נדרש מחקר מעמיק יותר כדי לבחון את מכלול הגורמים לממצא זה, אך יש בו כדי לשקף את הקשיים המבניים ומערך הלחצים והתמריצים שעשויים להתקיים בפעילות החתמים, במיוחד בתקופות גלי ההנפקות.

הממצאים שהוצגו קודם לימדו על כך שחברות המשתייכות לענפי הטכנולוגיה והביומד, ובעיקר הקטנות שבהן, הציגו ביצועי חסר ביחס לשאר החברות. בניתוח האחרון אפשר לראות בנוסף לכך מתאם שלילי בין שיעור עמלות החיתום ביחס לתמורת ההנפקה ומתאם חיובי בין רווח נקי שלילי (הפסדים בדוחות הכספיים של החברות) בשנה העוקבת להנפקה ובין ביצועי חסר. ביחס למאפיינים אחרים של החברות שנבחנו, כגון הרכב ההחזקות, לא נמצא מתאם דומה.

פעילות המסחר אחרי ההנפקה

לאחר שסקרנו את מאפייני החברות ואת הביצועים של המניות לאחר ההנפקה, נבחן בפרק זה את מאפייני המסחר בתקופה שלאחר ההנפקה.

ראשית, נבחן את מחזורי המסחר בימים שלאחר ההנפקה. מחזורי המסחר מושפעים כמובן מהיקף הביקוש וההיצע לחברות אלה ומשווי החברה המונפקת וכן מהרכב המשתתפים בהנפקות, עליהם עמדנו לעיל.

בהתאם לכך, הנתונים המוצגים להלן מחולקים לפי קבוצות השווי של החברות, לפי סוג החברה ולפי אופן ההצעה לציבור.

הטבלה כוללת את המחזור בש"ח הממוצע במהלך 60 ימי המסחר הראשונים וכן את מהירות המחזור היומית הממוצעת המחושבת על ידי חלוקת המחזור ביחידות בהן הרשום למסחר בחברה בכל יום.³⁷

טבלה 6: מחזור ומהירות מחזור יומיים ממוצעים ב-60 ימי המסחר הראשונים לפי שווי, סוג חברה ואופן

ההצעה לציבור

קבוצת שווי	סוג חברה	אופן הצעה לציבור	ממוצע מחזור בבורסה, אלפי ₪	ממוצע מחזור - חוץ בורסה, אלפי ₪	ממוצע שווי שוק אלפי ₪	מהירות מחזור ממוצעת (בבורסה)
קטן	מניה	אחידה	425.9	35.0	143,562	0.34%
		לא אחידה	387.5	30.1	177,376	0.21%
	שותפות מו"פ	אחידה	434.1	3.5	33,368	1.14%
		לא אחידה	297.5	18.9	57,983	0.45%
בינוני	מניה	לא אחידה	717.4	183.0	616,459	0.09%
גדול	מניה	לא אחידה	2,026.5	2,329.6	1,835,131	0.10%
כל החברות			804.6	506.5	614.30	0.23%

³⁶ בשל מיעוט התצפיות ממצא זה מושפע באופן ניכר ממספר מועט מקרב ההנפקות הקטנות בהן עלות החיתום הייתה גבוהה יחסית והתשואות שליליות באופן ניכר.

³⁷ מדד זה, המשמש כמדד נזילות מקובל, מאפשר השוואה טובה יותר בין חברות בשוויים שונים.

המחזור הממוצע בבורסה עבור כלל החברות עמד על כ-800 אלף ₪ ביום בלבד וכחצי מיליון ₪ מחוץ לבורסה במהלך 60 הימים הראשונים. מדובר במהירות מחזור של כ-0.23% בממוצע ביום, כלומר במהלך 60 הימים הראשונים למסחר כ-14% מהמניות הרשומות החליפו ידיים. במניות הגדולות המחזור הממוצע הינו כ-2 מיליון ₪ ביום, המהווה מהירות מחזור יומית של 0.1%, לעומת כ-400 אלף ₪ בממוצע במניות הקטנות, המהווה מהירות מחזור יומית של כ-0.3%. כמו כן, במניות הגדולות נרשמו מחזורים גבוהים יחסית מחוץ לבורסה שלרוב מאפיינים משקיעים מוסדיים (כ-50% מהמחזור לעומת פחות מ-10% בקטנות).

בהבחנה בין הצעה לא אחידה להצעה אחידה (שקיימת רק בקבוצת הקטנות) ניתן לראות כי המחזורים דומים אך נמוכים במעט עבור ההצעה הלא אחידה. כמו כן, שותפויות המו"פ (שגם הן נמצאות רק בקבוצת הקטנות) הציגו מחזורים דומים אך מהירות המחזור בהן גבוהה משמעותית, כלומר הן זכו לפעילות ערה במסחר ביחס לשווין (הנמוך יחסית) בהשוואה ליתר החברות.³⁸

נתונים אלה אינם שונים באופן ניכר מהנתונים של קבוצות ההשוואה מקרב יתר המניות בבורסה. כך למשל בשנים 2021 - 2022 מהירות המחזור היומית הממוצעת למניה במדד ת"א טכנולוגיה, הכולל כ-120 מניות מענף טכנולוגיה בבורסה,³⁹ עמדה על כ-0.16%, עם מחזור יומי של קרוב ל-3 מיליון ₪ בממוצע. במדד "יתר מניות", הכולל את כל המניות שלא נכללות במדד ת"א 125 ומייצג ככלל את המניות הקטנות בבורסה,⁴⁰ מהירות המחזור היומית הממוצעת למניה עמדה גם היא על 0.16%, עם מחזור יומי ממוצע של כ-413 אלף ₪. נתונים אלה נמוכים מהנתון שנרשם בקבוצת המניות הקטנות וגבוהים במקצת מאלה שנרשמו עבור המניות הגדולות, אם כי חשוב לזכור שמדובר בהשוואה כללית שאינה לוקחת בחשבון את ההבדלים הפרטניים בין החברות. במסגרת השוואה זו ניתן גם להבחין כי הפער במהירות המחזור בין החברות המנפיקות הגדולות לבין החברות המנפיקות הקטנות אינו מתבטא במדדי השוק הכוללים חברות בגדלים שונים (ת"א יתר לעומת ת"א טכנולוגיה), כלומר תופעה זו ייחודית לקבוצת המנפיקות ומעידה על פעילות ערה יותר במסחר בחברות המנפיקות הקטנות. כמו כן, ניתן לצפות כי במקרים רבים בתקופה שלאחר ההנפקה ירשמו מחזורים גבוהים יחסית בשל ביקושים שלא התממשו במסגרת ההנפקה ומנגד משתתפים בהנפקה שמעוניינים לממש תוך זמן קצר את ההשקעה.

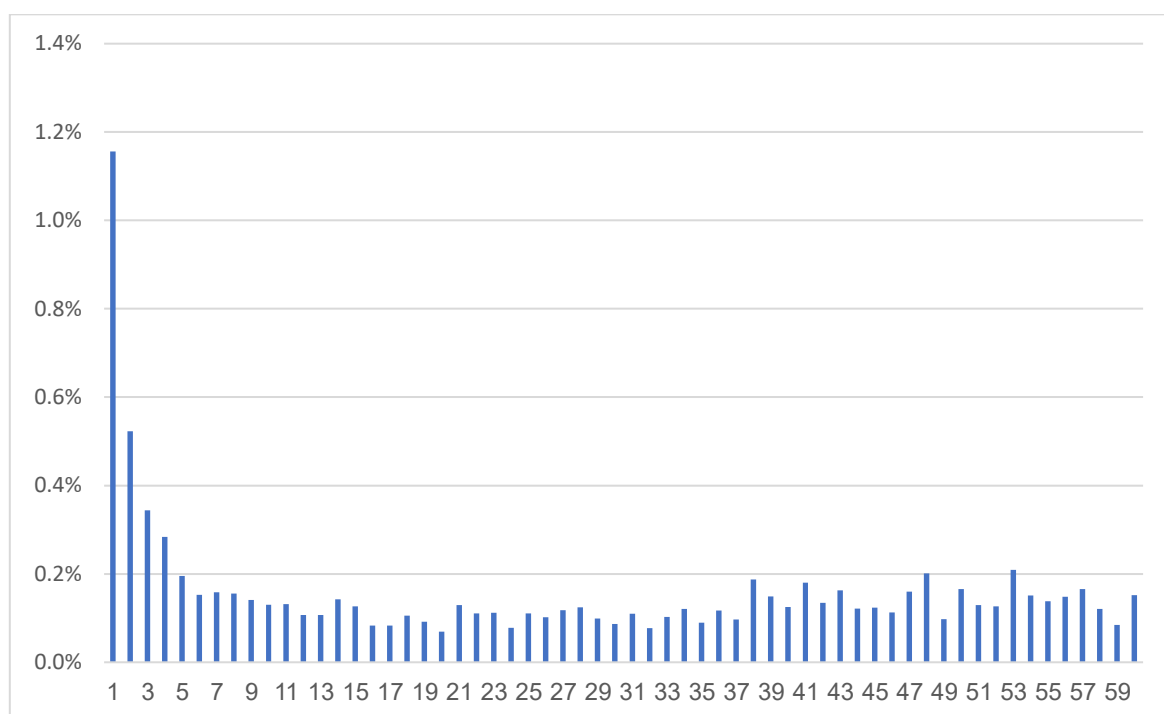
בחינת התפתחות המחזורים לאורך התקופה מעלה כי בשבוע הראשון, ובייחוד ביום הראשון למסחר, ישנה פעילות ערה יחסית ולאחר מכן התייצבות סביב הממוצע עם עלייה קלה לאחר כ-37 ימים. כך למשל ביום הראשון למסחר המחזור מהירות המחזור היומית הממוצעת לכלל המניות (ללא יחידות השתתפות) עמדה על כ-1.2% (מחזור ממוצע של כ-6 מיליון ₪) והיא ירדה בהדרגה עד לכ-0.1% לאחר השבוע הראשון. לקראת יום המסחר ה-40 ניתן לראות עלייה לכיוון ה-0.2%, ככל הנראה לאור הצטרפות למדדים של חלק מהמניות (ראו הרחבה בהמשך).

³⁸ לאור העובדה כי מדובר בחברות מעטות לא ניתן להתייחס לממצא זה כמייצג.

³⁹ כל מניות הטכנולוגיה בבורסה בתל אביב העומדות בתנאי המדד כמפורט [באתר הבורסה](#), שווי השוק הממוצע למניה במדד באותה תקופה עמד על כ-2 מיליארד ₪.

⁴⁰ שווי שוק ממוצע של כ-450 מיליון ₪.

תרשים 14 : מהירות מחזור יומית ממוצעת לפי ימי מסחר לאחר ההנפקה



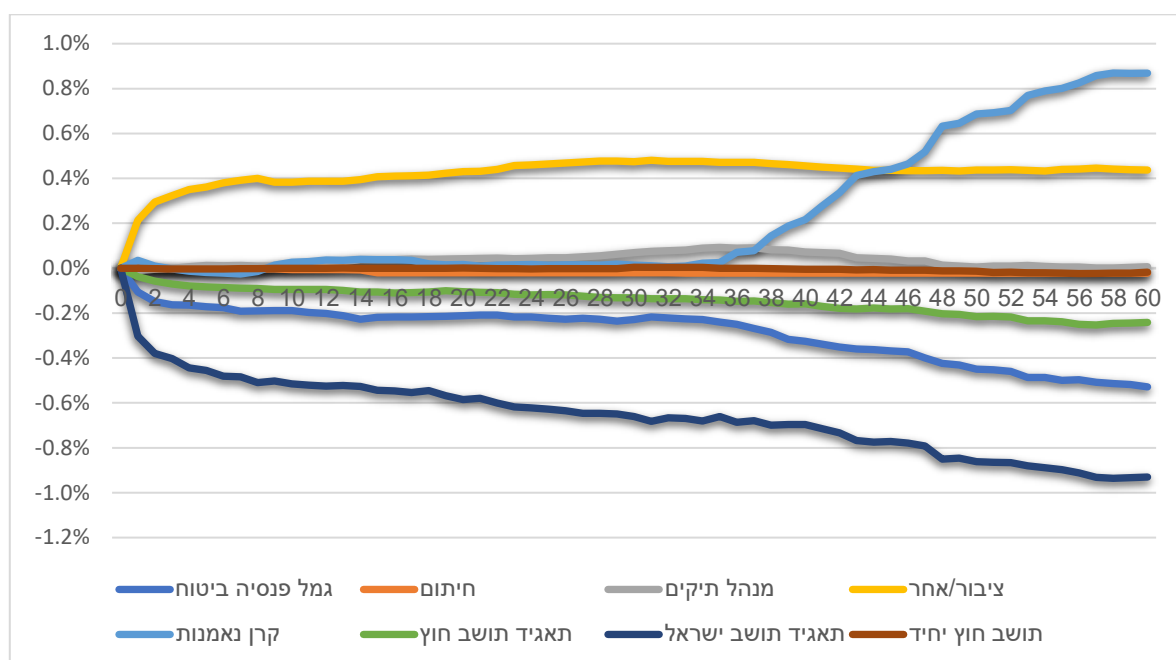
בהמשך לבחינת המחזורים מעניין לבחון כיצד התנהלו סוגי המשקיעים השונים במסחר. האם ישנם משתתפים בהנפקה שמיהרו לממש את השקעותיהם? האם המשקיעים המוסדיים אכן לא ביצעו מימושים תוך זמן קצר? מי עמד מצד הרכישות? או בשורה התחתונה מי עמד מאחורי תנועת המחירים שתוארה בפרק הקודם?

לצורך כך נעשה שימוש במידע על סיווג המזהים השונים שעורכים חברי הבורסה, נוסף לעיבודים של כותבי המחקר. הניתוח כולל את הפעילות בבורסה בלבד ואינו כולל עסקאות הנערכות מחוץ לבורסה, ועל כן נועד לספק תמונה כללית על המסחר בלבד.⁴¹

התרשים הבא מתאר את הממוצע היומי של הרכישות נטו (רכישות פחות מכירות) עבור כל אחד מסוגי המשקיעים במסחר כאחוז מכמות הניירות הרשומה למסחר (קרי במונחי מהירות מחזור) ובאופן מצטבר לאורך 60 ימי המסחר הראשונים לכל מניה.

⁴¹ יש להביא בחשבון כי הסיווג אינו מדויק, מן הבחינה שהוא מתייחס לכלל המזהים בכל סיווג קבוצה אחידה.

תרשים 15: רכישות נטו ממוצעות מצטברות כאחוז מההון הרשום למסחר לפי סוג משקיע



בהתאם להתפתחות מחזורי המסחר, מרבית התנועה בין השחקנים מתבצעת במהלך השבוע הראשון למסחר. **הגורמים המרכזיים בצד המכירות הינם תאגידים ישראלים**, קבוצה הכוללת בעיקר קרנות השקעה פרטיות שרכשו ככל הנראה במסגרת ההנפקה ומיהרו לממש את החזקותיהן. לצדן ניתן לראות **מכירות מינוריות (נטו) של המשקיעים המוסדיים** (פנסיה/גמל/ביטוח). מנגד, **הרוכשים העיקריים בתקופה זו הינם משקיעים פרטיים** (ציבור/אחר⁴²). חשוב לציין כי על אף מגמות אלה, מדובר באופן כללי במכירה של נתח קטן מאוד מסך ההחזקות של הגופים הללו שרכשו נתחים ניכרים בהנפקה (כפי שיתואר בהמשך). כמו כן, יש לזכור כי, כפי שתואר לעיל, בימים הראשונים לאחר ההנפקה המסחר התאפיין לרוב בעליות (שנמשכו עד לסביבות היום ה-40 למסחר), כך שעל פי רוב סביר כי המכירות בוצעו בשערים גבוהים ביחס להנפקה ואילו הרוכשים בתקופה זו, שלא מימשו את החזקותיהם בימים שלאחר מכן, רכשו במחירים גבוהים ביחס למחיר בחודשים הבאים.

מגמת המכירה של התאגידים הישראלים נמשכה לכל אורך תקופת הבדיקה והצטברה לקרוב ל-1% מכמות הניירות הרשומה למסחר לאחר 60 ימי מסחר, בעוד שעיקר הרכישות נטו של המשקיעים הפרטיים התייצבה לאחר השבוע הראשון.

החל מהיום ה-35 למסחר ועד לסוף התקופה הנבחנת, החלו להצטבר רכישות נטו ניכרות יחסית של קרנות הנאמנות. רכישות אלה היו בעיקר של קרנות מחקות שבוצעו עקב כניסת המניות למדדי הבורסה (ישנה תקופת הכשרה של 30 יום מתחילת המסחר במניה שבמהלכה המניה אינה מועמדת לכניסה למדדים). כנגדן ניתן לראות מכירות נטו מואצות של המשקיעים המוסדיים והתאגידים המקומיים. מגמות אלה התנהלו תוך תחילת מגמה של ירידת שערים במרבית החברות.

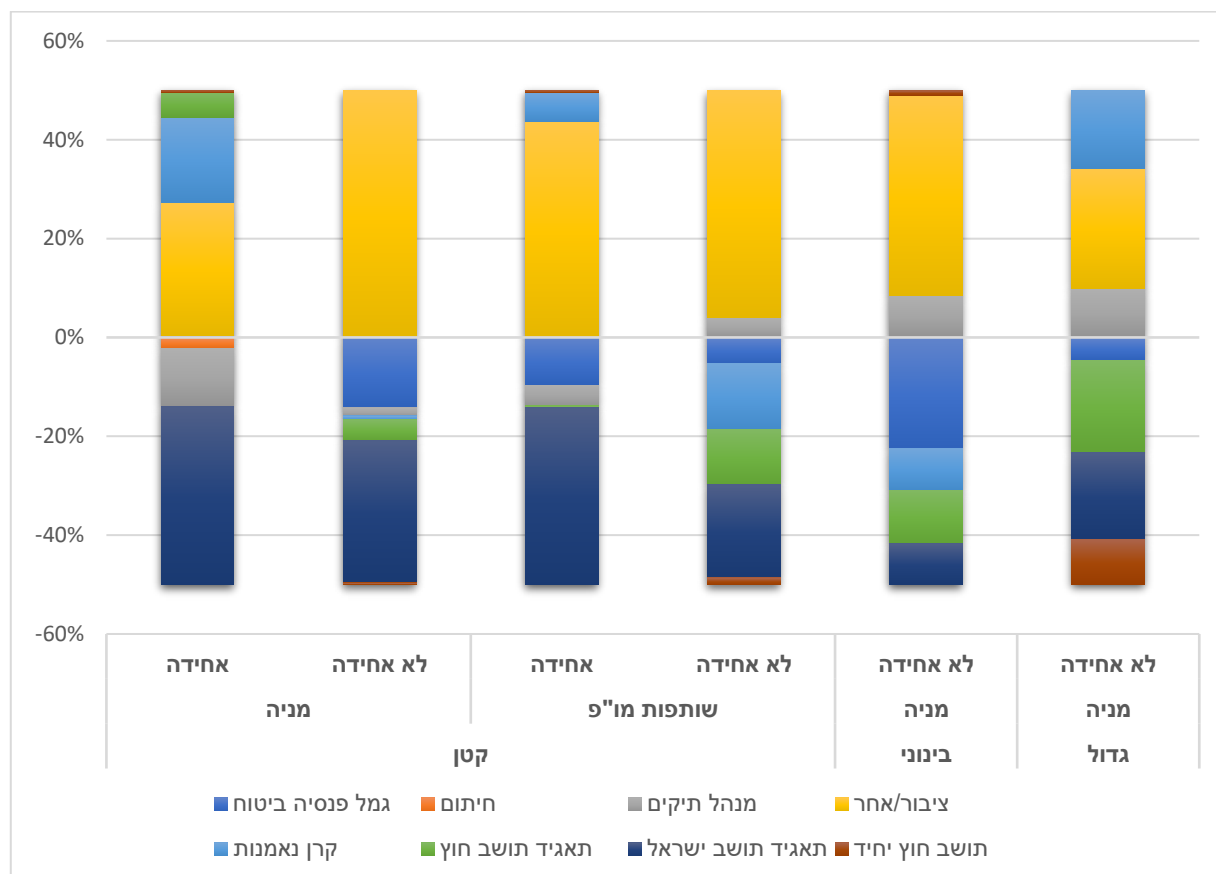
לאחר ניתוח הפעילות במסחר באופן רוחבי מעניין לבצע השוואה של החברות המנפיקות לפי קבוצת שווי, סוג נייר ואופן ההצעה לציבור. לשם כך, נסכמו הרכישות נטו של כל סוג משקיע בשני טווחי זמן: במהלך

⁴² סיווג זה כולל את כלל החשבונות שאינם מזוהים כחשבון מסווג וכולל בעיקר חשבונות מסחר פרטיים.

השבוע הראשון למסחר (5 ימי מסחר), ובכל התקופה של 60 ימי המסחר הראשונים. לצורך השוואה נוחה התרשים הבא מציג את הממצאים על פי החלוקות שתוארו לעיל במהלך השבוע הראשון למסחר לפי האחוז מסך הפעילות נטו של כל סוגי המשקיעים. כלומר, נתח הרכישות נטו של כל סוג משקיע מוצגות בין 0 ל-50 אחוזים ואילו נתח המכירות נטו מוצג בין 0 למינוס 50 אחוז.

תרשים 16: התפלגות רכישות נטו בשבוע הראשון למסחר לפי סוג משקיע, בחלוקה לפי סוג הצעה וסוג

תאגיד



בדומה לממצא הכללי, בצד הרכישות הגורם העיקרי הוא החשבונות הפרטיים בכל סוגי החברות. עם זאת, בחברות הגדולות ניתן לראות נוכחות גם של קרנות נאמנות ושל מנהלי תיקים. שני סוגי המשקיעים הללו התפלגו באופן לא אחיד ביתר החברות וקשה להסיק מכך על אופן פעילותם.

בצד המכירות ניתן לראות כי עיקר המכירות של הגופים המוסדיים היו דווקא בחברות הבינוניות ואילו בחברות הגדולות הם כמעט ולא מכרו בנטו. לעומתם משקיעים זרים היוו חלק מהותי מהמכירות בחברות הגדולות, ונוכחותם יורדת ככל שהחברה קטנה יותר, כאשר בהנפקות האחידות הם אינם נוכחים באופן ניכר. תאגידים ישראלים (חברות השקעה) היו גם הם מוכרים בכל סוגי החברות אך בחברות הבינוניות נוכחותם נמוכה יותר.

הנתונים עבור כלל התקופה אינם שונים באופן מהותי כאשר ההבדל העיקרי מתבטא ברכישות של קרנות הנאמנות באחוזים ניכרים בכלל החברות, בהתאם לתיאור לעיל, ומכירות מהותיות יותר של המוסדיים, בעיקר בחברות הגדולות. ניתוח לפי ענפים מציג גם הוא תמונה דומה ורוחבית לגבי כלל הענפים, מלבד ענף השקעה ואחזקות שדווקא התאפיין ברכישות נטו ניכרות של המשקיעים המוסדיים (בניגוד לקרנות הנאמנות שלקחו את הצד הנגדי במקרה זה).

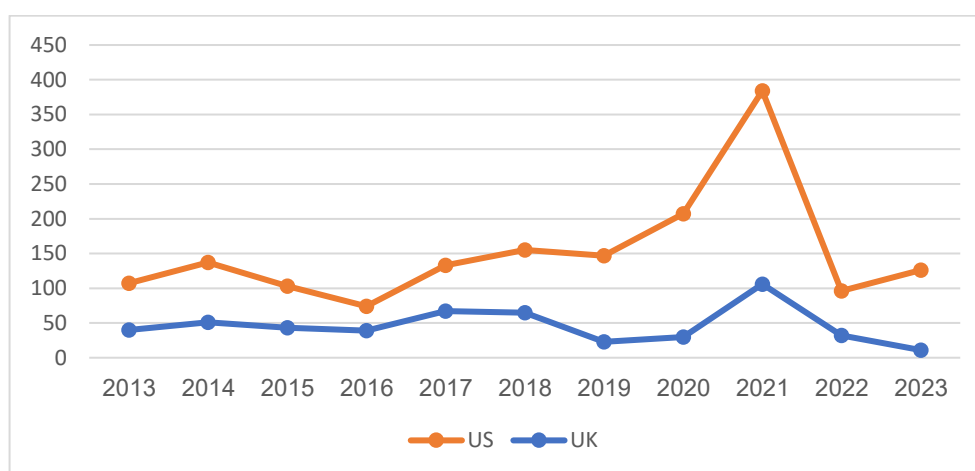
פרק 5 - השוואה בין גל ההנפקות המקומי והנעשה בעולם

גל ההנפקות האחרון לא היה תופעה מקומית בלבד. תופעה דומה התרחשה באותה התקופה בשווקים רבים בעולם. על פי סקירת ה-IPO הגלובלית של EY לשנת 2021,⁴³ שנה זו הייתה הפעילה ביותר בשוק ההנפקות העולמי מזה 20 שנים, עם 2,388 הנפקות בשווי כולל של מעל 450 מיליארד דולר - עלייה של מעל 60% ביחס לשנה שקדמה לה. בדומה למגמה בישראל, ענפי הטכנולוגיה, הבריאות והתעשייה הובילו את פעילות ההנפקות ב-2021. בסקירה הוסבר כי האופטימיות בנוגע לחיסון הקורונה, התאוששות הכלכלות העולמיות מהירידות החדות של 2020, והנזילות הרבה במערכת הפיננסית מתוכניות התמריצים הממשלתיות היו גורמים מרכזיים לפעילות ההנפקות יוצאת הדופן ב-2021.

מבין כל האזורים, הבורסות באזור ה-EMEA (אירופה, המזרח התיכון, הודו ואפריקה) רשמו את הצמיחה הגבוהה ביותר בפעילות הנפקות (158% במספר ו-214% בהיקף). שוק ההנפקות האמריקאי הציג גם הוא שיא כל הזמנים בשנת 2021, עם 528 חברות שגייסו 174.6 מיליארד דולר. מספרים אלה עולים בהרבה על השיאים הקודמים שנקבעו בשנת 2007 ובשנת 2014. בהיבטי התמחור צוין כי מחזור ההנפקות האמריקאי של 2021 נהנה מתוצאות תמחור חזקות כאשר יותר מ-75% מהמנפיקים השיגו או עלו על טווחי המחירים היעד שלהם. בעוד שהנפקות אלה יצרו תשואות של יותר מ-20% חודש אחרי התמחור, ביצועי המניות המונפקות ירדו באופן ניכר עד סוף השנה.

לצורך השוואה מעמיקה יותר אספנו נתונים על כלל ההנפקות שבוצעו בארה"ב ובבריטניה לאורך העשור האחרון.⁴⁴ הנתונים במדינות אלה מציגים עלייה חריגה במספר ההנפקות בשנים 2020 - 2021, ובעיקר בשנת 2021. עלייה זו התבטאה בגידול של 161% במספר ההנפקות בארצות הברית ו-360% בבריטניה, ביחס לשנת 2019. לשם השוואה, בישראל נרשמה עלייה של 248% במספר ההנפקות ביחס לאותה שנת בסיס. לאחר שיא ההנפקות בשנת 2021, ניכרת ירידה חדה במספר ההנפקות בשנת 2022.

תרשים 17: מספר הנפקות שנתי בשנים 2013-2023



⁴³ <https://www.ey.com/content/dam/ey-unified-site/ey-com/en-gl/insights/ipo/documents/ey-2021-global-ipo-trends-report-v2.pdf#:~:text=by%20number%20of%20IPOs%20Technology,4b%20Industrials%20310%20IPOs>

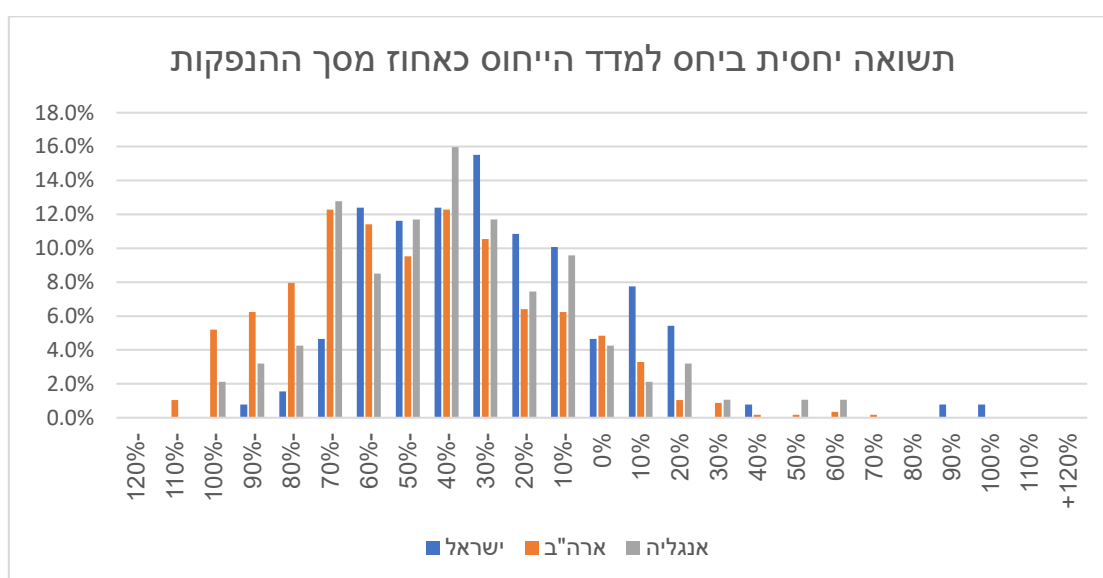
⁴⁴ מבוסס על נתונים ממערכת בלומברג, לא כולל הנפקות באמצעות מיזוג לתוך ספאק.

לצורך השוואת ביצועי החברות, חושבה התשואה העודפת ביחס למדד ההשוואה עבור כל חברה שהונפקה בכל אחד מהשנים 2020 – 2021,⁴⁵ החל ממועד ההנפקה ועד לסוף דצמבר 2023.

בדומה למגמה שתוארה לעיל ביחס לישראל, בכל השווקים הנדונים, מרבית ההנפקות הניבו תשואה עודפת שלילית, עם 89% מהחברות בארה"ב ו- 87% בבריטניה (לעומת 80% בישראל). בהתאם גם התשואה היחסית השנתית⁴⁶ הממוצעת הינה שלילית באופן ניכר, 42% בארה"ב ו- 33% בבריטניה (לעומת 23% בישראל).

כפי שניתן לראות בתרשים, התפלגויות התשואה היחסית השנתית מציגות דמיון ניכר בין המדינות, בעוד ישראל ממוקמת במצב טוב יחסית לשתי המדינות האחרות.

תרשים 18: התפלגות ההנפקות לפי ביצועי המניות בהשוואה בין מדינות



מקור: בלומברג, עיבוד רשות ניירות ערך

בניתוח סקטוריאלי, ניכרים מספר הבדלים בין המדינות השונות:

ראשית, בארה"ב, יתכן שעל רקע ההתמודדות עם נגיף הקורונה, הובילו את הגל חברות מענף הבריאות והביומד. חברות אלה היוו כ-44% מסך החברות שהנפיקו באותה תקופה, והן רשמו בממוצע תשואה שנתית הנמוכה ממדד הייחוס בכ-45%. ענף זה היה משמעותי גם בבריטניה והיווה כ-17% מההנפקות, עם תשואה שנתית הנמוכה ממדד הייחוס בכ-55%. זאת לעומת התשואה היחסית השלילית בישראל אשר עמדה על כ-16% בלבד עבור ענף זה, שהיווה כ-11% בלבד מהחברות המנפיקות.

הענף השני בגודלו בגל ההנפקות בארה"ב היה ענף הטכנולוגיה שהיווה 16% ממספר ההנפקות (נתח דומה של 14% בבריטניה). ענף זה רשם תשואה שנתית שלילית ממוצעת של 39% בארה"ב וכ-19%

⁴⁵ שיוך המדד הענפי בוצע על פי ענף הבנצ'מארק שהוגדר במערכת בלומברג (הנאסד"ק-100 הוגדר עבור חברות שהונפקו בנאסד"ק).

⁴⁶ בכדי לאפשר השוואתיות נכונה יותר הומרו נתוני התשואה העודפת למונחים שנתיים.

בבריטניה, ביחס למדדי הייחוס. זאת לעומת התשואה השנתית השלילית בישראל שעמדה על כ-32%, ביחס למדד הייחוס, בענף זה שהיה הגדול ביותר בשוק המקומי (52%).

הבדל נוסף ראוי לציון הינו כי בהתאם למאפייני השווקים, החברות שהנפיקו בבריטניה ובעיקר בארה"ב היו חברות גדולות יותר באופן ניכר מאלה שהנפיקו בישראל (השווי החציוני בבריטניה גדול פי 1.5 לערך מישראל ופי 10 לערך בארה"ב).

ניתן ללמוד אפוא כי גל ההנפקות האחרון לא היה תופעה ייחודית לשוק המקומי. היקף ההנפקות החרגי התקיים גם במדינות נוספות בעולם כמו ארה"ב ובריטניה, ועל אף שקיימים הבדלים בהרכב הענפי במדינות השונות בכולן נרשמו ביצועי החסר משמעותיים בקרב החברות המנפיקות לאורך השנים הראשונות לחייהן. יחד עם זאת, גל ההנפקות בארה"ב ובריטניה התאפיין מצד אחד גם בהנפקות של חברות גדולות מאוד, ומן הצד האחר, בהנפקות רבות של חברות ספאק (חברות ללא פעילות במועד ההנפקה) לגביהן נרחיב בהמשך. מכאן שגלי ההנפקות בישראל ובעולם התרחשו על רקע נתוני רקע דומים, ובראשם היציאה ממשבר הקורונה, אולם לא היו זהים במאפייניהם.

פרק 6 - היבטים מבניים בגל ההנפקות

כפי שהוסבר לעיל, כאשר מתרחש גל הנפקות עולה חשש כי מנגנוני השוק הרגילים יתקשו במילוי תפקידם, וכך גם חשש כי המנגנון הרגולטורי המרכזי, של דרישות גילוי למשקיעים, לא יהיה מספק לצורך סינון ההנפקות ותמחור נאות שלהן. בפרק זה נדון בהיבטים מבניים בגל ההנפקות ובפרט באופן בו באו לידי ביטוי מנגנונים החורגים מדרישות הגילוי המנדטורי החלות על התאגידים, בהן נעסוק בראשית הפרק.

א. בדיקות תשקיף ומתן היתרים במהלך גל ההנפקות

כמפורט לעיל, הצעת ניירות ערך לציבור חייבת להיעשות על פי תשקיף אשר הרשות נתנה היתר לפרסומו. התשקיף הוא כלי מרכזי בהגנת ציבור המשקיעים, והוא מחייב את התאגיד להציג מידע נרחב למשקיעים השוקלים השקעה בו אודות פעילותו העסקית, מצבו הכספי, הנהלת החברה, ייעוד תמורת ההנפקה, תנאי ההצעה, ועוד.

סעיף 16(א) לחוק ניירות ערך קובע כי תשקיף יכלול כל פרט העשוי להיות חשוב למשקיע סביר השוקל רכישת ניירות הערך המוצעים על פיו וכל פרט שנקבע בתקנות. תקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיוות תשקיף – מבנה וצורה), התשכ"ט-1969 (להלן: "**תקנות פרטי תשקיף**") קובעות שורה של עניינים הטעונים גילוי בנוגע לעסקי התאגיד, וכן חוזרות על הדרישה לכלול גם כל פרט אחר העשוי להיות חשוב למשקיע סביר השוקל השקעה בניירות ערך של המנפיק.⁴⁷ הגילוי התשקיפי כולל, בין היתר, את הדוחות הכספיים של התאגיד, דוח דירקטוריון על מצבו העסקי, וגילוי בנושאים כגון המוצרים והשירותים העיקריים של התאגיד, פילוח הכנסות ורווחיות שלהם, לקוחות התאגיד, מצבו התחרותי, הרגולציה החלה עליו, גורמי הסיכון שלו, ועוד. הגילוי התשקיפי מיועד לאפשר לציבור המשקיעים לגבש החלטת השקעה מושכלת, ונלווית לו הטלת אחריות פלילית, מנהלית ואזרחית על הגורמים האחראים לתוכן התשקיף.⁴⁸

בבסיס דרישות הגילוי הקבועות בחוק ובתקנות, ניצב עיקרון הגילוי הנאות, שהינו עיקרון יסודי בדיני ניירות ערך. לפי עיקרון זה גילוי של מידע מהותי למשקיעים נדרש כדי להבטיח מסחר יעיל והוגן בשוק ההון, לאפשר קבלת החלטות השקעה על בסיס נתונים מהימנים, ולשמור על אמון ציבור המשקיעים בשוק ההון. בנוסף לכך גילוי המידע מרתיע את בעלי הכוח בחברות ציבוריות ומקדם קיום של משטר תאגידי תקין.⁴⁹

לשם פרסום התשקיף לציבור על המציע לקבל היתר לפרסומו על-ידי רשות ניירות ערך. בהתאם לסעיף 21 לחוק, ההיתר יינתן לאחר שנחה דעתה של הרשות כי נתקיימו בו הוראות החוק ודרישות הרשות על פיו וכי ניתנו כל ההיתרים על פי דין שיש לקבל לפני פרסום התשקיף. החוק מבהיר כי אין בהיתר משום אימות הפרטים המובאים בו או אישור מהימנותם או שלמותם של פרטים אלה או הבעת דעה על טיבם של ניירות הערך המוצעים.⁵⁰

⁴⁷ תקנה 6 לתקנות פרטי תשקיף.

⁴⁸ ראו בין היתר בסעיף 44 ואילך לתקנות פרטי תשקיף ובתוספת הראשונה לתקנות אלה.

⁴⁹ מוטי ימין ואמיר וסרמן, **תאגידים וניירות ערך**, 31-34 (2006); ע"א 5320/90 א.צ. ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות ערך, פ"ד מו(2) 818 (1992) (להלן: "**פסק דין ברנוביץ**"); רע"א 4827/95 ה.ג. פולק בע"מ נ' מדינת ישראל, פ"ד נד(2) 97 (1997); רע"פ 11376/04 מדינת ישראל נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ [פורסם בנבו] (21.02.2010) (להלן: "**פסק דין דיסק"ש**").

⁵⁰ סעיף 21 לחוק ניירות ערך.

החובה לקבל את היתר הרשות לשם פרסום התשקיף היא חריגה בנוף דרישות הגילוי החלות על תאגידים מכוח חוק ניירות ערך, שכן על פי-רוב פרסום מסמכי גילוי אינו טעון אישור מראש של הרשות. כך, למשל, חברות נדרשות לפרסם דוחות שנתיים או דוחות מיוחדים בנושאים שונים, והרשות מוסמכת לדרוש פרסום של דוחות אלה, ככל שלא הוגשו, או תיקון שלהם, ככל שתוכנם אינו מספק, אולם לא נערכת בדיקה של דוחות אלה לפני פרסומם. ביחס לפרסום תשקיף, לעומת זאת, היתר הרשות הוא תנאי לפרסום מסמך הגילוי, ומכאן שהוא גם תנאי ליציאה בהנפקה לגיוס כספים מהציבור. בכך יש להצביע על החשיבות שיש בגילוי שמוסרת החברה במהלך של הצעת ניירות ערך לציבור.⁵¹

במסגרת בדיקות התשקיפים של גל ההנפקות עלו כמה הערות חוזרות בנושאים בעלי חשיבות לציבור המשקיעים. כך למשל, בתשקיפים רבים תאגידים שהיו מצויים בשלבי פיתוח של המוצר וטרם הכירו בהכנסות מהותיות בגין מכירת מוצר זה, נדרשו לכלול גילוי למשקיעים על עטיפת התשקיף אודות הסיכון הגלום בפעילותו כתאגיד הנמצא בשלבי פיתוח מוצר ולחוסר הוודאות הנלווה לכך באשר לעתיד הפעילות של החברה והסיכון שההשקעה בתאגיד תרד לטמיון.⁵² גילוי נוסף שנכלל לא מעט בתשקיפים במהלך תקופה זו נגע לשווי התאגיד שנגזר מהקצאות של ניירות ערך בעסקאות של התאגיד קודם להנפקה, ככל שהיה פער מהותי בינו לבין השווי הצפוי בהנפקה.⁵³ גילוי כאמור עשוי להוות אינדיקציה למשקיעים באשר לנאותות התמחור של ההנפקה וככל והפערים בין השווי משמעותיים – יכולים אף להעיד על הערכת יתר (שווי "מנופח").

משך תהליך בדיקת התשקיף והיקפו משתנים ממקרה למקרה, והם תלויים בין היתר באיכות הגילוי בטיטות שהוגשו על-ידי החברה, במידת המורכבות של השאלות העולות במסגרת התשקיף, ובמידת היענותה של החברה לדרישות שהופנו אליה במהירות. לא אחת חברות אינן משלימות את תהליך בדיקת התשקיף. הדבר יכול לנבוע מסיבות שונות - חוסר יכולת או נכונות של החברה לעמוד בדרישות הגילוי שעלו במסגרת הבדיקה, אם למשל מדובר בגילוי שיחשוף אותה מבחינה תחרותית; חוסר נכונות של משקיעים פוטנציאליים לרכוש את ניירות הערך בהתאם לתנאים המוצעים, לאחר בחינת ההשקעה; או העדפה של החברה לזנוח או לדחות את אפשרות ההנפקה לציבור בשל תנאי השוק או מכל סיבה אחרת.

קיים מטבע הדברים קושי להצביע באופן כמותי עד כמה תהליך בדיקת התשקיפים, והגילוי שנמסר במסגרת התשקיפים, מביאים לכך שהנפקות לא ייצאו לפועל או לשינוי בתנאי ההנפקה. כאמור, אי-השלמת תהליכי הנפקה שהחלו, וכן שינויים בתמחור, יכולים להיגרם מסיבות שונות. זאת ועוד, יש להניח כי תהליך הבדיקה הצפוי מביא לסינון מסוים בחברות המבקשות להנפיק, שכן חברות המודעות לכך שיתקשו לעמוד בדרישות הגילוי או שאלה יובילו לתמחור לא טוב בראייתן, צפויות להימנע מכניסה לתהליך מלכתחילה.

על מנת להתרשם בכל זאת מגל ההנפקות בהיבטים אלה, להלן נתונים אודות בקשות להיתר תשקיף ומתן היתרים בתקופה האמורה. ניתן לראות כי במהלך גל ההנפקות חל שינוי משמעותי במספר הבקשות להיתר תשקיף (להלן: "**בקשות היתר**") אשר הוגשו לרשות, והוא עלה מכ- 21 בקשות היתר להנפקות

⁵¹ יש לציין כי קיימות הקלות בנוגע לחובת ההיתר כאשר מדובר בהנפקה של תאגיד מדווח קיים, להבדיל מתאגיד חדש. ביחס לתאגיד מדווח קיימת אפשרות פרסום של תשקיף מדף, בעקבותיו יוכל התאגיד בנסיבות רגילות לבצע הנפקה על פי דוח הצעת מדף שלא יהיה טעון היתר של הרשות. ראו לעניין זה (סעיף 23א לחוק ניירות ערך) וכן כללי ניירות ערך (מקרים שבהם פרסום דוח הצעת מדף יהיה טעון היתר מאת רשות ניירות ערך), תשע"ו-2016.

⁵² ראו סעיף א. 15 בהחלטת מליאה 2013-2: עניינים שיש לציין על גבי עטיפות תשקיפים של חברות ושותפויות - [קישור](#)
⁵³ ראו סעיף ב. 20 בהחלטת מליאה 2013-2: עניינים שיש לציין על גבי עטיפות תשקיפים של חברות ושותפויות - [קישור](#)

ראשוניות בשנת 2019 (16% מכלל בקשות ההיתר באותה שנה) לכ- 71 בקשות היתר להנפקות ראשוניות בשנת 2020 (40%) ו- 94 בקשות בשנת 2021 (49%). שיעור ההנפקות שהושלמו עמד על כ- 75% ו- 60% בשנים 2020 ו- 2021, בהתאמה.

הפער בין מספר בקשות ההיתר ובין מספר ההיתרים שניתנו יכול לשקף איכות ובשלות לא גבוהה של התאגידים שבחנו הנפקה בתקופת גל ההנפקות. הם גם יכולים להעיד על כך שחרף הממצאים הכלליים של מחקר זה, היתה בכל זאת תרומה ל"מערכות סינון" ההנפקות, אשר מבוססות על תגובת המשקיעים לגילוי. כלומר, השיעור הלא גבוה במיוחד של השלמת הנפקות עשוי להעיד על כך שתאגידים לא מעטים התקשו לשכנע משקיעים לרכוש את מניותיהם במחיר המבוקש. הסבר אפשרי נוסף הוא כי גל ההנפקות פותח "חלון הזדמנויות" לתאגידים להנפיק, אך יש גם תאגידים רבים שאינם מספיקים לנצל אותו ונאלצים לבטל את ההנפקה המתוכננת. אפשר שהדבר בא לידי ביטוי בעיקר בנתוני שנת 2022, עם "התקררות" גל ההנפקות.

טבלה 7: בקשות היתר לתשקיפי IPOs ומתן היתרים בשנים 2020 ו- 2021

שנה	מספר בקשות לקבלת היתר	מספר היתרים שניתנו	מספר הנפקות שהושלמו	מספר הנפקות שבוטלו לפני קבלת היתר	מספר הנפקות שבוטלו אחרי קבלת היתר, לרבות אחרי פרסום ההצעה	שיעור הנפקות שהושלמו מתוך סך הבקשות לקבלת היתר
2020	84	73	63	11	10	75%
2021	90	66	54	24	12	60%
2022	34	10	6	24	4	18%
2023	4	2	2	2	0	50%

יצוין, כי גם בשנים 2018 ו- 2019 שיעור ההנפקות שהושלמו (71% ו- 36%, בהתאמה) לא היה גבוה, אך מדובר במספר קטן של חברות, המקשה על הסקת מסקנות, וחלקן השלימו את ההנפקות בשנים 2020 ו- 2021 (בסך הכל מתוך החברות שביקשו להנפיק 2018 ו- 2019, כ- 80% ו- 57% אכן הנפיקו במהלך כל השנים האמורות).

ב. אופני ההצעה לציבור – המעבר לשיטת "הצעה לא אחידה"

שיטות ההצעה לציבור

שיטת ההצעה היא רבת חשיבות בתהליך של הנפקות ראשוניות לציבור. שיטת ההצעה מסדירה בין היתר את אופן השיווק של ניירות הערך למשקיעים, את דרכי ההזמנה של ניירות הערך ואופן קביעת מחירם, ואת תפקידם של השחקנים השונים הנוטלים חלק בתהליך ההנפקה. לאור האמור, יש לשיטת ההצעה לציבור השלכות על היקף ואופי ההשתתפות בהנפקות, על שווי החברות המונפקות, ואף על מחיר ניירות הערך המתהווה במסחר בשוק המשני לאחר ההנפקה.

שתי שיטות ההצעה הבסיסיות הן הצעה בדרך של מכרז (Dutch Auction) והצעה בדרך של בניית ספר הזמנות (Book Building).⁵⁴

בשיטת המכרז, בתום מסע שיווק ניירות הערך (Road Show), מציינת החברה בתשקיף את כמות ניירות הערך המוצעת על ידה ואת המחיר המינימלי, והציבור מגיש הצעות בהתאם. בהתבסס על תוצאות המכרז הציבורי, המחיר שנקבע הוא המחיר הגבוה ביותר בו תוכל החברה למכור את כל ניירות הערך שהציעה, וכמויות ניירות הערך מותאמות למשקיעים שהזמינו במחיר זה (או גבוה ממנו), לפי היקפי הזמנותיהם. המחיר עצמו אחיד לכל המשקיעים שהזמנתם נענתה.

בשיטת ספר ההזמנות, לעומת זאת, אוסף החתם המוביל את ההנפקה במהלך מסע שיווק ניירות הערך, הזמנות של משקיעים המתעניינים ברכישת ניירות הערך, ויוצר ספר הזמנות הכולל את מחירי והיקפי ההזמנות. לאחר מכן קובע החתם המוביל את מחיר ההנפקה בהתבסס על הביקושים, וההנפקה מתבצעת על בסיס המחיר שיקבע. שיטה זו מעניקה לחתם שיקול דעת רחב יותר באשר למחיר ההנפקה וזהות המשקיעים שיקבלו ניירות ערך בהנפקה.

לצד שתי שיטות כלליות אלה, יכולות להיות שיטות ביניים הכוללות רכיבים מעורבים. כך למשל, תיתכן שיטת מכרז, הכוללת עדיין רכיב של העדפה למשקיעים מסוימים (למשל משקיעים מוסדיים או משקיעים מעל גודל הזמנה מסוים), אשר יכול לבוא לידי ביטוי בהעדפה במחיר או בכמות.

השיטה בה נעשו לאורך שנים רבות הנפקות ראשונות לציבור בישראל היתה שיטת המכרז, והיא התחייבה על פי דין. בשנת 2007 נערכה רפורמה משמעותית בשיטת החיתום, אשר אפשרה לבצע הצעה לציבור בשתי דרכים – הצעה אחידה, קרי שיטת המכרז במתכונת בה היתה מקובלת לפני הרפורמה, והצעה לא אחידה, המזכירה באופייה יותר את שיטת בניית ספר ההזמנות. נתאר להלן בקצרה את שתי השיטות.⁵⁵

חוק ניירות ערך ותקנות ניירות ערך (אופן הצעת ניירות ערך לציבור), התשס"ז-2007 (להלן: **"תקנות אופן הצעה לציבור"**) מסדירים את האופן שבו יכולים תאגידים להציע ניירות ערך לציבור. סעיפים 17א ו-17 לחוק קובעים את העיקרון לפיו הצעה לציבור של ניירות ערך הרשומים או המיועדים להירשם למסחר בבורסה, "תיעשה בדרך ובתנאים השווים לכל", ובלא מחיר מרבי לניירות הערך, אולם מוסיפים כי בתקנות ניתן לקבוע חריגים במסגרתם יימכרו ניירות הערך במחיר שונה, או שהאיסור על מחיר מרבי לניירות הערך לא יחול.

דרך המלך אם כן היא הצעה אחידה. זו מתבצעת בהתאם לחוק ולתקנות אופן הצעה לציבור בדרך של מכרז, כך שעם קביעת המחיר בו ניתן להיענות להזמנת כל הכמות המונפקת (שהנו מחיר המינימום שקבעה החברה או מעליו), מתבצעת חלוקה של ניירות הערך בהתאם לכמויות שהוזמנו באופן יחסי, והמחיר אחיד. ואולם, גם בהצעה אחידה יש מנגנון הסוטה מעיקרון האחידות, ומתיר לבצע קודם למכרז הציבורי "מכרז מוסדי" בו מתקבלות התחייבויות מוקדמות של משקיעים מסווגים, כהגדרתם בתקנות.⁵⁶ תוצאות המכרז המוסדי משוקללות לתוך המכרז הציבורי שנערך לאחר מכן, והמשקיעים

⁵⁴ להרחבה בנושא שיטות ההצעה ראו Ann E. Sherman "Global trends in IPO methods: Book Building versus auctions with endogenous entry" 78(3) *Journal of Financial Economics* (2005) 615-649.

⁵⁵ להרחבה בנושא הרפורמה בשיטות ההצעה לציבור ראו מוטי ימין ואמיר וסרמן, **תאגידים וניירות ערך** (2006), בעמ' 305 – 314.

⁵⁶ תקנה 4 לתקנות אופן הצעה לציבור.

המסווגים נהנים מעדיפות בכמות (במקרה בו יש הזמנת יתר של ניירות ערך בהנפקה) וכן מהנחה אחידה במחיר (המשולמת כעמלת התחייבות מוקדמת למשקיעים המסווגים).

הרציונל מאחורי המכרז המוסדי הוא כי בדרך זו ניתן לעודד כניסה של משקיעים מתוחכמים, ובפרט משקיעים המנהלים כספי ציבור. משקיעים אלה צפויים לסייע בבדיקת ההנפקה, במשא ומתן מול החברה על תנאי ההנפקה, וכן בהתנהלות השוטפת מול החברה לאחר ההנפקה. זאת ועוד, המשקיעים מן הציבור יכולים לבחון את תוצאות המכרז המוסדי, אשר ניתן לו גילוי, ולהעריך גם על בסיסו, האם כדאי להם להשתתף בהנפקה ובאיזה מחיר.

שיטת ההצעה הלא אחידה נוספה כאפשרות לביצוע הנפקות בשנת 2007, לאחר בחינה מקיפה ודיונים רבים. מחד, שיטה זו היא המקובלת בארה"ב ומעניקה כוח רב לחתם, היכול להשפיע באמצעותה על זהות המשקיעים. הציפייה היא כי החתם ישקיע משאבים רבים יותר בבדיקת ההנפקה והצגתה לציבור, יסנן הנפקות לא טובות, וכן יוכל לאתר ולעניין משקיעים המתאימים יותר לחברה, לרבות "משקיעי עוגן" שיסייעו בכניסת משקיעים נוספים להנפקה. בעיקר עבור משקיעים גדולים, שיטת ההצעה הלא אחידה היא חשובה, שכן ניתן להבטיח להם באמצעותה כמות מינימלית, אשר בהיעדרה לא משתלם להם להשקיע זמן ומשאבים בבחינת ההנפקה. מאידך, עלו חששות רבים כי שיטת ההצעה הלא אחידה תוביל להתממשות ניגודי עניינים פוטנציאליים, בעיקר בשוק ההון הישראלי שהנו קטן יחסית, וכן תדיר משקיעים פוטנציאליים מהנפקות, לאור אי השוויוניות הטבועה בשיטה זו.

לאור האמור נקבעו בתקנות תנאים ביחס להצעה לא אחידה, ובהם קביעה כי המחיר יישאר אחיד, והעדפה תוכל להיעשות ביחס לכמויות הנמכרות בלבד, ובעיקרה תיועד למשקיעים מוסדיים.⁵⁷ עוד נקבע כי לגבי הצעה לא אחידה תחול חובת חיתום, המחייבת כיום קבלת התחייבות חיתומית לגבי שיעור של לפחות 25% מניירות הערך המוצעים. דרישה זו נקבעה לנוכח חשיבות תפקידו של החתם בהצעה לא אחידה, והשאפה להגביר את אחריותו ביחס להנפקה.⁵⁸

המעבר להצעה לא אחידה

באופן מעניין, על אף שהדין הישראלי התיר לבצע הנפקות בשיטת הצעה לא אחידה כבר משנת 2007, ההנפקה הראשונה לציבור (IPO) שבוצעה בישראל בשיטה זו התרחשה בשנת 2011, ובשנים 2017 - 2018 בוצעו שלוש הנפקות נוספות. בשנת 2019 בוצעו ארבע הנפקות בשיטת ההצעה הלא אחידה (מתוך 7 הנפקות ראשונות באותה שנה), בהן הנפקות גדולות של החברות פרשמרקט, הבורסה לניירות ערך, ויוחננוף. הנפקות אלו זכו להצלחה, וכפי הנראה הגבירו את העניין והנכונות של השוק לעבור לשיטת ההצעה הלא אחידה. במהלך גל ההנפקות נשוא מחקר זה ניתן היה כבר לראות כיצד עבר שוק ההנפקות הראשוניות באופן משמעותי לשיטת ההצעה הלא אחידה: בשנים 2020 - 2024 בוצעו 116 הנפקות בדרך של הצעה לא אחידה מתוך 140 הנפקות בסה"כ, כלומר 82% מההנפקות בוצעו בשיטה זו.

⁵⁷ תקנה 11 לתקנות אופן הצעה לציבור. תשומת הלב לכך שהגדרת "משקיע מוסדי" היא שונה וצרה מהגדרת "משקיע מסווג" שהוזכרה לעיל בהקשר של הצעה אחידה. תקנה 1 לתקנות אופן הצעה לציבור.
⁵⁸ תקנה 11 לתקנות אופן הצעה לציבור.

טבלה 8 : המעבר מהצעות אחידות להצעות לא אחידות בהנפקות ראשונות לציבור (IPO)

שנה	אחידה		לא אחידה	
	מספר הנפקות	סכום גיוס (מיליוני ₪)	מספר הנפקות	סכום גיוס (מיליוני ₪)
2011	7	64	1	-
2013	3	320	-	-
2014	5	1,392	-	-
2015	2	149	-	-
2016	3	259	-	-
2017	16	2,136	1	696
2018	9	1,463	2	381
2019	4	2,230	3	975
2020	6	306	21	4,103
2021	15	458	79	9,987
2022	2	41	11	2,301
2023	-	-	1	145
2024	1	312	4	519
סה"כ	73	9,129	123	19,108

יש לציין, כי לא נצפה מעבר דומה בשיטת ההצעה ביחס להנפקות חוב של חברות וכן ביחס להנפקות הון חוזרות של חברות (כלומר הנפקות שאינן IPO). ביחס להנפקות אלה נותרה שיטת ההצעה האחידה השיטה הדומיננטית. כך למשל, בשנים 2020 - 2023 גויסו כ- 300 מיליארד ₪ בהנפקות לציבור של חוב בשיטת ההצעה האחידה. בדומה, בשנים 2020-2023 גויסו כ- 60 מיליארד ₪ בהנפקות חוזרות לציבור של הון, בשיטת ההצעה האחידה.

נבחן להלן את השפעות המעבר להצעה לא אחידה, בפרמטרים של התנהגות מחיר ניירות הערך לאחר ההנפקה, והמשתתפים בהנפקות.

(1) התנהגות המחיר לאחר ההנפקה -

בספרות העוסקת בהנפקות עלתה הסברה כי הצעה בדרך של בניית ספר הזמנות (הדומה במהותה לשיטת ההצעה הלא אחידה) צפויה להוביל להנפקת חברות בשווי נמוך יותר, באופן שיוביל לעליות מחירים גדולות יותר לאחר ההנפקה. לעומת זאת, הצעה בדרך של מכרז צפויה להפחית מצבים של תמחור-חסר (underpricing) בהנפקה, שכן על פניו מתקבל מחיר ההנפקה שהנו הגבוה ביותר בו ניתן למכור את כל היחידות המוצעות. לפי עמדה זו, בהצעה לא אחידה יש כוח עודף לחתמים. אלה מבקשים לשמר את המוניטין שלהם מול שחקנים חוזרים בשוק, ולדאוג לכך שהם ייהנו מתשואות גבוהות כבר בימי המסחר הראשונים. על כן יעדיפו שמחיר ההנפקה יהיה בחסר.⁵⁹ יש לציין, כי קיימת גם דעה הפוכה, ולפיה בהצעה לא אחידה יבצע החתם מאמצים שיווקיים משמעותיים יותר מול משקיעים פוטנציאליים, תפחת בעיית האסימטריה במידע בין המשקיעים ובין החברות המנפיקות, באופן שיקרין לחיוב על שווי ההנפקה ועל סיכויי הצלחת ההנפקה.⁶⁰

גל ההנפקות הנבחן כלל כאמור חברות רבות שבחרו בשיטת ההנפקה הלא אחידה. מתוך 129 ההנפקות שבוצעו, 108 הנפקות היו בשיטה זו (80%).

⁵⁹ Tim Loughran and Jay R. Ritter, "Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?" 33 *Fin. Mgmt.* (2004) 5, 7.

⁶⁰ Anita Indira Anand, "Is the Dutch Auction IPO a Good Idea?" 11 *Stanford Journal of Law, Business and Finance* (2005) 233, 234.

ניתן להבחין במספר הבדלים בין החברות שהונפקו בדרך של הצעה לא אחידה לבין אלה שהונפקו בהצעה אחידה:

- גודל ההנפקה הממוצע בהצעה לא אחידה היה גבוה באופן ניכר מגודל הנפקה הממוצע בהצעה אחידה – כ-147 מיליון ₪ לעומת כ-31 מיליון ₪ בלבד, בהתאמה. בדומה לכך, גם שווי החברות שהונפקו (אחרי הכסף) היה גבוה יותר עם ממוצע של כ-630 מיליון ₪ בהצעות לא אחידות לעומת כ-95 מיליון ₪ בהצעות אחידות.
- ההנפקות שבוצעו בהצעה לא אחידה הניבו תשואה גבוהה יותר מאלה שבוצעו בהצעה האחידה בחודש הראשון למסחר, עם תשואה עודפת ממוצעת של 16% (חציון 9%) בהצעה לא אחידה לעומת 4% (חציון 0.2%) בהצעה אחידה.⁶¹ לעומת זאת, עד לסוף דצמבר 2023 החברות שהונפקו בהצעה לא אחידה הניבו תשואה עודפת שלילית של 42% בהצעה לא אחידה לעומת 36% בהצעה אחידה, אך בשל ההתפלגות הרחבה החציון דווקא מציג תמונה הפוכה עם 56% בלא אחידה לעומת 62% באחידה.⁶² כלומר נראה כי בממוצע הנפקות בשיטת ההצעה הלא אחידה הציגו ביצועים טובים יותר בתקופה הקצרה שלאחר הרישום למסחר אך לאורך הזמן תמונה זו אינה חד משמעית ושתי הקבוצות הניבו ביצועים שליליים משמעותיים. חשוב לציין כי הבדלים אלה אינם מובהקים סטטיסטית, לאור ההתפלגות הרחבה יחסית של התשואות, וכמות מועטה של תצפיות בהצעה אחידה.⁶³
- ההתפלגות הענפית של החברות המנפיקות הייתה דומה בין שתי השיטות (אם כי יותר ענפים יוצגו בשיטה הלא אחידה לאור כמות החברות הגדולה יותר).

(2) המשתתפים בהנפקות

כפי שתואר לעיל, הצעה לא אחידה מעניקה שיקול דעת מסוים לחתם בקביעת זהות המשקיעים שירכשו ניירות הערך. ככלל, ההצעה הלא אחידה מיועדת למשקיעים מוסדיים, אם כי התקנות קובעות בנוסף כי ניתן למכור עד 30% מן ההנפקה למי שאינו משקיע מוסדי ובלבד שמכירה זו תיעשה בשיטת ההצעה האחידה ובאותו מחיר בו הוקצו ניירות הערך למשקיעים המוסדיים.⁶⁴ אפשר היה להעריך כי שיטת ההצעה הלא אחידה תגדיל את חלקם של המשקיעים המוסדיים בהנפקות, וכן תוביל לכך שיהיו משקיעים מוסדיים שירכשו נתחים משמעותיים בהנפקה.

יש לציין, כי במהלך גל ההנפקות פרסם סגל הרשות עמדה שנועדה להבטיח כי גם בשיטת ההצעה הלא אחידה, יוכלו המשקיעים המתוחכמים להישען על המידע הכלול בתשקיף.⁶⁵ בעמדה נקבע בין היתר כי המשא ומתן עם המשקיעים המתוחכמים וכן תמחור ההנפקה ייעשו על בסיס תשקיף או טיוטת תשקיף

⁶¹ כ-80% מהחברות בלא אחידה הניבו תשואה חיובית בתקופה זו לעומת כמחצית מהאחידות.

⁶² כ-81% מהחברות בלא אחידה הניבו תשואה שלילית בתקופה זו לעומת כ-74% מהאחידות.

⁶³ לצורך חישובי הממוצעים ובחינת המובהקות הסטטיסטית (t-test) הוסרו שתי החברות שהניבו תשואה חיובית חריגה – ביו מיט (470%) שהונפקה בהצעה אחידה ונקסט ויזין (484%) שהונפקה בהצעה לא אחידה.

⁶⁴ תקנה 11(א)(1) (ב) לתקנות אופן הצעה לציבור.

⁶⁵ עמדת סגל משפטית מספר 103-43 "שיווק הנפקה וקבלת הזמנות ממשקיעים מתוחכמים בהנפקה לציבור על פי תשקיף" (4.7.2021).

https://www.new.isa.gov.il/images/Fittings/isa/asset_library_pic/al_corporations_asset_library/corporations_pdf_pages-62eb902cd3f1f/IsaFile040721.pdf

פומבית, וינתן פרק זמן סביר לשם כך לניהול הליך ההנפקה.⁶⁶ בנוסף לכך הובהר, כי על החברה למסור גילוי על משקיעים מתוככמים וגופים בעלי זיקה להנפקה אשר הגישו התחייבויות מוקדמות להנפקה, כיוון שמידע זה עשוי להוות אינדיקציה עבור כלל המשקיעים בדבר איכות ההנפקה, הביקוש לה וטיבה.⁶⁷

על מנת לבחון את ההבדלים בין שיטות ההנפקה השונות ביחס להתפלגות המשתתפים בהנפקות נאספו נתוני ההשתתפות בהנפקות שפרסמו החברות בשנים 2017 - 2024.

נתונים אלה מתוארים באופן מפורט עבור הנפקות שבוצעו בהצעה אחידה במסגרת שלב המכרז המוסדי (ככל שהתקיים), או באופן אגרגטיבי (לפי סוג משקיע) עבור חלק מההנפקות שבוצעו בהצעה לא אחידה. עבור הנפקות אלה המידע סופק באופן רוחבי רק החל מחודש יולי 2021, לאחר שהרשות פרסמה עמדת סגל (43-103) המבהירה את עמדתה ביחס למאפיינים שונים בהליך ההנפקה הלא אחידה (יפורט בהמשך) ובהם הגילוי הנדרש על המשתתפים בהנפקה. בהתאם לכך המידע אינו כולל את כלל החברות שהונפקו ויש להתייחס אליו כמידע מדגמי בלבד.

בשנים 2017 - 2024 בוצעו כאמור 122 הנפקות בדרך של הצעה לא אחידה, מתוכן נכללו במדגם 44 חברות שפרסמו את נתוני ההשתתפות. כמו כן, באותה תקופה בוצעו 53 הנפקות בדרך של הצעה אחידה, מתוכן נכללו במדגם 29 חברות שפרסמו את נתוני ההשתתפות במכרז המוסדי.

על אף האפשרות להציע עד 30% מהיחידות לציבור בהצעה לא אחידה, רק ב-42 מתוך 122 ההנפקות שבוצעו בדרך של הצעה לא אחידה התקיים מכרז ציבורי, וברוב ההנפקות השיעור שהוקצה לציבור בפועל היה נמוך מ-10%.⁶⁸ במדגם החברות שנבחנו עמד נתח הציבור על 3% בממוצע בלבד (7% בהנפקות שכללו הצעה לציבור), זאת לעומת כ-20% בהנפקות שבוצעו בשיטה האחידה שנכללו במדגם.⁶⁹ נתון זה מחזק את הביקורת שהוצגה לעיל הנוגעת לנגישות המועטה של הציבור בהשתתפות בהנפקות המתבצעות בדרך של הצעה לא אחידה.

כמו כן, בהתאם להערכות, שיעור ההשתתפות של גופים מוסדיים (גמל, פנסיה וביטוח) בהנפקות של החברות במדגם שבוצעו בדרך של הצעה לא אחידה היה גבוה משמעותית מאשר בחברות שהונפקו בהצעה אחידה, עם ממוצע של 53% בהצעה לא אחידה לעומת 25% בלבד בהצעה אחידה. נתון זה בא בעיקר על חשבון חלקו של הציבור כפי שתואר לעיל, אך גם על חשבונם של מנהלי התיקים (3% לעומת 13%) וקרנות הנאמנות (13% לעומת 17%). לעומת זאת, נראה כי חלקן של חברות ההשקעה (חברות נוסטרו, קרנות גידור וכד'), המהוות את מרבית התאגידים בעלי הון עצמי העולה על 50 מיליון ₪, אינו שונה מהותית בין השיטות ואף גבוה במעט בהצעות הלא אחידות (29% לעומת 24%).⁷⁰ בהקשר זה נזכיר כי כפי שתואר בפרק 4 נראה כי המשקיעים המוסדיים המשיכו להחזיק בהיקפים דומים לאורך השנתיים

⁶⁶ התקופה שנדרשה היא חלוף 10 ימים לפחות ממועד פרסום טיוטת תשקיף פומבית לראשונה ועד למועד קבלת התחייבויות מוקדמות או הודעות על כוונה לרכוש בהנפקה, ושני ימי עסקים מקום בו נערכו שינויים מהותיים בטיטות התשקיף הפומבית, עד קבלת ההודעות על כוונה לרכוש בהנפקה.

⁶⁷ גורמים בעלי זיקה להנפקה הוגדרו כתאגיד, בעלי עניין וגורמים שזכאים לתמורה בקשר עם הליך ההנפקה, לרבות גופים מקורבים לחתמים ולמפיצים. ראו שו"ת 103.31, גילוי אודות קשרים בין נותן ההתחייבות המוקדמת לבין בעלי זיקה להנפקה: https://www.new.isa.gov.il/images/Fittings/isa/asset_library_pic/al_lobby/al_lobby-6253f4f00241c/isafile_10331.pdf.

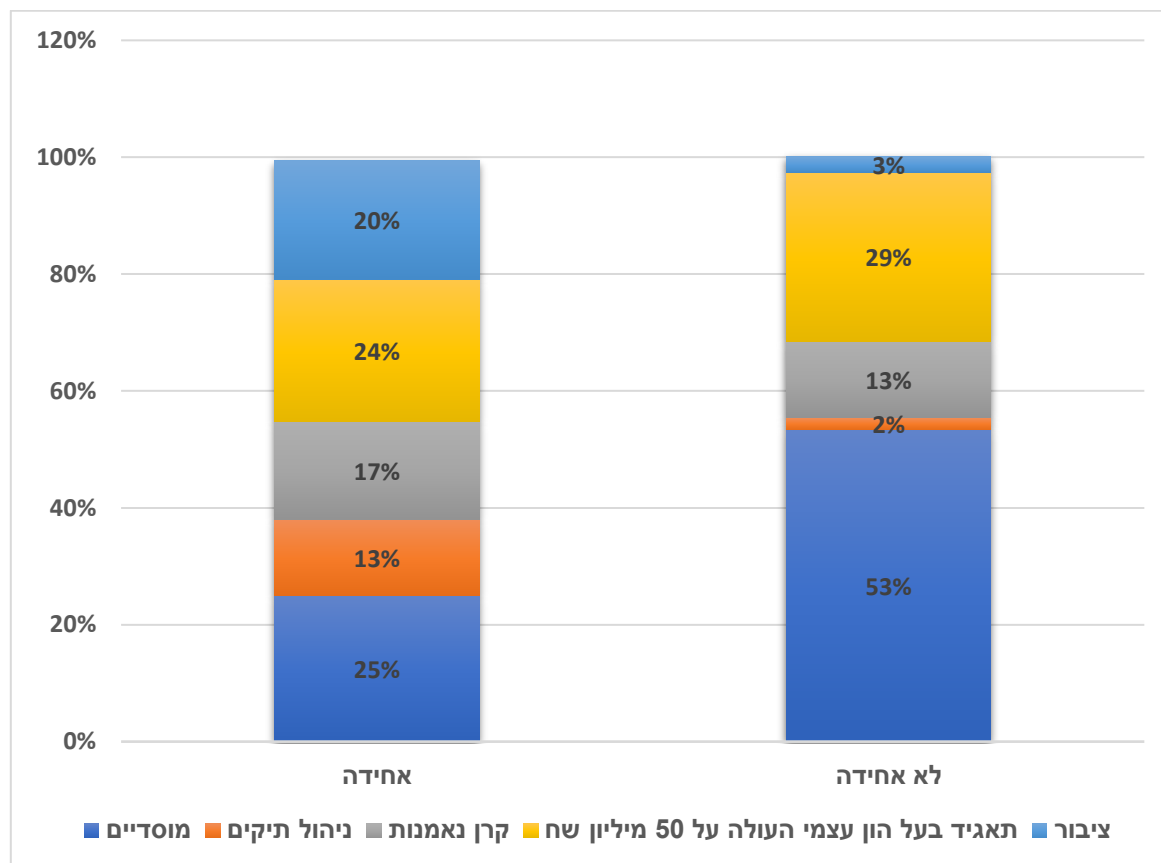
בהתאם לכך, החברה המנפיקה נדרשת לכלול מידע על ההתחייבויות המוקדמות של משקיעים אלו בתשקיף ובדיווח אודות תוצאות ההנפקה. בהקשר זה נקבע כי בשל מאפייני שיטת ה"הצעה לא אחידה", ניתן יהיה לכלול את המידע ככל ולא מדובר במשקיעים בעלי זיקה להנפקה באופן אגרגטיבי בפילוח לפי סוגי משקיעים מוסדיים. נתון זה נבחן עבור כלל החברות ולא עבור חברות המדגם בלבד.

⁶⁹ סביר להניח כי ביתר החברות, בהן לא התקיים מכרז מוסדי, השתתפות הציבור אף גבוהה יותר.

⁷⁰ חשוב לזכור שמדובר במידע מדגמי בלבד שאינו מייצג בהכרח את כלל החברות ואינו נרחב מספיק בכדי לאפשר בחינה של מובהקות סטטיסטית.

שלאחר ההנפקות שבוצעו במהלך גל ההנפקות, כלומר הם לא מכרו את החזקותיהם בסמוך לאחר ההנפקה.

תרשים 19: התפלגות המשתתפים בהנפקות, בחלוקה בין הצעות אחידות ולא אחידות, בחברות שדיווחו על המשתתפים בשנים 2017 - 2024

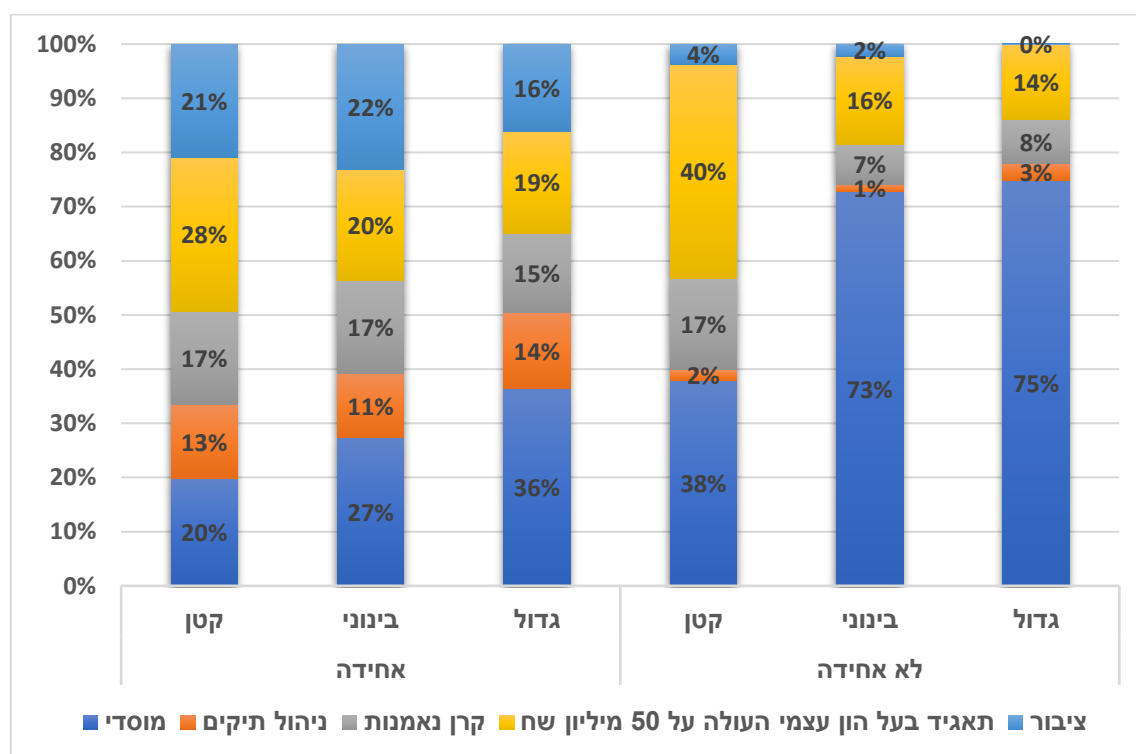


כאשר בוחנים את ההתפלגות בחלוקה לפי גודל ההנפקות מתקבלת שונות משמעותית אף יותר. לצורך הניתוח חולקו ההנפקות לשלוש קבוצות: הנפקות קטנות – עד 100 מיליון ש"ח, הנפקות בינוניות – עד 250 מיליון ש"ח, והנפקות גדולות – מעל 250 מיליון ש"ח.⁷¹

באופן טבעי הביקוש של הגופים המוסדיים צפוי להיות גבוה יותר בהנפקות הגדולות יותר לאור הצורך שלהם בעסקאות גדולות שיהיו רלוונטיות להיקפי הנכסים המשמעותיים המנוהלים על ידם. בהתאם לכך, בשתי שיטות ההצעה ניכר כי חלקם של המוסדיים גבוה יותר ככל שמדובר בחברות גדולות יותר. עם זאת, ניכר כי כאשר החברות יכלו לבחור את הקצאת המניות בהנפקה כפי שמתאפשר בהצעה שאינה אחידה, חלקם של המוסדיים בהנפקות אלה היה גבוה משמעותית ועמד על כ- 75%, לעומת 38% בחברות הקטנות ו- 36% בחברות הגדולות שבוצעו בהצעה אחידה. בהתאמה ניתן לראות כי בהנפקות אלה חלקן של קרנות הנאמנות וחברות ההשקעה הפרטיות נמוך בהרבה, ויכולות להיות לכך השפעות משמעותיות על היקפי המסחר והנזילות במניה לאחר ההנפקה.

⁷¹ התפלגות החברות לפי הקבוצות: קטנות – 41 חברות, בינוניות – 17, גדולות – 15.

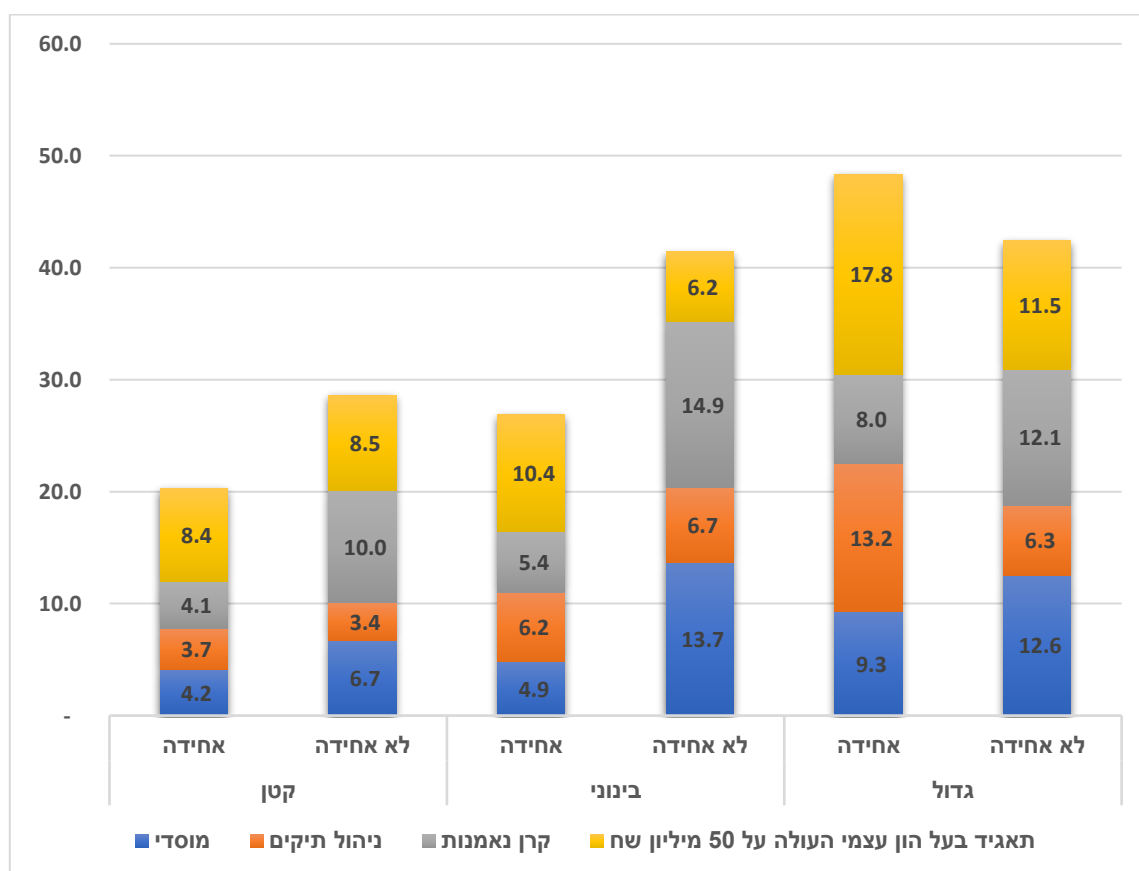
תרשים 20: התפלגות המשתתפים בהנפקות, בחלוקה לפי גודל חברה והצעות אחידות ולא אחידות, בחברות שדיווחו על המשתתפים בשנים 2017 - 2024



בחינה של מספר המשתתפים מכל סוג⁷² מעלה כי בממוצע מספר המשתתפים בהצעות לא אחידות גדולות הנו נמוך ממספר המשתתפים בהנפקות האחידות, ואילו מספר המשתתפים המוסדיים והקרנות גבוה יותר (מנגד מספר מנהלי התיקים והתאגידים קטן יותר). בהנפקות הקטנות והבינוניות הן מספר המשתתפים הכללי, הן מספר המוסדיים והקרנות גבוה יותר בהצעות הלא אחידות.

⁷² לצורך החישוב אוחדו מספר הצעות כאשר מדובר בשם זהה, אך יש להביא בחשבון כי החברות עשויות לדווח באופן שונה על המשתתפים כאשר בחלק מהמקרים יתכן כי רמת הפירוט גבוהה יותר מאחרים (למשל ספירה של כל קרן נאמנות בנפרד לעומת התייחסות לכלל קרנות הנאמנות של אותו גוף במאוחד). עם זאת, התייחסות לממוצעים מצמצמת את ההשפעה של פערים אלה (בהנחה שההתפלגויות דומות).

תרשים 21: מספר המשתתפים הממוצע בהנפקות (ללא הציבור), בחלוקה לפי גודל חברה והצעות אחידות ולא אחידות, בחברות שדיווחו על המשתתפים בשנים 2017 - 2024

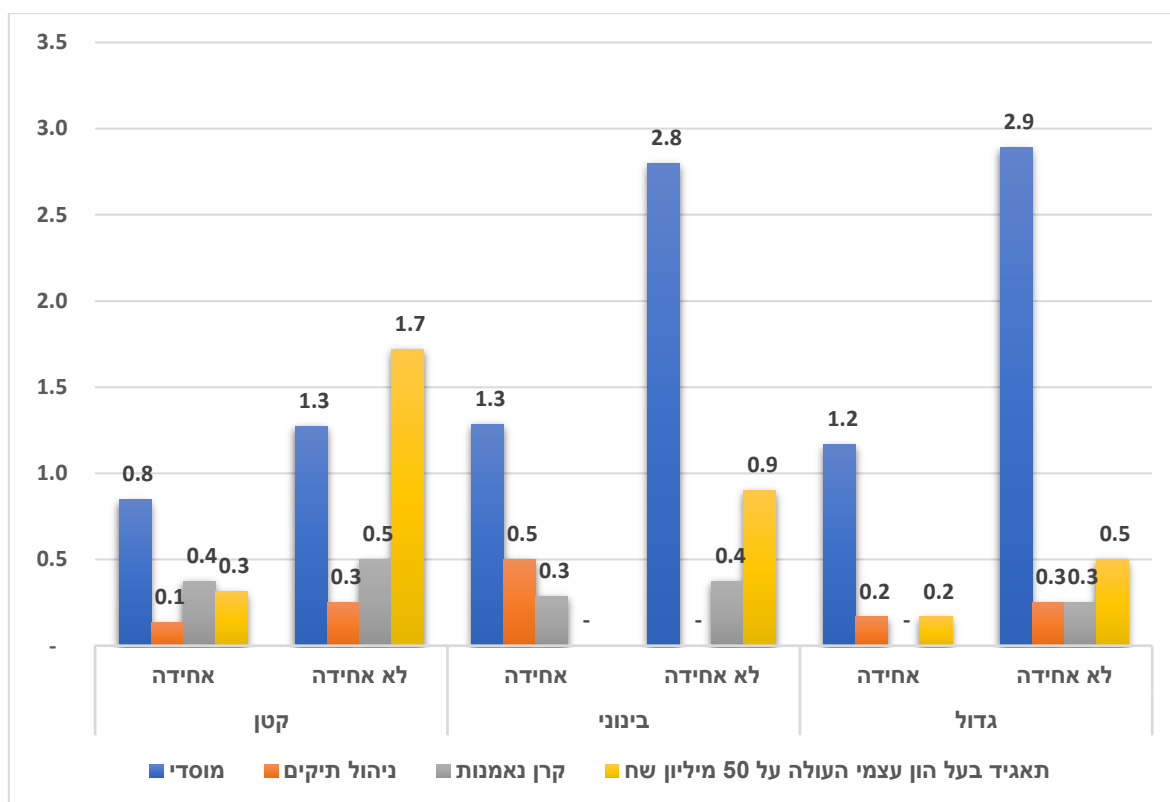


מספר המשתתפים הממוצע שהגישו הצעות של מעל 10% מכמות הניירות המוצעת⁷³ גבוה משמעותית בהצעות הלא אחידות בכל קבוצות הגודל ובעיקר מדובר בגופים המוסדיים. כמו כן, מעניין כי בקבוצת החברות הקטנות הממוצע של התאגידים שהציעו לקחת חלק ניכר בהנפקה גבוה מזה של המוסדיים.

ממצאים אלה מתיישבים עם הטענה כי פיזור המשתתפים, ובעיקר אלה שאינם מוסדיים, גבוה יותר (בולט בעיקר בהנפקות הגדולות) בהצעות אחידות, בעוד בהצעות הלא אחידות ישנה השתתפות גבוהה יותר של משקיעים מוסדיים ובהם מספר "משקיעי עוגן" שלוקחים נתח משמעותי יותר בהנפקה.

⁷³ נתון זה מדווח על ידי החברה בהצעות הלא אחידות לאחר שהתבקשו לדווח ועל כן חושב גם עבור יתר ההנפקות.

תרשים 22: מספר המשתתפים הממוצע (ללא הציבור) שהגישו הצעות של מעל 10% מכמות הניירות המוצעת, בחלוקה לפי גודל חברה והצעות אחידות ולא אחידות, בחברות שדיווחו על המשתתפים בשנים 2017-2024



הנתונים האמורים מלמדים כי בהנפקות בשיטת ההצעה הלא אחידה אכן גדל חלקם של הגופים המוסדיים. ואולם, למרות ההשתתפות הרחבה יותר של הגופים המוסדיים ותפקידו המשמעותי יותר של החתם בשיטת ההצעה הלא אחידה (ראו גם להלן), ביצועי ניירות הערך של חברות גל ההנפקות היו שליליים, ללא הבדל משמעותי בין שיטות ההצעה. תוצאה זו מלמדת כי לפחות ביחס לגל ההנפקות, לא הצליח מנגנון ההצעה הלא אחידה להשיג סינון ותמחור טובים יותר של ההנפקות. מן העבר השני יש לציין, כי גם החשש שעלה במחקרים בנושא, לתמחור חסר של ההנפקות על-ידי החתמים לא התממש, בוודאי שלא באופן מובהק.

עוד יש לציין, כי על מנת להסיק באופן רחב יותר על שיטת ההצעה הלא אחידה, יהיה מקום לבחון את תוצאותיה גם מחוץ לגל ההנפקות, בשל העובדה שמדובר בתקופה קצרה יחסית ולנוכח השפעותיו של הגל על מנגנוני השוק המקובלים, כמתואר במחקר זה.

ג. תפקיד החתם בהנפקות

החתם הוא שחקן מרכזי בשוק ההנפקות, ובפרט בשוק ההנפקות הראשוניות, שם נדרשים החברות והמשקיעים להסתמך יותר מהרגיל על תפקודו של החתם. תפקידו של החתם כוללים ביטוח של ההנפקה, שיווק ההנפקה, ייעוץ לחברה לגבי מבנה ההנפקה ותנאיה, וביקורת חיצונית לתשקיף ההנפקה. שירותיו של החתם נשכרים על-ידי התאגיד המנפיק, אך מבחינת המשקיעים יש חשיבות רבה שימלא תפקידו כהלכה, ולכן מדובר בשומר סף, קרי גורם חיצוני בעל מיומנות ומומחיות כמי שפועל באופן קבוע בשוק ההנפקות, וציבור המשקיעים מסתמך על פעולתו.⁷⁴

החתם פועל בסביבה עסקית מרובת ניגודי עניינים. אלה נובעים בראש ובראשונה מכך שהחתם פועל עבור החברה והמשקיעים בעת ובעונה אחת. החתם עשוי לחתור לכך שהנפקה תצא לפועל, בשל התגמול שיקבל מהחברה, אף אם ההנפקה לא תיטיב עם המשקיעים. בדומה לכך, עשוי למשל החתם לשאוף מצד אחד שמחיר ההנפקה יהיה גבוה (עבור החברה) ומאידך שיהיה נמוך (עבור המשקיעים). ניגודי עניינים עשויים לנבוע גם מקשרים שיש לחתם עם חברות ועם גופים הפועלים בשוק ההון כגון בנקים או גופים מוסדיים. כך למשל, עשוי חתם לנסות להיטיב עם גופים מוסדיים הקשורים אליו, ולתת להם העדפה בהנפקות טובות, ומאידך הוא עשוי גם להסתייע בקשריו עימם כדי לקדם הנפקות לא טובות לשם קידום עסקיו.⁷⁵

התפישה לפיה החתמים יתרמו לפעילות בשוק ההון כשומרי סף מבוססת ראשית על ההנחה כי הם בעלי תשומות ויכולת ניתוח, אשר עולים על אלה שיש בידי המשקיע הבודד, ושנית – על ההנחה כי החתמים מעוניינים בשמירה על המוניטין שלהם הן על מנת שחברות ימשיכו לשכור את שירותיהם, הן בכדי להימנע מחשיפה לתביעות אפשריות.

מעבר לכך חלה רגולציה מסוימת על החתמים. תקנות ניירות ערך (חיתום), תשס"ז-2007, עוסקות בעיקר בחובת הרישום של חתמים, בתנאי הכשירות לחתם, ובמגבלות בשל ניגודי עניינים פוטנציאליים. בנוגע לתפקידם של החתמים ביחס לתוכן התשקיף, מטיל סעיף 31(א) לחוק ניירות ערך אחריות לנזק בגין פרט מטעה בתשקיף על מי שחתם על תשקיף לפי סעיף 22 לחוק. סעיף זה מעגן, בין היתר, את אחריות החתמים לאמיתות האמור בתשקיף. לנוכח לשון סעיף 33(1) לחוק, לפיה על חותם התשקיף להוכיח כי "נקט בכל האמצעים הנאותים" לשם שלילת אחריותו, מבצעים החתמים תהליך של בדיקת נאותות (due diligence) בנוגע לתשקיף.⁷⁶

הרגולציה האמורה, אשר לא נערך בה שינוי מהותי כבר שנים רבות, אינה כוללת התייחסות לאופן פעולתו של החתם. במסגרת תזכיר החוק לקידום בורסה ייעודית משנת 2020 נכללה גם הסמכה להרחיב את ההוראות החלות על חתמים, אולם התיקון המוצע לא בשל לכדי שינוי חקיקה.⁷⁷

בשנים שלאחר הרפורמה בחיתום, עברו רוב החתמים לפעול במתכונת של מפיצים. ככאלה, הם עסקו בפעילות שיווק ההנפקה וסיוע לחברה בעיצוב מבנה ההנפקה ותנאיה, אולם לא ביצעו ביטוח להנפקה

74 ראו אצל ימין ווסרמן, **תאגידים וניירות ערך**, בעמ' 289 – 290, על תפקידי החתם, וכן על התאמתו למסגרת הקונספטואלית של שומרי סף בשוק ההון, בעמ' 99 – 102, 113.

75 ראו עוד על ניגודי העניינים של החתם אצל ימין ווסרמן, **תאגידים וניירות ערך**, בעמ' 292 – 294.

76 ראו נועם שר "אחריותם האזרחית של חתמים בהצעה ראשונה של ניירות ערך לציבור" **משפט ועסקים** ב, 305 (2005); אסף חמדני "אחריות שומרי סף בשוק ההון" **משפט ועסקים** ה 11, 37 (2006).

להרחבה בנוגע לשיקולים בעד ונגד הטלת אחריות נזיקית על חתמים ראו גם Noam Sher "Underwriters' Civil Liability for IPOs: An Economic Analysis" 27 *U. Pa. J. Int'l Econ. L.* (2006) 389, 396-411; Stephen J. Choi "Market Lessons for Gatekeepers" 92 *Nw. U. L. Rev.* 916, 937-38 (1998).

77 ראו תזכיר חוק ניירות ערך (תיקון מס')... (בורסה ייעודית), התש"ף-2020, אשר עסק גם בנושא זה.

ולא נטלו אחריות ביחס לאמור בתשקיף, שכן מפיצים, בניגוד לחתמים, אינם נדרשים לחתום על התשקיף.⁷⁸ המעבר מפעילות חיתום לפעילות הפצה נבע בין היתר משינוי שחל לגבי הנפקות חוזרות של תאגידים, במסגרתו ניתן להנפיק על בסיס תשקיף מדף, אשר קיצר את התקופה שבין מועד החלטת החברה לבצע הנפקה לציבור ועד ביצועה בפועל, וכן ממנגנון ההתחייבויות המוקדמות אשר מאפשר לחברה "לבטח" את רוב ההנפקה על ידי משקיעים מסווגים כתחליף לביטוח מחתם.⁷⁹

כפי שתואר לעיל, אחד המאפיינים הבולטים של הנפקת ניירות ערך בשיטת ההצעה הלא אחידה הוא הדרישה בדין לכך שחתם ילווה את התהליך. תקנות אופן הצעה לציבור קובעות כי ההצעה בדרך זו מותנית בקבלת התחייבות מצד חתם לביטוח ההנפקה לרכישת ניירות ערך בשיעור של 25% לפחות מניירות הערך המוצעים על פי תשקיף, אם לא יירכשו על ידי המשתתפים בהצעה.⁸⁰ כאשר מדובר בהצעה אחידה, לעומת זאת, החברה אינה מחויבת לקבל התחייבות מטעם חתם לביטוח ההנפקה, אך היא רשאית לקבל התחייבויות מוקדמות לרכישת ניירות ערך ממשקיעים מסווגים.⁸¹

הציפייה ביחס להצעה לא אחידה היתה כי החתם ימלא תפקיד מרכזי בהיותו שומר סף אשר מנהל ומבטח את ההנפקה ותורם לאיכות השקיפות והגילוי אודות פעילות החברה המנפיקה. בהינתן שגל ההנפקות התאפיין בביצוע של הנפקות בדרך של הצעה לא אחידה, בליווי של חתמים, אפשר לבחון כיצד נעשתה פעילות זו.

במהלך גל ההנפקות השתתפו כ- 16 חברות חיתום. במקרים רבים היו מעורבים מספר חתמים כאשר החתמים המובילים נכחו במעל 20 הנפקות ובכללם גופי החיתום של הבנקים הגדולים - פועלים הנפקות, לאומי פרטנרס ודיסקונט קפיטל וכן חברות חיתום פרטיות כגון: לידר הנפקות, ברק קפיטל חיתום ואוריון חיתום והנפקות. במרבית ההצעות הלא אחידות עמדה ההתחייבות החיתומית על כ-25% ובמקרים מסוימים היא הייתה גבוהה יותר והגיעה עד ל-67%. ברוב המוחלט של המקרים התחייבות זו לא הגיעה לכדי מימוש לאור הביקוש הגבוה להנפקות בתקופה זו.

למרות המעורבות המשמעותית של החתמים בהליכי ההנפקות לא ניתן לזהות מתאם בין איכות ההנפקה ובין מעורבותו של חתם בה. נתון זה מעניין במיוחד לנוכח העובדה שכל ההנפקות בשיטת ההצעה הלא אחידה נעשו בעזרת חתמים, כפי שמחייב הדין, ושיעור ההשתתפות של גופים מוסדיים בהן היה גבוה משמעותית, בהשוואה לחברות שהונפקו בשיטת ההצעה האחידה. ואולם, חרף השתתפות החתמים והמשקיעים המוסדיים, לא ניתן לומר כי הנפקות אלה התאפיינו בתמחור מדויק יותר.

נתון מעניין נוסף בהקשר זה הוא המתאם השלילי המובהק בין עמלות החיתום ובין ביצועי המניות המונפקות. כפי שתואר לעיל, הממצאים מצביעים על כך שבחברות בהן שולם סכום גבוה יחסית (באופן יחסי לתמורת ההנפקה), התשואה בתקופה שאחרי ההנפקה היתה מעט נמוכה יותר.

דומה אם כן כי שיטת ההצעה הלא אחידה, ומעורבותו של החתם, לא הציגו יתרון נראה לעין בסינון ובתמחור ההנפקות, בהשוואה לשיטת ההצעה האחידה.

⁷⁸ הגדרות "חתם" ו"מפיץ" בסעיף 1 לחוק ניירות ערך; סעיף 22(ג) לחוק ניירות ערך.

⁷⁹ ראו תקנה 4 לתקנות אופן הצעה.

⁸⁰ תקנה 7 לתקנות אופן הצעה לציבור.

⁸¹ תקנה 4 לתקנות אופן הצעה לציבור.

ד. כללי הרישום למסחר בבורסה

הרוב המוחלט של ניירות הערך המונפקים לציבור מיועד להירשם למסחר בבורסה, ולמעשה הרישום למסחר מהווה תנאי להשלמת ההנפקה. בראיית המשקיעים, רישום ניירות הערך למסחר יוצר יתרונות משמעותיים בנוגע לנזילות ניירות הערך, התמחור השוטף שלהם, היכולת לשעבד את ניירות הערך, ובסופו של דבר משפיע לפיכך על ערכם. גם בראיית החברות יש יתרונות משמעותיים ברישום ניירות הערך למסחר, הקשורים אף הם בגורמים אלה, וכפועל יוצא מכך משפיעים על שווי ניירות הערך, כמו גם על היתרונות שיהיו בעתיד בגיוסים נוספים.

כמרכז הפעילות הכלכלית והפיננסית בישראל, יש חשיבות רבה לאופן פעולתה של הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, ומידת האטרקטיביות שלה עבור משקיעים וחברות. כללי הרישום למסחר קבועים בתקנון הבורסה ובהנחיות מכוחו, אשר מאושרים על-ידי רשות ניירות ערך.⁸² כללים אלה, הנוגעים בעיקר לוותק פעילותה של החברה, להיקף פעילותה, להיקף ההנפקה והחזקות הציבור בניירות הערך בעקבותיה, נועדו מחד לאפשר למספר רב של חברות להירשם למסחר בבורסה, כדי להרחיב את ערוצי גיוס הכספים של החברות וההשקעה של הציבור, ומאידך למנוע מצב בו חברות שאינן מתאימות לרישום למסחר יפעלו בבורסה, באופן שיפגע בציבור המשקיעים כמו גם במוניטין של המסחר בבורסה.

לשם המחשה, בשנות התשעים, בעקבות הנפקות של חברות קטנות רבות, לעתים ללא פעילות, אשר קרסו לאחר מכן, הוחמרו דרישות הרישום למסחר של הבורסה.⁸³

להלן מסלולי הרישום למסחר העיקריים עבור חברות המגייסות הון לראשונה:⁸⁴

1. **המסלול הרגיל** – במסלול זה נדרשים שווי החזקות מהציבור של 20 מיליון ₪ לכל הפחות, הון עצמי מינימלי לאחר רישום למסחר על סך 25 מיליון ₪, ותק פעילות של 12 חודשים טרם הרישום למסחר, אשר לגביה נערכו דו"חות כספיים, וכן ערך מוסף של 4 מיליון ₪ לפחות ב-12 החודשים שקדמו למועד הדו"חות הכספיים, על פיהם מוגשת הבקשה לרישום למסחר.
2. **מסלול "חברות גדולות"** – הרישום במסלול זה נועד לחברות גדולות ומבוססות, אשר שווי מניותיהן עומד על 200 מיליון ₪ לפחות. כמו כן, נדרש שווי מינימלי של החזקות מהציבור על סך של כ-80 מיליון ₪ (שיעור החזקות הציבור צריך להיות לפחות 25% ממניות החברה). במסלול זה לא קיימת דרישה להון עצמי מינימלי או לוותק פעילות כך שגם חברה חדשה יחסית יכולה להירשם במסלול זה.
3. **חברות מו"פ** – מסלול זה נוסף בשנת 2019 בניסיון להקל על גיוס הון של חברות טכנולוגיה צעירות וחדשניות אשר נמצאות בשלבי צמיחה מוקדמים ולכן טרם הגיעו לממדים של חברות במסלול הרגיל. בשל המודל העסקי המיוחד של חברות ההייטק ומתוך הכרה בחשיבותן בשוק ההון הישראלי, נקבעו כללים מקלים יותר לרישום של חברות מו"פ. ההבדל העיקרי הינו שהחברות אינן צריכות להציג הון עצמי לפני הרישום ונדרשות להציג הון עצמי לאחר ההנפקה בגובה של 8 מיליון ₪ בלבד. כמו כן, חברות מו"פ לא נדרשות לעמוד בוותק פעילות מסוים, וצריכות לעמוד בדרישות שיעור החזקות

⁸² סעיפים 48(א), 46(ד) לחוק ניירות ערך.

⁸³ ראו ע"א 4276/94 הבורסה לניירות ערך נ' איגוד החברות הציבוריות הרשומות, פ"ד נ(5) 728, שם הכיר בית המשפט העליון בכך שהבורסה רשאית לעצב את דרישות הרישום למסחר מתוך מטרה להגן על ציבור המשקיעים, תוך הקטנת ההסתברות לכך שמספר גדול של חברות הרשומות למסחר יקרסו, באופן שיפגע במשקיעים במניותיהן כמו גם באמון הציבור בשוק המניות כולו.

⁸⁴ מדריך לחברות רישום ניירות ערך למסחר – הנחיות על פי החלק השני לתקנון, פרק ו'. מסלולי רישום למסחר נוספים קיימים עבור סוגים נוספים של הנפקות כגון הנפקות של אגרות חוב.

מהציבור נמוך יותר משאר המסלולים האחרים, כך שיוכלו לגייס הון גם בשלבים המוקדמים של חייהן.

4. **חברות רכש ייעודיות (להלן: "SPAC")** – כפי שיפורט בהמשך, כללים אלה עוגנו בעקבות גל ההנפקות בשנת 2022. למעשה, מדובר בחברות שאין להן נכסים או פעילות, אשר הוקמו אך ורק במטרה לגייס הון לצורך רכישת חברת מטרה. במסלול זה נדרש שווי חברה של לפחות 400 מיליון ₪ ושווי החזקות ציבור במניות של לפחות 300 מיליון ₪. כמו כן, התקנון קובע שיעור מינימלי של 70% של משקיעים מוסדיים בהנפקה לציבור וכן תנאים נוספים, לרבות שווי השקעה מינימלי של היזמים, אופן השקעת ושמירת הכספים שיתקבלו מתמורת ההנפקה, וכן הסדרי חסימה אשר חלים על המייסדים.

5. **שותפויות** – תקנון הבורסה מתיר רישום למסחר של שותפויות במספר מוגבל של תחומים – חיפוש נפט או גז, הפקת סרטי קולנוע, וידאו או טלוויזיה, ומחקר ופיתוח. לצד דרישות של שווי ושיעור מזערי של החזקות הציבור (שווי החזקות ציבור מזערי של 40 מיליון שקלים ביחידות של שותפות מו"פ ו-20 מיליון שקלים ביחידות של יתר השותפויות, ושיעור החזקות ציבור מינימלי הנע בין 15% ל-50%, כתלות בשווי החזקות הציבור), כולל תקנון הבורסה גם דרישות להשקעה של השותף הכללי ובעל השליטה בו במחיר זהה למחיר בו מוקצות היחידות לציבור, ודרישות לשווי השקעה מזערי בפרויקטים של השותפות.⁸⁵

להבדיל מדרישות הגילוי לפי דיני ניירות ערך, אשר אינם מגבילים הנפקות של חברות לפי פרמטרים של גודל החברה או היקף ההנפקה, דרישות הרישום למסחר בבורסה קובעות תנאי סף מינימליים, אשר נועדו לאפיין אילו חברות מתאימות להיסחר בבורסה.

במהלך גל ההנפקות כ-60% מהתאגידים נרשמו למסחר במסלול חברות או שותפויות המו"פ (14 שותפויות המו"פ שנרשמו למסחר היו כ-11% מהתאגידים), כ-30% נרשמו במסלול הרגיל וכ-10% במסלול החברות הגדולות.⁸⁶ כמו כן, חברה אחת נרשמה במסלול ה-SPAC.

ה. חברות ושותפויות מחקר ופיתוח

גל ההנפקות התאפיין בריבוי חברות ושותפויות בתחום המחקר והפיתוח. כפי שתואר לעיל, מספר ההנפקות הכולל של תאגידים מתחומי הטכנולוגיה והביומד עמד על 80 מתוך 129 הנפקות, כלומר כ-62% מסך ההנפקות היה של תאגידים מתחום המחקר והפיתוח. יש לציין, עם זאת, כי ההיקף הכולל של הגיוסים של תאגידים אלה עמד על 7.7 מיליארד שקלים בסך הכל, כלומר 47% מסך הגיוס בגל ההנפקות. היקף הגיוס הממוצע בסקטור זה עמד על כ-100 מיליון ₪, נמוך יותר מאשר בענפים אחרים.

במשך שנים נעשו מאמצים רבים לקדם הנפקות של חברות מחקר ופיתוח בבורסה בתל-אביב, מתוך תפישה כי מדובר בענף מוביל במשק הישראלי, אשר אינו מקבל ביטוי הולם בבורסה. הציפייה היתה כי יצמחו יתרונות רבים לחברות, למשקיעים ולמשק בכללותו, מכך שחברות בתחום זה יפעלו בשוק המקומי, ולא יפנו בהכרח לשוק האמריקאי או למקומות אחרים בעולם לשם גיוס כספים לפעילותן.

בין המהלכים שנעשו בהקשר זה אפשר למנות פתיחת מסלול אנליזות לחברות מחקר ופיתוח, תמיכה באנליזות של משקיעים מוסדיים בחברות מחקר ופיתוח, מתן אפשרות דיווח באנגלית לחברות מחקר

⁸⁵ פרק י"ד להנחיות על פי החלק השני לתקנון הבורסה.

⁸⁶ על פי דיווחיהן של שני שלישים מהחברות (היתר לא דיווחו מסלול).

ופיתוח, חקיקת מסלול של מימון המונים המיועד לגיוסם בהיקף קטן של חברות קטנות ובראשן חברות מחקר ופיתוח, השקת מדד של חברות מחקר ופיתוח בבורסה בתל-אביב, והשקת מסלול של קרנות טכנולוגיה עילית (קרנות נאמנות במסלול מיוחד) בתמיכת המדינה. מקורם של חלק מהמהלכים הנו המלצות ועדה שעסקה בנושא ופרסמה המלצותיה בשנת 2014.⁸⁷

במסגרת גל ההנפקות ניתן לראות כאמור ריבוי של חברות ושותפויות בתחום המחקר והפיתוח. ההשקעה בחברות מחקר ופיתוח, בעיקר בשלבים הראשוניים, נשענת לעתים קרובות על תחזיות, להבדיל מתמחור המבוסס על נתוני הכנסות, רווחיות, לקוחות, המקובל בענפי פעילות מסורתיים. לכן יש גם סיכון רב מהרגיל כי יתקבלו החלטות השקעה המבוססות על אופטימיות יתרה, אשר אינן משקפות את ההסתברות האמיתית להצלחתן של אותן חברות.

כפי שתואר בהרחבה לעיל הרוב המוחלט של החברות המנפיקות בתחומי פעילות אלה הנפיקו כאשר הן אינן רווחיות, ומצב זה נשמר גם בשנתיים שאחרי ההנפקה (לעומת 20%-30% ביתר החברות). יתרה מכך, חלק מהחברות (5% מהטכנולוגיה ו-23% מהביומד) היו בעלות הערת עסק חי במועד הנפקתן. כמו כן, נכון לסוף שנת 2023, כשנתיים לאחר סוף גל ההנפקות, חברות אלה הציגו את הביצועים הגרועים ביותר מקרב החברות המנפיקות עם תשואה עודפת שלילית ממוצעת של 43% (-78% חציוני) בחברות הטכנולוגיה ו-29% (-62% חציוני) בחברות הביומד.

במסגרת הרצון לקדם הנפקות מו"פ, תיקנה הבורסה בשנת 2019 את תקנונה באופן שהתיר רישום למסחר בבורסה שותפויות שעיסוקן הבלעדי הוא בתחומי המחקר והפיתוח. עד מועד זה הוגבל רישום למסחר בבורסה של שותפויות לתחומים של נפט וגז וסרטים, זאת בין היתר על רקע המבנה התאגידי של שותפויות בו מתקיימת הפרדה בין הניהול וההון, והחששות העולים בגינו.⁸⁸ שותפויות מחקר ופיתוח, בדומה לשותפויות נפט וגז או סרטים, נדרשות לגיוס הון משמעותי לצד סיכון גבוה כי הפעילות לא תצלח. על כן התפשה היתה כי תחום זה מתאים גם הוא לפעילות של שותפות. בנוסף לכך, עמדו התכליות שצוינו לעיל, קרי השאיפה לייצר אפשרויות השקעה חדשות בטכנולוגיה וחדשנות ישראלית.⁸⁹

תיקון תקנון הבורסה קבע, בין היתר, כי ניירות ערך של שותפות מוגבלת שפועלת בתחום המו"פ, כהגדרתו בחוק לעידוד מחקר, פיתוח וחדשנות טכנולוגית בתעשייה, התשמ"ד-1984, יירשמו למסחר, בכפוף להתחייבות השותפות כי מדיניות ההשקעה שלה כוללת השקעה במספר פרויקטים, וכן כי סכום ההשקעה בפרויקט בודד בו היא משקיעה לראשונה, לא יעלה על 40% מנכסי השותפות. לעניין זה, התקנון הגדיר "פרויקט" כהשקעה של השותפות או של תאגיד המוחזק על ידי השותפות, במחקר או פיתוח כמשמעותם בחוק המו"פ, וכן שהתקבל אישור רשות החדשנות בגין כל פרויקט בו תשקיע השותפות, או לחילופין – התקבל אישור רשות החדשנות לכך שההשקעה מקיימת את מטרות חוק המו"פ.

⁸⁷ הוועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח (16 בינואר 2014).
https://www.new.isa.gov.il/images/Fittings/isa/asset_library_pic/al_lobby/al_lobby-637f2c2bb1c37/IsaFile_8287.pdf

⁸⁸ שותפויות מהוות חריג לכלל שוויון ההצבעה הקבוע בסעיף 446 לחוק ניירות ערך. מלבד ההפרדה בין הון והצבעה, עלו חששות הנוגעים לממשל התאגידי בשותפויות נסחרות. בשנת 2015 אושר תיקון לפקודת השותפויות, המסדיר את מנגנוני הממשל התאגידי בשותפויות מוגבלות במטרה לספק הגנה נאותה לציבור המשקיעים. בדברי ההסבר לחוק צוין כי התיקון יאפשר להרחיב את פעילות השותפויות לתחומים נוספים, לרבות מחקר ופיתוח, כפי שנעשה כאמור בתיקון תקנון הבורסה. הצעת חוק לתיקון פקודת השותפויות (מס' 5) (ממשל תאגידי בשותפות מוגבלת ציבורית), התשע"ד-2014, ה"ח 834 (21 בינואר 2014), 260, דברי ההסבר בעמ' 261.

⁸⁹ סקירה שנתית 2019 – הבורסה לניירות ערך.

מודל הפעילות של שותפויות מו"פ מתבסס על התאגדות לצורך השקעה בחברות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח, ובפרט חברות טכנולוגיה, חלקן בשלבי פיתוח ראשוניים בלבד. הוא כולל פיזור של כספי ההשקעה בין מספר חברות מטרה, באופן שמצמצם במידה מסוימת את הסיכון לאובדן כספי ההשקעה עקב כישלון של מי מהן.

היזמים של שותפות המו"פ משמשים לרוב כמנהליה והם אלה המכוונים את פעילות השותפות. הכוונה זו מתבטאת בעיקר בבחירת חברות המטרה בהן תשקיע השותפות, היקפי ההשקעה ותנאיה. מודל השותפות פועל באופן כזה שהיזמים לא נדרשים להשקיע בהכרח סכום כספי משמעותי מכיסם בהון השותפות.⁹⁰ יחד עם זאת, היזמים זכאים לתגמולים מהשותפות בעבור שירותי הניהול שלהם. תגמולים אלה נקבעים, על-פי רוב, כשיעור מהכנסות, נכסים או רווחים של השותפות.

לאחר כניסתו לתוקף של תיקון תקנון הבורסה המתיר רישום של שותפויות מו"פ בשנת 2019, ועם תחילתו של גל ההנפקות, חלה מגמת עלייה ברישום למסחר של שותפויות מו"פ בבורסה. כך למשל, במחצית השנייה של שנת 2020 נרשמו 5 שותפויות מו"פ למסחר בבורסה, אשר גייסו במצטבר כ- 231 מיליון ₪ בהנפקת יחידות לציבור באותה שנה. בשנת 2021 נרשמו 9 שותפויות מו"פ נוספות למסחר, אשר גייסו במצטבר כ- 370 מיליון ₪ באותה שנה.

הנפקת שותפויות המו"פ העלתה חששות ברשות ניירות ערך, במספר הקשרים:

ראשית, במודל של שותפות מתעוררת הבעיה הבסיסית, לפיה היקף ההשקעה וזכויותיהם של המשקיעים מהציבור ושל היזם אינם זהים. המשקיעים מקרב הציבור הם אלו הנוטלים את מרבית הסיכון של השותפות לאובדן כספי ההשקעה שלהם במקרה של כישלון השותפות. לעומת זאת, היזמים נושאים בסיכון מוגבל ונמוך יותר ביחס לנכסי השותפות ואף על פי כן, הם ייהנו מפירות ההצלחה של השותפות, כאשר היקף התגמולים שלהם יגדל ככל שהשותפות תצליח יותר. הדבר מגביר את החשש כי היזמים ייטלו סיכונים גבוהים בעת ניהול השותפות.

שנית, בשותפויות מו"פ יש סיכונים אינהרנטיים הנוגעים לתקופה הארוכה שבין מועד ההשקעה ועד למועד בו הפרויקט מניב הכנסות; לאי הוודאות עבור המשקיעים שכן רק מספר מצומצם יחסית של פרויקטים מסתיימים בהצלחה; לסכומי ההשקעה הגבוהים הנדרשים לאורך השנים; ולמומחיות הנדרשת כדי לעמוד על טיב ההשקעה והתמחור המתאים לה.

שלישית, פיזור ההשקעות על פני מספר חברות מטרה נועד לצמצם את הסיכון למשקיעים, אולם משמעו גם כי המשקיעים נחשפים למידע מוגבל יותר אודות כל חברת מטרה, בהשוואה למצב בו היתה היא עצמה מנפיקה. על כן הם נדרשים להסתמך יותר על יכולותיה של הנהלת שותפות המו"פ.

ההתמודדות עם החששות שהעלו הנפקות שותפויות מו"פ נעשתה בראש ובראשונה במישור הגילוי, במטרה לשקף למשקיעים את פעילות השותפויות בתחום זה ואת הסיכונים הייחודיים הנלווים להשקעה בהן. השותפויות נדרשו לכלול בתשקיפיהן בין היתר גילוי בדבר חברות המטרה בהן השותפויות מבקשות להשקיע במהלך הגיוס הראשוני וכן גילוי אודות השותף הכללי, יכולות איתור ההשקעות שלו ושיקול דעתו ביחס להשקעה בחברות מטרה אחרות. כמו כן, נדרש גילוי בעניין מבנה התמריצים והתגמולים

⁹⁰ ראו לעיל לגבי הוראות תקנון הבורסה, אשר נועדו להתמודד עם חשש זה, באמצעות הדרישה להשקעה מינימלית של השותף הכללי ובעל השליטה בו.

שיהיה זכאי להם בפעילות השותפות. נדרשו גם השלמות גילוי בדבר הצלחות וכישלונות עסקיים של השותפות, וכן היבטים המעידים על פגם במהימנות של בעלי השליטה או נושאי המשרה בשותפויות.⁹¹

צעד נוסף של הרשות היה פנייה למשקיעים עצמם - ביום 30.5.2021 פרסמה הרשות דגשים למשקיעים בנוגע למאפיינים הייחודיים ולסיכונים הכרוכים בהשקעה בשותפויות מו"פ, שנרשמות למסחר בבורסה.⁹² בפרסום זה הדגישה הרשות כי על המשקיעים להביא בחשבון כמה מאפיינים של שותפויות המו"פ, כגון הניסיון העסקי של היזמים שמנהלים את שותפות המו"פ; דמי הניהול האפקטיביים שישולמו ליזמים ולנושאי המשרה בשותפות; מדיניות ההשקעה של השותפות; סכום ההשקעה של היזמים ועוד.

צעד משמעותי יותר היה תיקון דרישות הרישום למסחר של שותפויות מו"פ בבורסה. ביום 16.2.2021 פורסמה הצעת הרשות לתיקון תקנון הבורסה בהקשר זה, שכללו תנאי סף חדשים להנפקות של שותפויות מו"פ.⁹³ בהמשך לכך, ביום 17.6.2021 אושרו תיקונים בתקנון הבורסה, אשר החמירו באופן משמעותי את דרישות הרישום למסחר של שותפויות מו"פ וכללו העלאה של סכום הגיוס המזערי של שותפות מו"פ לסכום של 40 מיליון ₪; הארכת תקופת החסימה המוטלת על ניירות הערך המוחזקים על-ידי השותף הכללי ובעל השליטה בו בשותפויות מו"פ לתקופה מדורגת של עד 36 חודשים; הגבלת ההשקעה בכספי תמורת ההנפקה כך שתיעשה באפיקים סולידיים בתקופת הביניים; וייעוד ספציפי של חלק משמעותי מתמורת ההנפקה בהתאם לתשקיף.

בעקבות צעד זה נבלמה מגמת הנפקת שותפויות המו"פ, ומסוף שנת 2021 לא הונפקו שותפויות מו"פ נוספות. התשואות של 13 מתוך 14 שותפויות המו"פ שהנפיקו בשנים 2020 – 2021 היו שליליות באופן מובהק (70%- בממוצע), בעוד התשואות של שותפות אחת היו חיוביות מאוד.

תופעת שותפויות המו"פ משקפת את האתגר בקידום פעילות מו"פ בשלביה הראשוניים. מחד, ניצב הרצון לעודד גיוס הון והשקעה בעסקים קטנים ובינוניים, בפרט בתחילת דרכם. בשלב זה העסקים ניצבים בפני קשיי גיוס ויש אינטרס להרחיב את אפשרויות המימון שלהם. כמו-כן, בשלב זה מחיר ההשקעה עשוי להיות נמוך ביחס לתשואות הפוטנציאליות שיצמחו למשקיעים היה והעסקים אכן יצלחו. מאידך, ההסתברות לכישלון ההשקעה היא גבוהה, והחברות נמצאות ברמת בשלות נמוכה.

מודל שותפויות המו"פ הציג ניסיון להתמודד עם האתגר באמצעות שותפות בעלת ניהול מקצועי, המפזרת את כספי ההשקעה על פני מספר פעילויות מו"פ שונות. ואולם, נראה כי גם בכך לא היה מענה מספק לבעיות התמריצים (הנובעות בין היתר מהפער בין היזם והמשקיעים), בעיות באפקטיביות הגילוי (הנובעות בין מאופי פעילות המו"פ ופיזור ההשקעות), והסיכון אינהרנטי של ההשקעה בתחום. לאור האמור הוחמרו כבר במהלך גל ההנפקות התנאים לפעולתן של שותפויות מו"פ, באמצעות שינוי דרישות הרישום למסחר.

⁹¹ בחינת תיקון תקנון הבורסה להתאמת הדרישות ברישום למסחר של שותפויות מו"פ, כחלק משכלול מנגנוני ההגנה על ציבור המשקיעים – רשות ניירות ערך (פברואר 2021).

⁹² רשות ניירות ערך, דגשים לציבור המשקיעים בנוגע למאפיינים הייחודיים ולסיכונים הכרוכים בהשקעה בשותפויות מחקר ופיתוח, שנרשמות למסחר בבורסה (30 במאי 2021).

⁹³ "רשות ניירות ערך פרסמה הצעה לתיקון תקנון הבורסה בנושא שכלול מנגנוני ההגנה על ציבור המשקיעים במכשיר ההשקעה שותפויות מחקר ופיתוח (16 בפברואר 2021).

<https://www.new.isa.gov.il/nav-index/supervised-publications/eitonot-160221>

1. חברות ספאק (SPAC)

אחד המאפיינים של גל ההנפקות שהתרחש בארה"ב, במקביל לגל ההנפקות המקומי, היה ביצוע של הנפקות רבות במנגנון של חברות ספאק. חברות ספאק (Special Purpose Acquisition Company), או בקצרה SPAC) הן למעשה חברות "שיק פתוח" (Blank-Check) אשר הוקמו לשם גיוס כספים מהמשקיעים בהנפקה ראשונה לציבור (IPO), במטרה להשתמש בכספים במועד מאוחר יותר, לצורך רכישת חברות מטרה בעלות פעילות עסקית. בניגוד להנפקות ראשונות לציבור של חברות רגילות, לחברות ספאק אין פעילות עסקית במועד הנפקתן.

השלב הראשון בתהליך הספאק הוא יצירת חברת מעטפת על ידי היזמים המארגנים של הספאק (להלן: "המארגנים") המכונים "Sponsors". המארגנים הם בדרך כלל בעלי מוניטין או מומחיות בתחום שבו ה-SPAC מתכוון להשקיע. בשלב השני, המארגנים מבצעים הנפקה ראשונה לציבור (IPO) והכספים אשר מגויסים במסגרתה נשמרים בנאמנות עד למציאת חברת מטרה לרכישה. בשלב ההנפקה המארגנים אינם נדרשים לאפיין באופן מדויק את חברות המטרה שהם מתכוונים לרכוש, והמשקיעים מבססים את החלטת ההשקעה שלהם על המוניטין והמומחיות של המארגנים. במסגרת ההנפקה המשקיעים מקבלים המשקיעים, ככלל, חבילה המורכבת ממניות רגילות ואופציות Call במחיר מימוש קבוע מראש.⁹⁴

על פי הנוהג שהיה מקובל בשוק האמריקאי, למארגנים יש זמן מוגבל שנע בין 18 ל-24 חודשים לאתר חברה פרטית בעלת פעילות עסקית מתאימה, לצורך מיזוג עמה. לאחר איתור חברת מטרה פוטנציאלית, מתחיל שלב שנקרא ה-"de-SPAC" בו תחילה המארגנים מנהלים בדיקת נאותות ומשא ומתן עם חברת המטרה בנוגע לתנאי רכישתה. עם סיום המשא והמתן וגיבוש תנאי הרכישה, בשלבים המתקדמים, העסקה נדרשת באישור בעלי המניות של חברת הספאק.⁹⁵

בשלב אישור העסקה, בעלי המניות בחברת הספאק מקבלים את המידע הדרוש בנוגע למיזוג הפוטנציאלי – החברה נדרשת למסור גילוי עם תיאור כללי של המיזוג והממשל התאגידי המתוכנן וכן נתונים כספיים ותחזיות כלכליות. בעלי המניות יכולים לבחור האם לאשר את העסקה, או לצאת מהעסקה (Opt-Out) ולפדות את מניותיהם בתמורה לחלקם היחסי בהון השמור בנאמנות - ויחד עם זאת עומדת להם הזכות לשמור על אופציות ה-Call שבידם. מקום בו הרוב המינימלי הדרוש של בעלי המניות מאשר את העסקה (והיא מקבלת את האישורים הרגולטוריים הדרושים בעת הצורך), מתמזג הספאק עם חברת המטרה (החברה שהספאק נבלע לתוכה), שהיא בדרך כלל חברה פרטית אשר הופכת בתהליך זה לחברה ציבורית נסחרת. מקום בו עסקת המיזוג עם חברת היעד אינה מאושרת ברוב המינימלי הדרוש של בעלי מניות, או שעסקת מיזוג שכזו אינה מתבצעת תוך מסגרת הזמן שנקבעה, מתפרק הספאק בתהליך שנקרא "הנזלה" (Dilution) - והמשקיעים מקבלים בחזרה את השקעתם המקורית בתוספת ריבית שנצברה.

המארגנים מתוגמלים באמצעות קבלת חלק ניכר (כ-20%) ממניות הספאק, המכונה "Promote", אשר נועד תמרץ אותם להשלים את תהליך המיזוג עם חברת המטרה.

⁹⁴ Michael D. Klausner, Michael Ohlrogge and Emily Ruan, "A Sober Look at SPACs" 39(1) *Yale Journal on Regulation* (December 20, 2021).

⁹⁵ Rongbing Huang, Jay R. Ritter, and Donghang Zhang, "IPOs and SPACs: Recent Developments" (January 6, 2023). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4319577> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4319577>

על מנת להגדיל את כמות המזומנים לצורך רכישת חברת מטרה, פונים המארגנים לעתים לגופים מוסדיים, הנקראים "PIPEs" (Private Investment in Public Equity) – בדרך כלל קרנות פנסיה וקרנות נאמנות – אשר נכנסות להשקעה במקומם של משקיעים שבחרים לבצע Opt-Out תוך פדיון מניותיהם תמורת מזומן.⁹⁶

מהן ההצדקות למנגנון זה? עבור חברות פרטיות, מיזוג עם חברת ספאק היווה אלטרנטיבה לסטנדרט של הנפקה ראשונה לציבור (IPO) אשר מתבצעת בתהליך מורכב הדורש משאבים וזמן. הפיכה לחברה ציבורית באמצעות מיזוג עם ספאק מקנה לחברות פרטיות ודאות גדולה יותר באשר לתמחור שווין בשוק ההון ומסגרת זמנים קצרה יותר מאשר ב-IPO. עבור הספאק עצמו הליך ההנפקה הוא פשוט יחסית בשל היעדר פעילות כלכלית, נכסים והיסטוריה פיננסית משל עצמו. וביחס למשקיעים הטענה היתה כי חברות הספאק יוצרות מסגרת נגישה ונוחה להשקעות שמצויות בדרך כלל בשוק השקעות ההון הפרטי (Private Equity Investments), שבדרך כלל אינן נגישות למשקיע הממוצע. אפשר לראות במנגנון הספאק ניסיון לאמץ מודל גיוס דומה לזה הקיים בשוק הפרטי, בו קרנות הון סיכון מגייסות בשלב ראשון כספים ממשקיעים, ובשלב שני משקיעות אותן על פי שיקול דעתן.

ואולם, מנגנון הספאק מגלם גם בעיות קשות אשר ניתן היה לראות את התממשותן בשוק האמריקאי.⁹⁷ הקושי היסודי הוא כי בעת ההנפקה לציבור לא קיימת בחברה פעילות אשר ניתן גילוי בעניינה. כלומר, אין בשלב זה נתונים מספקים לצורך קבלת החלטת השקעה מושכלת, ולמעשה ההנפקה נעשית ללא הנדבך הבסיסי של פעילות עסקית ממשית וגילוי נרחב אודותיה. קושי שני נוגע לתהליך ה-de-SPAC – שהוא פורמלית הליך של מיזוג, הכפוף לרגולציה וכללים שונים מאשר הליך IPO – אבל באופן מעשי הוא מעין הנפקה המוסווית בתוך עסקת מיזוג. בשל הפער הרגולטורי האמור, משקיעי הספאק חשופים לסיכונים ייחודיים, בעיקר בשל דרישות הגילוי המצומצמות יותר הנדרשות בעסקאות מיזוג, בהשוואה לגילוי הרחב למשקיעים הנדרש במסגרת IPO. ביקורת נוספת, הקשורה לכך, נגעה לתחזיות הניתנות ביחס לעסקאות המיזוג – אשר נטען כי פעמים רבות הן בלתי-סבירות, לא מבוססות דיין ועשויות להטעות משקיעים – בעיקר כאשר מדובר בחברות מטרה המצויות בשלבים מוקדמים של פעילות העסקית.⁹⁸

בנוסף לכך, מבנה ההנפקה הדו-שלבי יוצר בעיית תמריצים, שכן לקראת שלב ה-de-SPAC האינטרסים של המארגנים עלולים להיות מנוגדים לאינטרסים של בעלי המניות בספאק. עבור המארגנים – השלמת עסקת מיזוג עבור הספאק היא הכרחית לצורך קבלת תגמולי ה-Promote, ולכן היא כדאית עבורם, ללא תלות בביצועי חברת המטרה לטווח ארוך. התמריץ הכלכלי המוגבר של המארגנים להשלים עסקת מיזוג לספאק עלול לעמוד בניגוד לאינטרסים של בעלי המניות ב-SPAC להתמזג עם חברת מטרה בעסקה שתניב להם רווחים בעתיד – מפני שהמארגנים עשויים לדחוף לביצוע עסקאות מיזוג חסרות כדאיות כלכלית, שיתירו את בעלי המניות עם ערך נמוך ואף הפסדים כספיים בעתיד.⁹⁹

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION 17 CFR Parts 210, 229, 230, 232, 239, 240, and 249 [Release ⁹⁶ Nos. 33-11265; 34-99418; IC-35096; File No. S7-13-22] RIN 3235-AM90 **Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections**: 9-11 (26 February 2024), at <https://www.sec.gov/files/rules/final/2024/33-11265.pdf>

⁹⁷ לסקירה רחבה של הנפקות ספאק והבעיות שהן מעוררות ראו:

IOSCO, FR/06/2023 **Special Purpose Acquisition Companies – Final Report** (May 2023)

Rongbing Huang, Jay R. Ritter, and Donghang Zhang, "IPOs and SPACs: Recent Developments" (January ⁹⁸ 6, 2023). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4319577> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4319577>

בארה"ב חלה עלייה משמעותית בהנפקות SPAC בשוק האמריקאי בשנים 2020 – 2021. לפי נתוני רשות ניירות ערך האמריקאית, Securities and Exchange Committee (להלן: "SEC"), בשנת 2020 הונפקו 248 ספאקים מתוך 450 הנפקות ראשוניות לציבור (55%), אשר גייסו 83.4 מיליארד דולר מתוך סך של 179.4 מיליארד דולר (46%) ובשנת 2021 הונפקו 613 ספאקים מתוך 968 הנפקות ראשוניות לציבור (63%), אשר גייסו 162.5 מיליארד דולר מתוך סך של 334.7 מיליארד דולר (49%).¹⁰⁰ נתונים שנאספו במחקר אקדמי מצביעים על כך שהתשואות של החברות הממוזגות (כלומר, לאחר שעברו de-SPAC) הן נמוכות יחסית, כאשר הן נבחנות לטווחי זמן של שנה אחת ושלוש שנים מעת השלמת המיזוג עם חברת המטרה: חברות ספאק שהשלימו מיזוג בשנת 2019 רשמו תשואה חד-שנתית של 2% ותשואה תלת שנתית שלילית של (-25%); חברות ספאק שהשלימו מיזוג בשנת 2020 רשמו תשואה חד-שנתית שלילית של (-3%) ותשואה תלת שנתית שלילית של (-56%); וחברות ספאק שהשלימו מיזוג בשנת 2021 רשמו תשואה חד-שנתית שלילית של (-64%) ותשואה תלת-שנתית שלילית של (-73%).¹⁰¹

על רקע הבעיות שנמצאו במנגנון הספאקים, וביקורת רבה על כך שמשקיעים מפסידים כספים רבים בעייתיים, פעלה ה-SEC להקשיח את הרגולציה על הנפקות ספאק. בחודש ינואר 2024 פרסמה ה-SEC כללים חדשים ונוקשים יותר ביחס לחברות ספאק במטרה לספק הגנה רחבה יותר למשקיעים. הכללים החדשים נוגעים הן לתהליך ה-IPO של חברות הספאק והן לתהליך המיזוג עם חברת המטרה, ומטרתם המוצהרת היא צמצום הפערים שבין הרגולציה שחלה על חברות SPAC לבין הרגולציה החלה על IPOs. הכללים החדשים דורשים, בין היתר, גילוי מוגבר אודות ניהודי עניינים, גילוי נרחב יותר אודות התגמול למארגני הספאק, מידע מפורט יותר באשר לאירועי הנזלה, ומידע אחר שעשוי להיות חשוב למשקיעי ספאק. הכללים החדשים דורשים בנוסף גם גילוי מוגבר ביחס לחברות המטרה, וזאת במטרה להפוך את החלטות ההצבעה של בעלי המניות על עסקאות מיזוג פוטנציאליות למידועות ומושכלות יותר. במקרים מסוימים הם גם דורשים אחריות משותפת של חברות המטרה על המידע שנמסר אודותיהן למשקיעי הספאק. ביחס לתהליך ה-de-SPAC הכללים מוסיפים דרישה לגילוי מוגבר ביחס למידע הכולל מתן תחזיות וצפי לעתיד – תוך גילוי מכלול הנתונים וההנחות העומדים בבסיס אותן התחזיות והרחבת האחריות המשפטית החלה על מתן תחזיות אלו.¹⁰²

לעומת תופעת הספאקים בארה"ב, ובמידה פחותה גם באירופה¹⁰³, בישראל נמנעה תופעה שלילית דומה. בעקבות הנפקות ספאקים בארה"ב גם בישראל היה עניין של יזמים בביצוע הנפקות דומות. הנפקות ספאק הוגבלו ממילא בכללי הבורסה המחייבים ותק פעילות של שנה, אולם כאשר דובר בהנפקה גדולה לא היתה דרישה לוותק פעילות (ראו לעיל).

¹⁰⁰ בשנת 2022 הונפקו 86 ספאקים מתוך 118 הנפקות ראשוניות לציבור (73%), אשר גייסו 13.4 מיליארד דולר מתוך סך של 22.9 מיליארד דולר (59%); ובשנת 2023 הונפקו 31 ספאקים מתוך 72 הנפקות ראשוניות לציבור (43%), אשר גייסו סך של 3.8 מיליארד דולר מתוך סך של 25.1 מיליארד דולר (15%).

Geiss, Jay. "The IPO Alternative: Special Purpose Acquisition Companies Are Gaining Traction in Private Equity," 47(1) *IOWA Journal of Corporation Law* (2022): 235-258.

Rongbing Huang, Jay R. Ritter, and Donghang Zhang "Going Public with IPOs and SPAC Mergers" ¹⁰¹ (October 20, 2023). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4608607>: 42.

¹⁰² ראו פרסום הודעה לעיתונות של ה-SEC (24.1.2024) : <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2024-8> ; ¹⁰³ Financial Times, "Europe's Spacs scramble for targets as market hit by hangover" (27.6.2021): <https://www.ft.com/content/d732fe11-e18b-4b8b-8432-27827d22040e>

על רקע מספר פניות של חברות לרשות בבקשה לפרסם תשקיף במודל הספאק, פרסמה הרשות בחודש מאי 2021 עקרונות ותנאים להנפקת ספאק בישראל.¹⁰⁴ תנאים אלה, אשר נקבעו תוך הפקת לקחים מפעילות חברות הספאק בארה"ב, עוגנו לאחר מכן בהנחיות הבורסה.¹⁰⁵

להלן התנאים העיקריים שנקבעו למתן היתר לפרסום תשקיף לחברות ספאק:

1. היקף גיוס מינימאלי של 400 מיליון שקלים (באמצעות הנפקת מניות בלבד או מניות וכתבי אופציה למניות).
2. השתתפות משקיעים מוסדיים - שיעור מינימאלי של 70% מהיקף ההנפקה שירכשו על ידם.
3. היקף השקעה מינימאלי של היזם - 40 מיליון שקלים. השקעה זו נועדה להבטיח נטילת חלק בסיכון על-ידי היזם (Skin in the game).
4. תקופה של עד שנתיים לאיתור חברת מטרה והכנסת פעילות (בשווי של לפחות 80% מסכום הגיוס).
5. השקעת תמורת ההנפקה עד להכנסת הפעילות באפיקים סולידיים בלבד באמצעות נאמן חיצוני לחברה.
6. חובת אישור הכנסת הפעילות על ידי האסיפה הכללית ובנטרול הצבעות היזמים.
7. החזר כספי של סכום ההשקעה לבעלי מניות שיצביעו באסיפה הכללית נגד הכנסת הפעילות.
8. תגמולים ליזם – העדר תגמולים ליזם עד הכנסת הפעילות; קביעת תקרה לדמי ההצלחה (רכיב ה Upside של היזם) של עד 10% מההון בחברה לאחר הכנסת הפעילות.
9. הטלת חסימה על המניות המוחזקות על ידי היזם: חסימה מוחלטת של ההשקעה הראשונית עד הכנסת הפעילות, לצד חסימה של חלק מהשקעה זו עד שישה חודשים לאחר הכנסת הפעילות; חסימה של שלוש שנים לאחר הכנסת הפעילות על המניות שיוענקו ליזם במסגרת הכנסת הפעילות.
10. רוב של דירקטורים בלתי תלויים בדירקטוריון.
11. בהעדר הכנסת פעילות או עזיבה של היזמים בתוך התקופה שנקבעה – השבת כספי ההשקעה למשקיעים.
12. גילוי ודיווח למשקיעים בהתאם להוראות הדין ולהתחייבויות שיכללו בתשקיף בדבר פרטי הגילוי שיכללו במסגרת זימון אסיפת בעלי המניות להכנסת הפעילות.

כפי שניתן לראות, כללים אלה עוסקים ביסודם בתנאי סף מבניים ולא בדרישות גילוי. במבט בדיעבד ניתן לראות כי תנאי סף אלה אכן מנעו באופן כמעט מוחלט את תופעת הספאק בישראל, והונפקה למעשה רק חברת ספאק אחת. בחודש אוגוסט 2021 השלימה חברת 'איי ספאק' גיוס של 400 מיליון ₪ בהנפקת מניות, מתוכו גייסה 70% משישה גופים מוסדיים. בחודש יולי 2023 הודיעה החברה על אירוע "הנזלה" כיוון שלא עלה בידה להשלים מיזוג עם חברת מטרה בתוך התקופה המרבית שנקבעה¹⁰⁶, ובחודש אוגוסט 2023 היא נמחקה מן המסחר בבורסה.¹⁰⁷

¹⁰⁴ <https://www.new.isa.gov.il/nav-index/supervised-publications/eitonot-090521>
¹⁰⁵ https://info.tase.co.il/Heb/TASERulesandRegulations/Lists/RegulationRes/810_Companies/274680.pdf

¹⁰⁶ דיווח חברת איי-ספאק מיום 5 ביולי 2023 באתר מאיה: <https://maya.tase.co.il/reports/details/1532697>

¹⁰⁷ דיווח חברת איי-ספאק מיום 8 באוגוסט 2023 באתר מאיה: <https://maya.tase.co.il/reports/details/1539786>

ההתמודדות עם שותפויות המו"פ וחברות הספאק מלמדת על חשיבותם של הסדרים מבניים בשוק ההנפקות, אשר משמשים כקו הגנה נוסף לצד דרישות הגילוי, במטרה להוביל להנפקות איכותיות יותר. חשיבותם של כללים אלה גוברת במיוחד בתקופות של גל הנפקות, בהם מנגנוני השוק הרגילים מתקשים לפעול היטב.

ממצאים ומסקנות עיקריים

1. גל ההנפקות כתופעה מחזורית

תופעה של גלי הנפקות של חברות חדשות (IPO Waves) היא תופעה מחזורית המתרחשת אחת לכמה שנים. בספרות ניתנו הסברים שונים לתופעה זו, הנוגעים בין היתר לתנאי השוק הנוחים (ובפרט רקע של תוואי עליות בשערי המניות), לשינויים כלכליים וטכנולוגיים שעשויים להניע את גל ההנפקות, וליצירתה של דינמיקה במסגרתה הנפקת חברות מובילה להנפקות נוספות. גל ההנפקות של השנים 2020 – 2022 החל עם סימני דעיכת התפרצות גל הקורונה הראשון, התרחש על רקע עליות שערים בשוק, והנפקות רבות שנעשו באותה התקופה גם בארה"ב.

2. הסיכונים הגלומים בגל ההנפקות

גלי הנפקות מביאים צבר חברות חדשות בפרק זמן קצר ואינטנסיבי, ועל כן יש בהם פוטנציאל לשיבוש מנגנוני השוק הרגילים, משמע פגיעה בתהליכי הסינון והתמחור בשוק ההון. גלי הנפקות מעוררים סימני שאלה באשר לאיכות הפעילות העסקית של החברות המנפיקות ומחירי ניירות הערך שלהן בהנפקה. מלבד ההפסדים שעלולים להיגרם לכספי המשקיעים שהשתתפו בגל ההנפקות, ישנו סיכון גם לפגיעה רחבה יותר - באמון הציבור בשוק ההון בטווח הארוך ובנכונות להמשיך ולהשקיע בו. במחקר הסברנו כיצד גל הנפקות מקשה גם על ההתנהלות התקינה והמוניטין של השחקנים הקבועים בשוק, ובהם חתמים, אנליסטים, רואי חשבון ומשקיעים מוסדיים.

3. היקפו יוצא הדופן של גל ההנפקות של השנים 2020 – 2022

בשנים 2020 - 2022 התרחש גל הנפקות יוצא דופן של הנפקות ראשוניות בישראל, במסגרתו נוספו 129 חברות חדשות לבורסה, גידול של 24% ביחס ל- 442 חברות שנסחרו בבורסה בתחילת שנת 2020. הרוב המכריע של הנפקות החברות - 94 במספר (73% מסך ההנפקות) - התרחש בשנת 2021. היקף הגיוס הכולל בגל ההנפקות עמד על כ- 16.5 מיליארד שקלים. זאת בהשוואה למספר הנפקות ראשוניות חד-ספרתי במוצא לשנה בעשור שקדם לגל ההנפקות. גל ההנפקות התאפיין בגיוסים של חברות קטנות, כאשר בראייה ענפית, כשני שליש מההנפקות הראשוניות (80 הנפקות) וכמחצית מהיקף הגיוסים שהתבצעו במהלך התקופה (7.7 מיליארדי ₪) השתייכו לענפי הטכנולוגיה והביומד.

4. ביצועי החברות של גל ההנפקות בחלוף זמן מההנפקה

המחקר מראה כי ביצועי החברות המנפיקות בשנים שלאחר ההנפקה היו במרבית המקרים חלשים משמעותית מביצועי השוק בכלל ומביצועי הענפים להן הן משתייכות בפרט. כך, בממוצע, עד לסוף שנת 2023, כשנתיים לאחר סיומו של גל ההנפקות, החברות המנפיקות הניבו תשואה שלילית של כ-38% ותשואה חציונית שלילית של כ-60%. כ-82% מהחברות (107 חברות) הניבו תשואה שלילית אבסולוטית וכ-18% ירדו ביותר מ-90% משווין בהנפקה. בחלוקה לפי גודל ההנפקה ניתן לראות כי בעוד ירידות השווי היו רוחביות, ככל שמדובר בהנפקות גדולות יותר, כך התשואה הייתה שלילית פחות. במילים אחרות, ככלל, התשואה השלילית בהנפקות קטנות הייתה גדולה יותר.

נתון מעניין נוסף מלמד על כך שבמהלך החודשיים הראשונים למסחר לאחר ההנפקה חלו עליות הן בתשואה הממוצעת הן החציונית. כבר ביום הראשון למסחר נרשמה עלייה ניכרת של כ-13% בממוצע ועד ליום המסחר ה-40 הצטברה התשואה הממוצעת לשיא של כ-22%. עם זאת, החל ממועד זה החלה ירידה עקבית רב שנתית בתשואות עד לסוף התקופה הנמדדת.

5. השקעות הגופים המוסדיים והנתונים הפיננסיים של החברות המנפיקות

במסגרת המחקר נבחנו המשתתפים בהנפקות, המאפיינים הפיננסיים של החברות המונפקות, והקשר בין נתונים אלה לבין הביצועים.

הגופים המוסדיים (קופות גמל, קרנות פנסיה, חברות ביטוח וקרנות נאמנות) השתתפו בהיקף נרחב בגל ההנפקות ורכשו כ-68% מהכמות שהונפקה. שיעור ההחזקות שלהם במניות המונפקות דמה לסך אחזקותיהם במניות דומות, והסתכם לכ-28% משווי השוק של אותן החברות. בחינת היקף השקעות המוסדיים בחברות המנפיקות בחלוף שנתיים מלמדת כי הם המשיכו להחזיק בחברות בשיעור דומה, באופן התואם דפוס השקעה לטווח ארוך.

ניתוח הנתונים מעלה כי כ-60% מהחברות הנפיקו בעודן בעלות רווחים שליליים, ונתח זה לא השתנה מהותית ואף גדל מעט לאורך השנתיים הראשונות למסחר. עם זאת, חל גידול קל בהכנסות מכ-9% בממוצע ביחס לשווי בהנפקה לכ-12% לאחר שנתיים. הפניית תשומת לב של רואה חשבון למצב הפיננסי של החברה הופיעה ב-7% מדוחות החברות עוד טרם מועד ההנפקה ול-5% מהחברות הייתה הערת עסק חי נכון למועד ההנפקה. במהלך השנתיים הראשונות של המסחר שיעור החברות בעלות הפניית תשומת לב והערת עסק חי יותר מהוכפל ל-15% ו-11% בהתאמה. מדובר בנתונים דומים לאלה של אוכלוסיית החברות הכללית בבורסה, אך פרק הזמן הקצר ממועד ההנפקה ועד ההידרדרות במצב הפיננסי, חרף גיוס הכספים, מצביע על כך שלפחות חלק מהחברות הנפיקו בשלבים מוקדמים ומסוכנים יותר של חייהן.

6. הקשר בין מאפייני החברות המנפיקות ובין ביצועיהן לאחר ההנפקה

במסגרת המחקר עמדנו על טיב הקשר בין ביצועי החברות במהלך השנתיים הראשונות מאז ההנפקה ובין מאפייניהן של החברות (נתונים חשבונאיים, גודל, מבנה עמלות חיתום וכו') בסמוך להנפקה או מיד אחרי תחילת המסחר בבורסה, באמצעות מודל של רגרסיה לינארית מסוג ריבועים פחותים (OLS). בבדיקה זו לא נמצא מתאם סטטיסטי בין מרבית מאפייני החברה, ההנפקה והרכב ההחזקות בה, לבין ביצועי המניה לאחר ההנפקה. זאת מלבד, מתאם חיובי עם הרווח הנקי בשנה שלאחר ההנפקה ביחס לשווי החברה לאחר ההנפקה, ומתאם שלילי עם עלויות החיתום ביחס לתמורת ההנפקה.

יש לציין, כי בארצות הברית ובבריטניה נרשמה גם כן עלייה חריגה במספר ההנפקות בשנים 2020 - 2021, ובעיקר בשנת 2021. עלייה זו התבטאה בגידול של 161% במספר ההנפקות בארצות הברית ו-360% בבריטניה, ביחס לשנת 2019. בדומה למגמה שתוארה לעיל ביחס לישראל, גם בשווקים אלה, מרבית ההנפקות הניבו תשואה עודפת שלילית, עם 89% מהחברות בארה"ב ו-87% בבריטניה (לעומת 80% בישראל). בהתאם גם התשואה היחסית השנתית הממוצעת הינה שלילית באופן ניכר, 42%- בארה"ב ו-33%- בבריטניה (לעומת 23%- בישראל). יחד עם זאת, מאפייני ההנפקות בארה"ב ובבריטניה היו שונים, לרבות בהיבטי גודל וענפי הפעילות.

7. גל ההנפקות בראי הטענות לעודף רגולציה

בשנים האחרונות עלו טענות לפיהן עודף רגולציה בדיני חברות וניירות ערך גורם למיעוט הנפקות חדשות וליציאת חברות משוק ההון. אין ספק כי הוראות הרגולציה מהוות שיקול משמעותי בהחלטה להנפיק ניירות ערך, וכי בכל עת ראוי לבחון אם קיימת רגולציה ביתר או בחסר, שיש מקום לתקנה. יחד עם זאת, גל ההנפקות התרחש מבלי שקדם לו שינוי מהותי ברגולציה. הדבר מצביע על כך שעוצמת הביקוש לניירות הערך והתמחור מהווים שיקולים משמעותיים יותר, ובהינתן תנאי שוק הולמים, הרגולציה לא היוותה חסם מכריע. מסקנה זו מתחדדת על רקע מספר החברות הגדול, וההנפקה של חברות רבות שהן קטנות יחסית. במילים אחרות, נראה כי תנאי השוק השפיעו יותר מהרגולציה על שוק ההנפקות.

8. אתגר חברות המו"פ

בשנים האחרונות נעשו מאמצים רבים לקדם כניסה לשוק ההון של חברות קטנות, בפרט מתחום ההייטק. בין היתר בא הדבר לידי ביטוי בדוח לעידוד חברות מו"פ, ביוזמה לאפשר הקמה של בורסה לחברות קטנות ובינוניות, ובניסיון לקדם פעילות מו"פ בשוק ההון באמצעות מודל של שותפויות מו"פ הנרשמות למסחר בבורסה.

תוצאות גל ההנפקות מצביעות על האתגר בהבאת חברות מו"פ לשוק ההון, בעיקר בשלבי פעילותן המוקדמים. בשלבים אלה יש באופן אינהרנטי סיכונים עסקיים וקשיי תמחור חזקים מהרגיל. המודל של שותפויות המו"פ, אשר נועד להשיג ניהול מקצועי ופיזור, לא הוכיח את עצמו וכבר במהלך גל ההנפקות הוחמרו התנאים לפעולתן של שותפויות מו"פ, באמצעות שינוי דרישות הרישום למסחר.

9. דרישות הגילוי כאמצעי הכרחי אך לא מספק למניעת הסיכונים הגלומים בגלי הנפקות

דרישות הגילוי הן כלי מרכזי להגנת המשקיעים בשוק ההנפקות. ללא גילוי נאות לא ניתן לקבל החלטת השקעה מושכלת בניירות הערך, והנפקות לציבור, כמו גם מסחר תקין בניירות הערך לאחר ההנפקות, אינם יכולים להתקיים לאורך זמן. ואולם, התופעה של גל הנפקות ממחישה כיצד עלולה להיפגע האפקטיביות של דרישות הגילוי, וכיצד ההתנהלות התקינה של השחקנים בשוק, המבוססת בשגרה על הגילוי שמוסרות החברות, עלולה להשתבש. על כן יש חשיבות גם במנגנונים מבניים, וזו מתחדדת בתקופת גל הנפקות במהלכה מנגנוני השוק הסטנדרטיים מתקשים למלא תפקידם. בהקשר זה הצגנו במחקר לדוגמא את חשיבותן של דרישות הרישום למסחר בבורסה (ביחס לחברות המו"פ וחברות ספאק) להבטחת פעילותו התקינה של שוק ההנפקות.

10. שיטת ההצעה הלא אחידה ותפקיד החתם

שיטת ההצעה הלא אחידה הפכה לשיטה הנפוצה בגל ההנפקות. בשיטה זו עשויים להיות יתרונות הנובעים מחובת החיתום ומכך שניתן להקצות כמות גדולה יחסית למשקיעים גדולים הצפויים לבחון לפיכך את ההנפקה ביתר קפידה. קשה לייחס את תוצאות גל ההנפקות למעבר לשיטה הלא אחידה, אולם ניתן לקבוע כי שיטה זו לא מנעה את הבעייתיות שהעלה גל ההנפקות.

נושא נוסף שיש לתת עליו את הדעת הוא פעילות החיתום. החתם הוא גורם קריטי ב"תמסורת" האחראית להבאת חברות מתאימות לשוק ההון. מצד אחד מייצג החתם את החברות ומסייע להן בקידום ההנפקה, ומצד שני הוא שחקן חוזר, אשר המשקיעים מבקשים להסתמך עליו כגורם מקצועי. בנוסף לכך, החתם אחראי לגילוי שמוסרת החברה בתשקיף ומבצע בדיקת נאותות בעניינו. מנגנון ההצעה הלא אחידה, אשר הפך שכיח בגל ההנפקות, מעניק לחתם כוח נוסף, בנוגע להקצאת ניירות הערך על פי התשקיף, ומחייב כי יהיה חתם להנפקה במסלול זה.

ממצאי המחקר מעלים כי לפחות בתקופת גל ההנפקות לא הצליחו החתמים לשמש סנן אפקטיבי, ואף נמצא מתאם הפוך בין גובה עמלות החתמים ובין ביצועי המניות בתקופה שאחרי ההנפקה. בהקשר זה יש לציין כי כיום הרגולציה בנוגע לחתמים בישראל היא שלדית, ונדרשת בחינה בנוגע אליה, במטרה שהחתמים ימלאו באופן אפקטיבי יותר את תפקידם כשומרי סף בשוק ההנפקות.

נספח א - רשימה של חברות שהונפקו במהלך גל ההנפקות 2020 - מרץ 2022

מס'	שם חברה	סוג נייר	שם ענף	תאריך תשקיף/הצעת מדף	סכום הגיוס מיליוני ₪	שווי בהנפקה אחרי הכסף מיליוני ₪
1	ריט אזורים - ה.פ. ליווינג בע"מ	מניה	נדל"ן מניב בישראל	03/02/2020	400.0	621
2	אלמוגים החזקות בע"מ	מניה	בנייה	09/02/2020	37.3	149
3	קבוצת דוראל משאבי אנרגיה מתחדשת בע"מ	מניה	אנרגיה מתחדשת	04/06/2020	126.1	701
4	סיברואן 2014 בע"מ	מניה	ציוד תקשורת	03/06/2020	26.0	110
5	סופרגז אנרגיה בע"מ	מניה	אנרגיה	16/06/2020	269.5	1,040
6	משק אנרגיה- אנרגיות מתחדשות בע"מ	מניה	אנרגיה	17/06/2020	141.1	376
7	מילניום פוד-טק - שותפות מוגבלת	יחידת השתתפות	פודטק	14/07/2020	26.0	26
8	מימון ישיר מקבוצת ישיר (2006) בע"מ	מניה	אשראי חוץ בנקאי	23/08/2020	141.2	1,042
9	טכנולוגיות גילוי אש וגזים בע"מ	מניה	אלקטרוניקה ואופטיקה	25/08/2020	26.7	177
10	תעשיות מספנות ישראל בע"מ	מניה	השקעה ואחזקות	07/09/2020	337.5	1,688
11	יוניקורן טכנולוגיות - שותפות מוגבלת	יחידת השתתפות	השקעות בהייטק	09/09/2020	70.0	70
12	מקס סטוק בע"מ	מניה	רשתות שיווק	14/09/2020	540.0	1,708
13	אלמדה ונצ'רס שותפות מוגבלת	יחידת השתתפות	השקעות במדעי החיים	30/09/2020	69.2	69
14	סמארט אגרו - שותפות מוגבלת	יחידת השתתפות	השקעות במדעי החיים	28/10/2020	26.2	26
15	גינסל בע"מ	מניה	קלינטק	10/11/2020	205.4	803
16	אקופיה סיינטיפיק בע"מ	מניה	רובוטיקה ותלת מימד	23/11/2020	281.7	1,228
17	יומן אקסטנשנס בע"מ	מניה	מכשור רפואי	26/11/2020	158.7	584
18	סבוריט בע"מ	מניה	פודטק	25/11/2020	42.6	191
19	פולירם תעשיות פלסטיק בע"מ	מניה	כימיה, גומי ופלסטיק	26/11/2020	346.0	1,000
20	אקוואריוס מנועים (א.מ) בע"מ	מניה	אלקטרוניקה ואופטיקה	26/11/2020	223.1	1,027
21	הייקון מערכות בע"מ	מניה	רובוטיקה ותלת מימד	25/11/2020	151.0	495
22	סונוביה בע"מ	מניה	אלקטרוניקה ואופטיקה	06/12/2020	35.0	137
23	בלייד ריינג'ר בע"מ	מניה	רובוטיקה ותלת מימד	07/12/2020	22.6	93
24	מניף - שרותים פיננסיים בע"מ	מניה	אשראי חוץ בנקאי	14/12/2020	200.2	642
25	ע.י. נופר אנרגי בע"מ	מניה	אנרגיה מתחדשת	13/12/2020	613.0	2,580
26	מ.ל.ר.ן. פרוייקטים ומסחר בע"מ	מניה	אשראי חוץ בנקאי	16/12/2020	59.2	267
27	אימד אינפניטי מדיקל - שותפות מוגבלת	יחידת השתתפות	השקעות במדעי החיים	23/12/2020	40.4	40
28	פלנטארק ביו בע"מ	מניה	ביוטכנולוגיה	03/01/2021	23.1	58
29	רותם שני יזמות והשקעות בע"מ	מניה	בנייה	04/01/2021	46.0	159
30	מולטי ריטייל גרופ בע"מ	מניה	רשתות שיווק	07/01/2021	150.0	429
31	נקסטפרם טכנולוגיות בע"מ	מניה	פודטק	20/01/2021	30.5	101
32	אנרג'ין טכנולוגיות בע"מ	מניה	תוכנה ואינטרנט	26/01/2021	97.5	366
33	הום ביוגז בע"מ	מניה	קלינטק	28/01/2021	100.0	310
34	בלנדר טכנולוגיות פיננסיות בע"מ	מניה	תוכנה ואינטרנט	26/01/2021	80.5	292
35	סולאיר אנרגיות מתחדשות בע"מ	מניה	אנרגיה מתחדשת	02/02/2021	132.0	599
36	ביג - טק 50 מו"פ - שותפות מוגבלת	יחידת השתתפות	השקעות בהייטק	03/02/2021	86.8	87
37	פינרג'י בע"מ	מניה	קלינטק	04/02/2021	200.0	986

38	מיכמן בס"ד בע"מ	מניה	אשראי חוץ בנקאי	03/02/2021	25.2	91
39	רייזור לאבס בע"מ	מניה	תוכנה ואינטרנט	08/02/2021	116.2	494
40	בכורי שדה (אחזקות) בע"מ	מניה	מסחר	11/02/2021	160.0	741
41	קוויקליזארד בע"מ	מניה	תוכנה ואינטרנט	17/02/2021	45.5	110
42	קומפילאב	מניה	אלקטרוניקה ואופטיקה	22/02/2021	30.0	160
43	מאסיבית טכנולוגיות הדפסה תלת מימד בע"מ	מניה	רובוטיקה ותלת מימד	23/02/2021	168.9	594
44	דניה סיבוס בע"מ	מניה	בנייה	25/02/2021	360.4	1,797
45	ווישור גלובלסק בע"מ	מניה	ביטוח	24/02/2021	85.0	382
46	קבסיר אדיוקיישן בע"מ	מניה	תוכנה ואינטרנט	25/02/2021	75.0	213
47	קרן פית השקעות - שותפות מוגבלת	יחידת השתתפות	פודטק	25/02/2021	42.6	43
48	פוסווים בע"מ	מניה	תוכנה ואינטרנט	03/03/2021	38.0	127
49	דיפלומט אחזקות בע"מ	מניה	מסחר	04/03/2021	300.0	1,500
50	אירטאצ' סולאר בע"מ	מניה	רובוטיקה ותלת מימד	01/03/2021	61.0	386
51	דלתא ישראל מותגים בע"מ	מניה	רשתות שיווק	04/03/2021	262.5	1,313
52	פליינג ספארק בע"מ	מניה	פודטק	04/03/2021	24.0	84
53	קוויק סופר אונליין בע"מ	מניה	רשתות שיווק	04/03/2021	87.9	364
54	פוטומיין בע"מ	מניה	תוכנה ואינטרנט	07/03/2021	50.0	232
55	ביו מיט פודטק - שותפות מוגבלת	יחידת השתתפות	פודטק	08/03/2021	25.1	25
56	תיגי בע"מ	מניה	קלינטק	08/03/2021	33.9	141
57	איי ארגנטו נכסים טכנולוגיים, שותפות מוגבלת	יחידת השתתפות	השקעות בהייטק	01/03/2021	55.2	55
58	טראקנט אנטרפרייז בע"מ	מניה	תוכנה ואינטרנט	16/03/2021	20.2	67
59	פריים אנרגי פי. אי בע"מ	מניה	אנרגיה מתחדשת	21/03/2021	60.7	311
60	זוז פאזור בע"מ	מניה	קלינטק	18/03/2021	27.4	193
61	יוניק-טק, שותפות מוגבלת	יחידת השתתפות	השקעות בהייטק	22/04/2021	26.5	27
62	שור-טק השקעות - שותפות מוגבלת	יחידת השתתפות	השקעות בהייטק	27/04/2021	26.2	26
63	נאייקס בע"מ	מניה	תוכנה ואינטרנט	10/05/2021	666.8	3,415
64	סופווייב מדיקל בע"מ	מניה	מכשור רפואי	12/05/2021	160.0	672
65	ארגו פרופרטיס אן.וי.	מניה	נדל"ן מניב בחו"ל	10/05/2021	216.0	1,269
66	אב-גד החזקות בע"מ	מניה	בנייה	10/05/2021	31.2	104
67	פרימוטק גרופ בע"מ	מניה	מסחר	12/05/2021	75.0	360
68	ריטיילורס בע"מ	מניה	רשתות שיווק	13/05/2021	572.2	2,543
69	תורפז תעשיות בע"מ	מניה	מזון	23/05/2021	208.0	876
70	ביון תלת מימד בע"מ	מניה	רובוטיקה ותלת מימד	20/05/2021	40.8	216
71	נור אינק אינובייטנס בע"מ	מניה	אלקטרוניקה ואופטיקה	25/05/2021	31.5	129
72	גמלא - הראל נדל"ן למגורים בע"מ	מניה	אשראי חוץ בנקאי	27/05/2021	122.0	407
73	קיסטון ריט בע"מ	מניה	השקעה ואחזקות	30/05/2021	120.0	602
74	אנויזן מדיקל בע"מ	מניה	מכשור רפואי	26/05/2021	19.7	109
75	אי.טי.גי. איי גרופ בע"מ	מניה	שרותים	02/06/2021	130.0	400
76	שמיים אימפרוב בע"מ	מניה	תוכנה ואינטרנט	03/06/2021	21.8	73
77	אידומו בע"מ	מניה	תוכנה ואינטרנט	06/06/2021	75.0	345
78	קבוצת אקרשטיין בע"מ	מניה	מתכת	03/06/2021	300.0	1,150
79	ורידס אינווירונמנט בע"מ	מניה	קלינטק	07/06/2021	882.5	3,742
80	גלאסבוקס בע"מ	מניה	תוכנה ואינטרנט	04/06/2021	312.4	1,091

81	נקסט ויזן מערכות מיוצבות בע"מ	מניה	אלקטרוניקה ואופטיקה	09/06/2021	128.8	423
82	אורה סמארט אייר בע"מ	מניה	קלינטק	09/06/2021	35.0	167
83	פלסאמור בע"מ	מניה	מכשור רפואי	10/06/2021	137.0	733
84	בול מסחר והשקעות בע"מ	מניה	אשראי חוץ בנקאי	09/06/2021	29.7	119
85	מטריסלף בע"מ	מניה	ביוטכנולוגיה	13/06/2021	24.1	48
86	ליברה חברה לביטוח בע"מ	מניה	ביטוח	15/06/2021	25.0	478
87	3דיאם ייצור דיגטלי בע"מ	מניה	רובוטיקה ותלת מימד	16/06/2021	32.0	95
88	גמא ניהול וסליקה בע"מ	מניה	שירותים פיננסיים	16/06/2021	203.2	770
89	איידנטי הלת'קיייר בע"מ	מניה	תוכנה ואינטרנט	17/06/2021	27.0	86
90	הייב 2040 מו"פ שותפות מוגבלת	יחידת השתתפות	השקעות בהייטק	22/06/2021	32.1	32
91	ברקת קפיטל בע"מ	מניה	אשראי חוץ בנקאי	07/07/2021	60.0	180
92	ספידוליו בע"מ	מניה	שירותי מידע	07/07/2021	30.0	128
93	אקונרגי אנרגיה מתחדשת בע"מ	מניה	אנרגיה מתחדשת	09/07/2021	148.5	1,126
94	סקודיקס בע"מ	מניה	אלקטרוניקה ואופטיקה	13/07/2021	53.7	197
95	מנרה ונצ'רס אקס אל - שותפות מוגבלת	יחידת השתתפות	השקעות בהייטק	13/07/2021	46.0	46
96	קנבוטק בע"מ	מניה	ביוטכנולוגיה	14/06/2021	22.9	110
97	רימון שירותי ייעוץ וניהול בע"מ	מניה	בנייה	22/07/2021	250.5	1,236
98	גינגו קונקטיביטי בע"מ	מניה	תוכנה ואינטרנט	26/07/2021	27.0	248
99	טרמינל איקס אונליין בע"מ	מניה	רשתות שיווק	27/07/2021	281.0	1,405
100	אריקה בי-קויר לייזר בע"מ	מניה	מכשור רפואי	26/07/2021	108.0	513
101	באפ טכנולוגיות בע"מ	מניה	תוכנה ואינטרנט	03/08/2021	30.6	126
102	טופ גאם תעשיות בע"מ	מניה	פודטק	08/08/2021	100.0	442
103	איי ספאק 1 בע"מ	מניה	השקעה ואחזקות	16/08/2021	400.0	400
104	מכלול מימון בע"מ	מניה	אשראי חוץ בנקאי	22/08/2021	110.0	387
105	חג'ג' אירופה דייוולופמנט צ.ש. בע"מ	מניה	בנייה	19/08/2021	86.0	425
106	רב בריח (08) תעשיות בע"מ	מניה	מתכת	25/08/2021	125.0	603
107	גרופ 107 בע"מ	מניה	תוכנה ואינטרנט	31/08/2021	18.3	60
108	אימפקס אי או בע"מ	מניה	תוכנה ואינטרנט	02/09/2021	20.5	100
109	איירובטיקס בע"מ	מניה	רובוטיקה ותלת מימד	09/09/2021	21.4	117
110	בוליגו קפיטל בע"מ	מניה	נדל"ן מניב בחו"ל	22/09/2021	64.6	319
111	טונדו סמארט בע"מ	מניה	אלקטרוניקה ואופטיקה	30/09/2021	17.5	67
112	פיימנט טכנולוגיות פיננסיות בע"מ	מניה	תוכנה ואינטרנט	10/10/2021	21.2	81
113	סופרין אחזקות בע"מ	מניה	בנייה	08/11/2021	42.0	157
114	אלומה קרן תשתיות (2020) בע"מ	מניה	השקעה ואחזקות	10/11/2021	80.0	256
115	טורבוגין בע"מ	מניה	קלינטק	11/11/2021	18.0	143
116	סיפיה וויזן בע"מ	מניה	תוכנה ואינטרנט	21/11/2021	68.1	346
117	קונטיניואל בע"מ	מניה	חברות מעטפת	02/12/2021	20.0	65
118	אייקון גרופ בע"מ	מניה	מסחר	07/12/2021	151.2	851
119	מגדלור - מוצרים אלטרנטיביים בע"מ	מניה	שירותים פיננסיים	09/12/2021	63.3	313
120	אפיטומי מדיקל בע"מ	מניה	מכשור רפואי	10/12/2021	162.2	738
121	מדיפרס בריאות - שותפות מוגבלת	יחידת השתתפות	השקעות במדעי החיים	22/12/2021	30.0	30
122	בית בכפר בע"מ	מניה	נדל"ן מניב בישראל	17/01/2022	255.6	1,278

123	31.8	19/01/2022	תוכנה ואינטרנט	מניה	יוזרוואי בע"מ	123
97	16.8	08/02/2022	ביוטכנולוגיה	מניה	גרייס ברידינג בע"מ	124
762	100.0	09/02/2022	שירותים פיננסיים	מניה	מור גמל	125
3,999	500.5	28/02/2022	בנייה	מניה	קבוצת אקרו בע"מ	126
1,158	320	10/02/2022	ביטחוניות	מניה	אימאגיסט אינטרנשיונל (איי.אס.איי) בע"מ	127
528.1	100	10/03/2022	אשראי חוץ בנקאי	מניה	יעקב פיננסיים והשקעות בע"מ	128
428.1	78	21/03/2022	בנייה	מניה	בית וגג יזמות ונדל"ן בע"מ	129