



דוח הצוות הבין-משרדי לבחינת הקמתה של בורסה ייעודית לחברות קטנות ובינוניות בישראל

דוח סופי

יוני 2018



1. מבוא	3
2. סקירת עבודת הצוות	6
3. עיקרי המלצות הצוות	15
4. סקירה ספרותית ובחינה אמפירית	29
5. דין משווה	64
6. מודל הפיקוח	84
7. מאפייני קהל היעד של המשקיעים	106
8. מאפייני החברות הרשאיות להירשם למסחר בבורסה הייעודית	107
9. דרישות רישום ותנאים למסחר	108
10. אופן הצעת ניירות הערך	113
11. מעבר בין בורסות	114
12. סוגי ניירות הערך שניתן יהיה להנפיק	117
13. חובות גילוי ודיווח	119
14. ממשל תאגידי ועסקאות בעלי עניין	127
15. מבנה הבורסה הייעודית	132
16. תמריצים	134
17. אכיפה	138
18. נספחים	142

ביום 26 באפריל 2017 הודיעו שר האוצר משה כחלון ושרת המשפטים איילת שקד על מינוי צוות לבחינת הקמתו של שוק הון בורסאי ייעודי לחברות קטנות ובינוניות (להלן - "הצוות"), אשר בו יהיו חברים נציגים מטעם משרד המשפטים, רשות ניירות ערך (להלן - "הרשות" או "רשות ניירות ערך"), אגף תקציבים במשרד האוצר, ורשות המיסים.¹

מבט על חברות צמיחה וחברות קטנות ובינוניות בשוק ההון המקומי, מוביל למסקנה כי הבורסה לא היוותה עד כה אלטרנטיבה יעילה לגיוס מימון על ידי חברות אלה, בעיקר מסיבות הנוגעות לגודלן והיקף פעילותן; דרישות סף גבוהות מדי עבורן לרישום למסחר; חוסר התאמה בין עלויות הרגולציה הקיימת לגודלן וקיומן של אלטרנטיבות אטרקטיביות יותר לגיוס הון.

קיימת הכרה בינלאומית בכך שחברות קטנות ובינוניות תורמות באופן משמעותי לצמיחה ולפיתוח הכלכלי של כלכלות ומשקים, ומהוות קטר לשיפור התעסוקה, החדשנות והיזמות.

גם בישראל, בדומה לעולם, חברות אלו הן מנוע צמיחה מרכזי של המשק, אולם לרוב הן מתקשות להשיג מימון לפעילותן באפיקים הקיימים מסיבות שונות. כחלק מהמדיניות הממשלתית לסייע לעסקים קטנים ובינוניים, אשר כאמור, הצלחתם והתפתחותם חשובות למשק כולו, נולדה יוזמה שעניינה הקמת שוק הון בורסאי ייעודי כאמור (להלן - "הבורסה הייעודית"). הבורסה הייעודית תאפשר אפיק מימון ציבורי לחברות קטנות ובינוניות שלא היה פתוח בפניהן עד היום. למימון ציבורי ישנם יתרונות רבים, וביניהם: עלותו הנמוכה יחסית, נזילות למשקיעים, פיזור סיכונים, הנאה ישירה של הציבור מהצלחת חברות אלו וקידום צמיחה ארוכת טווח.

הבורסה לא היוותה עד כה אלטרנטיבה משמעותית גם לגבי חברות צמיחה², אם כי מסיבות מעט אחרות. חברות צמיחה הינן לרוב חברות בתחילת דרכן הזקוקות להון ואשראי שיאפשרו להן לממן את פעילותן העסקית ולהתפתח עד להפיכתן לחברות בשלות ובוגרות, בעלות מכירות ותזרים מזומנים יציב ואיתן. מתן גישה לחברות אלו למימון ציבורי תאפשר מחד אפיק מימון חדש לאותן חברות, ומאידך הדבר יתרום לפיתוח שוק ההון והגדלת מגוון ההשקעות האפשריות למשקיעים. בנוסף, הקמת הבורסה הייעודית תסייע להגדלת החשיפה של הציבור בישראל לחברות טכנולוגיה וצמיחה, שלא היו עד כה חלק משמעותי משוק ההון; תאפשר יצירת מקפצה לחברות צמיחה בדרך לשווקים הראשיים; תסייע בקידום האינטרס המשקי לשמירה על חברות אלה "בתוך הבית" - ובתוך כך, תעצים את היתרון היחסי של ישראל כמעצמה טכנולוגית ותתרום להגדלת הפריזון המשקי.

לאור כל זאת, הצוות התבקש להציג בפני השרים המלצות לאמצעים ומהלכים שיאפשרו הקמת בורסה ייעודית בה תירשמה למסחר חברות קטנות ובינוניות, בשים לב למודלים קיימים בעולם ולמאפייני השוק הישראלי - וזאת בדגש על הסרת חסמים ומתן הקלות באופן שייתן מענה לצרכיהן, ומבלי להתפשר על שמירת עניינו של ציבור המשקיעים ותקינות המסחר.

¹ מצ"ב קישור להודעת משרד האוצר בנושא זה:

<http://mof.gov.il/Releases/Pages/shukhahon2017.aspx>

² הכוונה במונח זה היא בעיקר לחברות שנמצאות בשלב יחסית התחלתי בחייהן העסקיים וברמת בשלותן העסקית. בד"כ עיקר עיסוקן של חברות אלה נוגע לחדשנות טכנולוגית ופיתוח מוצרים טכנולוגיים ומדעיים. מרבית החברות הללו מאופיינות בהיעדר הכנסות מהותיות או היעדר רווחיות תפעולית, צורך במימון חיצוני לפיתוח הפעילות העסקית ו/או להרחבת פעילותן, שלב מחקר/פיתוח, היעדר קיומו של מוצר מוגמר וכיוצא בזה.

ביום 26 בנובמבר 2017 הגיש הצוות לשרים את דוח הביניים לבחינת הקמת בורסה ייעודית לחברות קטנות בישראל (להלן - "דוח הביניים") ובמקביל פרסם את הדוח להערות ציבור.

ההמלצות המובאות בדוח הסופי גובשו לאחר בחינת הערות הציבור ועל בסיס סקירה מקיפה של הניסיון בבורסות דומות בעולם, תוך ניתוח המאפיינים המבניים ומיפוי גורמי ההצלחה ולקחים שהופקו בבורסות משניות בעולם וכן אפיון הצרכים של חברות קטנות ובינוניות בישראל. הצוות קיים מספר ישיבות במסגרתן דן בממצאים ובתובנות שעלו מניתוח הסקירה הספרותית והמחקרית, מהפגישות שקיים עם גורמים שונים בשוק, מניתוח הערות הציבור שהתקבלו להמלצות הביניים ומניתוח מכלול ההיבטים הכרוכים בהקמת בורסה ייעודית והביאם בחשבון במסגרת קביעת ההמלצות הסופיות.

חברי הצוות הבין משרדי להקמת שוק בורסאי לחברות קטנות ובינוניות בישראל הם³:

- גב' ענת גואטה - יו"ר רשות ניירות ערך, יו"ר הצוות (החליפה בתפקידה את פרופ' שמואל האוזר).
- עו"ד מאיר לוין - המשנה ליועץ המשפטי לממשלה (משפט כלכלי), יו"ר הצוות.
- מר ערן יעקב - מנהל רשות המסים (החליף בתפקידו את עו"ד ורו"ח משה אשר).
- גב' נירית איבי - יועצת למנכ"ל משרד האוצר.
- מר יוגב גרדוס - סגן הממונה על תקציבים במשרד האוצר.

מרכזי הצוות הבין משרדי הינם:

- רו"ח אילן ציוני - מנהל מערך גילוי ודיווח - מחלקת תאגידים, רשות ניירות ערך.
- עו"ד רוני טלמור - ראש אשכול דיני תאגידים, מחלקת ייעוץ וחקיקה (משפט כלכלי), משרד המשפטים.

לכתיבת דוח זה ולעבודת הצוות תרמו אנשים רבים מלבד חברי הצוות הבין משרדי, ותודתנו נתונה להם: המחלקה הכלכלית, המחלקה הבינלאומית, מחלקת תאגידים ומחלקת השקעות ברשות ניירות ערך; מחלקת ייעוץ וחקיקה (משפט כלכלי) במשרד המשפטים; אגף תקציבים במשרד האוצר; ייעוץ מקצועי למנהל רשות המסים והחטיבה המקצועית ברשות המסים.

לכתב המינוי של הצוות, ר' נספח א' לדוח זה.

³ כתב המינוי כלל גם את מנכ"ל הבורסה לניירות ערך בתל אביב, אולם הוא הסיר את חברותו בצוות בשלבים מוקדמים של דיוני הצוות.

2. סקירת עבודת הצוות

עבודת הצוות התמקדה בשלושה רבדים מרכזיים: (א) סקירה ספרותית ומחקרית, תוך ניתוח המאפיינים המבניים ומיפוי היתרונות והחסרונות של בורסות משניות בעולם; (ב) פגישות יזומות עם גורמים מהשוק ואפיון הצרכים של חברות קטנות ובינוניות בישראל; (ג) ישיבות הצוות במסגרתן הוצגו הממצאים והתובנות שעלו מניתוח הסקירה הספרותית והמחקרית והפגישות עם השוק כאמור לעיל, נסקרו ונדונו הערות הציבור שהתקבלו להמלצות דוח הביניים, נותחו מכלול ההיבטים הכרוכים בהקמת בורסה ייעודית, ולבסוף גובשו ההמלצות המובאות בדוח זה למתווה הקמת בורסה ייעודית בישראל.

כל זאת, במטרה ליצור אבטיפוס שמחד מבוסס על מודלים שהצלחתם הוכחה בעולם ומאידך מתאימים למאפייני שוק ההון המקומי.

2.1. סקירת הספרות המחקרית, בחינה אמפירית ודין משווה

כחלק מגיבוש המודל המוצע, נערכה סקירה של מודלים בינלאומיים הקיימים בבורסות ייעודיות מרכזיות לחברות קטנות וצומחות בעולם (אירופה⁴, אנגליה, פולין, ארה"ב, קנדה, סינגפור, דרום קוריא, הודו, סין והונג-קונג) (להלן: "המדגם הנבחר" או "הבורסות המשניות הנבחרות"), ושל מחקרים אקדמיים ומקצועיים הדנים בתמריצים להקמת שווקים משניים, במאפייניהם ובגורמים להצלחתם ואי הצלחתם הכוללים בחינה אמפירית של פרמטרים שונים לגבי בורסות משניות נבחרות - וזאת על מנת ללמוד מהניסיון הרב יחסית שנצבר בעולם בנושא הקמתן של בורסות משניות וליישם נכונה את התובנות העולות ממנו. יצוין כי למעלה מ-35 שוקי הון בעולם הקימו בורסה משנית לחברות קטנות ובינוניות.

סקירת הספרות המקצועית וכן הבחינה האמפירית של נתוני הבורסות המשניות הנבחרות, מעלה מספר ממצאים עיקריים:

2.1.1. מאפייני החברות

- החברות הנרשמות למסחר בבורסות המשניות הינן קטנות יחסית לאלו הרשומות בבורסות ראשיות. ממוצע ערך הנכסים של החברות המונפקות⁵ כ-55 מיליוני יורו לעומת כ-1,332 מיליוני יורו בשווקים הראשיים.
- סכומי ההון הראשוניים שמגייסות החברות בשווקים המשניים הינם נמוכים יחסית. כ-24 מיליוני יורו בממוצע להנפקה, לעומת כ-290 מיליוני יורו בשווקים הראשיים.
- החברות בבורסות המשניות צעירות יחסית. בממוצע גילן כשליש מגילן של החברות בבורסות הראשיות.
- אחוז החברות הזרות מתוך ההנפקות הראשוניות בבורסות המשניות הוא כ-14%, כפול מזה שבבורסות הראשיות.
- תמחור החברות בבורסות המשניות בסמוך להנפקה אופטימי ביחס לזה בשווקים הראשיים.
- לא קיימת אחידות רבה בין הבורסות המשניות בשווקים השונים בעולם. השונות ביניהן באה לידי ביטוי

⁴ Alternext ו-First-North.

⁵ בהתאם לערך הנכסים בדוחותיהן הכספיים בסמוך למועד ההנפקה לראשונה.

בפרמטרים רבים, בין היתר, בנתח השוק שתופסות הבורסות המשניות ביחס לזה של הבורסות הראשיות באותה מדינה. יחד עם זאת ניתן לומר כי:

- במרבית המדינות (במדגם הנבחר), מספר החברות בבורסות המשניות מהווה בין שליש לחצי מסך החברות הנסחרות בשוקי ההון.
- נתח שווי השוק הכולל של החברות בבורסות המשניות מגיע לכדי כ-5% מסך שווי שוק של הבורסה במדינה (החריגות הן סין ודרום קוריא, בהן האחוזים גבוהים יותר).
- גודלן הממוצע של החברות בשווקים המשניים נע בין 0.4% ל-10% מגודלן הממוצע של החברות בשווקים הראשיים (החריגה היא סין, בה האחוזים גבוהים יותר באופן משמעותי).

2.1.2. רישום למסחר, גיוס הון, ומסחר שוטף

- ככלל, ניתן לומר שהבורסות הייעודיות נועדו בעיקר כדי לאפשר לחברות קטנות וצומחות גישה לשוק ההון. כך, במרבית המדינות הופחתו דרישות הסף לצורך הרישום למסחר באופן משמעותי ביחס לשווקים הראשיים כדי לאפשר כניסה של חברות שאינן עומדת בדרישות הסף. עם זאת, בבחינת המסגרת הרגולטורית - ובפרט היבטי ממשל תאגידי, עסקאות בעלי עניין ודרישות הגילוי - נמצא כי בחלק מהמדינות נקבעו דרישות דומות או זהות ברובן לאלו הקיימות בשווקים הראשיים, בעוד ישנן מדינות בהן יישום הדרישות בפועל היה מקל, למשל: תחת משטר גילוי של "אמץ או הסבר".
- במרבית המדינות שנבחנו, קיימת דרישה לוותק פעילות מינימאלי של שנתיים או שלוש לפחות, כמו גם דרישה לשיעור החזקות מינימלי בידי הציבור (באותן מדינות קיימת דרישה דומה גם בשווקים הראשיים). נמצא כי קיים פער מובהק, אך לא גדול מאד, בין שיעור החזקות הציבור הממוצע בשווקים המשניים (כ-30%) לזה בשווקים הראשיים (כ-35%).
- במרבית המדינות אין מגבלות לעניין מעבר בין השווקים (לפרטים, ראה פרק 11 לדוח העוסק במעבר בין בורסות).
- עמלות רישום למסחר ועמלות שוטפות הופחתו ביחס לשווקים הראשיים. במדינות מסוימות אומצו תמריצים כלכליים נוספים, כגון הטבות מס. בחלק מהמקרים, הפחתת העמלות סובסדה על ידי הבורסה הראשית.
- מספר גיוסי ההון בשווקים המשניים עולה על אלו בשווקים הראשיים. כ-80% מכמות ההנפקות מתבצעת בשווקים המשניים. סכומי הגיוס פר הנפקה נמוכים יותר (בממוצע רק 8% מאלו בשווקים הראשיים), אך סך הכספים המגויסים בבורסות אלו הינו משמעותי ומהווה כ-22% מסך הגיוסים בשוקי ההון.

2.1.3. ביצועי החברות

- ישנם מחקרים המראים כי בממוצע, ביצועי החברות בשווקים המשניים נמצאו נחותים באופן משמעותי מביצועיהן של חברות דומות בשווקים הראשיים. הממצאים העיקריים שעלו מתייחסים לביצועים של חברות בבורסות המשניות באירופה, ובכלל זה ב-AIM (Alternative Investment Market) בלונדון, מול הבורסות

הראשיות באותה מדינה או מול בורסות ראשיות אחרות בארה"ב בין השנים 1995-2009⁶ מעלים כי חברות הנסחרות בבורסות המשניות מתאפיינות בביצועים נחותים יותר ותשואה נמוכה יותר בהשוואה לבורסות הראשיות, לקרנות אלטרנטיביות ולקרנות הון סיכון.

- עם זאת, קיימים מספר מאמרים אשר קיבלו ממצאים שונים וחולקים על מסקנה זו.
- מהבדיקה האמפירית שביצענו עולה כי, המדדים בבורסות המשניות השיגו ברוב המקרים תשואה נמוכה יותר מאז היווסדם ועד היום בהשוואה לבורסות הראשיות. עם זאת, כמובן שבתקופות שונות בבורסות אלה חלק מהמניות הניבו תשואות עודפות משמעותיות מאוד.

2.1.4. דפוסי מעבר ורישום

- אחת המטרות המרכזיות של בורסות משניות היא לסייע לחברות קטנות ובינוניות לגדול ולצמוח במטרה לעבור בעתיד לבורסות הראשיות.
- מהמחקרים עולה כי, בפועל כ-5%-1% מהחברות משלימות את המעבר. כ-64% מהחברות אשר עברו לשוק הראשי ציינו את "עניין המשקיעים" בתור סיבה מרכזית למעבר וכ-36% מהחברות ציינו את "החשיפה לציבור".
- לגבי אחוז הכישלונות (מחיקות עקב פשיטת רגל או מצוקה כספית) של החברות בבורסות המשניות מול החברות בבורסות הראשיות, אין אחידות בממצאים, אך באופן כללי נראה כי אחוז המחיקות עקב פשיטות רגל או מצוקה כספית הינו ברמה דומה למתרחש בבורסות הראשיות בארה"ב.
- ישנן עדויות למעבר מהבורסה הראשית למשנית. בתקופה הנבחנת כ-18% מהחברות שנמחקו מה-LSE (הבורסה הראשית בלונדון) עברו ל-AIM, כאשר בחלק מהשנים שיעור זה הגיע ל-25%.
- החברות שעברו מה-LSE ל-AIM ציינו את הגורמים הבאים כסיבות עיקריות למעבר: עלויות נמוכות (32%), הזדמנויות למיזוגים ורכישות (31%), אפשרות לצמיחה (29%), גמישות (20%).

2.1.5. נזילות

- הסקירה הספרותית מעלה כי היעדר רמת נזילות מספקת היא אחת הבעיות המאפיינות את מרבית השווקים המשניים. מהמחקרים עולה כי רמת הנזילות בשווקים המשניים מהווה כ-20%-30% מזו בשווקים הראשיים.⁷

⁶ בשנת 2008 נעשו שינויים משמעותיים בכללי ה-AIM. מרבית המחקרים הנסקרים במסמך זה מסתמכים על שנים שקדמו לשנים אלו, ולכן לא בהכרח משקפים את המצב ב-AIM אחריהם.

⁷ בורסות משניות שונות נקטו בצעדים שונים על מנת להתמודד עם בעיית הנזילות. למשל, בכחצית מן המדינות נדרשות החברות למנות עושה שוק על מנת להבטיח נזילות ומסחר בניירות הערך, בחלק מהבורסות ניתן סבסוד לאנליזות ובמרביתן קיימת דרישה לשיעור החזקות ציבור מינימאלי.

2.1.6. משקיעים

- ברוב הבורסות המשוניות בעולם לא נמצאו מגבלות על סוגי המשקיעים שיכולים להשקיע, או על סכומי ההשקעה.
- מרבית המשקיעים בשווקים המשניים הם משקיעים מקומיים.
- אחוז ההחזקות של המשקיעים הפרטיים גבוה יחסית בשווקים המשניים. בחלק משווקים אלו נוכחותם של המשקיעים המוסדיים אינה משמעותית, מה שעשוי להוביל לירידה בנזילות, לפגיעה בהקצאה נכונה של השקעות ולהיעדר בקרה מספקת על התנהלות החברות.
- בחלק מהשווקים המשניים, המשקיעים הפרטיים זכאים להטבות מס בגין פעילותם בשווקים אלו.
- ישנן עדויות לכך שביצועי החסר של המניות בשווקים אלו נובעים מהטיות התנהגותיות בתמחור המניות על ידי משקיעים פרטיים.

2.1.7. ממשל תאגידי

- מחקרים רבים בוחנים את המאפיינים של הממשל התאגידי בחברות הנסחרות בשווקים המשניים בהשוואה לשווקים הראשיים. חלקם מכירים בכך ש"הממשל התאגידי האופטימלי" צריך להיות שונה בין חברה לחברה (ובכלל זה, בין החברות הנסחרות בשווקים המשניים לבין אלו שנסחרות בשווקים הראשיים).
- נמצא כי חברות ב-AIM וכן בבורסות משניות שאימצו מודלים דומים, מאופיינות בשימוש רב יחסית במנגנון "אמץ או הסבר" כך שבפועל אומצו מנגנוני ממשל תאגידי מצומצמים יותר בהשוואה לחברות שנסחרו בשוק הראשי. לקראת המעבר לבורסה הראשית חברות ב-AIM התאימו בהדרגה את מנגנוני הממשל התאגידי למקובל בבורסה הראשית. המהלך ההפוך התרחש בחברות אשר עברו מהבורסה הראשית ל-AIM.

2.1.8. עקרונות החשובים להצלחתן של הבורסות המשוניות

- כאמור, קיימת הכרה בינלאומית שחברות הרשומות בשווקים המשניים תורמות באופן משמעותי לצמיחה ולפיתוח הכלכלי של כלכלות ומשקים, ומהוות קטר לשיפור התעסוקה, החדשנות והיזמות. לכן, הבטחת קיומה של תשתית רגולטורית הנדרשת להצלחתם של שווקים אלו חיונית לצמיחת המשק ושגשוגו. העקרונות להצלחתם של השווקים המשניים הינם: קביעת רף מתאים לגודל ולשיעור הצמיחה עבור חברות המבקשות להירשם למסחר - על הבורסה המשנית להתמקד בחברות המאופיינות בשיעורי צמיחה גבוהים אשר מראות התרחבות במחזור המסחר ובמספר המועסקים לאורך תקופה ממושכת, ושהגיעו לרף מסוים של מחזור מסחר.
- מבנה ארגוני - הקמתה של בורסה משנית תחת בורסה ראשית או בזיקה אליה תאפשר לה לשמור על עלויות מסחר נמוכות וליהנות מהמוניטין של הבורסה הראשית. מבנה מסוג זה חיוני להצלחת הבורסה במקרים שבהם אולי הבורסה המשנית לא תהיה רווחית בשנים הראשונות לפעולתה ותידרש להישען על הבורסה הראשית. יחד עם זאת, המבנה הארגוני חייב לאפשר הפרדה ניהולית. בנוסף, בורסה שהמבנה הארגוני שלה הוא תאגיד ללא מטרות רווח עלולה להיות לא יעילה.

- סינון אפקטיבי של החברות המעוניינות להירשם למסחר - סינון לא אפקטיבי של חברות הרוצות להירשם למסחר עלול לגרום לשערוריות ולפגיעה במוניטין הבורסה המשנית, כפי שקרה בבורסת ECM. על מנת להתמודד עם אתגר זה נוקטות בורסות משניות באמצעים שונים, כגון: דרישות סף לרישום למסחר ומינוי יועץ מלווה.
- רגולציה הדוקה וסנקציות על יועצים מורשים המתווכים את ההנפקות למשקיעים.
- איזון נכון בין הנטל הרגולטורי לבין ההגנה על משקיעים - הורדת העלויות לחברות, תוך שמירה על דרישות רגולטוריות הכרחיות להגנה על המשקיעים, והוספת דרישות חדשות אם הן נדרשות לצורך הגנה זו.
- שיטת המסחר - שיטת המסחר צריכה לשאוף למקסום הנזילות. לפי הספרות, אין תמימות דעים לגבי איזו מהשיטות ("שוק מכרזי" או "שוק דילר") עדיפה.
- רישום הקצאות פרטיות - מתן הקלות/אפשרות להקצאות פרטיות מקל על החברות את הרישום למסחר, הן בדרך של הוזלת עלויות והן בדרך של קיצור לוחות הזמנים לרישום.
- צמצום הא-סימטריה במידע בין החברות למשקיעים.
- פישוט וייעול הדיווח השוטף - מאחר ומרבית השווקים המשניים נשלטים ע"י משקיעים פרטיים, ומאחר והחברות הינן קטנות יותר, בעלות משאבים מצומצמים יותר ופחות מורכבות, על דיווחי החברות להיות תמציתיים ופשוטים.
- מחקר או אנליזה על החברות - מחקר חיוני להצלחת הבורסות המשניות שכן הוא מעודד את עניין המשקיעים ומשפר את הנזילות. אנליסטים לרוב לא יסקרו חברות קטנות, הן בשל חוסר כדאיות כלכלית והן בשל הקושי להשיג מידע אודותיהן. לפיכך, בורסות משניות רבות מסבסדות את המחקר בדרכים שונות. יחד עם זאת, סבסוד המחקר יכול ליצור עיוותים בשוק ועל כן יש לעשות כן בזהירות.
- הגברת אכיפה רגולטורית הנוגעת למניפולציות, הונאות ומסחר במידע פנים - הידוק אכיפה רגולטורית בנושאים אלה, במטרה להגן על אמון המשקיעים בבורסה ועל המוניטין שלה.
- מיתוג - למיתוג יש השפעה חשובה על הצלחה של בורסה משנית. בורסות משניות רבות בחרו בגישה משולבת של מיתוג, הן כשוק לחברות צמיחה והן לחברות קטנות במסגרת זאת, נדרש להתמודד גם עם כך שהערכת חסר של משקיעים לסיכונים הכרוכים בהשקעה בבורסות משניות עשויה להגביר את "תחושת ההפסד", להרתיע את המשקיעים ולהוביל למוניטין שלילי לבורסות אלה. בנוסף, בקרב משקיעים פרטיים חלה על פני זמן, התגברות ההעדפה לאסטרטגיות השקעה פסיביות ולהשקעה בחברות גדולות על פני קטנות יותר, מה שמהווה אתגר נוסף לבורסות משניות.
- תמריצים ותמיכה ממשלתית:
 - תמריצים, הטבות ומענקים מסוימים הניתנים בד"כ לחברות ו/או למשקיעים.
 - העלאת המודעות בקרב חברות: חשיפת החברות ליתרונות הנובעים מרישום למסחר והפרכת תפיסות שגויות המקושרות לרישום זה.
 - הכשרות, ייעוץ ותמיכה לחברות: הדרכה לחברות בנושאים כדוגמת ממשל תאגידי וגילוי מידע. תמיכה

וייעוץ במהלך הכנת המסמכים לרישום, בהליכי הערכת שווי ותמחור, במשיכת משקיעים, בניהול קשרי משקיעים ובציות לדרישות הבורסה.

- העלאת המודעות בקרב משקיעים: ימי עיון, קורסים וסמינרים למשקיעים העוסקים בהשקעה בבורסה משנית.

- שיתוף פעולה עם משרדים ממשלתיים: הצפת חשיבותה ותרומתה של הבורסה המשנית לכלכלה, ועידוד ההשקעה בה באמצעות שת"פ עם גורמים ממשלתיים.

2.1.9. דין משווה

בשל חשיבות מודל הפיקוח על החברות הנסחרות בבורסה הייעודית והיותו מרכיב משמעותי בעיצוב הבורסה הייעודית, הצוות הקדיש מאמצים רבים לבחינת מודל הפיקוח הנהוג במדינות השונות, ובפרט בבורסות אשר אימצו את מודל הפיקוח הפרטי, בהן הפיקוח מבוצע באמצעות יועץ מלווה המהווה גורם מתווך בין החברה לבין הבורסה כאשר הרשות הרגולטורית מפעילה את סמכותה בהיבטים מסוימים, לרבות היבטי האכיפה. בין המדינות בהן נהוג מודל פיקוח כאמור: אנגליה, סינגפור, הונג-קונג, אירופה (First North) ופולין. ביתר המדינות שנבחנו במסגרת עבודת הצוות, הפיקוח נעשה על ידי הרשות הרגולטורית הרלוונטית בשיתוף הבורסה. הצוות בחן בעיקר את המודל ב-AIM אשר היווה מודל-אב עבור בורסות רבות בעולם ובפרט עבור הבורסות אשר אימצו את מודל הפיקוח באמצעות יועץ מלווה וכן מודלים נוספים עם מודל פיקוח שונה, כדוגמת המודל הקנדי (TSX), בו הפיקוח מבוצע על ידי רשות ניירות ערך הקנדית.

להלן יפורטו בקצרה עיקרי המודל המיושם בבורסה הייעודית באנגליה, ה-AIM, על מודל זה ביסס הצוות את המלצתו למודל הפיקוח (להרחבה, ר' פרק 6 לדוח זה, שעניינו מודל הפיקוח), בתוספת התאמות שנדרשות נוכח מאפייניו הייחודיים של השוק הישראלי ומבנה הרגולציה.

• בבורסת לונדון (London Stock Exchange, LSE) פועלות שתי פלטפורמות מסחר - Main Market (1) ו-AIM (2) Alternative Investment Market. ה-AIM הוקמה בשנת 1995 והיא מיועדת לחברות קטנות וצומחות.

• **מודל פיקוח** - חברות הנסחרות ב-AIM כפופות לכללי ה-AIM Rules for Companies והן מפוקחות על ידי באמצעות גורם מתווך, ה-NOMAD (Nominated adviser). החברות כפופות בנוסף לחלק מכללי הרגולטור הפיננסי באנגליה, ה-FCA (Financial and Conduct Authority). הפיקוח השוטף על החברה ועל עמידתה בכללי הבורסה מתבצע על ידי ה-NOMAD והבורסה, ואילו הפיקוח על ידי ה-FCA מתבצע לגבי היבטים מסוימים, ביחס לכללי ה-FCA החלים על החברות. בנוסף, נתונה ל-FCA סמכות שיורית. לצורך השוואה, חברות הנסחרות ב-LSE כפופות לכללים של ה-FCA כמו גם לכללי הבורסה, והן מפוקחות באופן שוטף על ידי ה-FCA.

• **מעבר בין בורסות** - קיימת אפשרות לעבור מה-AIM ל-LSE, כאשר חברה המעוניינת לעשות זאת נדרשת לעמוד בדרישות הרישום של ה-LSE. לא קיים סף עליון רשמי המחייב מעבר של חברות מה-AIM ל-LSE. בבחינת יכולת המעבר של חברות מה-LSE ל-AIM, נמצא כי חברות הנסחרות ב-LSE יכולות לעבור ל-AIM כאשר המעבר ייעשה בשני שלבים: מחיקה ממסחר ב-LSE ורישום למסחר ב-AIM. יצוין כי כדי להימחק

ממסחר ב-LSE נדרש אישור של 75% מבעלי המניות.

• **הסדרים נוספים** - דרישת הסף המרכזית לצורך רישום ב-AIM הינה היסטוריה חשבונאית של 3 שנים לפחות. כמו כן, חברה נדרשת למנות NOMAD שילווה אותה לאורך התקופה בה היא תיסחר ב-AIM. מעבר לכך לא קיימות דרישות רישום נוספות (בהתאם למגמה העולמית, דרישות הרישום הן מינימאליות); הצעת ניירות ערך תעשה ככלל באמצעות מסמך רישום (חלף תשקיף) שהינו תמציתי ביחס לתשקיף; החברות נדרשות למנות עושה שוק ולהגיש דוחות תקופתיים בתדירות חצי שנתית.

← **להרחבה - ר' פרק 4 בדוח זה, בעניין סקירה ספרותית ובחינה אמפירית, וכן פרק 5 בדוח זה, בעניין דין משווה.**

2.2. סבב התייעצות ראשוני

בחודש ינואר 2017 פרסם סגל הרשות קול קורא לציבור להעלאת רעיונות והצעות בנוגע להיבטים השונים הכרוכים בהקמת הבורסה הייעודית⁸. בנוסף, יזמה הרשות פגישות ו"שולחנות עגולים" עם מגוון רחב של גורמים מסקטורים שונים בשוק ההון להם זיקה לנושא, וביניהם: יזמים, גופי חיתום וייעוץ פיננסי, משרדי עורכי דין בעלי ניסיון בחברות טכנולוגיה ובהנפקות של חברות ישראליות בבורסות משניות בחו"ל, פירמות רואי חשבון, בתי השקעות, מנהלי תיקים, חממות ואקסלרטורים, קרנות אשראי למימון עסקים קטנים ובינוניים, נציגי בורסות זרות, הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים, רשות החדשנות, לשכת רואי חשבון וכן משרד הכלכלה - על מנת להעשיר את הידע לגבי החסמים בשוק, הצרכים של חברות צמיחה, פוטנציאל השוק וקבלת התייחסות למגוון הנושאים שאוזכרו בקול הקורא.

לאחר הקמת הצוות, ועל רקע הניסיון שהצטבר, נערכו פגישות נוספות וימי שימועים במסגרתם הגיעו גורמים שונים מהמשק ומשוק ההון להשמייע עמדתם בפני הצוות ביחס לסוגיות מרכזיות שבבסיס הקמת הבורסה הייעודית.

פירוט רשימת הגורמים שהציגו בפני הצוות לפני פרסום דוח הביניים:

1. הבורסה לניירות ערך בתל אביב.
2. נציג בורסת טורונטו (TSX) בישראל.
3. משרד עורכי דין דורון, טיקוצקי, קנטור ושות'.
4. הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים.
5. רשות החדשנות.
6. סגן יו"ר בורסת הנאסד"ק.
7. נציגי החברה הכלכלית חיפה ועיריית חיפה.

⁸ ר' בקישור -

<http://www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%20%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/Legislation/Paper/Documents/SmallEntitiesTradingList.pdf>

התמונה שעלתה מעבודת הצוות ובסבב ההתייעצות הראשוני הייתה, כי קיים מגוון רחב של דעות בקרב שוק ההון ולא קיימת תמימות דעים בין הגורמים השונים בנוגע לנושאים שהועלו בקול הקורא. עם זאת, זוהתה עמדה ברורה בקרב המשיבים לפיה תנאי חיוני להצלחה הינו כי המודל שיושם יכלול שינויים משמעותיים ביחס למצב הקיים, ייצור בידול משמעותי לעומת הרשימה הראשית ולא יסתפק בהתאמות קוסמטיות. כמו כן, על המודל החדש להיות פשוט, נגיש ואטרקטיבי לחברות צמיחה.

2.3. פרסום דוח ביניים להערות ציבור

ביום 26 בנובמבר 2017 הגיש הצוות לשרים את דוח הביניים⁹ לבחינת הקמת בורסה ייעודית לחברות קטנות בישראל ובמקביל פרסם את הדוח להערות ציבור. לפירוט הערות הציבור שהתקבלו ראה **נספח ב'** להלן.

הערות הציבור שהתקבלו התייחסו למרבית המלצות שהובאו בדוח הביניים, ובעיקר למודל הפיקוח המוצע, דרישות הרישום ומאפייני המסחר, סוגי ניירות הערך שניתן יהיה להנפיק, חובות הגילוי והדיווח והממשל התאגידי.

הצוות קיים דיונים מקיפים בנוגע לכל הערות הציבור שהתקבלו וקיים סבב שימועים נוסף בטרם גיבוש המלצות הסופיות המובאות בדוח זה.

2.4. גיבוש המלצות סופיות

על בסיס המסקנות והתובנות שעלו מעבודת הצוות שתוארה לעיל כמו גם מסקירת וניתוח הערות הציבור שהתקבלו, גיבש הצוות בהסכמה משותפת שורה של המלצות והצעות הנוגעות להיבטים השונים הכרוכים בהנחת התשתית הרגולטורית והאסדרה הנדרשות להקמת בורסה ייעודית לחברות קטנות ובינוניות בישראל. הצוות שם לנגד עיניו גיבוש מתווה הוליסטי שיאזן באופן האופטימלי בין צרכי החברות מחד, לבין דרישות המשקיעים על מנת שימצאו את הבורסה הייעודית כאפשרות השקעה ראויה מאידך, והוא בדעה כי יישום מכלול המלצות יתרום להקמת בורסה שתהווה חלופה משמעותית למימון חברות קטנות ובינוניות בישראל.

יודגש, כי במסגרת גיבוש מכלול המלצות הסופיות נלקחו בחשבון הלקחים והממצאים שעלו מסקירת ביצועי בורסות משניות בעולם, המסגרת הרגולטורית לפעולתן והמבנה שלהן, כמו גם גורמים עיקריים לאי הצלחתן של בורסות כאלו. לקחים וממצאים אלו היוו שיקול מרכזי בגיבוש המלצות הצוות לגבי הצורך לבנות שוק משני מוצלח יותר, תוך שימת דגש על הצורך להצביע על הסיכונים הכרוכים בהשקעה בחברות אלה ולהתאים את מודל הפיקוח למאפייני השוק הישראלי.

הנושאים העיקריים להם ניתן דגש במסגרת עיצוב המודל המוצע:

- ✓ יעילות רגולטורית - רגולציה פשוטה ונגישה, התפורה למידותיהן של חברות קטנות ובינוניות.
- ✓ סינון אפקטיבי של חברות שתוכלנה להירשם למסחר.
- ✓ צמצום משמעותי של עלויות רגולטוריות.

⁹ לעיון בדוח הביניים ר' בקישור -

www.isa.gov.il/הודעות20%פרסומים/Reports/177/Documents/Designated_Stock_Exchange.pdf

- ✓ איכות המידע המדווח, להבדיל מהכמות.
- ✓ הגנה על משקיעים המותאמת לגודל החברות.
- ✓ הבטחת הסחירות והנזילות בשוק המשני.
- ✓ מתן פתרון נאות לחסמים השונים הקיימים.
- ✓ מתן תמריצים לחברות ולמשקיעים.

3. עיקרי המלצות הצוות

להלן יובא תיאור תמציתי של עיקרי המלצות הצוות:

3.1 מודל הפיקוח

מודל הפיקוח הנפוץ בבורסות משניות בעולם הוא זה הנהוג ב-AIM¹⁰ באנגליה, ויושם בווריאציות שונות בחלק ניכר מהבורסות המשניות ברחבי העולם. על פי מודל זה, הפיקוח על החברות הנסחרות בבורסה המשנית נעשה על ידי הבורסה, באמצעות יועץ רגולטורי מלווה. יועץ זה מכונה NOMAD (nominated adviser) ב-AIM. זאת, בשונה מהמודל בבורסה הראשית באנגליה, ה-LSE (London Stock Exchange), שם הפיקוח על החברות נעשה בידי הרגולטור, ה-FCA (Financial Conduct Authority). כלומר, לפי מודל הפיקוח הנפוץ בעולם בבורסות משניות, הבורסה המשנית היא בעלת תפקיד מרכזי במערך הפיקוח והבקרה הן על היועץ הרגולטורי המלווה והן על החברות הנסחרות, ואילו לרשות המפקחת סמכות שיורית בלבד.

לדעת הצוות רצוי היה ליישם מודל של פיקוח על ידי הבורסה הייעודית, באמצעות יועץ רגולטורי מלווה, גם בבורסה הייעודית בישראל. אולם הצוות מצא כי לא קיימת כיום תשתית מתאימה ליישום מודל זה. כמו כן, מבנה הרגולציה הנוכחי בישראל מעלה קשיים לעניין אפשרות מתן סמכויות פיקוח ואכיפה משמעותיות לבורסה הייעודית, שתהיה גוף פרטי הפועל למטרות רווח.

לפיכך, הצוות ממליץ ליישם בבורסה הייעודית עם הקמתה, מודל פיקוח המבוסס על מודל הפיקוח הנוכחי בישראל. קרי, החברות תהיינה מפוקחות במישרין על ידי הרשות, בשים לב לרגולציה אשר מוצע שתחול על אותן החברות, כמפורט בדוח זה, ובהתאם לאופי החברות, גודלן ומאפייניהן, תוך התאמה למודלים מקובלים בעולם, בהם הרגולטור הינו הגוף המפקח הראשי. מודל פיקוח כזה קיים לדוגמא בבורסות הקנדיות - הבורסה הראשית Toronto Stock Exchange (TSX) והבורסה המשנית Toronto Stock Exchange Ventures (TSXV), שגם בהן מתבצע הפיקוח בידי הרגולטור, בדומה למצב בישראל.

הצוות ממליץ כי בעתיד תשוב ותיבחן האפשרות ליישם את מודל הפיקוח על ידי הבורסה הייעודית באמצעות יועץ רגולטורי מלווה. בהקשר זה, ולשלמות התמונה, מובא בפרק 6 לדוח זה, תיאור עיקרי מודל הפיקוח ב-AIM, אשר את יישומו מוצע לשקול בעתיד¹¹.

הפיקוח הישיר על ידי הרשות מייתר את הצורך בחובת מינוי יועץ רגולטורי מלווה. במודל פיקוח זה חובה כזו תהווה אף הכבדה רגולטורית ועלות נוספת לחברה בתקופה בה היא רשומה למסחר בבורסה הייעודית.

¹⁰ AIM - Alternative Investment Market, הוקמה כשוק בתוך בורסת לונדון ומיועדת לחברות קטנות ובינוניות בצמיחה.

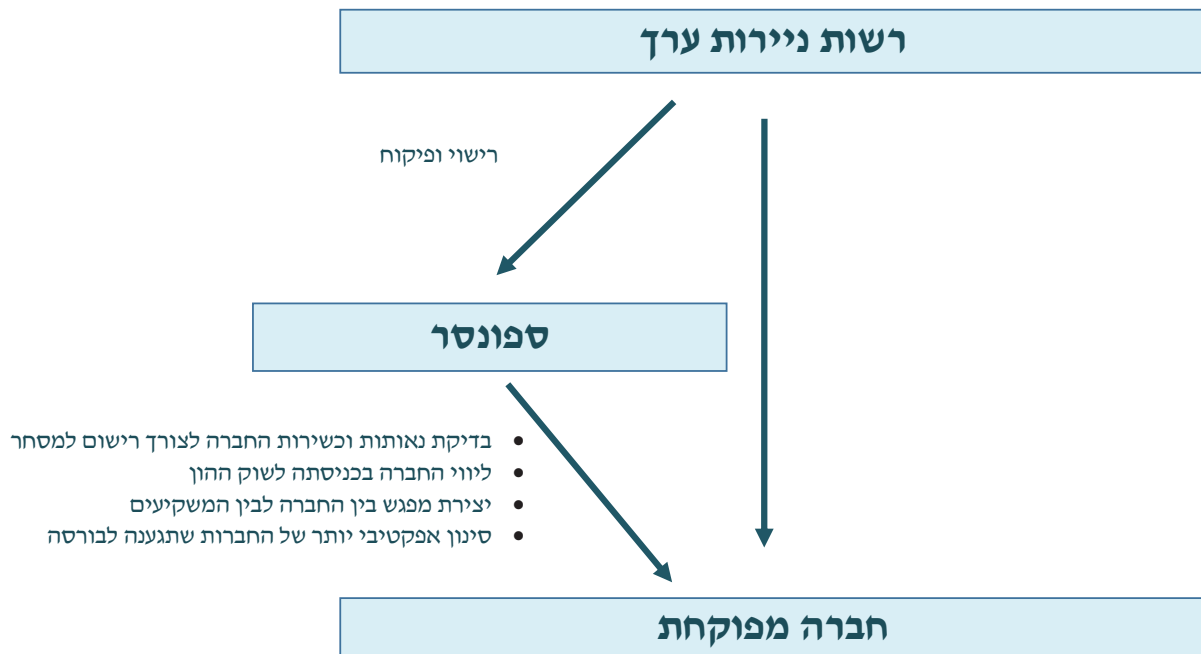
¹¹ בקליפת אגוז, מודל הפיקוח ב-AIM בנוי כך שהפיקוח הישיר על החברות נמצא בסמכות הבורסה (AIM), ומתבצע בפועל באמצעות יועץ שהינו גורם מתווך, NOMAD - Nominated adviser. ה-NOMAD הינו גוף המקבל רישיון מאת ה-LSE, בכפוף לדרישות כשירות וקריטריונים נוספים, וכפוף לפיקוחה כאמור והחברות מחויבות במינוי לאורך כל משך חייהן כחברות הנסחרות בבורסה הייעודית. תפקידו העיקרי הוא לוודא ולהבטיח כי החברה עומדת בכללי הבורסה וללוות אותה בהיבטי רגולציה וממשל תאגידי. לתרשים מבנה הפיקוח ב-AIM, ר' נספח ג' לדוח זה.

לצד זאת, לאור ההנחה כי חלק לא מבוטל מהחברות אשר תפנינה לבורסה הייעודית: תהיינה מטבען קטנות יותר ובעלות פרופיל סיכון שונה; המידע הזמין לגביהן מצומצם יותר; לבעלי תפקידים בהן היכרות וניסיון מועטים יחסית בשוק ההון; וכן הן נעדרות משאבים מתאימים להקמת מערך רגולטורי ושיווקי לשם הצטרפותן לשוק ההון, ולאור הממצאים שעלו מסקירת המשפט המשווה אשר מדגישים את חשיבות הסינון האפקטיבי של חברות שתיסחרנה בבורסה הייעודית, הצוות רואה חשיבות בהקמת מערך תומך בדרך של מינוי ספונסר, בדומה למודל הפיקוח שאומץ בבורסה הקנדית. הספונסר יסייע בבחינת התאמתן של חברות אלה לשוק הציבורי בשלב ההנפקה לראשונה ויסייע להיערכותן להנפקה בהיבטים רגולטוריים ועסקיים. תפקידו המרכזי של הספונסר יהיה לערוך בדיקת נאותות לחברות, ובכך ישמש כשומר סף בתהליך. כמו כן, הספונסר ילווה את החברות בתהליך ההנפקה והגיוס עם כניסתן לשוק ההון ויסייע להן ביצירת מפגש עם ציבור המשקיעים ובקידום ההנפקה. תפקידו של הספונסר יסתיים לאחר ההנפקה לראשונה ולא יכלול אלמנט של ליווי רגולטורי.

מעבר ליתרונות של פונקציה זו מנקודת המבט של החברות, וסיוע להן בצעדיהן הראשונים בשוק ההון כאמור, יש בכך תרומה לשוק ההון בכללותו וזאת ממספר היבטים. הספונסר יסייע, מטבע תפקידו, בהליך סינון אפקטיבי יותר של חברות שאינן מתאימות או אינן בשלות להגיע לשוק ההון ובצמצום חשיפתו של הציבור לחברות מסוג זה. בתפקידו זה, עשוי הספונסר לתרום גם למוניטין הבורסה הייעודית ולעודד כניסתם של משקיעים מוסדיים להשקיע בחברות הנסחרות בבורסה הייעודית וכן לתרום לשכלולו של שוק ההון ולהגברת יעילותו.

הספונסר יהיה כפוף לפיקוח על ידי הרשות ולקבלת רישוי ממנה בדומה למשטר הרישוי והפיקוח החל על חתם.

3.1.1. להלן תרשים המתאר את חלוקת התפקידים על פי המודל המוצע (עד לאימוץ מודל הפיקוח על ידי הבורסה הייעודית באמצעות יועץ רגולטורי מלווה, בכפוף לבחינה עתידית כאמור):



← להרחבה - ר' פרק 6 בדוח זה, בעניין מודל הפיקוח.

3.2. מאפייני קהל היעד של המשקיעים

3.2.1. מוצע שלא לקבוע מגבלות בדבר זהות המשקיעים שיוכלו להשקיע בבורסה הייעודית, וזאת נוכח הרצון להגדיל את צד הביקוש בבורסה הייעודית ולאפשר לכל סוגי המשקיעים גישה לבורסה הייעודית.

← להרחבה - ר' פרק 7 בדוח זה, בעניין מאפייני קהל היעד של המשקיעים.

3.3. מאפייני החברות הרשאיות להירשם למסחר בבורסה הייעודית

3.3.1. מוצע לקבוע דרישה לוותק פעילות של שנה.

3.3.2. מוצע שלא לקבוע מגבלות או דרישות בנוגע לסוג מגזר/תעשייה.

3.3.3. מוצע שלא לקבוע תנאי סף פיננסיים, או דרישה לקיומו של מודל עסקי בחברה.

← להרחבה - ר' פרק 8 בדוח זה, בעניין מאפייני החברות הרשאיות להירשם למסחר.

3.4. דרישות רישום ותנאים למסחר

פיזור החזקות הציבור

3.4.1. בהנפקה לראשונה

- מוצע לקבוע כי שיעור החזקות הציבור המינימאלי לא יפחת משיעור שייקבע (במדרגות של 20% ו-30%, כתלות בשווי החברה בהנפקה).

- מוצע לקבוע כי מספר המשקיעים המינימאלי בהנפקה לראשונה, לא יפחת מ-50.

3.4.2. במסחר השוטף

מוצע לקבוע כי שיעור החזקות הציבור המינימאלי במהלך המסחר השוטף לא יפחת מ-15%, בדומה למצב הקיים כיום בבורסה הראשית, וזאת בכדי להבטיח מסחר במניות.

בנוסף, מוצע שלא לסטות מהגדרת המונח "ציבור" כפי שהיא קיימת כיום בבורסה הראשית לעניין פיזור מינימאלי.

קביעת ספים להיקף הגיוס

3.4.3. היקף גיוס מינימאלי

מוצע לקבוע כי היקף הגיוס המינימאלי יעמוד על 6 מיליון ₪, סכום שהינו הרף המקסימאלי לגיוס בפלטפורמת "מימון המונים".

3.4.4. היקף גיוס מקסימאלי

מוצע שלא לקבוע תקרה להיקף גיוס מקסימאלי, אולם שווי החברה בהנפקה לראשונה לא יעלה על 300 מיליון ש"ח "אחרי הכסף".

הגבלות על מסחר בהחזקות צדדים קשורים

3.4.5. מוצע כי על בעל עניין תחולנה הוראות חסימה ממועד ההנפקה לראשונה, בדומה למגבלות החלות בבורסה הראשית כיום.

עידוד עשיית שוק

3.4.6. מוצע כי לגבי חברות אשר תבחרנה למנות עושה שוק, הדרישה למספר משקיעים מינימאלי בהנפקה לראשונה תופחת ל- 35, חלף 50.

3.4.7. מוצע כי בניירות הערך של חברות אשר תבחרנה למנות עושה שוק יתקיים מסחר רציף, חלף מסחר חד/דו יומי.

אופי המסחר

3.4.8. מוצע לשנות את מודל החברות בבורסה הייעודית באופן שיאפשר כניסת ברוקרים אינטרנטיים.

3.4.9. מוצע להקים מערכת אינטרנטית להשתתפות בהנפקות.

הסדר רישום כפול

3.4.10. מוצע לאפשר מודל רישום כפול גם בבורסה הייעודית, בכפוף לבחינה פרטנית של כל בורסה זרה בדומה לתהליך קביעת רשימת הבורסות הזרות שנמנות תחת הסדר הרישום הכפול בבורסה הראשית. זאת, למעט ביחס לבורסות זרות שכבר אושרו להיכלל בהסדר הרישום הכפול בבורסה הראשית, אשר לגביהן אימוץ ההסדר יהיה אוטומטי, בכפוף לעמידה בכללי הרישום בבורסה הראשית או הייעודית, לפי העניין.

← להרחבה - ר' פרק 9 בדוח זה, בעניין דרישות רישום ותנאים למסחר.

3.5. אופן הצעת ניירות ערך

מוצע לאפשר ביצוע הצעה לא אחידה במסגרת ההנפקה לראשונה, תוך קביעת זהות הגורמים להם יונפקו ניירות הערך וקביעת שיעור ההיענות ביחס לכל בקשה.

← להרחבה - ר' פרק 10 בדוח זה, בעניין מבנה הבורסה הייעודית.

3.6. מעבר בין בורסות

אפשרות מעבר מהבורסה הראשית לבורסה הייעודית

3.6.1. מוצע לשקול לאפשר מעבר בהתאם לכללים שייקבעו בחלוף 3 שנים ממועד הקמת הבורסה הייעודית, וזאת בכדי לאפשר תקופת מבחן מסוימת, במהלכה תיבחנה ההשלכות של מתן אפשרות מעבר כאמור.

מעבר אוטומטי מהבורסה הייעודית לבורסה הראשית

3.6.2. מוצע שלא לקבוע חובת מעבר של חברה מהבורסה הייעודית לבורסה הראשית בכל מקרה, ללא קשר לשווי החברה או לסוגי ניירות הערך שהנפיקה. עם זאת, מוצע לקבוע, כי כאשר שווי השוק של החברה עולה על 600 מיליון ₪ (כפל שווי של "תאגיד קטן"), תוכפף החברה לכללי הרגולציה (גילוי, דיווח וממשל תאגידי) אשר חלים בבורסה הראשית ותוך מתן תקופת היערכות מתאימה ליישום כללים אלו.

אופן אישור מעבר וולונטרי מהבורסה הייעודית לבורסה הראשית

3.6.3. מוצע לקבוע כי מעבר וולונטרי מהבורסה הייעודית לבורסה הראשית, יהיה כפוף לאישור הדירקטוריון בלבד.

← **להרחבה - ר' פרק 11 בדוח זה, בעניין מעבר בין בורסות.**

3.7. סוגי ניירות הערך שניתן יהיה להנפיק בבורסה הייעודית

הנפקת חוב

- 3.7.1. מוצע לאפשר הנפקת חוב ובלבד שבאותו מועד או קודם לו הונפק גם הון בבורסה הייעודית.
- 3.7.2. מוצע להגביל את הנפקת החוב בבורסה הייעודית לטווח שבין 36-6 מיליון ₪, ובכל מקרה לא ניתן יהיה להנפיק חוב בסכום העולה על 100% מסכום ההון שהונפק וגויס בבורסה הייעודית.
- 3.7.3. במקביל, מוצע לייסד בבורסה הראשית מסלול להנפקת חוב בסכומים של עד 36 מיליון ₪ תחת רגולציה מלאה.
- 3.7.4. לבסוף, מוצע כי בחלוף 3 שנים ממועד הקמת הבורסה הייעודית, ייבחן הצורך בשינוי מתווה הנפקת החוב.
- הנפקת מכשירים שאינם עומדים בכלל השוויוניות של "one share one vote" בהתאם לסעיף 46ב לחוק ניירות ערך, התשכ"ח - 1968 (להלן - "חוק ניירות ערך" או "חוק ני"ע").
- 3.7.5. מוצע לשמר את כלל השוויוניות, לרבות מתן אפשרות להנפיק מניות בכורה, בהתאם למגבלות הנפקה החלות בבורסה הראשית לכלל התאגידים המדווחים, כפי שנקבע בתקנון הבורסה.

← **להרחבה - ר' פרק 12 בדוח זה, בעניין סוגי ניירות הערך שניתן יהיה להנפיק.**

3.8. חובות גילוי ודיווח

דוחות תקופתיים

3.8.1. תדירות פרסום הדוחות - מוצע לקבוע כי ביחס לחברות אשר תנפקנה הון בלבד, תחול חובת פרסום של דוח תקופתי אחת לחצי שנה, בדומה להקלה הקיימת ל"תאגיד קטן" שהנפיק הון בלבד בבורסה הראשית כיום. עוד מוצע לקבוע, כי חברות שלא הפיקו הכנסות במהלך התקופות המוצגות בדוחות הכספיים, תידרשנה לספק במסגרת הדיווח החצי-שנתי מידע אודות "קצב שריפת מזומנים" בלבד, חלף הצגת דוחות כספיים. בדומה למודל שאומץ בבורסה הראשית, מוצע כי חברות אשר הנפיקו אגרות חוב תהיינה כפופות לחובת הגשת דוחות רבעוניים בשל הצורך לספק מידע בתדירות גבוהה יותר למשקיעי אג"ח וכן בשל המאפיינים והסיכונים האינהרנטיים הגלומים בהנפקת מכשירי חוב לעומת מכשירי הון.

3.8.2. תוכן המידע הנלווה לדוחות הכספיים - מוצע לקבוע כי יידרש פרסום "דוח הנהלה מורחב" (קרי: דוח הנהלה בהתאם לפרויקט שיפור הדוחות, תוך הרחבת תיאור מהות העסק), אולם לא יידרש צירוף פרק תיאור עסקי התאגיד במתכונת הקבועה בתוספת הראשונה לתקנות ניירות ערך (פרטי תשקיף וטיטוט תשקיף), התשכ"ט-1969 (להלן - "תקנות פרטי תשקיף").

3.8.3. צירופות - מוצע שלא להחיל חובת צירוף הערכות שווי ודוחות סולו. כמו כן, מוצע להעלות את הרף לצירוף דוחות כספיים של חברה כלולה ל-40% גם בדוח השנתי, וזאת במטרה לצמצם למינימום ההכרחי את חובת הצירוף של מסמכים או דוחות שונים. יתר חובות הצירוף הקיימות כיום בבורסה הראשית תיוותרנה ללא שינוי.

3.8.4. דוח בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי (ISOX) - מוצע שלא להחיל רגולציה זו בבורסה הייעודית.

3.8.5. מסגרת התקינה החשבונאית - מוצע לאפשר יישום של IFRS ו-US GAAP (ללא ביאור התאמה ל-IFRS) במסגרת עריכת דוחות כספיים.

3.8.6. הצגת תקופות השוואה - מוצע שלא לדרוש הצגה של יותר מתקופת השוואה אחת (בכפוף לעמידה בהוראות כללי החשבונאות המקובלים).

3.8.7. גילוי בדבר שכר נושאי משרה בכירה בתאגיד - מוצע לפטור תאגידים מהדרישה לכלול גילוי פרטני בדבר שכרם של 5 מקבלי השכר הגבוה ביותר בחברה. הגילוי יידרש במקובץ ולא באופן פרטני, כפי שקבוע כיום.

דיווחים מיידיים

3.8.8. תוכן והיקף חובות הדיווח המיידי - מוצע לקבוע דרישה כללית לגילוי על אירועים מהותיים אשר חורגים מעסקי התאגיד הרגילים בשל טיבם, היקפם או תוצאתם האפשרית, ואשר יש להם או עשויה להיות להם השפעה מהותית על התאגיד, וכן בדבר כל אירוע או עניין שיש בהם כדי להשפיע באופן משמעותי על מחיר ניירות הערך של התאגיד, בדומה לתקנה 36 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל - 1970 (להלן - "תקנות הדוחות"), ולפטור מדרישות הדיווח המידי האחרות.

בנוסף, מוצע ללוות את התקנה בפרסום מסמך המתייחס לרשימה לא סגורה של אירועים מחייבי דיווח.

3.8.9. עיתוי פרסום הדיווח המיידי - מוצע לקבוע כי המועד האחרון לפרסום דיווח מיידי יחול בחלוף 48 שעות.

3.8.10. מוצע לאפשר לחברות היי-טק¹² שתיסחרנה בבורסה הייעודית, לדווח את דיווחיהן בשפה האנגלית. הדיווחים כוללים, עריכת תשקיף ההנפקה לראשונה וכל תשקיף שיפורסם לאחריו וכן כל דיווח שיידרש מתוקף היות החברה תאגיד מדווח. חברות שיבחרו לדווח בשפה האנגלית ויעברו לבורסה הראשית, יוכלו להמשיך ולדווח באנגלית.

← **להרחבה - ר' פרק 13 בדוח זה, בעניין חובות גילוי ודיווח.**

3.9. ממשל תאגידי ועסקאות בעלי שליטה

עסקאות בעלי שליטה

3.9.1. מוצע שלא לשנות את ההוראות הקיימות בחוק החברות בנוגע למנגנוני האישור הנדרשים בעסקאות עם בעלי שליטה או שלבעלי השליטה עניין אישי בהן (קרי: יידרש אישור הוועדה הבלתי תלויה (ר' סעיף 2.9.6 להלן), הדירקטוריון והאסיפה הכללית - ברוב קולות הכולל רוב מקרב בעלי מניות המיעוט).

3.9.2. עם זאת, מוצע לקבוע כי תנאי כהונה והעסקה או מתן שירותים ע"י בעל שליטה או קרובו, יאושרו אחת ל-5 שנים (חלף הדרישה בחוק החברות לאישור כל 3 שנים).

כללים בעניין תגמול נושאי משרה ומדיניות תגמול (תיקון 20 לחוק החברות)

3.9.3. מוצע כי תחול חובה בדבר קביעת מדיניות תגמול, אולם היא לא תהיה טעונה אישור של האסיפה הכללית.

3.9.4. מוצע לפטור חברות מהחובה לאשר את תנאי כהונת המנכ"ל באסיפה הכללית, במקרים בהם תנאי כהונתו עולים בקנה אחד עם מדיניות התגמול.

הסדרים מוצעים נוספים המהווים הקלות ביחס לדין החל כיום על חברות ציבוריות

3.9.5. מוצע לאפשר כפל כהונה של אדם/קרובו כמנכ"ל וכיו"ר הדירקטוריון.

3.9.6. מוצע לקבוע חובה למינוי ועדה בלתי תלויה אחת בלבד (חלף 3 ועדות נפרדות הנדרשות לפי חוק החברות - ועדת ביקורת, ועדה לבחינת הדוחות הכספיים וועדת תגמול), ולהקל בדרישות המצטברות לעניין הרכב הוועדה.

3.9.7. מוצע לפטור חברות מהחובה לקיים הליך תחרותי לפי סעיף 117(ב) לחוק החברות, לגבי עסקאות עם בעל השליטה, או שלבעל השליטה עניין אישי בהן.

← **להרחבה - ר' פרק 14 בדוח זה, בעניין ממשל תאגידי ועסקאות בעלי שליטה.**

¹² בהתאם לסיווג הענפי בבורסה לני"ע בתל אביב.

3.10. מבנה הבורסה הייעודית

המודל הרווח ביותר במדינות השונות הוא של בורסה משנית שמהווה חלק מהבורסה הראשית, בין אם כבורסה או שוק נפרדים תחת הבורסה הראשית, ובין אם כרשימה נפרדת באותה בורסה. ישנם מקרים בודדים בלבד של בורסה משנית שעומדת בפני עצמה ואינה קשורה לבורסה הראשית.

הצוות סבור כי יש לעצב את ההסדר החוקי להקמת הבורסה הייעודית באופן שיאפשר הקמתה תחת הבורסה הראשית, במסגרת משפטית של תאגיד נפרד, אולם מבלי לשלול את האפשרות שתוקם גם כבורסה נפרדת, במידה שתהיה יוזמה מתאימה. בכל מקרה הצוות רואה חשיבות רבה במיתוג נפרד של הבורסה הייעודית מהבורסה הראשית. מיתוג זה יסייע לשיווק לקהלי היעד, הן חברות המטרה, ובהן חברות צמיחה וחברות קטנות ובינוניות, והן המשקיעים. המיתוג הנפרד ייצור גם בידול בין השווקים השונים וחשיבותו, בין היתר, בהגנה על המשקיעים נוכח רמות הסיכון השונות בכל אחד מהם.

עוד סבור הצוות כי יש לבחון התאמות בתחולת פרק ח' לחוק ניירות ערך, על רישיון להפעלת בורסה ייעודית, על הבורסה הייעודית וכן התאמות נוספות בדרישות רישוי וממשל תאגידי למי שהוא כבר בעל רישיון להפעלת בורסה.

← להרחבה - ר' פרק 15 בדוח זה, בעניין מבנה הבורסה הייעודית.

3.11. תמריצים

תמריצים כלכליים

3.11.1. לחברות

- מוצע להפחית או לבטל לזמן קצוב, החל ממועד הרישום למסחר של חברה בבורסה הייעודית ועד לתקופה של שנתיים, את האגרות שגובה רשות ניירות ערך, וכן להפחית אגרות בגין רישום למסחר של ניירות ערך לתקופה זו.
- מוצע להפעיל תכנית סבסוד אנליזות שיפורסמו לכלל המשקיעים הפוטנציאליים, בכפוף להשגת תקצוב.
- מוצע לבחון מתן הקלות בדרך של דחיית החזר תשלום בגין מענקים שיינתנו על ידי המדינה.
- מוצע לבחון השתתפות בעלויות הנפקה, לרבות הכנת תסקיף הצעה לציבור.

3.11.2. למשקיעים מוסדיים

מוצע לעקוב אחר התפתחות הבורסה המשנית ואם יימצא כי החובה להשתתפות מוסדיים באסיפות כלליות היא חסם כניסה, לשקול צמצום של חובת ההשתתפות של גופים מוסדיים באסיפות כלליות של תאגידים הנסחרים בבורסה הייעודית.

3.11.3. עידוד עשיית שוק

מוצע לעודד עשיית שוק ע"י מתן תמריצים כלכליים לחברות ו/או לעושי השוק.

תמריצי מס שנבחנו על ידי הצוות

הצוות בחן תמריצי מס שונים לחברות שתירשמה למסחר בבורסה הייעודית.

ישנה אי ודאות לגבי היקף החברות שתבחנה להירשם למסחר בבורסה הייעודית בשלבי הקמתה. לפיכך, הוסכם על ידי הצוות כי תמריצי מס מסוימים עשויים לסייע בשלב ההקמה של הבורסה הייעודית במטרה לעודד חברות להירשם בה למסחר, וזאת במסגרת הוראת שעה.

הצוות ממליץ על מתן תמריצי המס המפורטים להלן לחברות שתירשמה למסחר בבורסה הייעודית במסגרת הוראות שעה¹³:

3.11.4. לחברות - הוצאות הנפקה בגין רישום למסחר בבורסה הייעודית בתקופת ההקמה יוכרו כהוצאה שוטפת לצרכי מס לחברה המנפיקה, בשנה שבה הוצאו¹⁴.

3.11.5. לבעלי שליטה¹⁵ ולמשקיעים בחברות שתירשמה למסחר -

3.11.5.1. לבעלי שליטה אשר עובדים בחברות שנרשמו למסחר בבורסה הייעודית, תינתן האפשרות להתחייב במס במסלול רווח הון על עליית ערך האופציות שהתקבלו בידיהם (ככל שהתקבלו), טרם רישום החברה בבורסה הייעודית, וניתנו להם בקשר עם יחסי עובד מעביד, במסגרת סעיף 102 לפקודה.

3.11.5.2. למשקיע הרוכש מניות בהנפקה לראשונה של חברת מ"פ העומדת בתנאי סף ספציפיים, תוכר השקעה של עד 5 מיליון ש"ח כהפסד הון לצרכי מס בשנת המס בה בוצעה ההשקעה או בשנות המס שלאחריה (חלף הכרה בעת מכירת המניות).

← להרחבה - ר' פרק 16 בדוח זה, בעניין תמריצים.

3.12. אכיפה

נוכח המלצת הצוות כי הפיקוח על החברות בבורסה הייעודית יעשה על ידי הרשות, הצוות סבור כי גם מודל האכיפה צריך להיות מקביל בעיקרו לזה הקיים לפי חוק ני"ע. בהתאם, האכיפה תיעשה במסלולי האכיפה הקיימים (עיצום כספי, אכיפה מנהלית ואכיפה פלילית). עם זאת, הצוות סבור כי יש להפחית את גובה העיצומים המרביים שניתן להטיל במסגרת הליך אכיפה מנהלי וכן ליישם מדיניות אכיפה מקלה בבורסה הייעודית אשר תתחשב בגודלם של הגופים המפוקחים, מצבם הכלכלי של החברות והיחידים המפרים, ותק פעילותם בשוק ההון ופוטנציאל הנזק שנגרם.

← להרחבה - ר' פרק 17 בדוח זה, בעניין אכיפה בבורסה הייעודית.

¹³ יובהר, כי תמריצי המס המוצעים בסעיף זה אשר כבר חקוקים במסגרת הוראת שעה קיימת, יחולו ביחס לבורסה הייעודית, כל עוד הוראת השעה עודנה בתוקף ויהיו תקפים לתקופות נוספות רק אם הוראת השעה תוארך.

¹⁴ תמריץ זה אושר כהוראת שעה בחודש מרץ 2018 והוא חל על כלל החברות המנפיקות בבורסה בישראל.

¹⁵ בעל שליטה - כהגדרתו בסעיף 9(32) לפקודת מס הכנסה (נוסח חדש), התשכ"א-1961 (להלן - "הפקודה").

3.13. יציבות רגולטורית

ההסדרים המוצעים לעניין הקמת בורסה ייעודית מהווים מודל רגולטורי חדש ומקיף, שהצוות שקד על התאמתו לחברות קטנות ובינוניות, על מנת לאפשר ולעודד רישום שלהן למסחר בבורסה הייעודית. כניסתה לתוקף של ההסדרה המבוססת על המלצות הצוות תהווה חידוש לשוק ההון. על רקע זה, הצוות סבור כי על הגורמים המעורבים בהסדרה לקחת בחשבון את החשיבות לשקול במידת האפשר שיקולים של יציבות רגולטורית בכל הנוגע לשינוי חקיקה עתידיים, לאחר כניסתה לתוקף של ההסדרה המוצעת. יציבות וצפיות הרגולציה הן אחד מן השיקולים המרכזיים להצטרפות חברות לשוק ההון ויש לתת להן משקל ושימת לב מיוחדת עוד יותר לגבי חברות קטנות ובינוניות, כיוון שיכולתן להכיל שינויים רגולטוריים ולהקצות את המשאבים הכלכליים הנדרשים לשם כך, פחותה משמעותית לעומת חברות גדולות יחסית.

הבדלים בין המצב הקיים בבורסה הראשית לבין המודל המוצע

לשם הנוחות, בטבלה המוצגת להלן רוכזו בתמצית ההבדלים בין הכללים הקיימים כיום ביחס לחברות ציבוריות הנסחרות בבורסה הראשית, לבין המודל המוצע ביחס לחברות קטנות ובינוניות שתיסחרנה בבורסה הייעודית:

נושא	המצב הקיים בבורסה הראשית	המודל המוצע בבורסה הייעודית
מודל הפיקוח	פיקוח ישיר על ידי רשות ניירות ערך.	פיקוח על ידי הרשות, תוך החלת חובת מינוי ספונסר בהנפקה לראשונה.
דרישות רישום למסחר*		
דרישה לוותק פעילות	ותק פעילות של שנה.	ותק פעילות של שנה.
שיעור החזקות ציבור מינימאלי	בין 7.5%-25%, כתלות בשווי החזקות הציבור במועד ההנפקה.	20%-30%, כתלות בשווי החברה במועד ההנפקה.
מספר משקיעים מינימאלי	100 (אם החברה מינתה עושה שוק - 35).	50 (אם החברה מינתה עושה שוק - 35).
היקף גיוס מינימאלי	20 מיליון ₪ (אפקטיבית).	6 מיליון ₪.
הון עצמי/שווי חברה	מעל 25 מיליון ₪ הון עצמי לאחר ההנפקה. גוזר שווי חברה של כ- 100 מיליון ₪ ומעלה (אפקטיבית).	עד 300 מיליון ₪ שווי חברה במועד ההנפקה ("אחרי הכסף").
תנאים למסחר		
שיעור החזקות ציבור מינימאלי	15% (או 12.5% אם החברה מינתה עושה שוק).	15%
שווי החזקות ציבור	מעל 5 מיליון ₪ (או 4 מיליון ₪ אם החברה מינתה עושה שוק).	-----
הוראות חסימה	תקופת חסימה של 18 חודשים ו-9 חודשים לבעל עניין וכל מחזיק אחר, בהתאמה.	תקופת חסימה של 18 חודשים ו-9 חודשים לבעל עניין וכל מחזיק אחר, בהתאמה.
מסחר רציף או חד/דו-יומי	מסחר רציף.	מסחר חד/דו יומי (או מסחר רציף, אם החברה מינתה עושה שוק).
אופן הצעת נייר ערך	הצעה אחידה.	הצעה לא אחידה ב-IPO.
סוגי ניירות ערך ומעברים		
הנפקת חוב	מעל 36 מיליון ₪ (אפקטיבית) כמו כן מוצע לייסד בבורסה הראשית מסלול להנפקת חוב בסכומים קטנים תחת רגולציה מלאה.	בין 6-36 מיליון ₪ ובלבד שהונפק גם הון באותו מועד או מוקדם יותר בסכום שלא יפחת מהחוב.

* דרישות הרישום החלות על חברות מ"פ הינן שונות - חברות מ"פ אינן נדרשות להציג ותק פעילות או הון עצמי לפני ההנפקה; הון עצמי לאחר ההנפקה - 8 מיליון שקל; שווי החזקות הציבור במניות הנובע מהנפקת המניות - 16 מיליון ₪; כאשר שווי החזקות הציבור במניות הוא מעל 16 מיליון ₪ שווי החזקות הציבור יהיה לפחות 10% וכאשר שווי החזקות הציבור מעל 50 מיליון ₪ ש"ח שיעור החזקות הציבור יהיה לפחות 7.5%; מספר המחזיקים הנדרש במניות חברות מ"פ הינו 35, כששווי החזקה מזערי למחזיק הינו 16,000 ₪.

נושא	המצב הקיים בבורסה הראשית	המודל המוצע בבורסה הייעודית
סוגי מניות	רישום למסחר של מניות רגילות ומניות בכורה (בהתאם למגבלות שנקבעו בתקנון הבורסה).	רישום למסחר של מניות רגילות ומניות בכורה (בהתאם למגבלות שנקבעו בתקנון הבורסה).
חובות גילוי ודיווח		
תדירות פרסום הדוחות	דיווח רבעוני. דיווח חצי שנתי לתאגידים קטנים שהנ"פיקו מניות בלבד.	דיווח חצי שנתי (דיווח שנתי לחברות ללא מכירות). דיווח רבעוני לחברות שהנפיקו אג"ח
תוכן המידע הנלווה לדוחות הכספיים	פרק תיאור עסקי התאגיד ודוח דירקטוריון.	דוח הנהלה מורחב. בנוסף, לא תחול חובת צירוף של הערכות שווי ודוחות סולו.
תקני חשבונאות	IFRS (לחברות טק-עילית US GAAP עם ביאור התאמה ל-IFRS).	IFRS / US GAAP (ללא ביאור התאמה).
תקופות דיווח	הצגת שתי תקופות השוואה.	הצגת תקופת השוואה אחת (בכפוף להוראות כללי החשבונאות המקובלים).
גילוי בדבר שכר נושאי משרה - תקנה 21	גילוי פרטני בנוגע לשכר 5 נושאי המשרה רה הבכירה.	גילוי מקובץ בנוגע לשכר 5 נושאי המשרה הבכירה ללא גילוי פרטני.
דיווחים מידיים	בהתאם לתקנות גילוי ספציפיות ולתקנה 36 לתקנות הדוחות, כהגדרתן לעיל.	דרישה כללית לגילוי על אירועים מהותיים ועניינים החורגים מעסקי התאגיד הרגילים (בדומה לתקנה 36 לתקנות הדוחות) לצד פרסום קווים מנחים שיסייעו ביישום.
עיתוי החובה לפרסם דוח מיידי	בין 3 וחצי ל-24 שעות, כתלות במועד בו התגלה המידע.	עד 48 שעות.
שפת דיווח	דיווח בשפה האנגלית יתאפשר לחברות היי-טק בכפוף להשתייכותן למדד טק-עילית.	דיווח בשפה האנגלית יתאפשר לכל חברות ההיי-טק שתסחרנה בבורסה הייעודית.
ממשל תאגידי ועסקאות בעלי עניין		
מנגנון אישור עסקאות בעלי שליטה	אישור העסקאות בוועדת ביקורת, דירקטוריון ואסיפה כללית ברוב מקרב המיעוט.	אישור העסקאות בוועדה הבלתי תלויה, דירקטוריון ואסיפה כללית ברוב מקרב המיעוט.
אישור תנאי כהונה והעסקה או מתן שירותים על ידי בעל שליטה/קרובו	אחת לשלוש שנים.	אחת לחמש שנים.
מדיניות תגמול	חובת קביעת מדיניות תגמול; אישור המדיניות בוועדת התגמול, בדירקטוריון ובאסיפה הכללית ברוב קולות הכולל רוב מקרב המיעוט.	חובת קביעת מדיניות תגמול; אישור המדיניות בוועדה הבלתי תלויה ובדירקטוריון.
תגמול מנכ"ל התואם את מדיניות התגמול	אישור תנאי כהונה והעסקה בוועדת התגמול, בדירקטוריון ובאסיפה כללית ברוב קולות הכולל רוב מקרב המיעוט.	אישור תנאי כהונה והעסקה בוועדה הבלתי תלויה ובדירקטוריון.

נושא	המצב הקיים בבורסה הראשית	המודל המוצע בבורסה הייעודית
יו"ר-מנכ"ל	כפל כהונה כיו"ר ומנכ"ל (של אותו אדם או אדם וקרובו) דורש אישור האסיפה הכללית ברוב קולות הכולל רוב מקרב המיעוט, אחת לשלוש שנים.	אין הגבלה על כפל כהונה כיו"ר ומנכ"ל (של אותו אדם או אדם וקרובו).
הרכב הדירקטוריון	חובת מינוי 2 דירקטורים חיצוניים.	חובת מינוי 2 דירקטורים חיצוניים.
ועדות הדירקטוריון	חובת מינוי ועדת ביקורת, ועדת תגמול וועדת מאזן. *תאגיד קטן או חברה שטרם חלפו 5 שנים מהמורעד בו הציעה לראשונה ניירות ערך לציבור רשאים שלא למנות ועדת מאזן - כך שדוחותיהם יאושרו בדירקטוריון בלבד, והכל בכפוף לתנאים מסוימים. כמו כן לפי החוק ניתן לאחד ועדת ביקורת, תגמול ומאזן ובלבד שהדרישות לגבי כל אחת מן הוועדות שאוחדו מתקיימות בוועדה המאוחדת.	חובת מינוי ועדה בלתי תלויה אחת (לפי תנאי כשירות של ועדת הביקורת).
הליך תחרותי	ועדת הביקורת נדרשת לקיים הליך תחרותי או הליך אחר בטרם התקשרות בעסקה עם בעל שליטה או בעסקה שלב על השליטה עניין אישי בה.	החובה לא תחול.
אכיפה		
מודל אכיפה	שלושה מישורי אכיפה (עיצום כספי, אכיפה מנהלית ואכיפה פלילית). סכומי העיצומים המקסימליים בהליך האכיפה המנהלית עומדים על 5 מיליון שקלים לתאגיד ומיליון שקלים ליחיד.	שלושה מישורי אכיפה (עיצום כספי, אכיפה מנהלית ואכיפה פלילית). הפחתת סכומי העיצומים המקסימליים בהליך האכיפה המנהלית במחצית ל-2.5 מיליון שקלים לתאגיד ו-0.5 מיליון שקלים ליחיד. יישום מדיניות אכיפה מקלה שתתחשב בגודל, מצב כלכלי, ותק פעילות ופוטנציאל הנזק.
אסיפה כללית		
חובת השתתפות מוס-דיים באסיפה	חובת השתתפות באסיפות כלליות בהן נדרש רוב מיוחד ובאסיפות כלליות נוספות המנויות בדיון.	לעקוב אחר התפתחות הבורסה הייעודית ואם ימצא כי החובה להשתתפות מוסדיים באסיפות כלליות היא חסם כניסה לשקול צמצום של חובת ההשתתפות.

להלן יפורטו השינויים שחלו בין ההמלצות שהובאו בדוח הביניים לבין ההמלצות בדוח הסופי:

נושא	המלצה בדוח ביניים	המלצה בדוח סופי
חובת מינוי ספונסר	חובת מינוי במועד ההנפקה לראשונה שונה ובכל גיוס ציבורי נוסף.	חובת מינוי במועד ההנפקה לראשונה בלבד.
תקני חשבונאות	IFRS /US GAAP/תקינה ישראלית.	IFRS /US GAAP.
גילוי בדבר שכר נושאי משרה - תקנה 21	גילוי בנוגע לשכר 3 נושאי המשרה הבכירה.	גילוי מקובץ בנוגע לשכר 5 נושאי המשרה הבכירה ללא צורך בגילוי פרטני.
שפת דיווח	לא נכללה המלצה.	דיווח שפה האנגלית יתאפשר לכל חברות ההיי-טק שסיחרו בבורסה הייעודית.
מבקר פנימי	חובת מינוי מבקר פנימי רק מעל שווי או מספר עובדים שייקבע.	חובת מינוי מבקר פנימי בכל חברה בבורסה הייעודית.
מודל אכיפה	לא נכללה המלצה.	שלושה מישורי אכיפה (עיצום כספי, אכיפה מנהלית ואכיפה פלילית). הפחתת סכומי העיצומים המקסימליים בהליך האכיפה המנהלית במחצית ל-2.5 מיליון שקלים לתאגיד ו-0.5 מיליון שקלים ליחיד. יישום מדיניות אכיפה מקלה שתתחשב בגודל, מצב כלכלי, ותק פעילות ופוטנציאל הנזק.
מבנה הבורסה הייעודית	הקמת בורסה ייעודית בתאגיד נפרד מהבורסה הראשית (ולא כרשימה חדשה).	הקמת בורסה ייעודית בתאגיד נפרד תחת הבורסה הראשית או בנפרד ממנה, תוך בחינת התאמות בתחולת פרק ח' לחוק ני"ע, לגבי בעל רישיון להפעלת בורסה ייעודית וכן התאמות נוספות בדרישות רישוי וממשל תאגידי למי שהוא כבר בעל רישיון להפעלת בורסה.
הסדר רישום כפול	לא נכללה המלצה	לאפשר רישום כפול בכפוף לבחינה פרטנית של בורסות זרות.
תמריצי מס למשקיעים בחברות מו"פ	לא נכללה המלצה	הכרה בהשקעה של עד 5 מיליון ש"ח כהפסד הון לצרכי מס בשנת המס בה בוצעה ההשקעה או בשנות המס שלאחריה (חלף הכרה במועד מכירת המניות)

4. סקירה ספרותית ובחינה אמפירית

4.1. מבוא

פרק זה עוסק בסקירה של ספרות אקדמית ומקצועית הדנה בתמריצים להקמת שווקים משניים, במאפייניהם ובגורמים להצלחתם וכישלונם, ובבחינה אמפירית של פרמטרים מרכזיים בפעילותן של בורסות משניות נבחרות. זאת, במטרה ללמוד מהניסיון הרב יחסית שנצבר בעולם בנושא הקמתן של בורסות משניות, וליישם נכונה את התובנות העולות ממנו.

לפי נתוני ה-WFE (World Federation of Exchanges), כ-9,000 חברות מקומיות¹⁶ נסחרות בבורסות משניות בעולם. כמות זו מהווה 18% מסך החברות המקומיות הנסחרות בשוקי ההון בעולם. בחמש עשרה השנים האחרונות, מספר החברות המקומיות הנסחרות בבורסות המשניות בעולם כמעט והכפיל את עצמו. זאת, לעומת עלייה של כ-13.5% בלבד במספר החברות הנסחרות בבורסות הראשיות. פילוח גיאוגרפי של אוכלוסיית החברות המקומיות הנסחרות בבורסות משניות בעולם, מצביע על כך שכחצי מהחברות נסחרות בשווקים המשניים באסיה, כרבע מהחברות נסחרות באמריקה, וכרבע מהחברות נסחרות באירופה, במזרח התיכון ובאפריקה.

קיימת שונות רבה בין הבורסות המשניות בשווקים השונים בעולם. שונות זו באה לידי ביטוי, בין היתר, בנתח השוק שתופסות הבורסות המשניות ביחס לזה של הבורסות הראשיות באותה מדינה. עם זאת, ככלל, במדגם הנבחר (במסגרתו נבחנו כ-11 מדינות מתוך 35 בהן קיימות בורסות משניות) מספר החברות בבורסות המשניות מהווה עשרות אחוזים מסך החברות הרשומות למסחר במדינה, בעוד ששווי השוק בבורסה המשנית מהווה לעתים אחוזים בודדים משווי השוק הסחיר הכולל במדינה.

הספרות האקדמית מצביעה על כך שאחד המניעים העיקריים להחלטת חברות להירשם למסחר בשווקים המשניים הוא היכולת לגייס הון בדרישות סף נמוכות וכן ההקלות ברגולציה המושתת עליהן¹⁷.

כ-71.5% מהחברות שנרשמו לבורסות המשניות באירופה בין שנים 1995-2009 לא היו רשאיות להירשם למסחר בבורסה הראשית עקב אי עמידה בתנאי אחד לפחות הנדרש לצורך הרישום. כמו כן, למרות שבממוצע החברות בבורסות המשניות מגייסות סכומי הון נמוכים משמעותית מאלה שמגייסות בממוצע חברות בבורסות הראשיות (סכומי גיוס בבורסות המשניות מהווים כ-8% מהראשיות), הפער בסך היקפי הגיוס בין הבורסות הראשיות למשניות הינו הרבה פחות משמעותי - סך היקפי הגיוס בבורסות המשניות מהווים כ-22% מסך היקפי הגיוס בשוק ההון.

אחת הבעיות המרכזיות בשווקים המשניים הינה רמת נזילות נמוכה משמעותית (בממוצע, רמת הנזילות בשווקים המשניים כ-20%-30% מהשווקים הראשיים) הנובעת, בין היתר, משיעור החזקות ציבור נמוך (בממוצע כ-30%) והיעדרם של משקיעים מוסדיים בשוק. כאמור, שיעור החזקות המשקיעים הפרטיים בשווקים המשניים גבוה יחסית לשווקים הראשיים, ובחלק משווקים אלו נוכחותם של המשקיעים המוסדיים אף אינה משמעותית. מאפיין נוסף שזוהה הוא שאחוז המשקיעים המקומיים בשווקים המשניים גבוה משמעותית משיעורם בשווקים הראשיים ובהרבה מהם נוכחות המשקיעים הזרים זניחה. בבורסות המשניות מיושמים אמצעים מגוונים להעלאת הסחירות והנזילות, וביניהם מינוי עושי שוק לניירות הערך, השקעות במחקר על החברות הקטנות, חינוך ועידוד של המשקיעים הפרטיים, ובניית תמריצים לעידוד משקיעים בכלל ומשקיעים מתוחכמים בפרט, להשתתף במסחר.

¹⁶ קרי: חברות המאוגדות במדינה בה קיימת הבורסה המשנית.

¹⁷ בהקשר זה הרגולציה מתייחסת גם לכללי הבורסה.

הספרות מצביעה על כך כי סביב ההנפקה קיימת "אופטימיות יתר" של משקיעים ברשימות המשוואות לעומת זאת שקיימת ברשימות הראשיות (אופטימיות המתבטאת בציפייה לעלייה מהותית בשווי החברה לאחר הנפקתה). תמחור החברות אחרי ההנפקה הנמדד לפי $Tobin's Q$ ¹⁸ ו- $Industry Q$ ¹⁹ גבוה יותר באופן מובהק בשווקים המשניים לעומת זה בשווקים הראשיים. כתוצאה מכך, תמחור החסר (underpricing) בהנפקה בשווקים משניים בממוצע כפול מזה שבשווקים הראשיים. עוד נמצא בספרות כי ביצועי חלק ניכר מהחברות בשווקים המשניים בפרקי זמן שונים (שנה, שלוש שנים, חמש שנים) נחותים יותר בהשוואה לביצועי חברות דומות בשווקים הראשיים ולקרנות אלטרנטיביות/הון סיכון. בהקשר זה נראה שלנוכחותם של משקיעים מוסדיים השפעה חיובית על ביצועי החברות, שכן נמצא כי בממוצע ככל שאחוז המשקיעים הפרטיים בחברות גבוה יותר, כך ביצועי החברות נחותים יותר.

כפי שעולה מהבחינה האמפירית, חלק ניכר מהחברות בבורסות המשניות השיגו תשואה נמוכה יותר לאורך התקופה בהשוואה לחברות בבורסות הראשיות. פערי התשואה אף הגיעו למאות אחוזים בחלק מהבורסות שנבחנו. עם זאת, בתקופות שונות בבורסות אלה חלק מהמניות הניבו תשואות עודפות משמעותיות מאד.

אחד מיעדי הבורסות הייעודיות הוא לסייע לחברות הקטנות לגדול ולצמוח במטרה לעבור בעתיד לרשימות הראשיות. עם זאת, נמצא כי בפועל רק שיעור קטן מאוד מהחברות ברשימות הייעודיות עברו להיסחר ברשימה הראשית (בין 1%-5% מהחברות שהונפקו). יתרה מכך, אנו עדים לתופעה הפוכה של מעבר של חברות מהבורסות הראשיות למשניות באחוזים יותר משמעותיים. בין השנים 1995-2009 מספר החברות שעברו מה-LSE ל-AIM היווה כ-18% מהחברות שנמחקו מה-LSE. שיא במספר זה נרשם בין השנים 2001-2003 כש-25% מהמחיקות ב-LSE היו בגין המעבר ל-AIM.

החברות שעברו מהבורסה הראשית LSE לבורסה המשנית AIM בין השנים 1995-2009 ציינו כי הסיבות העיקריות למעבר הינן: עלויות נמוכות (32%), הזדמנויות למיזוגים ורכישות (31%), אפשרות לצמיחה (29%), גמישות (20%).

קיימת אי אחידות לגבי ממצאי אחוזי המחיקות מהמסחר עקב פשיטות רגל או מצוקה כספית בשווקים המשניים בהשוואה לשווקים הראשיים. (ישנם מחקרים אשר מראים אחוזי מחיקות דומים בשני השווקים עקב אירועים שליליים, וישנם אחרים אשר מצביעים על אחוז מחיקות גבוה יותר בגין "כישלון" בשווקים המשניים).

מאפייני הממשל התאגידי בחברות הנסחרות בשווקים המשניים נמצאו, ברוב המקרים, נחותים יותר בהשוואה לשווקים הראשיים.

מודל הפיקוח הפרטי על השוק נהוג בחלק מהשווקים המשניים (AIM, סינגפור, First North וכו'). במודל הפיקוח הפרטי, קיים מערך ייעוץ מקצועי (listing sponsors או nominated advisers) שתומך בחברה הן בהיבט העסקי והן בהיבט הרגולטורי. מטרת המודל היא להקל על החיכוכים ועל חוסר היעילות שלעיתים מיוחסים למודל הפיקוח של הרגולטורים הציבוריים הנהוג בשווקים הראשיים. יחד עם זאת, ישנם מחקרים המצביעים על כך שמודל פיקוח מבוסס NOMAD ככלל אינו מוכח כיעיל, וזאת לא רק בשל סוג הפיקוח, אלא גם בשל מכלול של פרמטרים הנלווים לתפקודו (רמת הרגולציה, סוגי החברות המונפקות, סוגי המשקיעים, מיסוי, וכו'). ממצאי המחקרים מצביעים על קיומו של מתאם שלילי בין זהותו של ה-NOMAD, ובפרט השתייכותו ל-Big-5 (המשרדים הגדולים ביותר), לביצועי החסר של החברות. כלומר, ה-NOMAD הגדולים מצליחים למתן את הביצועים הנחותים של החברות בשווקים המשניים.

¹⁸ Tobin's Q is calculated as the ratio of the market value of assets to the book value of assets, where the market value is calculated as the sum of the book value of assets and the market value of common stock less the book value of common stock

¹⁹ Industry Q is the average Tobin's Q of the industry to which a firm belongs and is calculated annually for 1-digit (ICB industry (Industry Classification Benchmark

4.2. רקע

בעשורים האחרונים אנו עדים להתפתחותה של תופעת הבורסות המשניות בעולם. בורסות אלה מיועדות ומותאמות בעיקר לחברות קטנות ובינוניות בצמיחה, ולמשקיעים בהן.

מפת הבורסות המשניות הפעילות בעולם

שווקים משניים פועלים ביותר מ-35 מדינות ברחבי העולם. הדוגמאות הבולטות הן ה-AIM (Alternative investment market) באנגליה, NYSE Alternext באירופה (בריסל, ליסבון ופריז), KOSDAQ בדרום קוריאה, TSX Venture exchange בקנדה, ChiNext בסין ועוד.



לוח 1: מפת הבורסות המשניות הפעילות בעולם.

הסיבות להתפתחות התופעה מצויות הן בצד הביקוש להון (חברות) והן בצד היצע ההון (משקיעים). כמו כן, המתווכים והפלטפורמות השונות הלוקחים חלק בתהליך היווי ההון.

הביקוש להון (חברות)

תהליך גיוס הון של חברה לצורך הרחבת פעילותה ו/או ביצוע השקעות חדשות ורישומה למסחר בבורסה עשוי להיות תהליך בירוקרטי מורכב, הכולל בין היתר עלויות הנפקה גבוהות (דמי כניסה, ייעוץ, עמלות ברוקראז') עלויות מסחר (עשיית שוק), דרישות ממשל תאגידי, דרישות גילוי ועמידה בכללי חשבונאות מקובלים בפרסום דוחות, חסמים תרבותיים וניהוליים, ועוד.

תהליך הגיוס והמסחר בניירות החברה יכול להטיל נטל כבד ולא פרופורציונאלי על חברות קטנות ואף עלול להוות חסם בפניהן למקורות ההון הזולים יחסית של שוקי ההון הסחירים ובכך להקטין את סיכוייהן לשרוד ולצמוח. לצד זאת, קיימת הכרה בינלאומית שחברות אלו תורמות באופן משמעותי לצמיחה ולפיתוח הכלכלי של כלכלות ומשקים, ומהוות קטר לשיפור התעסוקה, החדשנות והיזמות²⁰.

²⁰ לפי WFE (World Federation of Exchanges).

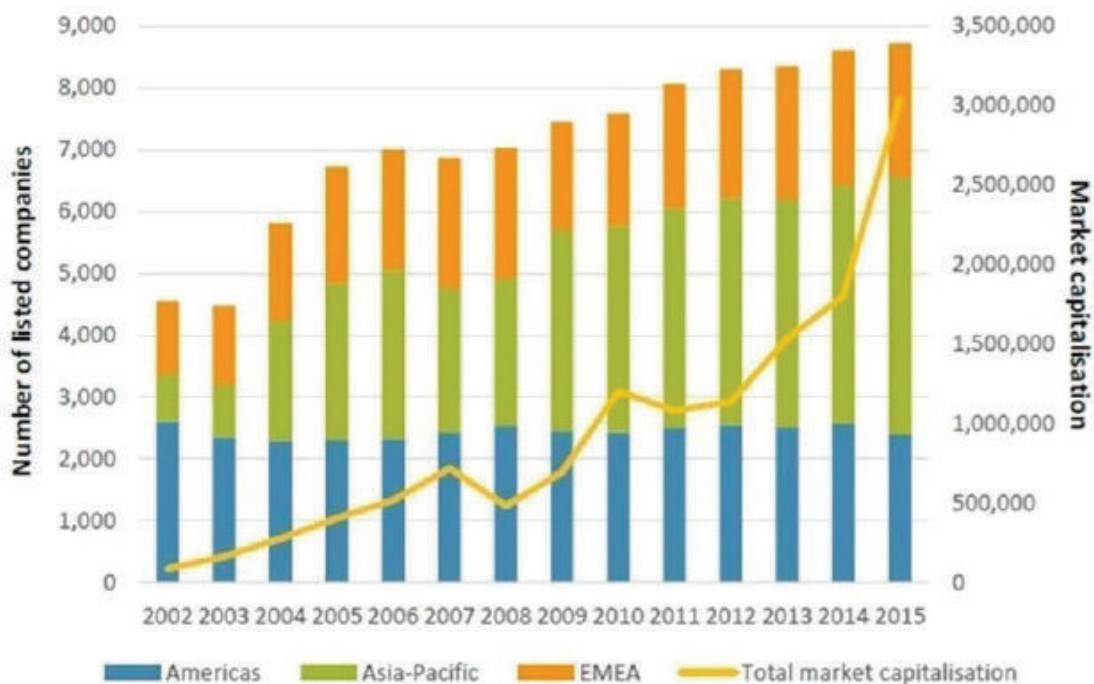
התפלגות העסקים הקטנים בישראל

נכון לסוף שנת 2014, בישראל קיימים בסביבות 70 אלף עסקים פרטיים. מתוכם, כ-20 אלף עסקים "גדולים" ו"בינוניים" (בסדרי גודל של ישראל), אשר מעסיקים כ-1.5 מיליוני עובדים ובעלי מחזור ממוצע לעסק העולה על 15 מיליוני ₪. עסקים אלו תורמים כשני שליש מהתוצר העסקי בישראל.



לוח 2: התפלגות העסקים הקטנים בישראל

ההגדרה של חברות קטנות ובינוניות (SME - Small and Medium Enterprise) אינה אחידה בין מדינות העולם, אך לרוב מבדילים אותן מחברות גדולות על פי מספר העובדים הכולל בחברה ו/או סך מחזור המכירות השנתי. עם זאת, מאחר וכל מדינה ו/או בורסה בוחרת לעצמה את מכלול וספי הפרמטרים בהתאמה לתכלית ההגדרה, השוואה בינלאומית בין חברות SME ובורסות משניות המיועדות לחברות מסוג זה, צריכה להביא בחשבון את היעדר האחידות. בהתבסס על נתוני ה-WFE (World Federation of Exchanges), נכון לסוף שנת 2015 מספר החברות המקומיות בבורסות הראשיות בעולם נושק ל-40,000. כ-9,000 חברות מקומיות נסחרות בשווקים המשניים בעולם. המשמעות הינה שכ-18% מסך החברות הרשומות בשווקים הבינלאומיים נסחרות בשווקים המשניים.



Source: WFE

תרשים 1: התפתחות מספר החברות המקומיות הנסחרות בשווקים המשניים בעולם ושווי השוק שלהן (במיליוני דולר).

מאז שנת 2002, מספר החברות המקומיות הנסחרות בשווקים המשניים כמעט והוכפל. לעומת זאת, לפי ה-WFE, בתקופה המקבילה מספר החברות המקומיות הרשומות בבורסות הראשיות בעולם גדל בכ-13.5% בלבד. מפילוח גיאוגרפי עולה שכמחצית מהחברות הנסחרות בשווקים משניים באסיה, כרבע נסחרות באמריקה, וכרבע נסחרות באירופה, במזרח התיכון ובאפריקה.

היצע ההון (משקיעים)

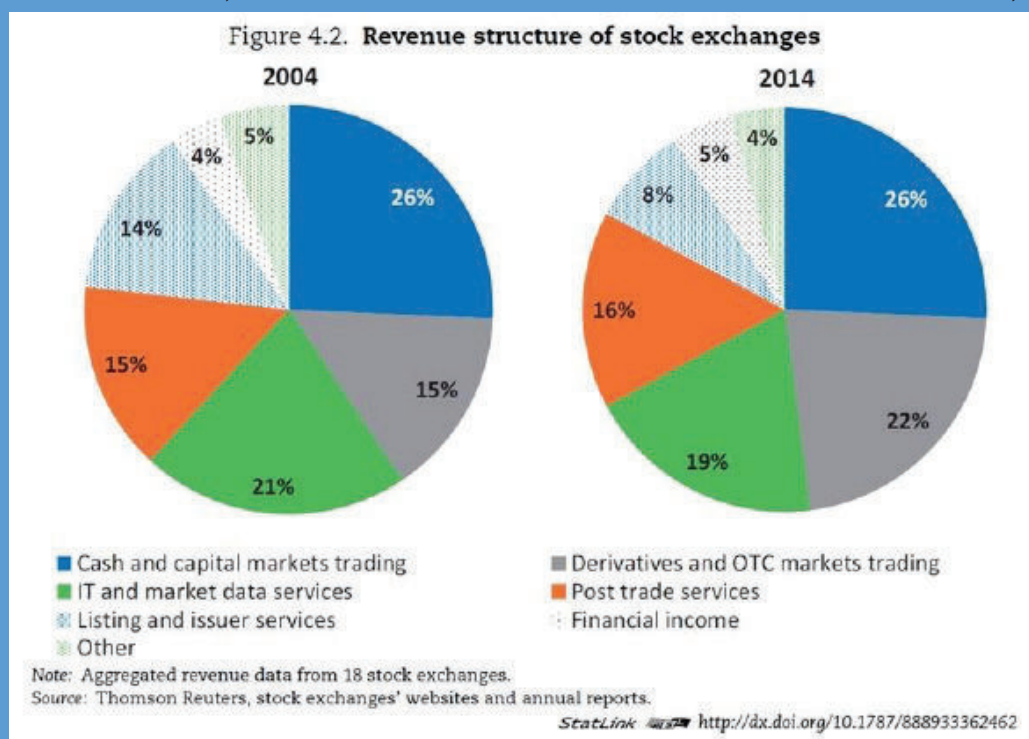
ברוב הבורסות המשניות בעולם לא קיימות מגבלות על סוגי המשקיעים המורשים להשתתף במסחר. כלומר, הבורסות המשניות בעולם פונות, בין היתר, למשקיעים פרטיים ("retail"), דבר התואם בד"כ לגודל החברות הנסחרות בהן. בחלק מהשווקים המשניים פעילותם של משקיעים פרטיים זוכה להטבות מס, מה שתורם לכך ששיעור החזקותיהם בשווקים אלה גבוה יחסית לשווקים הראשיים, ואף ניתן לומר כי בחלק מהשווקים נוכחותם של המשקיעים המוסדיים אינה משמעותית²¹. משקיעים מוסדיים רואים את השווקים המשניים כפחות אטרקטיביים להשקעה ופעילותם בהם נמוכה יותר, הן בגלל גודל החברות הנסחרות והן בגלל רמת הרגולציה הנחותה.

מתווכים

בעשורים האחרונים השפיעו גורמים שונים על שוקי ההון בעולם. ביניהם ניתן למנות את הגלובליזציה, התפתחויות טכנולוגיות, מגמות כלכליות ורפורמות רגולטוריות. השפעות אלה הביאו למספר תופעות, וביניהן הירידה בחלק מהשווקים במספר החברות בבורסות הראשיות התגברות התחרות בין הבורסות וירידה מקבילה ברווחיות הבורסות.

²¹ "Report on SME Exchanges", World Federation of Exchanges, 2015.

התפלגות הכנסות הבורסות - לעומת 2014
 בין שנים 2004-2014 ירד בחצי נתח הכנסות של הבורסות מרישום ושירותי הנפקה.



תרשים 2: התפלגות הכנסות הבורסות - לעומת 2014

התפתחויות אלו הובילו את הבורסות לחפש אחר מקורות רווח חדשים. אסטרטגיה אחת בה נקטו הבורסות כדי להגביר את יכולת התחרות שלהן ולהרחיב ולגוון את מקורות הרווח שלהן, היא פיתוח השווקים המשניים. הבורסות החלו לפתוח את שעריהן בפני אוכלוסיות חדשות של חברות כמו חברות קטנות ובינוניות (SMEs) בדרך של רשימות, בורסות ייעודיות או בורסות משניות.

יש הרואים בתופעת הבורסות המשניות חלק מאסטרטגיית פילוח השוק. לפי גישה זו, מאז שנת 1980 התפתחו שלושה מודלים עיקריים לפילוח השוק (Model of segmentation): פילוח המשכי (sequential, פילוח ענפי (sectorial) ופילוח בצד הביקוש (demand-side). מודלים אלה שונים זה מזה בעיקר במאפייני החברות המונפקות בשווקים המשניים ובאופן בו הן מפוקחות.

• **פילוח המשכי** - על פי מודל זה החברות הקטנות יגייסו הון בשוק המשני, המכונה "seasoning market", ובהמשך יעברו לשוק הראשי. המשטר הרגולטורי בשוק המשני מאפשר לחברות קטנות ובינוניות לצמוח ולצבור ניסיון בתור חברה ציבורית, אך ללא הדרישה למלא את כל החובות הנדרשות מהן בשוק הראשי. במודל זה לא קיימות בד"כ מגבלות על סוגי המשקיעים. השווקים המשניים מסוג "seasoning" היו נפוצים בשנות ה-80 וה-90, ונתפסו בתור "קו ההזנה" של השווקים הראשיים (בין הדוגמאות ניתן לראות את: Second Marche of the Paris Bourse, the Geregelter Markt of Deutsche Borse Mercato Ristretto of Borsa Italiana).

• **פילוח ענפי** - מודל זה מאפשר רישום למסחר של חברות מענפים ספציפיים (בעיקר היי-טק). רוב השווקים מסוג זה, המכונים "שווקים חדשים", הוקמו בסוף שנות ה-90 ומשכו הנפקות רבות של חברות היי טק בתקופה של בועת הדוט-קום (1998-2000). גם במודל זה לרוב לא קיימות מגבלות על סוגי המשקיעים (הדוגמאות לשווקים החדשים: French Nouveau Marche, the German Neuer Markt, the Dutch Nieuwe Markt NMAX, EuroNM Belgium, Italian Nuovo Mercato וכו'). בעקבות התפוצצותה של בועת הדוט-קום, רוב "השווקים החדשים" התפרקו.

• **הפילוח מצד הביקוש** - שווקים אלו קיבלו כינוי של "בורסות משניות עצמאיות נפרדות" (Exchange-regulated), ובהם יועצים מורשים, המכונים NOMADS, האחראיים למילוי הדרישות הרגולטוריות של הבורסה על ידי החברות. שווקים אלו מיועדים למשוך הנפקות של חברות קטנות. גם במודל זה לרוב לא קיימת מגבלה על סוגי המשקיעים אחרי רישום למסחר של ניירות הערך.²² הבורסה המשנית בלונדון, AIM, היתה הראשונה שהשיקה מודל זה בשנת 1995 (להרחבה, ר' פרקים 5, 6 לדוח זה), ונכון להיום, בורסות רבות בעולם אימצו מודל דומה.

בפרק זה נבחן, תוך הישענות על הספרות הכלכלית והאקדמית, את השלכות הקמתן של בורסות משניות בעלות רגולציה מופחתת (חיוביות ושליליות), בשלושה רבדים מרכזיים:

הרובד הראשון יתרכז בבחינת החברות הנרשמות למסחר בבורסות משניות. נבדוק אלו חברות נרשמות לבורסות המיועדות, סוגיהן ומאפייניהן העסקיים, איכותן, איכות הממשל התאגידי שלהן, ועוד. הסקירה תכלול את השלכות הרישום לבורסה משנית על החברות עצמן: בחינת היקפי גיוס, ביצועי החברות שנרשמו למסחר בשווקים משניים בטווח קצר וארוך, אופן ואחוזי המעבר לבורסה ראשית לאחר התפתחות החברות, אחוזי המחיקות מהמסחר מסיבות שונות, מיתוג החברות בעיני משקיעים, סוגי משקיעים שהשקיעו בהן, מידת אמון המשקיעים בחברות אלו ועוד.

ברובד השני נבחן שווקים משניים ביחס לשווקים ראשיים לפי מכלול של פרמטרים.

ברובד השלישי נלמד מניסיון שנצבר בעולם, נחקור הצלחות וכישלונות בולטים בתחום יצירת בורסות מופחתות רגולציה ונעמוד על הגורמים המרכזיים שהובילו אליהם.

4.2.1. מאפייני החברות בבורסות המשניות

מחקרים אקדמיים מצאו שככלל, תכליתן של בורסות משניות היא למשוך חברות צמיחה הנמצאות בשלבי פיתוח מוקדמים (Gerakos, Lang and Maffett (2013)²⁴, Vismara et al (2012)²³), אשר מחפשות אחר מקורות מימון זולים תחת רגולציה מופחתת. עם זאת, ישנם שווקים משניים בעולם אשר מצהירים כי הם אינם מיועדים לסוגי חברות ספציפיים המגיעים מענף מסוים או בגודל מוגבל. כפועל יוצא מכך, הפילוח הענפי של שווקים משניים הינו רחב ומשתנה על פני הבורסות.

²² ככל שהחברה בוחרת לבצע גיוס הון במסגרת הצעה פרטית של ניירות ערך, רק משקיעים מתוככמים רשאים לרכוש בהקצאה. למרות זאת, אחרי רישום של ניירות ערך למסחר, כל סוגי המשקיעים יכולים לסחור בהם.

²³ "Europe's Second Markets for Small Companies", Vismara S., Paleari S., Ritter J., European Financial Management, 2012.

²⁴ "Post-Listing Performance and Private Sector Regulation: The Experience of London's Alternative Investment Market", Gerakos, Lang, Maffett, Chicago Booth Research paper, 2013.

Vismara et al (2012) (להלן - "Vismara") בחנו את מאפייני החברות שנרשמו לבורסות משניות בגרמניה, צרפת, איטליה ואנגליה, בין השנים 1995-2009. הם השוו בין מאפיינים עיקריים של חברות אלה בעת ההנפקה, לבין מאפייניהן של חברות אשר נרשמו למסחר בבורסות הראשיות באותן מדינות.

חברות שנרשמו לבורסות משניות היו קטנות וצעירות מחברות שנרשמו למסחר בבורסות ראשיות. בממוצע, סך הנכסים של חברות בבורסות משניות בעת ההנפקה מסתכם בכ-55 מיליוני יורו, לעומת כ-1,332 מיליוני יורו בבורסות ראשיות. כלומר, גודלן של חברות שנרשמו למסחר בבורסות משניות הינו 4% בלבד מגודלן של חברות שנרשמו בבורסות הראשיות. גילן הממוצע של חברות שנרשמו לבורסות משניות באירופה נמוך יותר מזה של החברות בבורסות הראשיות והוא בממוצע כ-9.5 שנים, לעומת כ-30 שנה בקרב החברות בבורסות הראשיות.

היקף הגיוסים הראשוני (IPOs) הממוצע לחברה בבורסות משניות הינו כ-8% מזה הקיים בבורסות הראשיות. חברות בבורסות משניות מגייסות כ-24 מיליוני יורו בממוצע, לעומת כ-290 מיליוני יורו בממוצע בבורסות ראשיות. ניתן לציין כי חברות בשווקים משניים "חדשים" המיועדים לחברות היי-טק בלבד ("new market"), הצליחו לגייס בממוצע כ-54 מיליוני יורו פר הנפקה.

אחוז החברות הזרות אשר נרשמו למסחר בבורסות משניות באירופה גבוה יותר מאשר בבורסות ראשיות. במהלך השנים 1995-2009, אחוז החברות הזרות שנרשמו לשווקים משניים הסתכם בכ-14% בממוצע (לפי Vismara). בבורסת ה-AIM כ-20% מהחברות שביצעו IPO היו חברות זרות. לעומת זאת, בבורסות הראשיות באותן מדינות רק כ-7% בממוצע מהחברות שביצעו IPO הן חברות זרות.

קיים פער מובהק, אך לא גדול, בין שיעור החזקות הציבור בחברות בבורסות משניות לזה שבבורסות ראשיות. שיעור זה עומד בממוצע על כ-30% בבורסות משניות מול כ-35% בבורסות ראשיות.

נוסף על כך, נמצאו הבדלים משמעותיים בתמחור חברות בעת ההנפקה. תמחור חסר (underpricing) סביב הנפקה בשווקים משניים כפול מזה שבשווקים ראשיים. תמחור חסר ממוצע, של כ-22% עבור חברות בבורסות משניות, לעומת כ-11% בבורסות הראשיות. ניתן לציין כי בבורסות משניות עצמאיות נפרדות ("exchange-regulated") תמחור החסר הממוצע מוערך בכ-16.4%, לעומת כ-48% בממוצע בבורסות משניות "חדשות" לחברות היי-טק בלבד ("new market").

Vismara מצאו כי קיימת "אופטימיות יתר" של המשקיעים בסמוך להנפקה ותמחור החברות הנמדד לפי Tobin's Q ו-Industry Q גבוה יותר באופן מובהק בשווקים המשניים לעומת זה בשווקים הראשיים (אופטימיות המתבטאת בצפייה לעלייה מהותית בשווי החברה לאחר הנפקתה). הם מצאו כי בממוצע ערכו של Tobin's Q בשווקים המשניים הוא כ-3.9, לעומת כ-2.8 בשווקים הראשיים. כמו כן, ערכו של Industry Q בשווקים המשניים הוא כ-3.1, לעומת כ-2.7 בשווקים הראשיים. השוואת החברות בין השווקים לפי ענפים מצביעה על פערים נמוכים יותר, אך עם זאת, מובהקים.

ממצא נוסף לגבי תמחור חברות בשווקים משניים נראה אצל Nielsson U (2013)²⁵ (להלן - "Nielsson") שמצא כי בשנים 1995-2009, חברות זרות בבורסת ה-AIM תומחרו ביתר (נמדד על ידי אינדיקטור Tobin's Q), בהשוואה לחברות זרות הנסחרות בבורסות ראשיות באירופה (Euronext, DeutscheBorse). לעומת זאת, לא נמצאו הבדלים סטטיסטיים מובהקים בתמחור חברות זרות בין בורסת ה-AIM לבורסות ראשיות בארה"ב (NASDAQ, NYSE). (הניתוח התבצע בהינתן הקונטרולים הנדרשים לענף, גודל, צמיחת החברות, רווחיות, מינוף)²⁶.

Vismara בדקו את תפקידו של משקיע הון סיכון בהפיכתה של חברה לציבורית, ולא מצאו הבדל מובהק בין השווקים הראשיים והמשניים באחוז החברות הממוצע אשר מגובות הון סיכון (venture-backed) בעת ההנפקה (כ-50% מהחברות). כלומר, חברות צעירות הנמצאות בשלבי פיתוח מוקדמים תופשות את הבורסות המשניות כאלטרנטיבה למימון על ידי קרנות הון סיכון. למרות זאת, נמצא הבדל באחוז החברות המגובות הון סיכון בין מדינות שונות באירופה.

Gerakos et.al (2013) (להלן - "Gerakos"), בחנו את איכות החברות בבורסת ה-AIM מול חברות דומות בבורסות ראשיות בארה"ב ובאירופה בין השנים 1995-2008. הם אמדו את איכות החברות באמצעות אינדיקטורים של צמיחת נכסים, רווחיות (תשואה על נכסים), מינוף וכו'. החוקרים הגיעו למסקנה שחלק משמעותי מהחברות אשר הונפקו בבורסת ה-AIM הן חברות באיכות נמוכה, אשר מתומחרות ביתר בעת ההנפקה.

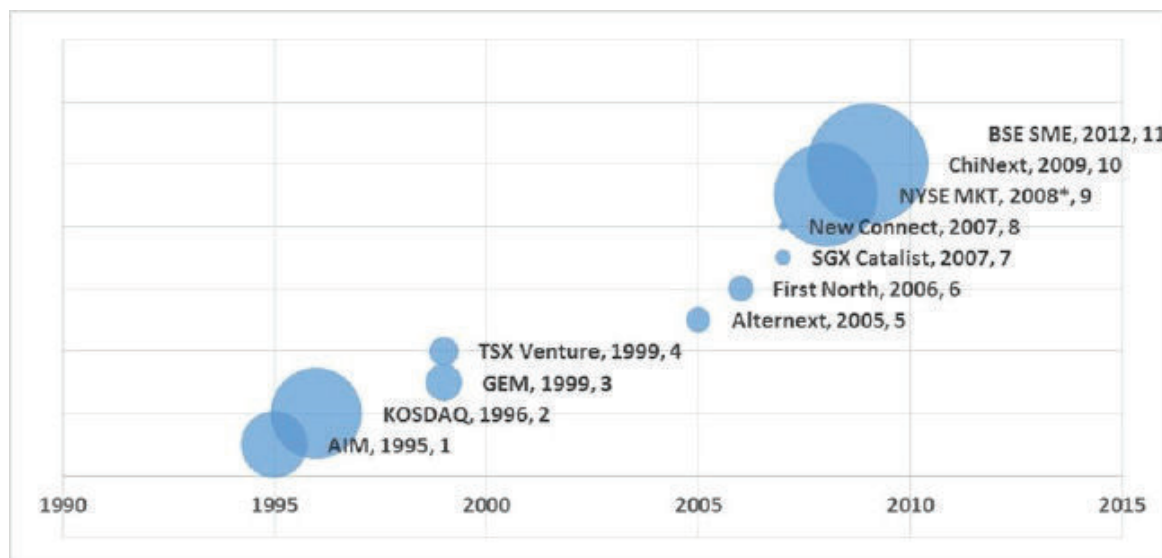
לעומת זאת, Nielsson הסיק ממחקרו שחברות בבורסה המשנית, לדוגמה ה-AIM, קטנות יחסית, אך ברמת איכות דומה לחברות בגודל דומה, אשר נסחרות בבורסות ראשיות בארה"ב (Nasdaq, NYSE) ובאירופה (Euronext, Deutsche Borse).

בחירת הנתונים לגבי הבורסות המשניות בעולם (רשימה נבחרת)

נכון להיום קיימות בעולם כ-40 בורסות משניות, אשר הוקמו במהלך שלושת העשורים האחרונים. מתוכן נבחרו לניתוח השוואתי 11 בורסות משניות, הכוללות את הבורסות הגדולות מבחינת שווי שוק - ChiNext הסינית, NYSE MKT האמריקאית, KOSDAQ הדרום קוריאנית, ו-AIM הבריטית. הניתוח מתבסס על בחינתם של מדדי המניות המקיפים ביותר שנמצאו בבורסות הראשיות והמשניות במדינות אלה. נכון לסוף 2016, בבורסות הגדולות נסחרו כמה מאות חברות, ובבורסות הקטנות (GEM ו-BSE, SME) נסחרו כמה עשרות חברות. תרשים 3 מציג את הבורסות לפי שנת ההקמה ושווי השוק של החברות הנסחרות בהן. ניתן לראות שהבורסות הוותיקות ביותר במדגם הן AIM, KOSDAQ ו-TSX Venture, אשר הוקמו בסוף שנות ה-90, והצעירות ביותר, כמו BSE ו-ChiNext הוקמו רק בשנים האחרונות. כמו כן, רוב הבורסות המשניות במדגם נוסדו במהלך שנות האלפיים.

²⁵ "Do less regulated markets attract lower quality firms? Evidence from the London AIM market", Ulf Nielsson, Journal of Financial Intermediation, 2013.

²⁶ המתודולוגיה של בדיקת תמחור יתר של החברות בין הבורסות לפי (Doidge et al (2009), (2008) Gozzi et.al, O'Connor).



*שנת הרכישה ע"י NYSE EURONEXT

תרשים 3: בורסות משניות לפי שנת הקמה ושווי שוק של החברות הנסחרות בהן (בהתבסס על המדדים המקיפים ביותר), סוף שנת 2016.

באופן כללי, ישנו מתאם חיובי בין שווי השוק למספר החברות בבורסות משניות. נראה כי החריגים בהקשר זה הן NYSE MKT, ChiNext, ו-GEM, אשר בהן מספר חברות נמוך יותר ביחס לשווי השוק. כלומר, שווי השוק הממוצע של החברות בהן גדול ביחס לבורסות האחרות. בהונג-קונג ובסין אין מגבלה על גודל חברה בכללי הבורסה המשנית ולכן, ייתכן כי ההבדל בין NYSE MKT, GEM, ו-ChiNext לבין שאר הבורסות המשניות, בהיבט הקורלציה בין מספר החברות לשווי השוק, הוא בכללים המאפשרים לחברות עם שווי שוק גבוה להירשם ולהמשיך ולהיסחר בבורסה המשנית.

בורסות משניות נבדלות זו מזו במספר אספקטים, וביניהם גודלן היחסי (נמדד על ידי כמות חברות נסחרות, שווי שוק, גודל חברה ממוצע ועוד) לעומת בורסות ראשיות באותה מדינה.

מדינה	בורסה ראשית	בורסה משנית	מספר חברות בבורסה משנית	אחוז ממספר החברות הנסחרות בשתי הבורסות יחדיו	שווי שוק בורסה משנית (מיליוני יורו)	אחוז מסך שווי השוק של החברות הנסחרות בשתי הבורסות	ממוצע גודל חברה בבורסה משנית (מיליוני יורו)	אחוז מגודל החברה הממוצע בבורסה הראשית
סין	SSE	ChiNext	569	23.0%	278,722	8.4%	489.8	30.6%
ארה"ב	NYSE	NYSE MKT	295	13.4%	204,218	0.9%	692.3	5.7%
דרום קוריאה	KRX Market	KOSDAQ	1,191	60.7%	156,718	13.7%	131.6	10.3%
בריטניה	LSE	AIM	822	56.4%	83,574	2.9%	101.7	2.3%
הונג-קונג	HKEX Mainboard	GEM	71	58.7%	25,621	1.5%	360.9	1.1%
קנדה	TSX	TSX Venture	413	62.3%	17,325	1.1%	41.9	0.7%
אירופה	Euronext	Alternext	188	55.3%	12,352	4.8%	65.7	4.1%
אירופה	Nasdaq OMX Nordic	First North	242	28.8%	12,230	1.0%	50.5	2.4%
סינגפור	SGX	SGX Catalist	168	56.4%	5,492	1.3%	32.7	1.0%
פולין	WSE	New Connect	186	31.7%	1,361	0.6%	7.3	1.2%
הודו	BSE	BSE SME	44	4.5%	247	0.0%	5.6	0.4%

לוח 3: המאפיינים הכלליים של הבורסות המשניות מול הבורסות הראשיות על פני המדינות (הרכב ושווי של המדדים המקיפים ביותר), סוף שנת 2016.

כפי שכבר הוזכר לעיל, קיים שוני גדול בין מספר החברות הנסחרות בבורסות המשניות, אשר נע בין עשרות בודדות לכאלף חברות. כמו כן, נתחן של חברות בבורסות משניות עשוי להוות בין אחוז בודד ליותר מחמישים אחוזים ממספר החברות הנסחרות בשוק. ניתן לראות כי ברוב המדינות במדגם מספר החברות בבורסה המשנית מהווה בין שליש לחצי מסך החברות בשתי הבורסות (ראשית ומשנית).

סך שווי השוק של חברות בשווקים המשניים נע בין כ-0.3 מיליארד יורו (הודו) לכ-300 מיליארד יורו (סין). מבחינת שווי שוק, חברות בבורסות משניות מהוות אחוזים בודדים בלבד מסך שווי השוק בשתי הבורסות (ראשית ומשנית). ניתן לראות שבדרום קוריאה ובסין שווי השוק של חברות בבורסות המשניות הוא הגבוה ביותר מבין המדינות שנבדקו ומסתכם ב-13.7% ו-8.4%, בהתאמה. בכל שאר השווקים נתח זה אינו עולה על כ-5%. שווי השוק הכולל של בורסת ה-AIM, לדוגמא, מהווה כ-3% בלבד מסך הבורסה בלונדון.

גודל החברה הממוצע בבורסה משנית נע בין 5-700 מיליוני יורו. כלומר, קיים הבדל משמעותי במאפייני החברות בין שווקים משניים שונים. כמו כן, על פני מדינות שונות, גודלן הממוצע של חברות בשווקים משניים מהווה בין 0.4%-10% מגודלן הממוצע של חברות בשווקים ראשיים. בסין, לעומת זאת, גודלן הממוצע של חברות בשוק המשני ChiNext מהווה כשליש מגודלן הממוצע של חברות הרשומות בשוק הראשי. על פניו, הסיבה לכך היא היעדר מגבלות על חברות בעלות שווי שוק גבוה להמשיך להיסחר בבורסה המשנית.

בנספח ד' לדוח זה, ניתן לראות פילוח דומה אשר נעשה על הרכב ושווי שוק כולל של הבורסות, ולא על המדדים המקיפים ביותר. לרוב, לא נמצאו פערים משמעותיים בניתוח הנתונים.

לסיכום,

- החברות הנרשמות למסחר בבורסות המשניות הינן קטנות יחסית לאלו הרשומות בבורסות ראשיות. ממוצע ערך הנכסים של החברות המונפקות²⁷ הינו כ-55 מיליוני יורו לעומת כ-1,332 מיליוני יורו בשווקים הראשיים.
- סכומי ההון הראשוניים שמגייסות החברות בשווקים המשניים הינם נמוכים יחסית. כ-24 מיליוני יורו בממוצע להנפקה, לעומת כ-290 מיליוני יורו בשווקים הראשיים.
- החברות בבורסות המשניות צעירות יחסית. בממוצע, גילן כשליש מגילן של החברות בבורסות הראשיות.
- אחוז החברות הזרות מתוך ההנפקות הראשוניות בבורסות המשניות הוא כ-14%, כפול מזה שבבורסות הראשיות.
- תמחור החברות בבורסות המשניות בסמוך להנפקה הינו אופטימי ביחס לזה בשווקים הראשיים.
- לא קיימת אחידות רבה בין הבורסות המשניות בשווקים השונים בעולם. השונות ביניהן באה לידי ביטוי בפרמטרים רבים, ובין היתר, בנתח השוק שתופסות הבורסות המשניות ביחס לזה של הראשיות באותה מדינה. יחד עם זאת ניתן לומר כי:
 - ברוב המדינות (במדגם הנבחר) מספר החברות בבורסות המשניות מהווה בין שליש לחצי מסך החברות הנסחרות בשוקי ההון.
 - נתח שווי השוק הכולל של החברות בבורסות המשניות מגיע לכדי כ-5% מסך שווי שוק של הבורסה במדינה (החריגות הן סין ודרום קוריאה, בהן האחוזים גבוהים יותר).
 - גודלן הממוצע של החברות בשווקים המשניים נע בין 0.4% ל-10% מגודלן הממוצע של החברות בשווקים הראשיים (החריגה היא סין, בה האחוזים גבוהים יותר משמעותית).

²⁷ בהתאם לערך הנכסים בדוחותיהן הכספיים בסמוך למועד ההנפקה לראשונה.

4.2.2. גיוס הון

אפשרות גיוס הון בעלויות נמוכות הינה אחת הסיבות המרכזיות לביקוש מצד חברות קטנות להירשם למסחר בבורסות משניות. רוב הבורסות המשניות גובות דמי רישום ודמי ניהול נמוכים יותר מהבורסות הראשיות.²⁸ עם זאת, בבחינת המסגרת הרגולטורית - ובפרט היבטי ממשל תאגידי, עסקאות בעלי עניין ודרישות הגילוי - נמצא כי בחלק מהמדינות נקבעו דרישות דומות או זהות ברובן לאלו הקיימות בשווקים הראשיים, בעוד ישנן מדינות בהן יישום הדרישות בפועל היה מקל, כדוגמת משטר גילוי של "אמץ או הסבר".

Vismara מצאו שהסיבות העיקריות למעבר מהבורסה הראשית למשנית, כפי שעולה מהמחקר, הן כדלקמן: עלויות נמוכות (32%), הזדמנויות לרכישות ומיזוגים (31%), גמישות (20%)²⁹, ואפשרות לצמיחה (29%).

לפי Zingales 2006, כ-30% מהחברות האמריקאיות אשר החליטו לרשום את מניותיהן בבורסה המשנית בלונדון (AIM), ציינו את הנגישות למשקיעים מוסדיים בשוק זה כסיבה המרכזית למהלך. לפי Mendosa J.M (2008)³⁰ 85% מהחברות שנרשמו ל-AIM ציינו כיתרון את הגברת האמינות, וכ-82% ציינו כיתרון את פוטנציאל הצמיחה.

כמו כן, לפי ה-WFE וה-OECD תנאי הסף לכניסה למסחר (שווי שוק מינימאלי, פיזור מינימאלי של בעלי מניות, כמות צפה, ועוד) נמוכים יותר בבורסות המשניות לעומת הבורסות הראשיות.

יש הטוענים, כי חברות נרשמות למסחר בשווקים משניים בעיקר עקב אי עמידה בתנאי הרישום הנוקשים בשווקים הראשיים. Vismara בחנו את המאפיינים של חברות שנרשמו לבורסות משניות עצמאיות נפרדות (Exchange-regulated) באירופה בין השנים 1995-2009 (סה"כ יותר מ-2,000 הנפקות ראשוניות). הם בחנו האם החברות עמדו בתנאי הסף הנדרשים לרישום לבורסות ראשיות במדינות שונות. תנאי הרישום שנבחנו הם: אחוז הכמות הצפה (לפחות 25%), גודל (משתנה בין הבורסות) וגיל (לפחות 3 שנים). הממצא העיקרי שהתקבל הוא שכ-71.5% מהחברות שנרשמו לבורסות משניות לא היו רשאיות להירשם למסחר בבורסה ראשית עקב אי עמידה בתנאי אחד לפחות הנדרש לצורך הרישום (כ-40% מהחברות לא עמדו בתנאי שיעור החזקות הציבור, כ-17% מהחברות בלבד לא עמדו בתנאי הגודל וכ-44% לא עמדו בתנאי הגיל).

אם בוחנים רק את נתוני ה-AIM באותה תקופה, אזי כ-67% מהחברות שנרשמו למסחר לא היו ראשיות להירשם למסחר ב-LSE, עקב אי עמידה לפחות בתנאי סף אחד. Doukas et.al (2015)³¹ מצאו שבתקופה רחבה יותר בין השנים 1995-2014 כ-50% מהחברות שהנפיקו ב-AIM יכלו להנפיק גם בבורסה הראשית LSE, אך בכל זאת בחרו להנפיק ב-AIM.

בחלק מהבורסות המשניות קיימות הקלות רגולטוריות בגילוי ודיווח השוטף של החברות הנסחרות. לרוב ההקלות מתרכזות יותר סביב אופן הדיווח ופחות נוגעות לתוכנו ואיכותו. כך למשל, ניתן לראות הקלות בזמנים הנדרשים להכנת הדוחות, בתדירות הדיווח, באפשרות לדווח רק באתרי הבורסות וכו'.

בחלק מהבורסות המשניות, זכאיות החברות להטבות מס אשר מעודדות אותן להירשם למסחר באותן בורסות (WFE, OECD). בחלק מהמקרים, הפחתת העמלות סובסדה על ידי הבורסה הראשית.

²⁸ "Report on SME Exchanges", WFE, 2015.

²⁹ בהקשר זה, מובאת במאמר הדוגמא של חובות הדיווח שעברו החברות ברשימה הראשית LSE מוגדרות בתקנות, וחברות הרשומות ב-AIM אינן כפופות לתקנות אלו.

³⁰ "Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of the Alternative Investment Market", Jose M. Mendosa, 13 FORDHAM J.CORP & FIN, 2008.

³¹ "Why Firms Favour the AIM when they can List on Main Market", John A. Doukas and Hafiz Hoque., Journal of International Money and Finance, 2016".

היקפי הגיוס

לפי ממצאי Vismara, אשר בדק את ההנפקות הראשוניות בארבע מדינות באירופה בין השנים 1995-2009, אחוז ההנפקות הראשוניות בבורסות משניות מהווה כ-77.5% מסך ההנפקות הראשוניות, ונשאר ברמה דומה בפילוח תקופתי. למרות זאת, ניתן לראות שרוב ההנפקות בשווקים המשניים המיועדים לחברות היי טק ("new markets") התבצעו בין השנים 1995-2000. מאז שנת 2000 כ-94% מסך ההנפקות בשווקים המשניים היו בבורסות עצמאיות נפרדות (exchange-regulated market).

למרות שחברות בבורסות משניות מגייסות סכומי הון שהיקפם הוא כ-8% מהיקף הגיוסים בבורסות ראשיות, סך היקפי הגיוס של חברות בבורסות משניות בין שנים 1995-2009 היה כ-22% מסך הגיוסים בשוק ההון. כלומר, אמנם סכומי ההון קטנים יותר, אך הגיוסים הרבים גורמים לירידה בהבדלים בין הבורסות הראשיות למשניות.

Nielsson מצא שבמהלך 2001-2009 כ-56% מהחברות ב-AIM ביצעו את ההנפקה הראשונית לציבור או גייסו הון נוסף במסגרת הנפקות משניות. לעומת זאת, בתקופה זו, אחוזי החברות המגייסות בבורסות הראשיות בארה"ב (NYSE, Nasdaq) ובאירופה (Euronext, Deutsche Borse) הסתכמו בכ-53% ובכ-33% בהתאמה. כלומר, לאורך השנים החברות ב-AIM מצליחות לגייס הון בתדירות גבוהה יותר מחברות בבורסות הראשיות. כמו כן, אף על פי שסכומי הגיוס האבסולוטיים ב-AIM נמוכים יותר מאשר בבורסות הראשיות (מן הסתם בגלל היותן חברות קטנות יותר), היקפי הגיוס ביחס לגודל החברה משמעותיים יותר. ליתר דיוק, החברות ב-AIM מגייסות בהנפקה כ-9.7% בממוצע מסך נכסיהן בספרים, אחוז גבוה יותר מזה של חברות בבורסות הראשיות בארה"ב (2.4%), ובאירופה (כ-3.1%). נתון זה מובהק סטטיסטית.

לסיכום,

- ככלל, ניתן לומר שהבורסות הייעודיות נועדו בעיקר כדי לאפשר לחברות קטנות וצומחות גישה לשוק ההון. כך, במרבית המדינות הופחתו דרישות הסף לצורך הרישום למסחר באופן משמעותי ביחס לשווקים הראשיים כדי לאפשר כניסה של חברות שאינן עומדות בדרישות הסף. עם זאת, בבחינת המסגרת הרגולטורית - ובפרט היבטי ממשל תאגידי, עסקאות בעלי עניין ודרישות הגילוי - נמצא כי בחלק מהמדינות נקבעו דרישות דומות או זהות ברובן לאלו הקיימות בשווקים הראשיים, בעוד ישנן מדינות בהן יישום הדרישות בפועל היה מקל, כגון בשל יישום פחות קפדני של משטר "אמץ או הסבר".
- במרבית המדינות שנבחנו, קיימת דרישה לוותק פעילות מינימאלי של שנתיים או שלוש לפחות, כמו גם דרישה לשיעור החזקות מינימאלי בידי הציבור (באותן מדינות קיימת דרישה דומה גם בשווקים הראשיים). נמצא כי קיים פער מובהק, אך לא גדול מאד, בין שיעור החזקות הציבור הממוצע בשווקים המשניים (כ-30%) לזה בשווקים הראשיים (כ-35%).
- במרבית המדינות אין מגבלות לעניין מעבר בין השווקים (לפרטים, ראה פרק 11 לדוח זה העוסק במעבר בין בורסות).
- עמלות רישום למסחר ועמלות שוטפות הופחתו ביחס לשווקים הראשיים. במדינות מסוימות אומצו תמריצים כלכליים נוספים, כגון הטבות מס. בחלק מהמקרים, הפחתת העמלות סובסדה על ידי הבורסה הראשית.
- מספר גיוסי ההון בשווקים המשניים עולה על אלו בשווקים הראשיים. כ-80% מכמות ההנפקות מתבצעת בשווקים המשניים. סכומי הגיוס פר הנפקה נמוכים יותר (בממוצע רק 8% מאלו בשווקים הראשיים), אך סך הכספים המגויסים בבורסות אלו הינו משמעותי ומהווה כ-22% מסך הגיוסים בשוקי ההון.

4.2.3. ביצועי החברות

מרבית הספרות המחקרית שבחנה את ביצועי החברות בשווקים משניים אל מול ביצועיהן של חברות דומות בשווקים ראשיים הסיקה כי ביצועי חלק ניכר מהחברות בשווקים משניים בטווחי זמן שונים נחותים מאלו של חברות בשווקים הראשיים. עם זאת, קיימים מספר מאמרים אשר קיבלו ממצאים שונים וחולקים על מסקנה זו.

Vismara חקרו שווקים משניים לחברות קטנות באירופה, אשר נוסדו בשנים האחרונות בעקבות ההצלחה היחסית של בורסת ה-AIM. החוקרים מצאו כי בממוצע, הביצועים בטווח הבינוני והארוך של הנפקות ראשוניות בשוק המשני נחותים באופן משמעותי מהנפקות ראשוניות בשוק הראשי. בטווח זמן בינוני (3 שנים מאז ההנפקה הראשונית), היתה תשואה עודפת BHAR³² שלילית של כ- 19% בממוצע בשווקים המשניים לעומת תשואה עודפת חיובית של כ-12.3% בשווקים הראשיים. יתרה מכך, בטווח הארוך (5 שנים מאז ההנפקה הראשונית), מניות בשווקים משניים הניבו בממוצע תשואות עודפות BHAR שליליות של כ-53%, לעומת תשואות עודפות חיוביות של כ-5.3% בשווקים הראשיים. החוקרים הסבירו את הביצועים הנחותים של המניות בשווקים המשניים על ידי קיומן של ציפיות "אופטימיות" מדי של המשקיעים, סביב ההנפקה, לגבי התשואות הצפויות אשר יכולות להניב חברות בבורסות המשניות בעלות דרישות רגולטוריות מופחתות.

Gerakos ביצעו מחקר רחב אשר בחן את הביצועים של חברות שהונפקו לראשונה ונסחרות ב-AIM מול ביצועיהן של חברות מקבילות (חברות השוואה, אשר נבחרו בהתחשב בפרמטרים רבים) בבורסות מפותחות על ידי רגולטור מרכזי, כגון Nasdaq, LSE, OTCBB. המדגם כולל את כל ההנפקות הראשוניות ב-AIM בין השנים 1995-2008 (וההנפקות הראשוניות של חברות השוואה)³³.

לטענת המחקרים, ככל שביצועי החברות לאחר ה-IPO משקפים את רמת ההגנה על משקיעים ורמת האכיפה, הרי שהשוואה בין ביצועי החברות בשווקים משניים לביצועי חברות דומות בבורסות ראשיות, יכולה ללמד על האיכות היחסית של בורסות משניות אל מול בורסות ראשיות.

הממצאים העיקריים של המחקר הם:

- חברות ב-AIM הפגינו בממוצע ביצועים נחותים לעומת חברות מקבילות בבורסות אחרות (כ-13% פחות בשנת מסחר הראשונה, וכ-30% פחות בשנה השנייה).
- החברות ב-AIM נהנו בממוצע מביקוש גבוה וגיוסי הון משמעותיים בעת ההנפקה הראשונה, אך חוו ירידות מחירים ועניין נמוך יותר מצד המשקיעים בהמשך.
- אחוז החברות ב-AIM המניבות תשואות חיוביות גבוהות ("כוכבים") נמוך יותר בהשוואה לבורסות אחרות.
- הביצועים של חברות הנסחרות ב-AIM דומים לביצועיהן של חברות הנסחרות בשוק לא מפותח (OTC Pink Sheets).
- חברות ב-AIM הינן בעלות אחוז גבוה של משקיעים פרטיים מציגות ביצועים נחותים יותר.

³² Buy-and-Hold Abnormal Return.

³³ בשנת 2008 נעשו שינויים משמעותיים בכללי ה-AIM. מרבית המחקרים הנסקרים במסמך זה מסתמכים על שנים שקדמו לשנים אלו, ולכן לא בהכרח משקפים את המצב ב-AIM אחריהן.

- נמצא מתאם שלילי בין זהות רואי החשבון והיועצים המורשים (השתייכות ה-NOMAD ל-Big 5) לביצועי החסר של חברות ב-AIM.

- השוואת הממצאים למחקר קודם של Harris et al (2012) אשר חקר את תעשיית קרנות השקעה אלטרנטיביות וקרנות הון סיכון, הראתה שביצועיהן של חלק ניכר מהחברות ב-AIM נחותים באופן משמעותי מביצועיהן של קרנות השקעה אלטרנטיביות. כלומר, לא ניתן להסביר את ביצועי החסר של חברות ב-AIM על ידי היותן חברות מסוכנות בשלבים מוקדמים לקיומן.

- מסקנת המחקר של Gerakos הינה כי ה-AIM מהווה פלטפורמת מסחר לחברות מסוכנות באיכות נמוכה, המספקת הגנות מינימאליות בלבד למשקיעים.

Aggarwal, Angel (1998)³⁴ מצאו פערים גדולים בין ביצועי ה-ECM לביצועי בורסות אחרות. בהשוואה שביצעו החוקרים מול ה-NASDAQ ומול פורטפוליו בקרה שהרכיבו לצורך המחקר, הם גילו כי בעוד שה-NASDAQ עלה ב-20%, ופורטפוליו הבקרה עלה ב-40%, התשואות של ה-ECM ירדו ב-40%.

כפי שצוין לעיל, ישנם מחקרים אשר חולקים על הטענה לביצועים נחותים של חברות בבורסות המשניות. החוקרים Jenkinson and Ramadorai³⁵ מצאו כי בטווח הארוך חברות שעברו מה-LSE ל-AIM-נהנו מעליית מחירים. את התשואות החיוביות החוקרים מייחסים לשיפורים בביצועים התפעוליים שבוצעו בעקבות המעבר. החוקרים מניחים שסביבת הרגולציה הנמוכה עשויה להתאים ולהטיב עם חברות מסוימות ועם משקיעיהן.

כמו כן, Nielsson הסיק ממחקרו שחברות בבורסה משנית, לדוגמה AIM, קטנות יחסית, אך ברמת איכות דומה לחברות בגודל דומה אשר נסחרות בבורסות ראשיות בארה"ב (NYSE, Nasdaq) ובאירופה (Euronext, Deutsche Borse).

Campbell and Tabner (2011) ו-Jenkinson and Ramadorai (2008) מצאו עדויות לכך שפירמות שהודיעו על מעבר מבורסת ה-AIM לשוק הראשי LSE חוו עליות מחירים, לעומת חברות שהודיעו על מעבר בכיוון ההפוך, אשר חוו ירידות מחירים (תשואה שלילית ממוצעת של כ-5%, לפי Jenkinson and Ramadorai).

ביצועי השווקים המשניים מול הראשיים - בדיקה אמפירית

לצורך הערכת ביצועיהן של בורסות משניות הקיימות בעולם, השווינו את ביצועיהן לביצועי הבורסות הראשיות באותן מדינות³⁶. הבחינה בוצעה על ידי השוואת ביצועי המדדים המרכזיים בבורסות השונות³⁷ מאז הקמת המדדים בבורסה המשנית ועד לחודש מאי 2017³⁸.

³⁴ "The Rise and Fall of the Amex Emerging Company Marketplace", Aggarwal R., Angel J., Journal of Financial Economics, 1998.

³⁵ "Does One Size Fit All? The Consequences of Switching Markets with Different Regulatory Standards", Jenkinson T, Ramadorai T, European Financial Management, 2008.

³⁶ ההשוואה בוצעה מיום הקמת הבורסה המשנית.

³⁷ מדובר במדד המקיף ביותר שנמצא.

³⁸ לפי היחס בין השער הממוצע בשלושים הימים האחרונים לשער הממוצע בשלושים הימים הראשונים.

הטבלה להלן מתארת את עיקרי הממצאים:

מדינה	סוג מדד	שם בורסה	שינוי בתקופה Total Return - בניכוי אינפלציה	שינוי בתקופה לפי מחיר בניכוי אינפלציה	שינוי בתקופה לפי מחיר - בניכוי אינפלציה	ירידה מקסימאלית	עלייה מקסימאלית	פער תשואה (Total Return)
ארה"ב	משני	NYSE MKT	720.1%	416.9%	375.3%	-3.1%	735.3%	333.07%
	ראשי	NYSE	387.0%	207.0%	233.8%	-2.0%	390.4%	
מלן	משני	New Connect	-86.5%	-72.8%	-68.1%	-73.2%	40.2%	-67.39%
	ראשי	WSE	0.9%	-18.0%	0.9%	-64.9%	6.1%	
קנדה	משני	TSX Venture	-17.2%	-38.1%	-20.8%	-51.0%	236.4%	-220.30%
	ראשי	TSX	203.1%	126.4%	104.1%	-23.9%	209.6%	
הונג קונג	משני	GEM	-88.4%	-88.5%	-89.4%	-88.6%	4.2%	-274.46%
	ראשי	HKEX Mainboard	186.1%	182.1%	63.7%	-41.0%	199.7%	
בריטניה	משני	AIM	22.2%	-18.7%	-2.5%	-57.5%	203.1%	-302.52%
	ראשי	LSE	324.8%	182.3%	117.3%	-3.4%	332.2%	
אירופה	משני	Alternext	11.8%	-4.8%	-2.9%	-52.7%	20.1%	-56.81%
	ראשי	EURONEXT	68.6%	43.6%	15.7%	-47.5%	70.7%	
אירופה	משני	First North	-23.9%	-34.5%	-29.5%	-74.0%	2.1%	-163.79%
	ראשי	Nasdaq OMX Nordic	139.9%	106.4%	69.7%	-36.0%	182.2%	

לוח 4: ביצועי המדדים בבורסות המשניות הנבחרות

ממצאי ההשוואה מעלים כי קיים פער תשואה שלילי משמעותי (עד מאות אחוזים) בין הבורסות המשניות לבורסות הראשיות, למעט בבורסת NYSE MKT בארה"ב. כמו כן, בניכוי האינפלציה כל הבורסות המשניות, מלבד NYSE, הניבו תשואה שלילית מאז הקמתן, וזאת בניגוד לבורסות הראשיות (מלבד WSE). בנוסף, הירידה המקסימאלית בכל הבורסות המשניות (התשואה מתחילת התקופה ועד לנקודת השפל) גדולה מזו שבבורסות הראשיות, בעוד העלייה המקסימאלית במקרים רבים קטנה יותר. כפי שעולה מהסקירה הספרותית לעיל, חברות אשר נרשמות למסחר בבורסות משניות הן בדרך כלל חברות קטנות בתחילת דרכן, לרוב הן בעלות אופי מסוכן יותר, נזילות נמוכה ותנודתיות גבוהה יותר בהשוואה לחברות הנסחרות בבורסות הראשיות. אם מביאים בחשבון עובדה זו, הדבר רק מחריף את משמעותם של תת-הביצועים בבורסות המשניות.

לסיכום,

- ישנם מחקרים המראים כי בממוצע, ביצועי החברות בשווקים המשניים נמצאו נחותים באופן משמעותי מביצועיהן של חברות דומות בשווקים הראשיים.
- הממצאים העיקריים שעלו מהספרות, מתייחסים לביצועים של חברות בבורסות המשניות באירופה ובכלל זה ה-AIM, מול הבורסות הראשיות באותה מדינה או בבורסות ראשיות אחרות בארה"ב בין השנים 1995-2009, מעלים כי חברות הנסחרות בבורסות המשניות מתאפיינות בביצועים נחותים יותר ותשואה נמוכה יותר בהשוואה לבורסות הראשיות, לקרנות אלטרנטיביות ולקרנות הון סיכון³⁹.

³⁹ ר' הערת שוליים 33 לעיל.

- עם זאת, קיימים מספר מאמרים אשר קיבלו ממצאים שונים וחולקים על מסקנה זו.
- מהבדיקה האמפירית שביצענו עולה כי, המדדים בבורסות המשניות השיגו ברוב המקרים תשואה נמוכה יותר, בדרך כלל, מאז היווסדותם ועד היום בהשוואה לבורסות הראשיות. עם זאת, בתקופות שונות בבורסות אלה חלק מהמניות הניבו תשואות עודפות משמעותיות מאד.

4.2.4. דפוסי מעבר ורישום

בשנים האחרונות אנו עדים לתופעה עולמית של עלייה במספר החברות הנמחקות מהמסחר בבורסות השונות. הסיבות למחיקה מהבורסה יכולות להיות בין היתר, מחיקות "מרצון" (לעיתים בשל נטל הרגולציה), מחיקות בגין אי עמידה בתנאי סף, מיזוגים ורכישות, וכו'.

שתי אופציות עומדות בפני חברות ציבוריות אשר החליטו להימחק מהמסחר בבורסה ראשית: הן יכולות להפוך לחברה פרטית או לעבור להיסחר בבורסה משנית בעלת רגולציה מופחתת (במקרה שהמעבר אפשרי מבחינה רגולטורית).

מחיקה ממסחר

Gerakos בדקו את המחיקות מהבורסות המשניות והראשיות. החוקרים הגיעו למסקנה שהחברות ב-AIM נמחקות יותר מהמסחר בגין פשיטות רגל או מצוקה כספית מאשר החברות בבורסות ראשיות שנבדקו (Nasdaq, OTCBB, LSE). כמו כן, חברות בבורסות הראשיות נוטות יותר להימחק אחרי שמניותיהן עולות באופן משמעותי.

Vismara מצאו שכ-43% מהחברות שהונפקו בבורסות המשניות באירופה נמחקו מהמסחר, לעומת כ-40% מהחברות שנמחקו מהבורסות הראשיות. כמו כן, מצאו החוקרים כי ההסתברות להיות "מטרה נוחה להשתלטות" היא גבוהה יותר לחברות בבורסות המשניות.

לעומת זאת, Nielsson אשר ביצע השוואה בין אחוז החברות הנמחקות מבורסת ה-AIM ובין אחוז החברות הנמחקות מהבורסות הראשיות בארה"ב ובאירופה לפי סיבות למחיקה, הגיע למסקנה שלא ניתן לקבוע כי אחוז הכישלונות בבורסת ה-AIM גבוה יותר מאשר בשווקים הראשיים. לפי ממצאיו, אחוז המחיקות מה-AIM עקב אירועים שליליים הסתכם בכ-55% (מסך המחיקות), והינו ברמה דומה למתרחש בבורסות הראשיות בארה"ב, כפי שעולה מהספרות המחקרית. (בארה"ב אחוז המחיקות מסיבות שליליות נע סביב 48%-57% לפי Chaplinsky and Ramchand (2012), Doidge et.al (2010), Fernandes et.al (2010).

המעבר לבורסות הראשיות

באופן תיאורטי, הבורסות המשניות אמורות לשמש את החברות כמקפצות ("stepping stone") למעבר למסחר בבורסות הראשיות בעלות דרישות סף גבוהות ודרישות רגולטוריות הדוקות יותר. יחד עם זאת, המחקרים מצביעים על כך שבמרבית המקרים אחוז החברות שעוברות מהרשימה המשנית לרשימה הראשית אינו מהותי. לפי Arcot et.al, (2007) ו-Hornok (2014)⁴⁰, רק 1% מהחברות עוברות מרשימות המשניות לראשיות. Nielsson אשר בדק כ-712 מחיקות מבורסת ה-AIM בין השנים 1995-2009, מצא שרק כ-7% מהמחיקות הוא בגין המעבר של החברות לבורסה הראשית.

⁴⁰ "The alternative investment market: helping small enterprises grow public", The Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal 323, Hornok, 2014

Vismara הראה שבפועל במצטבר כ-5.5% מהחברות שהונפקו ב-AIM בין שנים 1995-2009 עברו לבורסה הראשית בשלב מאוחר יותר.

מספר חברות שעברו מ-AIM ל-LSE, במצטבר	מספר הנפקות ראשוניות ב-AIM, במצטבר	אחוז המעבר מ-AIM ל-LSE מתוך ההנפקות הראשוניות באותה תקופה, במצטבר	
1	175	0.57%	1995-97
44	449	9.80%	1998-00
57	667	8.55%	2001-03
63	1453	4.34%	2004-06
90	1642	5.48%	2007-09

מקור הנתונים: Vismara et.al (2012), אתרי LSE ו-AIM, עיבודי המחלקה הכלכלית, רנ"ע

לוח 5: מספר החברות שעברו מהבורסה המשנית AIM לבורסה הראשית LSE.

חברות אלו, מהוות 8% מסך כל המחיקות שהתרחשו ב-AIM בתקופה זו. פילוח החברות לפי סיבות המעבר העלה שכ-64% מהחברות אשר עברו לשוק הראשי ציינו את "עניין המשקיעים" כסיבה למעבר. כ-36% מהחברות ציינו את "החשיפה לציבור" בתור הסיבה למעבר.

לנתונים אודות מעבר לבורסה הראשית בבורסות בשווקים משניים, ר' נספח ה' לדוח זה.

המעבר לבורסות המשניות

מחקרים מעידים כי התופעה של מעבר חברות מהבורסה הראשית לבורסה המשנית, נפוצה יותר מזו שבכיוון ההפוך (Gerakos, Vismara).

Vismara ציין כי 282 חברות עברו מהבורסה הראשית בלונדון ל-AIM בין השנים 1996-2009. 77% מהמעברים התרחשו בין השנים 2001-2006. בין השנים 1995-2009 מספר החברות שעברו מ-LSE ל-AIM היווה כ-17.7% מהחברות שנמחקו מ-LSE. שיא במספר זה נרשם בין שנים 2001-2003 כש-25% מהמחיקות ב-LSE היו בגין המעבר ל-AIM.

תקופה	מספר חברות שעברו מהבורסה הראשית ל- AIM	אחוז המעברים מהבורסה הראשית ל- AIM מתוך סך המחיקות מה- LSE
1995-97	8	9.41%
1998-00	41	9.65%
2001-03	125	24.90%
2004-06	92	23.00%
2007-09	16	8.79%
סה"כ בין 1995-2009	282	17.69%
ממוצע לכל תקופה		15.57%

מקור הנתונים: Vismara et.al (2012), אתרי LSE ו- AIM, עיבודי המחלקה הכלכלית, רנ"ע

לוח 6: מספר החברות שעברו מהבורסה הראשית ל- LSE לבורסה המשנית AIM

נוסף לכך, מנקודת מבטה של הבורסה המשנית (AIM), כ-9.5% מהחברות החדשות שנרשמו בה בין שנים 1995-2009 עברו אליה מהבורסה הראשית LSE.

כמו כן, הסיבות העיקריות למעבר מהבורסה הראשית ל- AIM, כפי שעולה מהמחקר, הן כדלקמן: עלויות נמוכות (32%), הזדמנויות לרכישות ומיזוגים (31%), גמישות (20%)⁴¹, ואפשרות לצמיחה (29%).

פילוח החברות הציבוריות בישראל לפי שווי שוק

נכון למאי 2017 נסחרות בבורסה בישראל כ-454 חברות ציבוריות. כ-50% מתוכן בעלות שווי שוק הנמוך מ-300 מיליוני ₪.

אחוז החברות	מספר חברות	שווי שוק מקסימאלי בין החברות, מיליוני ₪	שווי שוק כולל מצטבר, מיליוני ₪	אחוז משווי שוק כולל המצטבר, %
עד 10% מהחברות	46	18	359	0.04%
עד 20% מהחברות	92	50	1,987	0.25%
עד 30% מהחברות	138	98	5,295	0.65%
עד 40% מהחברות	184	174	11,214	1.39%
עד 50% מהחברות	229	282	21,720	2.68%
עד 60% מהחברות	274	472	38,482	4.75%
עד 70% מהחברות	319	760	66,180	8.17%
עד 80% מהחברות	364	1,353	112,269	13.87%
עד 90% מהחברות	409	2,978	210,582	26.01%
כל החברות הציבוריות	454	104,885	809,631	100%

לוח 7: פילוח החברות הציבוריות בישראל לפי שווי שוק

⁴¹ בהקשר זה, מובאת במאמר הדוגמא של חובות הדיווח שעבור החברות ברשימה הראשית LSE מוגדרות בתקנות, חברות הרשומות ב- AIM אינן כפופות לתקנות אלו.

לסיכום,

- אחת המטרות המרכזיות של בורסות משניות היא לסייע לחברות קטנות ובינוניות לגדול ולצמוח במטרה לעבור בעתיד לבורסות הראשיות.
- מהמחקרים עולה כי, בפועל כ-5%-1% מהחברות משלימות את המעבר לבורסה הראשית. כ-64% מהחברות אשר עברו לשוק הראשי ציינו את "עניין המשקיעים" בתור סיבה מרכזית למעבר וכ-36% מהחברות ציינו את "החשיפה לציבור".
- לגבי אחוז הכישלונות (מחיקות עקב פשיטת רגל או מצוקה כספית) של החברות בבורסות המשניות מול החברות בבורסות הראשיות, אין אחידות בממצאים, אך באופן כללי נראה כי אחוז המחיקות עקב פשיטות רגל או מצוקה כספית הינו ברמה דומה למתרחש בבורסות הראשיות בארה"ב.
- ישנן עדויות למעבר מהבורסה הראשית למשנית. בתקופה הנבחנת כ-18% מהחברות שנמחקו מה-LSE עברו ל-AIM, כאשר בחלק מהשנים מספר זה הגיע ל-25%.
- החברות שעברו מהבורסה הראשית ל-LSE לבורסה המשנית AIM ציינו את הסיבות הבאות כסיבות עיקריות למעבר: עלויות נמוכות (32%), הזדמנויות למיזוגים ורכישות (31%), אפשרות לצמיחה (29%), גמישות (20%).

4.3. נזילות בשווקים

אחד היתרונות הנובעים מרישום למסחר בבורסה הוא אספקת נזילות למניות החברה. בנוסף, גם משקיעים בבורסה מעדיפים לסחור בפלטפורמות מסחר בהן ישנם סוחרים פעילים אחרים. כלומר, ככל שהשוק מאופיין בנזילות גבוהה יותר, הוא נתפס כאטרקטיבי יותר בעיני החברות ובעיני המשקיעים כאחד.

לפי דוח של ה-WFE⁴², רמת הנזילות בשווקים המשניים מהווה כ-30% מרמת הנזילות המאפיינת את השווקים הראשיים.

Vismara ערכו מחקר בקרב כ-4,000 מניות, שנרשמו למסחר בין שנים 1995-2009 בבורסות הראשיות והמשניות באירופה. במטרה להשוות בין רמות הנזילות המאפיינות את השווקים הראשיים והמשניים נבחרו שני מדדי נזילות: מרווח Bid-Ask⁴³ ומהירות מחזור יומית (Turnover)⁴⁴.

הממצאים הראו שבממוצע, מרווחי ה-Bid-Ask בשווקים הראשיים באירופה הם נמוכים יותר והסתכמו בכ-2.2%, לעומת כ-7.6% בממוצע בשווקים המשניים. ההבדל מובהק סטטיסטית. כמו כן, מרווח Bid-Ask אף גבוה יותר (כ-9.5%) נמצא בשווקים המשניים מהווים בורסות עצמאיות נפרדות (Exchange regulated market), כמו לדוגמא ב-AIM. לעומת זאת, שווקים משניים "חדשים", אשר מיועדים לחברות היי-טק בלבד, מאופיינים במרווחי Bid-Ask הדומים לאלה בשווקים הראשיים.

⁴² "Report on SME Exchanges", WFE, 2015.

⁴³ Bid-Ask Spread is calculated as the average ratio of the ask minus bid spread divided by the midpoint of the bid and ask prices, expressed as a percentage.

⁴⁴ Turnover is calculated as the average of the ratio of the aggregate shares traded per day divided by the number of shares outstanding, expressed as a percentage.

תמונה דומה עולה גם כאשר בוחנים את ממוצע מהירות המחזור היומית, אשר נועדה לבדוק את אחוז ה"סחורה" אשר "מחליפה ידיים" ביום מסחר אחד. בשווקים הראשיים, מהירות המחזור היומית הממוצעת הינה כ-7%. בממוצע בין כל סוגי השווקים המשניים, מהירות המחזור היומית הממוצעת הינה כ-6.5%. מדובר על רמה נמוכה יותר, אך דומה לזו בשווקים הראשיים. לעומת זאת, בבורסות משניות עצמאיות, מהירות המחזור היומית היא כ-4% בממוצע, כלומר, כ-60% מזו שבבורסות הראשיות.

המסקנה היא שרמות הנזילות והסחירות בבורסות המשניות נמוכות יותר מאשר בבורסות הראשיות, במיוחד כאשר מדובר בבורסות משניות עצמאיות נפרדות. רוב השווקים המשניים (לא כולל השווקים המשניים לחברות היי-טק בלבד, אשר אופיינו בנזילות גבוהה) מתקשים לפתח מסחר נזיל, בין היתר בגלל היקף קטן של גיוסים שמסתכמים במיליוני אירו בודדים.

Gerakos מצאו כי החברות ב-AIM אמנם נהנות מביקוש גבוה וגיוסי הון משמעותיים בעת ההנפקה הראשונה, אך חוות ירידות מחירים וירידה בהתעניינות מצד המשקיעים לאחר ההנפקות.

לסיכום,

הסקירה הספרותית מעלה כי היעדר רמת נזילות מספקת היא אחת הבעיות המאפיינות את מרבית השווקים המשניים⁴⁵. מהמחקרים עולה כי רמת הנזילות בשווקים המשניים היא כ-20%-30% מזו בשווקים הראשיים.

4.4. סוגי המשקיעים

ברוב הבורסות המשניות בעולם לא נמצאו מגבלות על סוגי המשקיעים אשר רשאים לסחור בבורסה⁴⁶. כלומר, ההשקעות בשווקים אלו בד"כ מיועדות הן למשקיעים המוסדיים והמתוחכמים, והן למשקיעים הפרטיים ("Retail"). עם זאת, ניתן לומר כי באופן טבעי הבורסות המשניות בעולם פונות יותר למשקיעים פרטיים, וזאת בשל גודל החברות הנסחרות בהן. בחלק מהשווקים המשניים, משקיעים פרטיים אף זכאים להטבות מס בגין פעילותם בשווקים אלה (דוגמא אחת לכך היא ה-AIM). בנוסף, ניתן לציין כי רוב המשקיעים בשווקים המשניים הם משקיעים מקומיים.

הדומיננטיות של סוג משקיעים מסוים (או היחס בין המשקיעים המתוחכמים לבין הפרטיים) בבורסות המשניות משתנה בין המדינות בעולם, כתלות במספר גורמים: הסביבה הרגולטורית במדינה (הגבלות על השקעות המשקיעים המוסדיים), רמת הפיתוח של השוק המוסדי במדינה, הנטייה המקומית לחיסכון ולהשקעה, וכו'.⁴⁷

לפי Vismara, בין השנים 1995-2009, כמחצית מההנפקות הראשוניות בשווקים המשניים הנבחרים באירופה הוצעו בתור הקצאה פרטית, וכפועל יוצא מכך נועדו למשקיעים מתוחכמים בלבד. ב-AIM מדובר באחוז אף יותר גבוה של

⁴⁵ בין האמצעים הקיימים בעולם לעלייה ברמת הנזילות בשווקים המשניים, ניתן למנות את מינויים של עושי שוק לניירות הערך, השקעות במחקר על החברות הקטנות, חינוך ועידוד של המשקיעים הפרטיים, ובניית התמריצים לעידוד המשקיעים המתוחכמים להיכנס למסחר. יש לציין כי בנושא מחקר על חברות קטנות, יש הטוענים שמחקר מסובסד עלול דווקא להזיק למשקיעים. (לדוגמא Jeff Schwartz, "Venture Exchange (Regulation: Listing Standards, Market Microstructure, and Investor Protection", 2017).

⁴⁶ ישנן בורסות בהן קיימת מגבלה על סכום מינימאלי להשקעה, אשר אמורה להביא לכך שרק משקיעים מתוחכמים ישקיעו בה. ראה בהקשר זה פרק 5 בדבר דין משווה.

⁴⁷ "Report on SME Exchanges", WFE, 2015.

"SME Exchanges in Emerging Market Economies", Marwood A., Konidaris T., Policy Research Working Paper, World Bank Group (WBG), 2015.

הקצאות פרטיות. (כ-96% מסך ההנפקות הראשוניות בין השנים 1995-2009). עם זאת, בעת רישום המניות למסחר, גם המשקיעים הפרטיים רשאים להשקיע בהן.

כפי שעולה מנתוני WFE והבנק העולמי לשנים האחרונות, למרות שלמשקיעים המוסדיים ישנו פלח שוק גבוה בבורסת ה-AIM, המשקיעים הפרטיים הם הדומיננטיים בה. לפי הנתונים העדכניים של ה-WFE, ישנן בורסות משניות נוספות בהן המשקיעים הפרטיים מחזיקים ברוב הנכסים. בין הדוגמאות לבורסות משניות בעלות אחוזי החזקה גבוהים של משקיעי ה-retail ניתן לראות את NewConnect (69%), GreTai (84%), ChiNext (70%), KOSDAQ (88%).

ישנן הערכות שונות לגבי אחוז השתתפותם של המשקיעים הפרטיים בהנפקות. לפי ההערכות של Gerakos, המשקיעים הפרטיים רכשו בממוצע כ-7.5% בלבד בהנפקות הראשוניות ב-AIM בין השנים 1995-2008. לעומת זאת, לפי Dossa (2010) המשקיעים הפרטיים רוכשים באופן מסורתי עד 50% מהמניות ב-AIM.

ישנן עדויות לכך שלנוכחותם של המשקיעים הפרטיים קיימת השפעה על ביצועי החסר של המניות בשוק המשני. Gerakos טוענים כי הציפיות של המשקיעים הפרטיים לגבי רמת ההגנה על משקיעים הקיימת בשוק המשני, הינן מופרזות (נוטים לייחס באופן שגוי את רמת ההגנה של השוק הראשי למשני). כמו כן, המשקיעים הפרטיים אינם מעדכנים את הציפיות בתגובה למידע חדש. הסבר נוסף הוא כי משקיעים פרטיים לא מתוחכמים הסוחרים בשווקים אלו, מונעים בעיקר מהרצון לרכוש מניות בולטות ("Barber and Odean 2008") ("highly visible stocks"). מניות אלה בד"כ זוכות לחשיפה רבה ומתומחרות ביתר ב-IPO, וכתוצאה מכך משקיעים אלו (שהיו בעלי ביטחון מופרז בהשקעתם) סופגים הפסדים "מפתיעים". מכלול הדברים המפורטים עלול לשמר את קיומן של הטיות התנהגותיות בתמחור המניות לאורך זמן.

Gerakos מצאו שככל שאחוז המשקיעים הפרטיים בחברות גבוה יותר כך ביצועי החברות נחותים יותר.

לסיכום,

- ברוב הבורסות המשניות בעולם לא נמצאו מגבלות על סוגי המשקיעים שיכולים להשקיע או על סכומי ההשקעה.
- מרבית המשקיעים בשווקים המשניים הם משקיעים מקומיים.
- אחוז ההחזקות של המשקיעים הפרטיים גבוה יחסית בשווקים המשניים. בחלק משווקים אלו נוכחותם של המשקיעים המוסדיים אינה משמעותית, מה שעשוי להוביל לירידה בנזילות, לפגיעה בהקצאה נכונה של השקעות ולהיעדר בקרה מספקת על התנהלות החברות.
- בחלק מהשווקים המשניים, המשקיעים הפרטיים זכאים להטבות מס בגין פעילותם בשווקים אלו.
- ישנן עדויות לכך שביצועי החסר של חלק ניכר מהמניות בשווקים אלו נובעות מהטיות התנהגותיות בתמחור המניות על ידי משקיעים פרטיים.

4.5. איכות הממשל התאגידי

ברוב הבורסות המשניות שנבדקו, דרישות הממשל התאגידי זהות לבורסות הראשיות, אך בחלק מהן ניכרת בפועל רמה נמוכה יותר של יישום דרישות אלו. בחלק מהבורסות המשניות יש דרישות ממשל תאגידי שונות מן הבורסות הראשיות, כשבדרך כלל הן חלקיות, או תובעניות פחות, בהשוואה לאלה בבורסות הראשיות. הממשל התאגידי של החברות, בין אם הוא מאומץ על ידי החברה באופן וולונטרי ובין אם הוא בא כדרישה רגולטורית, מהווה נדבך חשוב בהגנה על המשקיעים ובהבטחת הביצועים של החברות.⁴⁸

Vismara בדק את איכות הממשל התאגידי ואת השינויים שחלים במנגנון ממשל תאגידי בחברות בגין המעבר בין בורסה משנית לראשית, ולהיפך, בין שנים 1995-2009. ההשערה היא שחברות אשר החליטו על מעבר לבורסה הראשית ישפרו את מנגנוני הממשל התאגידי.

ככלל, מדיניות ממשל תאגידי נבחנה על סמך פרמטרים הבאים: גודל הדירקטוריון, מספר ואחוז הדירקטורים שלא שייכים להנהלה (עצמאות הדירקטוריון), האם בתפקידים מנכ"ל ויו"ר דירקטוריון מכהנים אנשים שונים, והאם יו"ר דירקטוריון "לא שייך להנהלה" (Non-executive).

נוצרו שלושה מדגמים להשוואה: הראשון - חברות אשר ביצעו את המעבר לבורסה ראשית (LSE), השני - חברות אשר ביצעו את המעבר ל-AIM, והשלישי - חברות בנצ'מארק שלא עברו בין הרשימות ונסחרות ב-AIM. לפי הממצאים, החברות אשר ביצעו מעבר לבורסה הראשית התאימו בהדרגה לקראת המעבר את מנגנוני הממשל התאגידי שלהן למקובל בבורסה הראשית.

שלוש שנים לפני המעבר לשוק הראשי החברות שעברו היו דומות לחברות הבנצ'מארק בשוק המשני. ככל שהתקרב מועד המעבר, ההבדלים בממשל התאגידי בין החברות שעברו לשוק הראשי ובין חברות הבנצ'מארק הפכו למשמעותיים יותר. גודל הדירקטוריון ואחוז הדירקטורים שלא שייכים להנהלה עלו בחברות שעברו, בזמן שבחברות הבנצ'מארק נשארו ללא שינוי.

מצד שני, חברות אשר עברו מהשוק הראשי לשוק המשני הפחיתו את רמות ממשל התאגידי שלהן. שלוש שנים לפני המעבר גודל הדירקטוריון הממוצע בחברות אלו היה גבוה יותר מאשר בחברות ב-AIM. לעומת זאת, לאחר המעבר מנגנוני הממשל התאגידי בחברות אשר עברו ל-AIM לא נבדלו מאלה של חברות הבנצ'מארק, שתמיד נסחרו בבורסה המשנית. באופן כללי, Bushee and Leuz (2005) ו-Iliev (2010) מצאו שהיקף הגילוי והדיווח האופטימאליים שונים בין החברות.

Parsa et al (2007)⁴⁹ בדקו את איכות הגילוי בנוגע לממשל התאגידי על ידי החברות ב-AIM בין השנים 2002-2004. על פי תוצאות המחקר, החברות ב-AIM מדווחות במוצק כ-50% מסעיפי ממשל תאגידי, מתוך ה-Combined Code וחוקי הרישום של ה-FSA, אותם החברות בבורסה הראשית מחויבות לדווח. בחברות הגדולות ב-AIM ישנו מתאם חיובי בין מספר הדירקטורים ש"לא שייכים להנהלה" ובין היקף הגילוי.

Mallin Ch et. al (2009)⁵⁰ מצאו כי איכות הגילוי גבוהה יותר בחברות גדולות ו/או בעלות דירקטוריון גדול יותר.

⁴⁸ "Corporate governance and equity prices", Gompers P., Ishii J., Metrick A., The quarterly journal of economics, 2003.
"Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets.", Klapper L., Love I., Journal of corporate Finance, 2004.

"What matters in corporate governance?", Bebchuk L., Cohen A., Ferrell A., The Review of financial studies, 2008.

⁴⁹ "Disclosure of governance information by small and medium-sized companies.", Parsa S., Chong G., Isimoya E., Corporate Governance: The international journal of business in society, 2007.

⁵⁰ "Corporate Governance in Alternative Investment Market (AIM) Companies: Determinants of Corporate Governance

- מחקרים רבים בוחנים את המאפיינים של הממשל התאגידי בחברות הנסחרות בשווקים המסחריים בהשוואה לשווקים הראשיים. חלקם מכירים בכך ש"הממשל התאגידי האופטימלי" צריך להיות שונה בין חברה לחברה (ובכלל זה, בין החברות הנסחרות בשווקים המסחריים לבין אלו שנסחרות בשווקים הראשיים).
- נמצא כי חברות ב-AIM וכן בבורסות משניות שאימצו מודלים דומים מאופיינות בשימוש רב יחסית במנגנון "אמץ או הסבר" כך שבפועל אומצו מנגנוני ממשל תאגידי מצומצמים יותר בהשוואה לחברות שנסחרו בשוק הראשי.
- לקראת המעבר לבורסה הראשית, חברות ב-AIM התאימו בהדרגה את מנגנוני הממשל התאגידי שלהן למקובל בבורסה הראשית. מהלך הפוך התרחש בחברות אשר עברו מהבורסה הראשית ל-AIM.

רגולציה ציבורית, רגולציה פרטית או היעדר רגולציה?

המטרות המוצהרות של רשויות ניירות ערך בעולם הן להגן על ציבור המשקיעים, לתחזק שווקים מתפקדים ומסודרים, ולהקל על היווי הון (capital formation). עם זאת, הצורה האופטימלית ומבנה ההגנות הנדרשות נתונים לוויכוח. כחלק מהתפתחות הבורסות המודרניות, נוצרו רגולטורים בדמות רשויות ניירות ערך (SEC, FCA), אשר מפקחות ואוכפות את הציות לחוקי ניירות ערך. מחקרים קודמים (LaPorta et al 1997, 1998, 2002) מצדדים ברגולציה זו וטוענים שהיא תורמת לרווחים וליתרונות רבים בשווקי ההון.

עם זאת, היתרונות שעולים מגופי רגולציה ציבוריים אינם חיוביים באופן חד משמעי. מצד אחד, רגולטורים ציבוריים נוטים לאמץ רגולציה יקרה אחידה לכל המשתתפים. רגולציה כזאת מסוגלת למנוע מחברות באיכות נמוכה מלהיכנס לבורסה (Sarbanes Oxley), ומצמצמת מקרים של חוסר אחידות בפרשנות לכללי הרגולציה (Coates, 2007). יחד עם זאת, הדבר מטיל עלויות כבדות מדי על פירמות מסוימות (Zingales, 2006).

החוקר LaPorta et.al (2006) מצא עדויות מוגבלות לכך שרגולציה הציבורית תורמת להתפתחות השוק. בנוסף, יעילות הרגולציה הציבורית עלולה להיות מושפעת באופן שלילי מגורמים מסוימים כמו איכות העובדים בגוף המפקח, בירוקרטיה גבוהה, גורמים פוליטיים ועוד.

גישה נוספת שהתפתחה במהלך השנים היא גישת הפיקוח הפרטי על השוק. לגישה זו יש פוטנציאל להקל על החיכוכים ועל חוסר היעילות שמזוהים עם הרגולטורים הציבוריים. בגישה זו, חברות מחויבות למנות גופים פרטיים המכונים "ספונסרים" או "יועצים מורשים" (listing sponsors או nominated advisers), אשר מתחרים ביניהם על הרישום ומספקים את הפיקוח הרגולטורי. כלומר, הם מלווים את החברה לאורך הליך הרישום ולאחר ההנפקה.

התמריצים של גופים אלה מעוצבים על ידי מנגנון המוניטין שנובע מהצלחות וכישלונות של הגוף, אשר יביאו לו הכנסות ועלויות בהתאמה. על ידי העברה של הרגולציה לשוק הפרטי, פירמות חדשות יכולות לדון איתם במו"מ על הרגולציה המתאימה להם, ובסופו של דבר לקבל רגולציה מותאמת אישית לכל פירמה. אם הבחירות הרגולטוריות הללו גלויות למשקיעים, הפירמה מצייתת להן, והן נאכפות ע"י הספונסר, אזי על פניו התוצאה הינה מערכת שקופה, גמישה, שממזערת את העלויות וממקסמת את היתרונות.

ישנם מחקרים (Gerakos) שבדקו את יעילותה של הרגולציה הפרטית ואת מנגנוני האכיפה על ידי בחינת הביצועים של החברות שהונפקו לראשונה (במסגרת IPO) בבורסת ה-AIM בלונדון. בורסת ה-AIM נוסדה בשנת 1995 והיא דוגמא בולטת לשוק המפוקח באופן פרטי ונשען על חובת מינוי של יועצים מורשים. ממצאי המחקרים העלו כי מודל הפיקוח הפרטי אינו יעיל, בין היתר, גם בשל מכלול של פרמטרים שונים (רמת הרגולציה, סוגי החברות המונפקות, סוגי המשקיעים, מיסוי) ולא רק בגלל סוג הפיקוח.

נקודת המוצא בדין הישראלי הינה שכלל, סמכות שלטונית, לרבות סמכויות פיקוח ואכיפה, אינה ניתנת להאצלה לגורמים פרטיים, אלא בנסיבות מיוחדות.⁵¹ עיקרון זה נובע משיקולים דמוקרטיים, מהקושי בפיקוח על גופים פרטיים, ומחשש מוגבר מפני ניגודי עניינים ומפני חדירתם של שיקולי יעילות שמאפיינים את פעילותם של גופים פרטיים. לצד זאת, מוכרים מקרים מסוימים בהם רשות מאצילה מתפקידיה לגופים פרטיים, ככל שיש בידיה אפשרות אפקטיבית לפקח על הגוף הנאצל ולהבטיח כי הסמכות תופעל באופן ראוי.⁵² בנוסף, בית המשפט הכיר בכך שבנסיבות מסוימות גורם שלטוני יכול להיעזר בגורם אחר, פרטי, לצורך מילוי תפקידו, על ידי העברה של תפקידים בעלי אופי טכני, אפילו אם כרוכה בכך הפעלת שיקול דעת מסוימת של אותו גורם.⁵³ ציון כי גם במקרים כאמור, העברת תפקידים המצריכים שיקול דעת מנהלי לגופים פרטיים תעשה במקרים חריגים, וכי אופי הסמכויות שניתן להעביר מושפע גם מעוצמת הקשר שלהן לסמכויות שלטוניות מובהקות ולפוטנציאל הפגיעה בזכויות אדם בעת הפעלתן.⁵⁴ כמוכך, מקום שבו רשות בוחרת להסתייע בגורם פרטי למילוי תפקידיה, היא תידרש לוודא כי קיימים מנגנונים מתאימים שיבטיחו כי לא ייווצרו ניגודי עניינים בין מטרות הגוף הפרטי לבין האינטרס הציבורי אשר הרשות אמורה לקדם.

על רקע האמור, היות שסמכויות אכיפה ופיקוח מוכרות בדין הישראלי כסמכויות שלטוניות, אפשרות העברת סמכויות מסוג זה לגורמים פרטים מעוררת קשיים משפטיים משמעותיים.

אימוץ המודל הנהוג ב-AIM מעורר קושי גם בהיבט נוסף. המודל של מבנה סמכויות הבורסה ב-AIM דומה למודל ב-LSE. שתי הבורסות קובעות כללים ואוכפות אותם, בהיבטים שונים, כגון כללי המסחר, לחובות הגילוי לרבות אודות הממשל התאגידי.

לאור האמור, קיים קושי כפול באימוץ מודל הפיקוח הנהוג ב-AIM בבורסה הייעודית בישראל. הראשון, כאמור, הינו הקושי בהקניית סמכויות אסדרה ופיקוח לגוף פרטי, להבדיל מרשות ציבורית. השני, אימוץ מודל הפיקוח הנהוג ב-AIM שונה במהותו מזה הנהוג בבורסה הראשית בתל-אביב. הכללים בבורסה הראשית נקבעים ברובם בחקיקה ראשית - חוק ניירות ערך וחוק החברות ובתקנות מכוח חוקים אלה. הבורסה עצמה מוסמכת לקבוע כללים בהיבטים מצומצמים יחסית הנוגעים לרישום למסחר ולמסחר עצמו. יישום מודל שונה במהותו לגבי הבורסה המשנית ייצור חוסר קוהרנטיות במערכות הדינים החלות בשתי הבורסות, המעורר קשיים שונים בפני עצמו.

⁵¹ בג"ץ 4884/00 עמוות "תנו לחיות לחיות" נ' מנהל השירותים הווטרינריים בשדה במשרד החקלאות, נח(5) 202 (2004); בג"ץ 39/82 הנפלינג נ' ראש עיריית אשדוד, בעמ' 541; בג"ץ 3791/16 יצחק סנדלר נ' שר התחבורה (פורסם בנבו, 21.11.2016), בפס' 8 לפסק דינה של כב' השופטת חיות.

⁵² בג"ץ 5031/10 עיר עמים נ' הרשות לשמירת הטבע והגנים הלאומיים (פורסם בנבו, 26.3.2012), בפס' 17 לפסק דינה של כב' השופטת חיות; בהתאם להסמכה מטעם היועץ המשפטי לממשלה לפי סעיף 12(א)(1)(ב) לחוק סדר הדין הפלילי [נוסח משולב], התשמ"ב-1982 (ראו: בג"ץ 8340/99 גורלי כוחן ושות' - משרד עורכי דין נ' היועץ המשפטי לממשלה, פ"ד נה(3) 79 (2001); בג"ץ 1783/00 חיפה כימיקלים בע"מ נ' היועץ המשפטי לממשלה, פ"ד נז(3) 652 (2003)); האפשרות, הקבועה בסעיף 5 לחוק ההוצאה לפועל, תשכ"ז-1967, למנות אדם פרטי שהוסמך לכך ל"בעל תפקיד" לצורך הוצאתם לפועל של פסקי דין אזרחיים; וקיומם של מוסדות סיעודיים ופסיכיאטריים הפועלים למטרות רווח ושללאנשי הסגל בהם יש שליטה מלאה על ההיבטים השונים של חיי השהיה בהם; העברת האחריות לביצוע בחינות מעשיות בנהיגה לגופים פרטיים (בג"ץ 3791/16 יצחק סנדלר נ' שר התחבורה (פורסם בנבו, 21.11.2016) וכיו"ב.

⁵³ עניין עיר עמים, לעיל, בפס' 18 לפסק דינה של כב' השופטת חיות.

⁵⁴ בג"ץ 2605/05 המרכז האקדמי למשפט ולעסקים נ' שר האוצר (פורסם בנבו, 19.11.2009), בפס' 32 לפס"ד הנשיאה (דאז) ביניש.

לאור קשיים אלה, המלצת הצוות היא לשקול בשלב מאוחר יותר, לאחר צבירת הניסיון המתאים, את התאמת המודל הנהוג ב-AIM (וב-LSE) לישראל, בשים לב לקשיים המשפטיים שתוארו לעיל ולמבנה המשפטי של דיני ניירות ערך, והאם ניתן להרחיב את היקף הנושאים המפוקחים בידי הבורסה ונאכפים על ידה.

הגורמים להצלחה ולאי-הצלחה של בורסות משניות

הניסיון הנצבר בנושא של בורסות משניות בעולם הינו רב יחסית וכולל מספר לא מועט של כישלונות. בפרט, ניתן למנות את כישלונן של בורסות ייחודיות לחברות קטנות על ידי הבורסות האירופאיות הגדולות מאז שנות ה-80 של המאה הקודמת ועד היום. לאחר שנחשבו כהצלחה חסרת תקדים בשנים הראשונות, החלו חלקן לסבול מחוסר נזילות הולך וגובר ומביצועים נחותים בשנים שהגיעו לאחר מכן, וכתוצאה מכך רבות מהן נסגרו. לדוגמא, מאז שנת 1995, בורסות של ארבע הכלכלות הגדולות באירופה (גרמניה, צרפת, איטליה ואנגליה) הקימו יותר מ-15 שווקים משניים, אך כיום, רק כשליש נותרו פעילים.

כאמור, גם במרבית הבורסות המשניות שעדיין פעילות כיום, המדדים המרכזיים הניבו תשואה נמוכה משמעותית (עד מאות אחוזים) בהשוואה לתשואה של מדדים מרכזיים בבורסות הראשיות באותן מדינות. בניכוי האינפלציה, מרבית הבורסות המשניות הניבו תשואה שלילית (עד כ-90%) מאז הקמתן וזאת בניגוד לבורסות הראשיות. אם משקללים את אופי הפעילות של החברות הרשומות למסחר בבורסות משניות ואת הסיכון הכרוך בהן, הדבר רק מעצים את ביצועי החסר של מדדי הבורסות המשניות.

בפרק זה נסקור את הסיבות לכישלונות ולהצלחות של בורסות משניות באירופה ובארה"ב ואת התובנות וההמלצות שנגזרו מהן. בארה"ב נסקור את הסיבות לסגירת ה-Amex Emerging-Company Marketplace (להלן - "ECM"), לפי מחקרם של Aggarwal, Angel (1998).⁵⁵ באירופה נבחן את סגירתן של ה-Unlisted Securities Market (USM) בלונדון, את ה-Official Parallel Market (OPM) של הבורסה לני"ע של אמסטרדם, ה-Mercato Ristretto באיטליה וה-Second Marche בצרפת, לפי מחקרו של Rasch (1994).⁵⁶ כמו כן נבחן ממצאים כללים ממחקר של Bannock & Partners (1994) שבוצע עבור האיחוד האירופי.⁵⁷

לפי Aggarwal et.al, עם פתיחתה בשנת 1992 ה-ECM נחשבה להצלחה. פתיחתה הובילה לירידה בעמלות המסחר, ולסיקור תקשורתי נרחב של הפירמות הנסחרות. גם Rasch (1994) מציינ כי בראשיתן הבורסות החדשות היו מבטיחות - חברות חדשות הנפיקו ורשמו את מניותיהן למסחר והפכו לחברות ציבוריות והשתתפות המשקיעים בהנפקות ונפחי המסחר (volume) היו משביעי רצון.

עם זאת, ההצלחה לא נמשכה לאורך זמן, ובמקרה של ECM הבורסה נסגרה בשנת 1995, לאחר שלוש שנים בלבד. גם במקרה של הבורסות האירופאיות התהפכה המגמה בשלב מסוים, ומספר ההנפקות החדשות ונפחי המסחר ירדו בצורה משמעותית. הדבר המשיך עד שנות ה-80 המאוחרות, וכתוצאה מכך נסגרו ה-OPM באמסטרדם וה-USM בלונדון ב-1993 וב-1996 בהתאמה.

⁵⁵ "The Rise and Fall of the Amex Emerging Company Marketplace", Reena Aggarwal, James J. Angel, forthcoming Journal of Financial Economics, 1998.

⁵⁶ "Special Stock Market Segments for Small Company Shares in Europe What Went Wrong", Sebastian Rasch, Centre for European Economic Research (ZEW), 1994.

⁵⁷ "European Second-tier Markets for NTBFs", Bannock & Partners, EIMS Publication, 1994.

Aggarwal, Angel (1998) מעלים כסיבה לקריסתה של ה-ECM, את המבנה הארגוני של הבורסה. החוקרים טוענים כי בדומה להרבה בורסות מסורתיות, ה-ECM נבנתה כארגון שיתופי ללא מטרות רווח, ומבנה זה הוביל לחוסר יעילות. מחקרים שעסקו בנושא הפיכת בורסות ללא מטרות רווח לתאגידים למטרות רווח (תהליך Demutualization) מצאו כי בורסות אלה פעלו באופן יעיל יותר⁵⁸.

גם שיטת המסחר הנהוגה בבורסה מוצגת כגורם שיכול להשפיע על הצלחת הבורסה המשנית. לפי Aggarwal, Angel (1998), ה-ECM בחרה בשיטת מסחר המכונה "שוק מכרזי" (Auction market) שהובילה למרווח Bid-Ask נמוך יותר משיטת מסחר של "שוק דילר" (Dealer market). המרווח הנמוך מתמרץ פחות את פעילותם של מתווכים בשוק, ובכך ממעיט את מספר המשקיעים הפוטנציאליים ואת הנזילות בשוק.

מנגד, תומך Schwartz (2017)⁵⁹ בשיטת השוק המכרזי. לדבריו, דווקא בשווקים משניים הסובלים מנזילות נמוכה שיטת מסחר של "שוק מכרזי" יעילה יותר, משום שהיא מאפשרת להגדיל את רמת הנזילות של החברות הנסחרות ע"י ריכוז המסחר לנקודות זמן ספציפיות, לעומת מסחר רציף שבו המסחר מתנהל על פני זמן ממושך, ובכך מקטין את מספר השותפים לקביעת המחיר ולספיגת הכמות בכל נקודת זמן. שיטת השוק המכרזי גם מביאה למסחר יעיל ללא פעילותם של עושי שוק כי "עלויות העסקה" נמוכות יותר כאשר המחיר נקבע במפגש עקומות ההיצע והביקוש במכרז.

על אף שבשיטת "השוק המכרזי", על המשקיעים להמתין לזמן מסוים על מנת לסחור בני"ע. Schwartz (2017) טוען ששיטה זו דווקא מגנה על המשקיעים מכיוון שהמסחר מתנהל רק "במחיר שיווי המשקל" ובכך באה לידי ביטוי "חוכמת ההמונים", ונמנע תמחור שגוי ותנודתיות יתר. כמו כן, מאחר והנזילות גדולה יותר היכולת לבצע מניפולציות במסחר קטנה יותר.

החוקרים Aggarwal, Angel (1998) מציינים גורם נוסף לכישלון ה-ECM והוא איכות סינון החברות המעוניינות להירשם למסחר. לפי החוקרים, הסינון שבוצע ע"י ה-ECM לחברות שרצו להירשם למסחר לא היה טוב מספיק, וכתוצאה ממנו התרחשו בשלב מאוחר יותר שערוריות שפגעו במוניטין הבורסה. כאמור, הירידה באיכות הסינון, פעמים רבות נבעה מהצורך של הבורסות המשניות לשמור על כמות החברות הנסחרות בהן אל מול היצע חברות פחות ופחות איכותיות (בעיית Adverse Selection). בעמדה זו מצדד גם Schwartz (2017) אשר ממליץ להציב דרישות רישום למסחר גבוהות יחסית על מנת להוות מסננת לחברות קטנות וצעירות מדי.

כפי שהוזכר בפרקים קודמים במסמך זה, בורסות משניות סובלות מביצועים נחותים ומרמת נזילות נמוכה יותר מזו שבבורסות הראשיות. Rasch (1994) ייחס זאת בין היתר למיעוט השקעות מוסדיים בבורסות אלה. הוא מצייץ בנושא זה כי ירידה בהשקעות המוסדיים בבורסת ה-USM הייתה אחד הגורמים להתייבשותה, וזאת מאחר והשקעת המוסדיים תורמת הן לנזילות והן להקצאה נכונה יותר של ההשקעות ולבקרה על התנהלות החברות. Bannock & Partners תומכים גם הם בטיעון זה.

לפי דבריו של Luis A. Aguilar, חבר הוועדה המייעצת ל-SEC בנושא חברות קטנות ומתפתחות⁶⁰, הבורסות המשניות סובלות מתנודתיות רבה ומנזילות נמוכה. כאשר, בין היתר, אחד הגורמים לכך הוא הקושי של חברות קטנות להתמודד עם תקופות קשות יותר מבחינה כלכלית. בתקופות של ירידות בשווקים, חברות אלו נקלעות לקשיים, המשקיעים

⁵⁸ מחקר רשות ניירות ערך, "שינוי מבנה הבעלות בבורסה (Demutualization): רקע, השפעות ומבנה הבעלות החזוי לישראל"
⁵⁹ "Venture Exchange Regulation: Listing Standards, Market Microstructure, and Investor Protection", Jeff Schwartz, Cambridge University Press, 2017.

⁶⁰ "Advisory Committee on Small and Emerging Companies" <https://www.sec.gov/spotlight/advisory-committee-on-small-and-emerging-companies.shtml> - הוועדה הוקמה ב-SEC באוקטובר 2011 ועד היום מתקיימים הדיונים ומפורסמות ההמלצות אודות אספקטים שונים בנוגע לחברות קטנות וצומחות.

חשופים להפסדים גדולים, ועקב המחסור בנזילות, יכולתם להנזיל את החזקותיהם מוגבלת⁶¹. הערכת החסר של המשקיעים לסיכונים הכרוכים בהשקעה בבורסות משניות מגבירה את "תחושת ההפסד", מרתיעה את המשקיעים ומובילה למוניטין שלילי לבורסות אלה.

גורמים נוספים יכולים לנבוע מהעדפות החברות ומהעדפות המשקיעים. מצד החברות, ניתן ללמוד מסקר שביצעו Aggarwal, Angel (1998) כי הבורסות המשניות, לא בהכרח, נתפסות בעיני החברות כצעד מקדים חיוני והכרחי לצורך הרישום בבורסות הראשיות. תוצאות הסקר שבוצע בקרב מנהלים בכירים בחברות שנסחרו ב-ECM, העלו כי 71% מהנשאלים היו ככל הנראה רושמים את החברה שלהם ל-AMEX ברגע שהיו יכולים, גם אם לא הייתה קיימת בורסת ה-ECM. עדות נוספת להעדפת החברות נמצאת במחקרו של Rasch (1994). Rasch (1994) מצא כי כאשר בוטל היתרון של ה-USM בדמי הרישום למסחר, חברות העדיפו להירשם למסחר בבורסה הראשית.

בנוסף, כפי שתואר, אחד היתרונות של בורסה משנית היא התאמתה למשקיעים קטנים יותר (retail). ההנחה היא כי מאחר ונסחרות בבורסות אלו חברות קטנות יחסית, ציבור המשקיעים הפרטיים יימצא בורסות אלה אטרקטיביות שכן בהן יוכל להשקיע סכומים קטנים יותר בכל חברה ובכך יתאפשר לו לבצע השקעות קטנות יותר ומפוזרות יותר.

עם זאת, לפי Rasch (1994), משקיעים פרטיים וגופים מוסדיים מעדיפים כיום חברות גדולות יותר, וזאת לעומת העבר שבו משקיעים פרטיים היו נוטים לשים חלק מהכסף שלהם בחברות קטנות. כיום הם נוטים להשקיע במכשירים פיננסיים אחרים כמו מדדים, מט"ח, אג"ח, ועוד, יותר מאשר בחברות קטנות. כמו כן, משקיעים מוסדיים נוטים כיום להשקיע ביותר ויותר באסטרטגיות השקעה פסיביות ולא במניות בודדות.

נייר מדיניות של הבנק העולמי⁶² ניתח את הניסיון המצטבר מבורסות משניות בעולם וריכז מספר עקרונות נוספים בעלי חשיבות להצלחתן:

קביעת הרף המתאים לגודל ולשיעור הצמיחה עבור חברות המבקשות להירשם למסחר - על בורסות משניות להתמקד בחברות בעלות שיעורי צמיחה גבוהים. הסיבה לכך היא שחברות אלה זקוקות להון רב יחסית ולכן תהיינה מעוניינות להשתמש בבורסה המשנית כאמצעי להשגתו. לעומת זאת, רף הכניסה במונחי גודל צריך להביא בחשבון כי עלויות גבוהות בהפיכת חברה לציבורית עשויות לפגוע בהתפתחות העסקית של חברות קטנות מאוד. כמו כן, חשיפה של מידע עסקי (הנדרשת מחברה ציבורית) אינה טבעית עבור חברות המאופיינות בשיעורי צמיחה גבוהים מאוד (Startup), ועשויה להערים קשיים משמעותיים על חברות אלה. בנוסף, חברות אלה מאופיינות בסיכון גבוה, בייחוד בשנים הראשונות לפעילותן, שלא תואם בהכרח את "יכולת הספיגה" של משקיעים פרטיים בשווקים, ועלול לפגוע באמונם, ובמוניטין הבורסה.

בנייר המדיניות מובאת בורסת NewConnet כדוגמא לבורסה אשר אפשרה לחברות הזנק להירשם למסחר, אך ביטלה אפשרות זו בעקבות כישלונן של חברות רבות.

מסיבות אלה מומלצת בנייר התמקדות בחברות "gazelles"⁶³, המאופיינות בשיעורי צמיחה גבוהים ומראות התרחבות במחזור המסחר ובמועסקים לאורך תקופה ממושכת ושהגיעו לרף מסוים של מחזור מסחר.

⁶¹ ר' בקישור - <https://www.sec.gov/news/statement/need-for-greater-secondary-market-liquidity-for-small-businesses.html>.

⁶² "SME Exchanges in Emerging Market Economies", Marwood A., Konidaris T., Policy Research Working Paper, World Bank Group (WBG), 2015.

⁶³ ההגדרה לחברות אלה איננה אחידה אך לרוב מקיפה חברות אשר צומחות במהירות ומראות התרחבות במחזור המסחר ובמועסקים לאורך תקופה ממושכת. לעיתים מדובר על חברות שמראות כ-20% צמיחה בשנה או יותר. מכיוון שחברות קטנות מאוד נוטות לאחוזי צמיחה גבוהים מאוד, נהוג להחשיב כ-"gazelles" רק חברות שכבר הגיעו לסף מסוים של מסחר, כמו למשל 10 מיליון דולר. הגדרה <http://lexicon.ft.com/Term?term=gazelle>.

השתייכות הבורסה המשנית לבורסה ראשית - המלצות הבנק העולמי, על בסיס הניסיון שהצטבר בבורסות משניות בעולם, הן להבנות את הבורסה הייעודית בזיקה לבורסה הראשית. מבדיקה שערכו הבנק העולמי וה-World Federation Exchange עולה, כי רובן המוחלט של הבורסות המשניות ברחבי העולם משויכות לבורסה הראשית, במקרים רבים כחברת בת של הבורסה הראשית.

לדעת ארגונים אלה⁶⁴, למבנה בעלות זה מספר יתרונות מרכזיים:⁶⁵

(א) מאפשר לבורסה הייעודית ליהנות מהמוניטין ומהניסיון שנצבר בבורסה הראשית.

(ב) ברוב המקרים, הבורסה הייעודית לא תעמוד כלכלית בפני עצמה, בין היתר נוכח הנפקות בשווי נמוך יותר ונזילות נמוכה יותר, שבאים לידי ביטוי בהכנסות הבורסה מרישום וממסחר. לכן, היא נדרשת להישען על הבורסה הראשית, בין אם בסבסוד עלויותיה, או בדרך של שימוש בתשתיות, באופן שמשמר עלויות נמוכות גם למשקיעים, מנפיקים ומתווכים. הסינרגיה בין שתי הבורסות יוצרת גם יתרונות לגודל, ומועילה גם לבורסה המשנית וגם לבורסה הראשית.

(ג) יצירת אפיק מעבר לבורסה הראשית.

מעבר חברות מבורסה משנית לבורסה ראשית - רוב הבורסות המשניות מעודדות מעבר של חברות לבורסה ראשית (בייחוד כשהן מסובסדות ע"י בורסה ראשית), כיוון שכך הן נתפסות כמקפצה עבור חברות לבורסה הראשית. יש בורסות משניות שאוסרות על מעבר זה, בעיקר בשל החשש מאיבוד החברות הגדולות והנזילות ביותר בבורסות אלה.

למעבר חברות מבורסה משנית לראשית יתרונות וחסרונות. יתרונות מרכזיים הם שיפור רשימת ההישגים ("track record") של הבורסה המשנית ובכך שיפור האטרקטיביות שלה, הן בעיני המשקיעים והן בעיני חברות חדשות. החברות העוברות תהנינה מנזילות גבוהה יותר, מבסיס משקיעים רחב יותר, ממוניטין הבורסה הראשית, ומשקיעיהן יקבלו תשואות גבוהות יותר. חברות שיוותרו בבורסה המשנית ייהנו מהון המשקיעים המוסדיים שיוסט אליהן (תחת ההנחה ש"תיאבון" המשקיעים המוסדיים לחברות קטנות ובינוניות מוגבל).

מנגד, Bannock & Partners טוענים כי מעבר של חברות איכותיות לבורסה הראשית פוגע בבורסה המשנית. לדעתם, העובדה שהבורסות המשניות באירופה לא היו תחת הנהלה נפרדת מהבורסה הראשית, הובילה להיעדר תמריצים מצד ההנהלה לשמור על חברות איכותיות בבורסה המשנית. עובדה זו הובילה לירידה באיכות החברות הרשומות בבורסות המשניות ויצרה בעצם "נבואה שמגשימה את עצמה", שכן מעגל הפירמות האיכותיות שעתה רצה לעבור לבורסה הראשית התרחב. כתוצאה מכך, בורסות אלה נתפסו בציבור לעיתים קרובות כבורסות "נחותות". (Aggarwal, Angel (1998), הגדירו בעיה זו כבעיית הבחירה השלילית (Adverse Selection). כאמור, לטענתם, מעבר של חברות איכותיות לבורסה הראשית מביא לכך שחברות איכותיות פחות נשארות בשוק המשני, והדבר מוביל למצב שבו על מנת למנוע ירידה בכמות החברות הרשומות בבורסה המשנית, עליה לרשום למסחר חברות חדשות. במקרים רבים (ובייחוד בתקופות של שווקים בירידה או מיתון כלכלי) החברות החדשות יהיו פחות טובות מאלו שעזבו, כך שבבורסה המשנית איכות החברות תרד, והמוניטין שלה ייפגע. מוניטין רע יפגע בתמחור ובנזילות וירתיע חברות איכותיות חדשות להיכנס לבורסה, ובכך יתחיל מעגל של ירידה באיכות החברות. גם הם הגיעו למסקנה שהפתרון הוא לאפשר לבורסות המשניות עצמאות מסוימת ולהקים אותן כישויות נפרדות מהבורסה הראשית, וכך יהיה להן תמריץ פיננסי חזק להתחרות על השארת החברות המצליחות.

⁶⁴ World Federation of Exchanges, 'WFE Report on SME Exchanges', March 2016, url: <http://www.worldexchanges.org/home/index.php/files/18/StudiesReports/310/WFEReportonSMEExchanges.pdf>.

⁶⁵ WB, עמ' 14-15; WFE, בעמ' 13. יצוין כי JaeHoon Yoo מציע שגם אם הבורסה החדשה תוקם כחלק מהבורסה הקיימת, יהיה לה מבנה תמריצים שיעודד תחרות ויבטיח עצמאות כלכלית (JaeHoon Yoo, How to Build an Efficient Exchange for Small Firms (2007)).

איזון נכון בין הנטל הרגולטורי לבין ההגנה על המשקיעים - הניסיון להשיג איזון נכון בין הנטל הרגולטורי לבין ההגנה על המשקיעים, נמצא בלב העיסוק בבורסות משניות. מצד אחד, הבורסות המשניות מאופיינות בהנפקות בסכומים נמוכים יחסית, כך שהעלויות הרגולטוריות יכולות להפוך לנטל לא פרופורציונאלי לכדאיות הגיוס. מצד שני, אוכלוסיית החברות בבורסות אלו מאופיינת בסיכון גבוה יחסית שאינו בהכרח נתפס נכונה ע"י ציבור המשקיעים (פרטיים, לא מתוחכמים) הסוחרים בהם. לכן, על אף שהבורסות המשניות בעולם פועלות להורדת עלויות לחברות, רובן לא מפחיתות את הדרישות הרגולטוריות המהותיות, ויש כאלה שאף מחמירות אותן.

כך למשל, בנייר המדיניות נטען כי הפחתת דרישות הגילוי צריכה להיעשות בכל הקשור לאופן ולדרך שבהם מדווח הגילוי לציבור ולא בהפחתות או בהקלות הנוגעות להיקף הגילוי ותוכנו. בין ההקלות המצוינות ניתן למנות חלון זמנים גדול יותר להכנת הדוחות, וע"י כך הפחתה בעלויות הנובעות מתשלום לרואי חשבון בתקופת הדוחות, רידוד תדירות הדוחות לדיווח חצי שנתי, ביטול דרישה להדפיס דוחות והגשתם דרך האינטרנט. לעומת זאת, הן אינן מקלות בדרישות תוכן הגילוי הנדרש מן החברות הנסחרות.

מתן אפשרות/הקלות להקצאות פרטיות - בדרך זו ניתן להקל על החברות בשלב הראשון של רישומן למסחר, ע"י ביטול הצורך בתשיקף אם ההצעה נעשית למספר מוגבל של משקיעים (בד"כ מוסדיים או משקיעים מתוחכמים). הדבר מקל לא רק מבחינה פיננסית אלא מקצר גם את לוחות הזמנים לרישום למסחר.

קיומם של שירותי ייעוץ מפוקחים היטב - א-סימטריה במידע בין החברות למשקיעים בד"כ גדולה יותר בבורסות משניות בהשוואה לראשיות. צמצום הא-סימטריה הוא מרכיב קריטי בהצלחה של בורסות משניות בעולם.

אחת הדרכים הנפוצות לצמצום פערי מידע בבורסות משניות, היא באמצעות יועצים מורשים הבודקים את ההנפקות בבורסה ומייעצים למשקיעים לגבי איכות ההנפקות. מנגנון המוניטין אמור להבטיח את האפקטיביות של פעילות היועצים, אך במרבית השווקים יועצים אלה פועלים תחת רישיון ונתונים לרגולציה הדוקה ולסנקציות מצד הרגולטור במידה והם תמכו בכמות גדולה של הנפקות לא מוצלחות.

גם NewConnect וגם AIM חוו בעיות עם חברות באיכות נמוכה שהסתיימו בפשיטת רגל. כתוצאה מכך, NewConnect הידקה את דרישות הגילוי והדרישות מיועצים. לפי הנייר, הגברת הדרישות מיועצים היא אחת מהסיבות להצלחתה.

עידוד מחקר או אנליזה על החברות - דרך נוספת לצמצום הא-סימטריה בין החברות למשקיעים היא ע"י מחקר או אנליזה של חברות. לרוב המחקר והאנליזה של חברות בבורסות משניות מועטים, מאחר והכדאיות הכלכלית עבור אנליסטים לנתח חברות בבורסות אלה קטנה, הן בשל גודל החברה ובסיס המשקיעים המוגבל שלה, והן בשל הקושי בהשגת המידע עליה. חוסר במחקר מקטין את עניין המשקיעים בחברה, מקטין עוד יותר את ההסתברות להשקעות מוסדיים וע"י כך מחריף את בעיית הנזילות בחברות אלה. מסיבות אלה, חלק מהבורסות המשניות מעודדות מחקר ע"י סבסודו (בד"כ לתקופה מסוימת, הנעה בין שנתיים לשלוש).

עם זאת, Schwartz (2017), רואה את המודלים לסבסוד אנליזה כבעייתיים. לטענתו, בשווקים שבהם האנליזות של החברות אינן מסובסדות, המשקיעים משלמים עבור דוחות האנליסטים, כך שכוחות השוק מחליטים מי יהיו החברות המסוקרות. בניגוד לכך, במצב שבו מוענק סבסוד, מימון הניתוח מגיע מהחברות עצמן או מהבורסה (באמצעות עמלות), כך שבסופו של דבר עלות הניתוח מגולגלת על המשקיעים. התוצאה הסופית היא שהמשקיעים משלמים על ניתוח של חברות שהם לא בהכרח מעוניינים להשקיע בהן.

תמריצים ותמיכה ממשלתית - החשיבות של יצירת ערוצי מימון לחברות קטנות ובינוניות מנחה מדינות ובורסות מסוימות להקים בורסות משניות המיועדות לחברות אלה, ולנסות ולהגדיל את האטרקטיביות של בורסות אלה בעיני חברות ומשקיעים כאחד.

בין הכלים להשגת מטרה זו ניתן למנות מתן תמריצים ותמיכה ממשלתית לשחקנים בבורסות המשניות. אחד התמריצים הוא הטבות מס, הניתנות בד"כ למשקיעים (מוסדיים ופרטיים), ובחלק קטן מהשווקים ניתנות לחברות הנסחרות עצמן.

בבריטניה לדוגמא, קיימות מספר תכניות להקלות מס. תכנית אחת מאפשרת למשקיעים פרטיים בחברות קטנות ובינוניות לקזז עד 30% מעלות ניירות הערך אל מול הכנסתם. תכנית אחרת מציעה הקלות במס רווחי הון ומס הכנסה למשקיעים ב-VCT⁶⁶. תכניות נוספות מציעות לרשום ניירות ערך הנסחרים ב-AIM כרכוש עסקי, וכך לשלם מס ירושה מופחת במידה והוחזקו לתקופה של יותר משנתיים.

מדינות אחרות בוחרות לתת מענקים לחברות במקום הטבות מס למשקיעים. מענקים אלו נועדו לעודד חברות להצטרף לבורסה. כך לדוגמא, מדינות מציעות מענקים לכיסוי חלק מעלויות ההנפקה במטרה לעזור לחברות להתגבר על החשש כי ישקיעו סכומי כסף גדולים בתהליך ההנפקה אך ייתקלו בביקושים נמוכים בעת ההנפקה. גובה המענק עשוי להוות אחוז מעלויות ההנפקה או סכום קבוע. לדוגמא, הסוכנות הפולנית לפיתוח תעשייתי מציעה מענקים המכסים 50% מעלויות ההנפקה ב-NewConnect.

השתתפות בהשקעות בחברות קטנות ובינוניות כקרנות הון פרטיות - דרך אחת לתמיכה הממשלה בחברות קטנות ובינוניות היא ע"י השתתפות בהשקעות באמצעות מעין קרנות הון פרטיות (Private Equity) הממומנות ע"י הממשלה או ע"י השקעה ממשלתית ישירה בבורסה משנית.

בברזיל הממשלה משקיעה בחברות קטנות דרך חברה ממשלתית ייעודית אשר מעודדת חברות קטנות להירשם למסחר, אפילו כהקצאה פרטית (אשר חוסכת בעלויות ההנפקה). המדינה רואה תועלת מכך שחברות אלה צפויות להתנהל בצורה טובה יותר עקב עמידה בדרישות השקיפות וממשל תאגידי.

בטאיוואן, עקב בסיס משקיעים גדול, אין צורך בתמריצים. למדינה תכנית חדשנות שהוכחה כמוצלחת - חברות בתחומי הטכנולוגיה, חקלאות, חדשנות, ותרבות יצירתית, אשר לא עומדות בתנאי המינימום לרישום למסחר (לדוגמא, שנתיים של רווחיות וזמן פעילות מינימלי) יכולות להגיש בקשה להמלצה ממשרד הכלכלה, החקלאות או התרבות. המשרד יבצע בדיקה האם המוצר או הטכנולוגיה בעלי פוטנציאל צמיחה וסחירות, ויאפשר רישום של החברה בבורסה המשנית ללא עמידה בשני התנאים. מ-2009 הונפקו כ-30 חברות כאלה, כאשר אף אחת לא פשטה רגל (למרות שחלקן נרכשו או נמחקו ממסחר).

העלאת המודעות בקרב חברות - חברות קטנות ובינוניות רבות אינן מעוניינות להירשם למסחר מסיבות שונות. חלק מהסיבות הן שחברות לא חשופות ליתרונות הנובעים מרישום למסחר, לא מעוניינות לחלוק מידע או בעלות על החברה, או תופסות את הליך הרישום כהליך יקר או מורכב מדי.

לכן, לממשלות ולבורסות תפקיד חשוב בהעלאת מודעות החברות ליתרונות שברישום למסחר על פני חלופות המימון האחרות. העלאת המודעות עשויה להיעשות באמצעות יצירת קשר עם חברות (לעיתים בשותפות עם מתווכים שונים, גורמים ממשלתיים ולא ממשלתיים) או באמצעות קמפיין לאומי להעלאת המודעות לבורסה המשנית ולעידוד ההנפקה בה.

⁶⁶ VCT (Venture Capital Trust) הן חברות פרייבט אקוויטי ציבוריות הנהנות מהטבות מס, מנהלי הקרן מגישים את הבקשה להקלה במס בשם המשקיעים.

לדוגמא, הבורסה בסין יצרה קשר עם למעלה מ-5,000 חברות פוטנציאליות לרישום, וה-NSE Emerging בהודו מציעה תכנית להעלאת מודעותן של חברות לגיוס הון באמצעות הבורסה.

הכשרות למנהלי החברות - בורסות מציעות לעיתים שירותי הדרכה לחברות. הדרכה טרום הרישום כוללת הדרכה בנושאים כמו ממשל תאגידי וגילוי מידע. כמו כן, היא כוללת תמיכה במהלך הכנת המסמכים לרישום, ייעוץ בהליכי הערכת שווי ותמחור, וכיצד למשוך משקיעים. הדרכות לאחר הרישום למסחר מתמקדות בניהול קשרי משקיעים וציות לדרישות הבורסה.

לדוגמא, הבורסה המשנית בדרום אפריקה מציעה קורסי דירקטורים. הבורסה אימצה את מודל ה-NASDAQ- אשר מספק הכשרה למנהלים בכירים בחברות ציבוריות ולעוסקים ביחסי ציבור ובקשרי משקיעים. ההכשרות עוסקות בדרישות הרישום למסחר, מיקוד המשקיעים בחברה, קשרי משקיעים וניהול מדיה פיננסית. שירותים נוספים כוללים מתן מקום מפגש להכרזה על תוצאות כספיות, פגישות שנתיות, או כל פעילות אחרת שהחברה רוצה לארגן. בנוסף, לבורסה הראשית יש מרכז מדיה המארח ערוצי חדשות כלכליים מהעולם (לדוג' - בלומברג או CNBC), כמו גם צוות ניהול קשרי לקוחות עם אדם אחד העוסק ספציפית בבורסה המשנית.

העלאת המודעות בקרב משקיעים - בורסות מעודדות השקעה בחברות הנסחרות בהן גם באמצעות ימי עיון למשקיעים, המהווים דרך יעילה להצגת החברות למשקיעים. ביום אחד המשקיעים יכולים להיחשף וללמוד על הרבה חברות והחברות מצדן יכולות ללמוד על טעמי המשקיעים. בנוסף, בורסות עשויות לספק קורסים וסמינרים למשקיעים העוסקים בהשקעה בבורסה משנית.

שיתוף פעולה עם משרדים ממשלתיים - שיתוף פעולה של הבורסה המשנית עם גורמים ממשלתיים יציף את חשיבותה ותרומתה לכלכלה, ויכול להוביל לעידוד ההשקעה בה.

לדוגמא, הבורסה הראשית של ורשה ומשרד האוצר הפולני גיבשו צוות על מנת לבנות תכנית לפיתוח השוק, הצבת מטרות לביצוע, וחיבור הבורסה לתכניות הכלכליות של המשרד. בברזיל, התאחדו מספר גופים ממשלתיים, ביניהם רשות ניירות ערך ורשות החדשנות, על מנת ליצור סדר יום משותף לפיתוח נושא המימון לחברות קטנות ובינוניות, והנגשתן לשוק ההון.

(Schwartz (2017 מעלה מספר עקרונות נוספים:

פישוט וייעול הדיווח השוטף - מאחר ומרבית השווקים המשניים נשלטים ע"י משקיעים פרטיים, ומאחר והחברות הינן קטנות יותר, בעלות משאבים מצומצמים יותר ופחות מורכבות, על דיווחי החברות להיות תמציתיים ופשוטים. כאשר הדיווחים ארוכים מדי, קיים קושי למשקיעים הפרטיים לעבד את המידע הרב המופיע בהם. בשווקים הראשיים בעיה זו נפוצה פחות עקב העובדה שמשקיעים פרטיים נהנים מניתוח המידע הנוסף המבוצע ע"י המשקיעים המוסדיים והמתוחכמים.

הגברת אכיפה רגולטורית הנוגעת למניפולציות, הונאות ומסחר במידע פנים - מניפולציות, הונאות ושימוש במידע פנים, עלולים להיות נפוצים בבורסות המשניות עקב אופי החברות (לדוגמא: סטארט-אפים, שכאמור מטבעם ייתכן וימצאו קושי בחשיפת מידע עסקי לכלל הציבור) נחיתות אינפורמטיבית של המשקיעים הפרטיים אל מול בעלי החברה ומשקיעים בחברה שהגיעו בשלבים מוקדמים של הגיוס. לכן מומלץ על הידוק אכיפה רגולטורית בנושאים אלה.

עקרונות החשובים להצלחתן של הבורסות המשניות:

- קביעת רף מתאים לגודל ולשיעור הצמיחה עבור חברות המבקשות להירשם למסחר - על הבורסה המשנית להתמקד בחברות המאופיינות בשיעורי צמיחה גבוהים ומראות התרחבות במחזור המסחר ובמועסקים לאורך תקופה ממושכת ושהגיעו לרף מסוים של מחזור מסחר.
- המבנה ארגוני - הקמתה של בורסה משנית תחת בורסה ראשית תאפשר לה לשמור על עלויות מסחר נמוכות וליהנות מהמוניטין של הבורסה הראשית. יחד עם זאת, המבנה הארגוני חייב לאפשר הפרדה ניהולית. בנוסף, בורסה שהמבנה הארגוני שלה הוא תאגיד ללא מטרות רווח עלולה להיות לא יעילה.
- סינון אפקטיבי של חברות המעוניינות להירשם למסחר - סינון לא אפקטיבי של חברות הרוצות להירשם למסחר עלול לגרום לשערוריות ולפגיעה במוניטין הבורסה המשנית, כפי שקרה בבורסת ECM. על מנת להתמודד עם אתגר זה נוקטות בורסות משניות באמצעים שונים כגון דרישות סף לרישום למסחר ומינוי יועץ רגולטורי מלווה.
- רגולציה הדוקה וסנקציות על יועצים מורשים המתווכים את ההנפקות למשקיעים.
- איזון נכון בין הנטל הרגולטורי להגנה על המשקיעים - הורדת העלויות לחברות, תוך שמירה על דרישות רגולטוריות הכרחיות להגנה על המשקיעים והוספת דרישות חדשות אם הן נדרשות לצורך הגנה זו.
- שיטת המסחר - שיטת המסחר צריכה לשאוף למקסום הנזילות. לפי הספרות, אין תמימות דעים לגבי השאלה איזו מהשיטות ("שוק מכרזי" או "שוק דילר") עדיפה.
- רישום הקצאות פרטיות - מתן הקלות/אפשרות להקצאות פרטיות מקל על החברות את הרישום למסחר הן בדרך של הוזלת עלויות והן בדרך של קיצור לוחות הזמנים לרישום.
- צמצום הא-סימטריה במידע בין החברות למשקיעים.
- פישוט וייעול הדיווח השוטף - מאחר ומרבית השווקים המשניים נשלטים ע"י משקיעים פרטיים, ומאחר והחברות הינן קטנות יותר, בעלות משאבים מצומצמים יותר ופחות מורכבות, על דיווחי החברות להיות תמציתיים ופשוטים.
- מחקר או אנליזה על החברות - מחקר חיוני להצלחת הבורסות המשניות שכן הוא מעודד את עניין המשקיעים ומשפר את הנזילות. אנליסטים לרוב לא יסקרו חברות קטנות, הן בשל חוסר כדאיות כלכלית והן בשל הקושי להשיג מידע אודותיהן. לפיכך, בורסות משניות רבות מסבסדות את המחקר בדרכים שונות. יחד עם זאת, סבסוד המחקר יכול ליצור עיוותים בשוק ועל כן יש לעשות כן בזהירות.
- הגברת אכיפה רגולטורית הנוגעת למניפולציות, הונאות ומסחר במידע פנים - הידוק אכיפה רגולטורית בנושאים אלה, במטרה להגן על אמון המשקיעים בבורסה ועל המוניטין שלה.
- מיתוג - למיתוג יש השפעה חשובה על הצלחה של בורסה משנית. בורסות משניות רבות בחרו בגישה משולבת של מיתוג, הן כשוק לחברות צמיחה והן לחברות קטנות. במסגרת זאת, נדרש להתמודד גם עם כך שהערכת חסר של משקיעים לסיכונים הכרוכים בהשקעה בבורסות משניות עשויה להגביר את "תחושת ההפסד", להרתיע את המשקיעים ולהוביל למוניטין שלילי לבורסות אלה. בנוסף, בקרב משקיעים פרטיים חלה על פני זמן התגברות ההעדפה לאסטרטגיות השקעה פסיביות ולהשקעה בחברות גדולות על פני קטנות יותר, מה שמהווה אתגר נוסף לבורסות משניות.

• תמריצים ותמיכה ממשלתית:

- תמריצים, הטבות ומענקים מסוימים הניתנים בד"כ לחברות ו/או למשקיעים.
- העלאת המודעות בקרב חברות: חשיפת החברות ליתרונות הנובעים מרישום למסחר והפרכת תפיסות שגויות המקושרות לרישום זה.
- הכשרות, ייעוץ ותמיכה לחברות: הדרכה לחברות בנושאים כמו ממשל תאגידי וגילוי מידע. תמיכה וייעוץ במהלך הכנת המסמכים לרישום, בהליכי הערכת שווי ותמחור, במשיכת משקיעים, בניהול קשרי משקיעים ובציות לדרישות הבורסה.
- העלאת המודעות בקרב משקיעים: ימי עיון, קורסים וסמינרים למשקיעים העוסקים בהשקעה בבורסה משנית.
- שיתוף פעולה עם משרדים ממשלתיים: הצפת חשיבותה ותרומתה של הבורסה המשנית לכלכלה, ועידוד ההשקעה בה באמצעות שת"פ עם גורמים ממשלתיים.

בפרק זה יפורטו הממצאים המרכזיים אשר עלו מבחינת הדין והכללים בבורסות מרכזיות בעולם בהן מתקיימת רשימת מסחר ייעודית או בהן הוקמה בורסה ייעודית לחברות קטנות וצומחות (Small and Medium Enterprises (SMEs)), ואשר נמצאו בהן מאפיינים שעשויים להיות רלוונטיים לשוק ההון הישראלי ולמודלים שנשקלו לגבי הבורסה הייעודית בפרט. ביחס לכל בורסה או רשימת מסחר ייעודית, נבחנו מאפייני הרשימה/בורסה, דרישות רישום, כללי דיווח וכללי ממשל תאגידי, הקלות ותמריצים הכלכליים שניתנו במסגרת הרשימות/בורסות וכן זהות הגורם המפקח ומאפייני מודל הפיקוח.

הבדיקה האמורה העלתה מספר ממצאים בולטים: ככלל, רשימות המסחר/הבורסות הייעודיות נועדו בעיקר כדי לאפשר לחברות קטנות וחברות צמיחה גישה לשוק ההון; במקרים רבים דרישות הסף הופחתו משמעותית, בעוד שבבחינת היבטי ממשל תאגידי ועסקאות בעלי עניין, וכן בהוראות הגילוי, במרבית המדינות נקבעו בבורסה/הרשימה המשנית דרישות זהות ברובן לאלו הקיימות בבורסה/הרשימה הראשית; עמלת רישום ועמלה שנתית הופחתו משמעותית ביחס לעמלות המשולמות על ידי החברות הנסחרות בבורסה/הרשימה הראשית; אשר לשאלה מיהו הגורם המפקח על החברות הנסחרות בבורסה או ברשימת המסחר הייעודית - נמצא כי הפיקוח נעשה לרוב על ידי הבורסה בשיתוף עם הרשות הרגולטורית הרלוונטית, כאשר במספר בורסות מרכזיות, הפיקוח נעשה באמצעות יועץ רגולטורי מלווה, המתווך בין החברות לבין הבורסה.

המודל המרכזי לעניין הפיקוח, הינו המודל המיושם ב-AIM בלונדון, אשר מבוסס על חובת מינוי NOMAD, ובו התמקדה הבחינה. מבנה זה, היווה מודל-אב עבור בורסות שאימצו מודל פיקוח מבוסס יועץ רגולטורי מלווה במדינות שונות בעולם, והוא נחשב על ידי רבים לאחד הגורמים המרכזיים להצלחתה של בורסה ה-AIM, והבנתו צפויה לסייע בעיצוב מודל הפיקוח הרצוי בישראל. כמו כן, נסקר מודל הפיקוח מבוסס ה-SPONSOR שחל ברשימה המשנית בבורסה בסינגפור, Singapore Exchange (SGX) Catalist, מודל ה-SPONSOR ברשימה המשנית בבורסה בהונג קונג, Hong Kong Exchange (HKEX) Growth Enterprise Market (GEM), מודל ה-certified adviser, בבורסה ה-First North באירופה ומודל ה-Authorized Adviser בבורסת NewConnect בפולין. בנוסף, נבחן מודל הפיקוח בקנדה במסגרתו נקבעה על ידי הבורסה בטורונטו חובת מינוי sponsor, אשר תפקידו שונים מאלה של היועץ הרגולטורי המלווה.

1. אנגליה - AIM

בורסת לונדון - London Stock Exchange (LSE), מהווה Recognized Investment Exchange, על פי ה-Financial Services and Markets Act (FSMA) 2000. ב-LSE פועל ה-Main Market אשר מורכב משתי רשימות נפרדות (Standard Listing ו-Premium Listing) הנבחנות זו מזו, בין היתר, בדרישות הגילוי (לצורך רישום ובאופן שוטף) ובהוראות הממשל התאגידי. ה-Main Market כולל סגמנט נוסף - High Growth Segment, המבקש לתת מענה לחברות בינוניות שאינן עומדות בדרישות הרישום של שתי הרשימות האחרות, אולם ככלל, לא היתה היענות בקרב החברות לרישום למסחר תחת סגמנט זה.

בנוסף, ה-LSE מפעילה ומסדירה את ה-AIM אשר הוקמה בשנת 1995 והינה מיועדת לחברות קטנות וצומחות. ה-AIM הוקמה כשוק בתוך בורסת לונדון והיא אינה EU Regulated Market, בדומה ל-LSE, כי אם "Prescribed Market" על פי ה-FSMA.

1.1. פיקוח ורגולציה

עיקר הרגולציה החלה על חברות הנסחרות ב-AIM נקבעת ומוסדרת על ידי הבורסה.⁶⁷ החברות הנסחרות נדרשות למנות NOMAD, הכפוף לקבלת רישיון מהבורסה ולתפקידים והחובות המוטלים עליו מכוח כללי הבורסה.⁶⁸ בבחינת היבטי אכיפה, חברות הנסחרות ב-AIM כפופות לכללי ה-AIM ומפוקחות על ידי הבורסה באמצעות ה-NOMAD, כאשר לרשות הבורסה אמצעי אכיפה ביחס לחברות ובכללם הטלת קנסות, השעיה ממסחר ומחיקה ממסחר. תפקידו המרכזי ללוות את החברות הנסחרות הן בתהליך ההנפקה והן במהלך המסחר השוטף בבורסה ולוודא כי החברה עומדת בכללי הבורסה. שכבת פיקוח נוספת נתונה ל-FCA ביחס לחברות הנסחרות ב-AIM וזאת בכל הנוגע להוראות מסוימות אשר נמצאות בסמכות הפיקוח של הרגולטור (ה-FCA) ובכלל זה הוראות בנוגע למידע פנים, מניפולציה במסחר, גילוי החזקות בעלי עניין וגילוי תשקיפי (להרחבה ר' פרק 6 לדוח זה בעניין מודל הפיקוח). לצרכי השוואה - חברות נסחרות ב-LSE כפופות לכללים של ה-FCA כמו גם לכללי הבורסה (LSE) ומפוקחות באופן שוטף על ידי ה-FCA.

1.2. דרישות רישום

לא קיימים תנאי סף לרישום למסחר ודרישת גודל לחברות המבקשות להיסחר ב-AIM. חברה המבקשת להירשם למסחר צריכה להוכיח, בסיועו של ה-NOMAD, כי היא מתאימה למסחר ב-AIM וכן היא נדרשת להיות בעלת היסטוריה חשבונאית של 3 שנים לפחות.⁶⁹ לצרכי השוואה יצוין, כי בסגמנט הפרמיום ב-LSE קיימת דרישה למינימום החזקות ציבור (25%) ולקיומה של היסטוריה חשבונאית לשלוש השנים האחרונות.⁷⁰

1.3. אופן הצעת ניירות ערך

רישום למסחר ב-AIM ייעשה באמצעות מסמך רישום (admission document), שהינו תמציתי ביחס לתשקיף, הכולל ארבעה חלקים עיקריים: (1) סקירת פעילות החברה; (2) גורמי סיכון; (3) נתונים פיננסיים; (4) מסמכים משפטיים לרבות הסכמים מהותיים, מסמכים אודות נכסים בלתי מוחשיים, חוזי העסקה וכדומה.

⁶⁷ ראו London Stock Exchange - AIM Rules for companies <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/advisers/aim-notices/aimrulesforcompaniesjan16.pdf>

⁶⁸ ראו London Stock Exchange - AIM Rules for Nominated Advisors <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/advisers/aim-notices/aimrulesnomadsmay14.pdf>

⁶⁹ ראו A Guide to AIM, עמ' 17, בקישור הבא: <https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/documents/a-guide-to-aim.pdf>

⁷⁰ ראו A guide to listing on London Stock Exchange, בעמ' 18. בקישור הבא: <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/documents/gudetolisting.pdf>

אחד מתפקידי ה-NOMAD הוא לבחון ולאשר את המסמך לפני הגשתו לבורסה. במידה והחברה מעוניינת להנפיק ניירות ערך לראשונה, היא תידרש להגיש תשקיף בהתאם לכללי הדירקטיבה האירופית⁷¹, אשר יאושר על ידי ה-FCA.⁷²

1.4. תנאי מסחר ונזילות

לאחר הרישום למסחר, ובכדי להבטיח נזילות וסחירות במניות, כל חברה הנרשמת למסחר ב-AIM נדרשת במינוי עושה שוק (market maker).⁷³

1.5. כללי ממשל תאגידי

חברות הנסחרות ב-LSE נדרשות לתת גילוי אודות כללי הממשל התאגידי להם הן כפופות, וכן כללי ממשל תאגידי שאימצו באופן וולונטרי וכל מידע רלוונטי הנוגע ליישום כללי ממשל תאגידי בסטנדרט גבוה יותר מהנדרש מהן בדיני מדינת ההתאגדות. את קוד הממשל התאגידי הבריטי הן נדרשות ליישם בשיטת "אמץ או הסבר".⁷⁴ חברות הנסחרות ב-AIM אינן כפופות לחובות אלו, אולם הן נדרשות לגילוי אודות כללי הממשל התאגידי שהחליטו לאמץ ועל אופן יישומם. במקרה שחברה הנסחרת ב-AIM אינה מאמצת כללי ממשל תאגידי היא נדרשת לתת על כך גילוי, אך יצוין כי ככלל, לכל הפחות, החברות מצופות להתייחס לקוד ממשל תאגידי לחברות צמיחה (Quoted Companies Alliance) Guidelines ((QCA) המבוסס על קוד הממשל התאגידי באנגליה תוך התאמות שנערכו לסוג חברות זה.⁷⁵ בנוסף, הבורסה ממליצה לחברות הנסחרות ב-AIM להתייחס לקוד הממשל התאגידי הכללי ככל שהן מתפתחות.

1.6. דיווחים תקופתיים ומידיים

החברות נדרשות לפרסם דוחות שנתיים מבוקרים ודוחות חצי שנתיים. חברה אשר התאגדה באחת ממדינות האיחוד האירופי נדרשת ליישם את תקני ה-IFRS או ליישם את תקני מדינת ההתאגדות. במידה והחברה התאגדה שלא באחת ממדינות האיחוד האירופי, החברה תידרש ליישם את תקני ה-IFRS או תקנים מורשים אחרים - תקינה אמריקאית, קנדית, אוסטרלית או יפנית.

החברות נדרשות לדווח באופן מיידי על כל עסקה מהותית עם צד קשור, כאשר מהותיות תיקבע על פי מבחנים כמותיים (ככלל, מקום בו חלקה היחסי של העסקה מסך פעילות החברה עולה על 5%). מבחני המהותיות כוללים את המבחנים הבאים: מבחן הרווח, מבחן הנכסים, מבחן המחזור (turnover), מבחן התקבולים, מבחן ההון או כל מבחן אחר שהרגולטור ימצא לנכון לעשות בו שימוש בהתחשב בנסיבות המקרה.

⁷¹ Prospectus Directive, 2003/71/EC, Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council.

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0071&from=en>

⁷² ראו Prospectus Rules, FCA Handbook. יצוין כי ישנה חובה להגיש תשקיף לאישור הרגולטור בשני מקרים: רישום ל-Recognized Investment Exchange (כמו ה-LSE) והצעה לציבור. כיוון שה-AIM אינו Recognized Investment Exchange, אזי רק במקרה האחרון חברות תידרשנה להגיש תשקיף בהתאם ל- Prospectus Directive (אלא אם יחול אחד החריגים הקבועים לחובה זו) וכן לקבל את אישור ה-FCA.

<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PR.pdf>

⁷³ ראו A Guide to AIM, לעיל הערת שוליים 69. יוער כי ה-NOMAD יכול למלא את תפקיד עושה השוק של החברה - ראו עמ' 12, שם צוין כי את תפקיד ה-Broker יכול למלא ה-Nomad ואת תפקיד עושה השוק יכול למלא ה-Broker.

⁷⁴ לעניין החובה שחלה על regulated companies ראו FCA Disclosure and Transparency Rules (DTR) 7.2. <http://fshandbook.info/FS/html/handbook/DTR/7/2>

⁷⁵ ראו Corporate Governance for Main Market and AIM Companies, בקישור הבא: <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/documents/corpgov.pdf>

כמו כן, חברות נדרשות לדווח באופן מיידי על אירועים שאינם ידועים לציבור ואשר צפוי כי פרסומם יביא לשינוי משמעותי או לתגובה משמעותית במחיר ניירות הערך (price sensitive information). בכלל זה: שינויים במצבה הפיננסי של החברה ושינויים בסביבת פעילותה.

1.7. תמריצים

בכדי לעודד רישום ומסחר ב-AIM נקבעו באנגליה תמריצי מס למשקיעים בחברות הנסחרות בה.⁷⁶ בנוסף, העמלות הנדרשות מחברות הנרשמות למסחר ב-AIM הינן עמלות מופחתות ביחס לאלו הנדרשות מחברות הרשומות למסחר ב-LSE. לשם המחשה, חברה הנסחרת ב-AIM נדרשת לשלם עמלה שנתית בסך 6,500 פאונד לעומת עמלה שנתית שנעה בין 5,400 ל-54,000 פאונד ב-LSE (בהתאם לשווי השוק של החברה).⁷⁷

1.8. מעבר בין הבורסות

ככלל, אין מגבלות על המעבר בין הבורסות (למעט העמידה בדרישות הרישום הקבועות בכל אחת מן הבורסות ולאישורים בקרב המוסדות של החברה). חברה המעוניינת לעבור מה-LSE ל-AIM יכולה לעשות כן, ולמעשה היא תבצע מחיקה ממסחר ורישום מחדש, בכפוף לדרישות הרישום והרגולציה האחרות (כגון מינוי NOMAD). בשלב הראשון, כדי להימחק ממסחר, החברה נדרשת לאישור 75% מבעלי המניות. בשלב השני, כדי להירשם למסחר ב-AIM, חברה נדרשת להעביר ל-AIM את המידע על פי חוק, 20 יום עובר להגשת בקשת הרישום חלף הגשת מסמך רישום (ככל חברה המבקשת להירשם למסחר ב-AIM).⁷⁸ לא נמצא כי קיימת "תקופת צינון" לחברות בתקופה שבין המחיקה לבין הרישום.

לעניין המעבר מה-AIM ל-LSE: ככלל, התפיסה הינה כי חברות תהיינה מעוניינות לעבור ל-LSE בשל היתרונות הגלומים במסחר ב-LSE, ובכלל זה הנזילות, התמחור והחשיפה. מעבר כאמור כרוך בדרישות רישום, ובכלל זה הכנת תשקיף.⁷⁹ לא קיים סף פורמאלי עליון למעבר מה-AIM לרישימה הראשית, אולם למיטב הבנתנו, על בסיס שיחות שנערכו עם גורמים מהשוק שהינם בעלי היכרות עם הבורסה בלונדון, הבורסה תמליץ לחברות ששווין עולה על שווי מסוים לעבור ל-LSE או להירשם בה למסחר מלכתחילה.

⁷⁶ ראו London Stock Exchange - A Guide to AIM Tax Benefits, בקישור:

<http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/a-guide-to-aim-tax-benefits.pdf>

⁷⁷ ראו: London Stock Exchange - AIM Fees for companies and nominated advisers, April 2016

<http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/listing/fees/aim-fees-for-issuers-2016-2017.pdf>

ראו גם: London Stock Exchange - Main Market Fees for Issuers, April 2016

<http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/listing/fees/fees-for-issuers-2016-2017.pdf>

⁷⁸ ראו התייחסות באתר Stephenson Harwood (law firm)

<http://www.shlegal.com/news-insights/stepping-down-to-aim>

⁷⁹ ראו 1.5.1 Admission and Disclosure standards, item בקישור:

<http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/documents/admission-and-disclosure-standards.pdf>

2. סינגפור - SGX Catalyst

בורסת סינגפור - Singapore Exchange (SGX), אשר הוקמה בשנת 1999, ייסדה בשנת 2007 רשימת מסחר ייעודית ל-SMEs אשר נקראת SGX Catalyst. רשימה זו החלה לפעול בשנת 2008 והיא מיועדת לחברות קטנות ובינוניות, וכן לחברות צמיחה.

2.1. פיקוח ורגולציה

הרשימה הראשית בבורסה בסינגפור (Main board) מפוקחת בעיקר על ידי הרשות הרגולטורית Monetary MAS (Authority of Singapore) בין היתר באמצעות יועץ מלווה - IM (Issuer Manager) - בעוד הרשימה המשנית מפוקחת בעיקר על ידי הבורסה והספונסר. כך, הדרישות החלות על חברה לצורך רישום ברשימה המשנית כוללות חובה למינוי יועץ מלווה (ספונסר) שתפקידו המרכזי להעריך האם ראוי לרשום את החברה למסחר ברשימה האמורה באמצעות בדיקת נאותות ובדיקות נוספות. היקף תפקידו של הספונסר והאחריות המוטלת עליו רחבים יותר מאלה של היועץ המלווה ברשימה הראשית (IM). ככלל, החובות המוטלות על החברות הנסחרות ברשימה המשנית מוסדרות בכללי הבורסה, אולם הוראות הדין מקימות לרשות הרגולטורית סמכות פיקוח ואכיפה מקום בו חובות אלה מופרות. יצוין כי משיחות שנערכו עם גורמים בשוק בעלי היכרות עם הבורסה בסינגפור, עולה כי ככלל ה-MAS מפעילה את סמכותה השירותית מקום בו התגלתה הפרה חמורה.⁸⁰

2.2. דרישות רישום

בכדי להירשם למסחר ברשימה המשנית, החברות אינן נדרשות לעמוד בדרישות של ותק פעילות או דרישות כמותיות אחרות. עם זאת, חברה נדרשת למנות ספונסר וכן להצהיר כי יש לה הון חוזר מספק אשר מבטיח את יכולתה לפעול במהלך 12 החודשים שלאחר ההנפקה. כמו כן, הבורסה מסתמכת על אישור הספונסר כי החברה מתאימה לרישום.⁸¹

לשם השוואה, יצוין כי חברה המעוניינת להירשם למסחר ברשימה הראשית נדרשת לעמוד באחת מהחלופות שמציגה הבורסה כך שישנם שלושה סטים אפשריים של דרישות. בין הדרישות: היסטוריה פיננסית של 3 שנים לפחות, הון עצמי מינימאלי בסך 150 מיליון דולר סינגפורי, כאשר בסט דרישות אחר ישנן דרישות כמותיות אחרות - רווח לפני מס על סך 30 מיליון דולר בשנה האחרונה ונדרש כי שיעור ההחזקות המינימאלי בידי הציבור יעמוד על 25%.⁸²

2.3. אופן הצעת נייר ערך

הצעת ניירות הערך מתבצעת באמצעות מסמך רישום (offer document) חלף תשקיף. דרישות הגילוי במסמך הרישום זהות לאלו הנדרשות בתשקיף (אותו מגישות חברות הנרשמות למסחר ברשימה הראשית), ובכלל זה מידע אודות עסקי החברה, מצבה הפיננסי, תחזיותיה לגבי העתיד והסיכונים בפעילותה. הוראות הדין לעניין אכיפה פלילית ואזרחית בכל הקשור לגילוי בתשקיף חלים גם ביחס למסמך הרישום, אולם ההבדל מצוי בגורם המאשר את

⁸⁰ ראו אתר ה-MAS: <http://www.mas.gov.sg>.

⁸¹ ראו אתר הבורסה בסינגפור:

http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/regulation/listing/listing_mainboard_catalist?WCM_PORTLET=PC_Z7_2AA4H0C0905090A0UAC5I01JG1017268_WCM&WCM_GLOBAL_CONTEXT=/wps/wcm/connect/sgx_en/home/regulation_v2/SA_Listing/SA_Mainboard_and_catalist/SA_Admission

⁸² ראו אתר הבורסה בסינגפור:

http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/regulation/listing/listing_mainboard_catalist?WCM_PORTLET=PC_Z7_2AA4H0C0905090A0UAC5I01JG1017268_WCM&WCM_GLOBAL_CONTEXT=/wps/wcm/connect/sgx_en/home/regulation_v2/SA_Listing/SA_Mainboard_and_catalist/SA_Requirements

המסמך - בעוד שתשקיף כפוף לאישור ה-MAS, מסמך הרישום כפוף לאישור הבורסה.

הספונסר נדרש לבחון את מסמך הרישום בצורה יסודית. לאחר שהמסמך אושר על ידו, הוא מוגש על ידי המנפיק לבורסה וזו בוחנת את מסמך הרישום באופן בסיסי יותר. באופן פורמלי הבורסה נדרשת לבחון רק deal breaker issues, אולם בפועל הם בוחנים את כל התשקיף תוך התמקדות בסוגיות קריטיות. ככלל, הבורסה מסתמכת על בדיקת מסמך הרישום על ידי הספונסר.

נוסף על הוראות אלו, חברה נדרשת לפרסם את מסמכי הרישום באתר הבורסה למשך 14 ימים לפחות, כך שמסמכי ההצעה יהיו זמינים לכל, עובר לקבלת אישור הבורסה (פרסום המסמך אינו טעון "היתר" הבורסה), וזאת כדי שהמשקיעים הפוטנציאליים יוכלו להעיר בנושאים מהותיים ויהוו למעשה מעין "שומר סף" נוסף.

2.4. תנאי מסחר ונזילות

לאחר ההנפקה ברשימה המשנית, נדרש כי 15% מההון המונפק יוחזק בידי הציבור עם מינימום של 200 משקיעים. בבחינת המגבלות החלות על המחזיקים, קיימת תקופת חסימה לאחר ההנפקה לבעלי שליטה⁸³ וקרוביהם ונושאי משרה המחזיקים לפחות 5% מהון המניות של החברה. אם אלו מחזיקים יחד מעל 50% מהון המניות לאחר ההנפקה הם יכולים למכור רק 50% מהחזקותיהם. אם ההחזקה ביחד אינה עולה על 50% מהון המניות לאחר ההנפקה, בעלי השליטה, קרוביהם ונושאי המשרה מנועים מלמכור את המניות במהלך ששת החודשים הראשונים לאחר ההנפקה. במהלך ששת החודשים הבאים, הם רשאים למכור 50% מהחזקותיהם. ברשימה הראשית קיימת מגבלה דומה, אולם ישנם מקרים בהם החסימה תחול ל-6 חודשים ראשונים בלבד (להוציא מגבלה על ששת החודשים העוקבים) וזאת כתלות בשווי החברה.⁸⁴

מגבלה נוספת קיימת על רווחי המשקיעים שרכשו מניות בחברה 12 חודשים עובר להנפקה. אלו יוקפאו למשך שנה ממועד ההנפקה.

2.5. כללי ממשל תאגידי

בסינגפור קיים קוד ממשל תאגידי, כאשר הן חברות הנסחרות ברשימה הראשית והן חברות הנסחרות ברשימה המשנית מחויבות להתייחס לכללים ולסטנדרטים המוסדרים בו במסגרת הדוח השנתי, על בסיס "אמץ או הסבר" (comply or explain). הקוד כולל בין היתר דרישה לקיומו של דירקטוריון עצמאי, אימוץ נהלים שיהיו שקופים לציבור המשקיעים (transparent procedures) ודרישה לקיומו של מערך ביקורת פנימי נאות.⁸⁵ בנוסף, כוללים כללי הבורסה הוראות בקשר עם ממשל תאגידי.⁸⁶

⁸³ שם. בעל שליטה מוגדר ב-catalist rules כבעל מניות אשר מחזיק באופן ישיר או עקיף 15% מזכויות ההצבעה בחברה או בעל מניות השולט דה-פקטו בחברה על אף אי עמידה בסף הכמותי (מבחן איכותי).

⁸⁴ ראו כלל 229 ל-Main Board Rules:

http://rulebook.sgx.com/en/display/display_viewall.html?rbid=3271&element_id=4830

⁸⁵ ראו אתר הבורסה בסינגפור:

http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/regulation/listing/listing_mainboard_catalist?WCM_PORTLET=PC_Z7_2AA4H0C0905090A0UAC5I01JG1017268_WCM&WCM_GLOBAL_CONTEXT=/wps/wcm/connect/sgx_en/home/regulation_v2/SA_Listing/SA_Mainboard_and_catalist/SA_Corporate_Governance

⁸⁶ ראו פרק הממשל התאגידי (Code of Corporate Governance 2012) ב-Catalist Rules. בקישור הבא:

http://rulebook.sgx.com/en/display/display_viewall.html?rbid=3271&element_id=3176

2.6. דוחות תקופתיים ומידיים

ככלל, חלות חובות דומות על חברות הנסחרות ברשימה הראשית והמשנית. ניתן לערוך את הדוחות הכספיים לפי תקני חשבונאות מקובלים בסינגפור, לפי ה-IFRS או לפי US GAAP. חברות הנסחרות ברשימה המשנית, בדומה לרשימה הראשית, נדרשות לפרסם דוחות בכל רבעון.⁸⁷ כן, חברה נדרשת לדווח באופן מיידי אודות מידע שנמצא ברשותה בנוגע לפעילותה, פעילות חברה בת או חברה קשורה אחרת, שהינו: (1) הכרחי למניעת מסחר על בסיס מידע מטעה (false market); (2) צפוי להשפיע באופן מהותי על מחיר או שווי ניירות הערך של החברה. יצוין כי דרישות אלו זהות לדרישות ברשימה הראשית.⁸⁸

2.7. תמריצים

מבחינת הקלות ותמריצים כלכליים נראה כי ההקלה העיקרית היא הפחתת עמלות. כך, הופחתה עמלת הרישום החד פעמית, עמלת הרישום המשתנה והעמלה השנתית. לדוגמא: עמלת רישום ב-catalist עומדת על סך של 2,000 דולר סינגפורי לעומת 20,000 דולר סינגפורי ברשימה הראשית.

2.8. מעבר בין הרשימות⁸⁹

קיימת אפשרות לעבור מהרשימה המשנית לרשימה הראשית כאשר חברה המעוניינת בכך נדרשת לעמוד בכל דרישות הרישום של הרשימה הראשית, ובלבד שהחברה נסחרת במשך שנתיים לפחות ברשימה המשנית. מעבר מהרשימה הראשית למשנית הינו אפשרי אם החברה עומדת בכל דרישות הרשימה המשנית ואם לחברה ספונסר שעומד בדרישות הבורסה. כמו כן, החברה נדרשת לקבל את אישור בעלי המניות לביצוע המעבר (אישור ברוב רגיל). יצוין כי המעבר מהרשימה הראשית לרשימה המשנית לא מטופל כמחיקה ממסחר.

משיחות שערכנו עם גורמים בשוק בעלי היכרות עם הבורסה בסינגפור עולה כי המקור המרכזי להצלחתה של הרשימה אינו טמון בהקלות הרגולטוריות, כי אם בהסרת חסמי הכניסה (היעדר דרישות רישום) וקיומם של הספונסרים כיועצי הנפקה ושומרי סף - אשר יצרו יחד שוק אלטרנטיבי ואטרקטיבי לחברות קטנות וצומחות.

⁸⁷ לעניין תדירות הדיווח ראו כלל 705 ולעניין תקני חשבונאות מקובלים ראו כלל 415 ל-Catalist Rules. בקישור הבא:

http://rulebook.sgx.com/en/display/display_viewall.html?rbid=3271&element_id=3176

⁸⁸ ראו אתר הבורסה בסינגפור:

http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/regulation/listing/listing_mainboard_catalist?WCM_PORTLET=PC_Z7_2AA4H0C0905090A0UAC5I01JG1017268_WCM&WCM_GLOBAL_CONTEXT=/wps/wcm/connect/sgx_en/home/regulation_v2/SA_Listing/SA_Mainboard_and_catalist/SA_Continuous_Listing_Obligations

⁸⁹ ראו סעיפים 408-410 לכללי הבורסה בסינגפור:

http://rulebook.sgx.com/en/display/display_viewall.html?rbid=3271&element_id=3309&print=1

3. אירופה - First North

בורסת First North הוקמה בשנת 2007 כבורסה ייעודית ונפרדת ל-SMEs וחברות צמיחה תחת מותג ה-Nasdaq OMX Nordic⁹⁰. בורסה זו אינה Regulated Market לצורך הדירקטיבות האירופאיות Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), אלא מהווה Multilateral Trading Facility (MTF) הפועלת תחת כל אחת מהבורסות הנורדיות (לרבות בורסת שטוקהולם).⁹¹ ה-First North מיועדת כאמור לחברות צמיחה וחברות שנמצאות בתחילת דרכן, והיא כוללת שני סגמנטים: (1) סגמנט מרכזי הכולל את כל החברות שמקיימות את דרישות הסף כפי שיפורטו להלן וקיבלו את האישורים הרלוונטיים; (2) סגמנט Premier הכולל חברות שמקבלות על עצמן באופן וולונטרי סטנדרטים מחמירים מאלה החלים על חברות הנסחרות בסגמנט המרכזי, בעיקר בהיבטי גילוי ויישום כללי חשבונאות. כך למשל, החברות בסגמנט Premier נדרשות ליישם את כללי ה-IFRS, לכלול היסטוריה חשבונאית של חמש השנים האחרונות ולתת גילוי אודות עסקאות רכישת חברות ו/או השקעה בחברות.⁹²

3.1. פיקוח ורגולציה

בורסה זו אימצה אף היא את מודל הפיקוח באמצעות יועץ מלווה. בהתאם, חברה המעוניינת להירשם למסחר חייבת למנות יועץ מלווה מורשה (certified adviser) שתפקידו ללוות את החברה בתהליך הרישום וההנפקה ובהמשך חיי החברה. היועץ המלווה מאושר ומפוקח על ידי הבורסה, ותפקידו המרכזי לוודא שהחברה מקיימת את דרישות הרישום הראשוניות ולאחר מכן גם את הדרישות השוטפות (עמידה בכללי הבורסה ובחוקים רלוונטיים נוספים). בשלב הרישום הראשוני יועציה המשפטיים של החברה עורכים בדיקת נאותות ביחס לחברה והאחריות על נאותות ומהימנות המידע במסמכי הרישום היא של החברה כלפי הבורסה. בשלב זה נדרש היועץ המלווה לאשר לבורסה כי החברה עומדת בדרישות הרישום וכן כי היא ראויה להירשם למסחר. כפי שעלה משיחות עם גורמים בעלי היכרות עם הבורסות הנורדיות ונוכח האחריות הכבדה כאמור, סביר שהיועץ המלווה יבצע בדיקת נאותות עצמאית אודות החברה. באופן שוטף, לאחר ההנפקה, תפקידו המרכזי של היועץ המלווה הינו לייעץ לחברה, לסייע לה ולעדכן אותה בשינויים רגולטוריים. כמו כן הוא נדרש לדווח לבורסה על הפרות רגולציה שהחברות מבצעות. במקביל, היועץ המלווה נדרש לפתוח בחקירה אודות ההפרה ולהגיש את הממצאים לבורסה בהקדם האפשרי.⁹³ האחריות המוטלת על היועץ המלווה היא כלפי הבורסה וכלפי החברה כאשר חובות היועץ כלפי הבורסה מעוגנות בכללי הבורסה ואילו חובות היועץ כלפי החברה מעוגנות בחוזה בין הצדדים. ככלל, הפיקוח השוטף על החברות מתבצע על ידי היועץ המלווה ועל ידי הבורסה בלבד. לעניין סמכות הפיקוח של הרשות הרגולטורית יצוין כי בדומה למבנה הפיקוח באנגליה, סמכות האכיפה של הוראות הדירקטיבה האירופית נתונה פורמלית לרשות ניירות ערך השוודית (Swedish Financial Supervisory Authority - SFSA).⁹⁴ עם זאת משיחות שערכנו עם גורמים בשוק בעלי היכרות עם שוק הבורסות הנורדיות, עולה כי בפרקטיקה הבורסה היא זו שמפקחת על עמידה בהוראות אלו.

⁹⁰ לאחר רכישת הבורסות במדינות הנורדיות על ידי הנאסד"ק, וביניהן: בורסת שטוקהולם, איסלנד, קופנהגן והלסינקי.

ראו אתר ה-Nasdaq OMX Nordic: http://www.nasdaqomxnordic.com/about_us
⁹¹ ראו About Nasdaq First North בקישור הבא: <https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=787248&lang=en>

⁹² ראו Nasdaq First North Guide to listing on Nasdaq First North, בעמ' 9, בקישור הבא: http://business.nasdaq.com/media/first-north-listing-guide_tcm5044-17597.pdf

⁹³ Nasdaq First North Nordic - Rulebook, rule 5.2, בקישור הבא:

<http://business.nasdaq.com/Docs/Nasdaq-First-North-Rulebook.pdf>
⁹⁴ אתר ה-SFSA: <http://www.fi.se/en>

לעומת זאת, בבורסת הנאסד"ק בשטוקהולם (Nasdaq Stockholm)⁹⁵, שהינה אחת מהבורסות הראשיות תחת מותג ה-Nasdaq OMX Nordic, כאשר חברה מעוניינת להירשם למסחר, הבורסה ממנה נציג מטעמה (exchange auditor) שתפקידו לבחון האם החברה שמעוניינת להנפיק מתאימה למסחר בבורסה, בין היתר, בהיבטים הבאים: יכולת המנפיק לציית לרגולציה, המידע המפורט בתשקיף ומידת ההתאמה לתפקיד של הדירקטוריון וההנהלה. את ההיתר לתשקיף מקבלת החברה מה-SFSA, כאשר הבורסה מחווה את דעתה על התשקיף עובר למתן האישור על יד הרשות.⁹⁶

3.2. דרישות רישום

כדי להירשם למסחר ב-First North, נדרשת היסטוריה פיננסית של שנתיים לפחות. כמו כן, צריכים להתקיים התנאים הבאים: (1) תנאים המעידים על ביקוש והיצע מספקים לניירות הערך של החברה, ובין היתר יידרש מספר מינימלי של בעלי מניות (כאשר בעל מניות ייחשב מי שמחזיק במניות ששווין מעל 500 אירו) - בסגמנט המרכזי נדרש ש-10% מההון יהיה בידי הציבור ובסגמנט ה-Premier 25% מההון. במקרים מסוימים הבורסה תסתפק במינני ספק נזילות (liquidity provider) חלף עמידה בדרישה למינימום ציבור; (2) מחיר המניה המוצעת עולה על 50 סנט; (3) המניות רשומות באופן אלקטרוני בהתאם לדרישות הבורסה; (4) המניות עבירות; (5) החברה התקשרה עם יועץ מלווה (certified adviser). בנוסף לדרישות אלו, בסגמנט ה-premier נדרש שווי שוק מינימלי של 10 מיליון אירו.

ב-Nasdaq Stockholm דרישות הרישום כוללות היסטוריה פיננסית של שלוש שנים לפחות; הכנסות, כאשר חברה ללא הכנסות נדרשת להראות תכנית עסקית וצפי לרווחיות וכן נדרשת להראות כיצד בכוונתה לממן את התכנית העסקית של החברה בשנים עשר החודשים לאחר ההנפקה; הנפקה של 25% מהון החברה לציבור; שווי ניירות הערך המונפקים הינו בסך כולל מינימאלי של מיליון אירו.

3.3. אופן הצעת ניירות ערך

הצעת ניירות הערך מתבצעת באמצעות תשקיף או באמצעות company description. במידה וחברה מעוניינת להציע לציבור, היא נדרשת להגיש תשקיף אשר יועבר, על ידי היועץ המלווה, לבחינת הבורסה והרשות הרגולטורית המקומית (לפי העניין). אישור האחרונה נדרש להמשך התהליך. עריכת התשקיף תיעשה בהתאם לרגולציה הרלוונטית במדינת ההתאגדות. ה-company description לעומת זאת, ייעשה בהתאם לכללי הבורסה ויכלול תיאור אודות המודל העסקי של החברה וכן אודות המשאבים העומדים לרשות החברה ויכולתם לסייע לה לעמוד בתכנית העסקית במשך 12 החודשים לאחר ההנפקה. במידה והחברה אינה רווחית, המסמך יכלול תחזית למועד בו החברה צופה שתהיה רווחית וכן הסבר אודות דרכי מימון פעילות החברה עד למועד האמור. למסמך יצורפו דוחות כספיים מבוקרים. לצרכי השוואה, הצעת ניירות ערך ב-Nasdaq Stockholm נעשית באמצעות תשקיף בלבד.

3.4. דיווחים תקופתיים ומידיים

דרישות הגילוי בדוחות התקופתיים דומות לאלו הקיימות ברשימה הראשית, למעט ביחס לסגמנט ה-Premier לגבי חלות דרישות גילוי רחבות יותר ביחס למצבה הפיננסי של החברה, לרכישות שביצעה וכדומה. דרישות הדיווח המידי זהות לאלו הקיימות ברשימה הראשית וכוללות דרישת דיווח ביחס לכל החלטה, עובדה או נסיבות שעשויות להיות

⁹⁵ אתר הבורסה בשטוקהולם (תחת אתר ה-Nasdaq OMX Nordic):

[/http://www.nasdaqomxnordic.com/Nyheter/Borsmeddelanden/stockholm](http://www.nasdaqomxnordic.com/Nyheter/Borsmeddelanden/stockholm)

⁹⁶ ראו Nasdaq Stockholm Rule Book for Issuers, rule 2.2.3, בקישור הבא: http://business.nasdaq.com/media/Nasdaq%20Rule%20Book%20for%20Issuers%20-%208%20Dec%202016_tcm5044-23124.pdf

בעלות השפעה מהותית על מחיר ניירות הערך של החברה. חברה נדרשת לערוך את הדוח השנתי בהתאם לתקנים המקובלים במדינתה. בסגמנט ה-Premier חברה נדרשת לערוך את הדוח השנתי בהתאם לתקני ה-IFRS.

3.5. כללי ממשל תאגידי ועסקאות בעלי עניין

לא נמצאו דרישות ייחודיות לחברות הנסחרות ברשימות שונות. עם זאת, Nasdaq Stockholm ממליצה לחברות הנסחרות בסגמנט ה-Premier לאמץ את קוד הממשל התאגידי החל במדינת ההתאגדות. חברות הנסחרות בסגמנט ה-Premier נדרשות לדווח על עסקאות עם צדדים קשורים ובכלל זה בעלי מניות מהותיים, נושאי משרה, חברות קשורות וגורמים קשורים אחרים כדוגמת קרובי משפחה של בעלי מניות מהותיים. זאת, בדומה לחברות הנסחרות ב-Nasdaq Stockholm הנדרשות לדווח על עסקאות עם צדדים קשורים וכן נדרשות להתייחס לקוד הממשל התאגידי במדינה (המיושם בשיטת "אמץ או הסבר").

3.6. תמריצים

תמריץ משמעותי הינו הנחה בעמלה הראשונית ובעמלות השנתיות המשולמות ל-First North. כך, עמלת רישום בסגמנט המרכזי עומדת על סך של 82 אלף קרונות שוודיות, בסגמנט ה-Premier 200 אלף קרונות שוודיות וזאת לעומת 700 אלף קרונות שוודיות בבורסה הנאסד"ק בשטוקהולם.⁹⁷

4. הונג קונג

הבורסה לניירות ערך בהונג-קונג (The Hong Kong Stock Exchange (HKEX)), אשר הוקמה בשנת 1891, ייסדה בשנת 2008 רשימת מסחר ייעודית ל-SMEs אשר נקראת The Growth Enterprise Market (GEM) המיועדת לחברות עם פוטנציאל צמיחה גבוה, כאשר לא הוטלו מגבלה על גודל החברה. רשימה זו קיימת לצד הרשימה הראשית, ה-Mainboard.

4.1. פיקוח ורגולציה - כללי

מודל הפיקוח ביחס לחברות הנסחרות ברשימה המשנית דומה לזה החל על החברות ברשימה הראשית, באופן שהחברות מפוקחות באופן ישיר על ידי הבורסה בשילוב עם ועדת הרישום (Listing Committee) והרגולטור Securities and Futures Commission (SFC). ועדת הרישום מורכבת מ-28 חברים הממונים על ידי דירקטוריון הבורסה, בהמלצת Listing Nomination Committee⁹⁸ וכוללים נציגים ממגזרים שונים בשוק. הוועדה המכהנת משמשת ועדת מינוי לשתי הרשימות (הראשית והמשנית) ותפקידה, ככלל, לאשר את רישומן של חברות חדשות למסחר בה, וכן מחיקתן מהמסחר; פיקוח על הפרות של חוקי הרישום ואכיפתם על ידי הטלת סנקציות. עוד, אחראים חברי ועדת הרישום על החלטות שהתקבלו ב-Listing Division, התאמת קטגוריות ופטורים לחברות ואישור תיקונים בחוקי הרישום, כמו גם סמכויות נגזרות.⁹⁹

⁹⁷ לעניין עמלות ב-First North ראו: http://business.nasdaq.com/media/First-North-Price-List-2017_tcm5044-21010.pdf
לעניין עמלות ברשימה הראשית ראו: http://business.nasdaq.com/media/Stockholm-Main-Market-Price-List-2016_tcm5044-21019.pdf

⁹⁸ ועדת מינוי המונה שלושה דירקטורים מדירקטוריון הבורסה, והיו"ר, וכן שני דירקטורים מטעם הרגולטור (ה-SFC).
⁹⁹ https://www.hkex.com.hk/eng/listing/listcomrpt/Documents/LCRole_Mode.pdf

החברות (בשתי הרשימות) נדרשות למנות ספונסר לצורך הרישום למסחר, אשר תפקידו, כמתואר להלן, הוא ללוות את החברה לאורך תהליך הרישום. חובת הכהונה של הספונסר תמה לאחר הרישום למסחר.

4.2. דרישות רישום

דרישות הרישום ב-GEM כוללות שווי שוק של 13 מיליון דולר או יותר; תזרים מזומנים מצטבר של למעלה מ-2.6 מיליון דולר בשנתיים שקדמו לבקשה לרישום, כמו גם הנהלה יציבה באותן שנים. הליך הרישום כפוף לקבלת אישורה של מחלקת הרישום של הבורסה (listing division).

למטרות השוואה, ב-Mainboard קיימים שלושה מסלולים חלופיים לרישום. האחד, מסלול הרווח - רווח מצטבר של 6.4 מיליון דולר, לכל הפחות, בשלוש השנים שקדמו לבקשת הרישום כשמתוכנן לפחות 2.6 מיליון בשנה האחרונה ו-3.8 במצטבר בשנתיים האחרונות. לצד זה נדרש שווי שוק שלא יפחת מ-26 מיליון דולר (במועד ההנפקה); אפשרות שנייה היא דרך מסלול שווי שוק - דרך מסלול זה נדרש שווי שוק של 513 מיליון דולר לכל הפחות במועד ההנפקה והכנסה שלא תפחת מ-64 מיליון דולר בשנה האחרונה; אפשרות שלישית היא מסלול תזרים מזומנים - שווי שוק של 256 מיליון דולר לכל הפחות במועד ההנפקה, הכנסה שלא תפחת מ-64 מיליון דולר בשנה האחרונה, ותזרים מזומנים תפעולי גדול מ-13 מיליון דולר בשלוש השנים האחרונות (במצטבר).

הרישום לבורסה כפוף לדרישות ביחס להחזקת ציבור. ב-GEM חלה דרישה משולבת לפיה על החברה להיות: (1) מוחזקת על ידי הציבור בשיעור של 25% לפחות; (2) בעלת שווי של החזקות ציבור שלא יפחת מ-3.8 מיליון דולר. (כאשר שווי השוק של החברה עולה על 1.3 מיליארד דולר, תהא הבורסה רשאית לשקול להפחית את דרישת החזקות הציבור לטווח שבין 15%-25%). דרישה נוספת היא שלכל הפחות יהיו 100 בעלי מניות מהציבור, ולא יותר מ-50% מוחזקים בידי שלושת המשקיעים הגדולים ביותר מקרב הציבור. ב-Mainboard הדרישה משולבת גם כן, אך הנתונים הנומינליים שונים. בהתאם, קיימת דרישה ל: (1) שיעור החזקות ציבור של 25%; (2) שווי שוק החזקות ציבור שלא יפחת מ-6.4 מיליון דולר (כאשר אם שווי השוק עולה על 1.3 מיליארד דולר, רשאית הבורסה לשקול הפחתה בדרישת החזקות הציבור לטווח שבין 15%-25%, בדומה ל-GEM); (3) לכל הפחות 300 בעלי מניות מהציבור, ולא יותר מ-50% בידי שלושת המשקיעים הגדולים ביותר מקרב הציבור.

4.3. אופן הצעת נייר ערך

הצעת נייר הערך נעשית בדרך של פרסום תשקיף. על מסמכי הרישום והתשקיף לכלול מידע מקיף אודות החברה ויעדיה העסקיים; ייעוד תמורת ההנפקה והקשר בינם לבין הגשמת יעדי החברה כפי שהוגדרו.

4.4. תנאי מסחר ונזילות

המסחר ברשימה המשנית זהה למסחר ברשימה הראשית, קרי: מסחר רב צדדי רציף.

4.5. דיווחים תקופתיים ומידיים

ככלל, חלה חובה לדווח באופן שוטף אודות מידע שהינו הכרחי לצורך הערכת מצבה של החברה; מידע שהינו הכרחי למניעת מסחר על בסיס מידע מטעה ושצפוי להשפיע באופן מהותי על פעילות השוק או על מחיר ניירות הערך של החברה.

לעניין דוחות כספיים, חברה אשר ניירות הערך שלה נסחרים ברשימה המשנית כפופה לחובת פרסום דוחות כספיים על בסיס רבעוני, בעוד חברה הנסחרת ברשימה הראשית נדרשת לפרסם דוחות כספיים על בסיס חצי שנתי.

4.6. כללי ממשל תאגידי ועסקאות בעלי עניין

כללי הממשל התאגידי חלים הן ביחס לחברות הנסחרות בבורסה הראשית והן בבורסה המשנית. בין היתר, החברות נדרשות במינני של שלושה דירקטורים בלתי תלויים לכל הפחות בדירקטוריון, מתוכם אחד בעל מומחיות חשבונאית פיננסית. מספרם של הבלתי תלויים צריך להוות לכל הפחות שליש מהדירקטוריון כולו. כמו כן, יש להקים ולמנות ועדת ביקורת שכל חבריה הם דירקטורים שאינם מנהלים (non-executive), ושתמנה לכל הפחות שלושה חברים כשלפחות אחד מהם יהיו דירקטור בלתי תלוי עם מומחיות חשבונאית או פיננסית. על רוב החברים בוועדה להיות בלתי תלויים ויו"ר הוועדה יהיו דירקטור בלתי תלוי שאינו מנהל. בנוסף, חלה חובה על מינני אחראי ציות (compliance officer).

4.7. תמריצים

ב-GEM זכאית חברה לעמלות מופחתות כמפורט להלן: עמלת רישום (initial listing fee) משתנה (בהתאם לסכום המגויס), שנעה בין 12,821-25,641 דולר; עמלה שנתית משתנה (בהתאם לשווי ניירות הערך הנומינלי הרשום למסחר), שנעה בין 12,821-25,641 דולר. זאת, בזמן שברשימה הראשית, ב-Mainboard: עמלת רישום משתנה (בהתאם לסכום המגויס) נעה בין 19,231-83,333 דולר; עמלה שנתית משתנה (בהתאם לשווי ניירות הערך הנומינלי הרשום למסחר), שנעה בין 18,590-152,308 דולר.

4.8. מודל הפיקוח

חברות הרשומות למסחר ברשימה המשנית, בדומה לאלה הרשומות ברשימה הראשית, מפוקחת באופן ישיר על ידי הבורסה בשילוב עם ועדת רישום (Listing Committee) כאמור וה-SFC. הפיקוח בהליך הרישום למסחר מבוצע באמצעות ספונסר, אותו נדרשות החברה למנות כאמור בהתאם לקריטריונים הקבועים בכללי הבורסה (ל-GEM Listing Rules).¹⁰⁰

¹⁰⁰ ראו סעיף 6A-1 ל-GEM Listing Rules

http://en-rules.hkex.com.hk/net_file_store/new_rulebooks/c/o/consol_gem.pdf

5. ארצות הברית¹⁰¹

בסקירה זו נתייחס לשתי בורסות עיקריות: בורסת ה-NASDAQ, בה ישנן שלוש רשימות הנבדלות זו מזו, בין היתר, על בסיס גודל החברות, ובורסת ה-NYSE אשר מנהלת "בורסה" מיוחדת לחברות קטנות. פלטפורמות המסחר (בין בדרך של רשימה ובין בדרך של בורסה ייעודית) נועדו לענות על הצרכים של חברות קטנות וצומחות. הכללים בשתי הבורסות (NYSE Listed Company Manual¹⁰² ו-NASDAQ stock market rules¹⁰³), חלים על החברות שניירות הערך שלהן נסחרים בכל בורסה, וכוללים קשת רחבה של הוראות, ובכללן כללי רישום למסחר, כללי גילוי וכללי ממשל תאגידי. כללים אלה חלים בנוסף לדרישות הדין הפדרלי או המדינתי, לפי העניין.

בשתי הבורסות האמורות קיימות הבחנות נקודתיות ביחס לרגולציה החלה על חברות קטנות כמשמעותן בהגדרה הפדרלית (Smaller reporting companies), אולם הבחנות אלה אינן משמעותיות. כך למשל, לעניין ממשל תאגידי, נהנות חברות אלה מהקלות נקודתיות המתייחסות להרכב ועדת התגמול ועבודתה.¹⁰⁴ יצוין אם כן כי לא מוענקות הקלות משמעותיות ברגולציה לחברות הקטנות.

5.1 New York Stock Exchange (NYSE)

בורסה זו אינה מנהלת רשימה נפרדת לחברות קטנות וההתייחסות לחברות קטנות בכללי ה-NYSE מתבססת על הגדרת המונח Smaller Reporting Company לפי הדין הפדרלי, כאשר היכולות תחת קבוצה זו מקנה מספר הקלות, שעל פניו, כאמור לעיל, אינן נחזות להיות משמעותיות.

5.2 NYSE MKT

NYSE MKT הינה בורסה עצמאית בארה"ב, אשר מיועדת לחברות קטנות (small-cap), צעירות וצומחות. הבורסה הוקמה במקור בשנת 1908, בשנת 2008 נרכשה על ידי NYSE ובשנת 2012 קיבלה את שמה הנוכחי. היתרון המרכזי אשר בורסה זו מבקשת להקנות לחברות הרשומות בה הינו זירת מסחר לשוק היי-טק המתבססת על המודל של ה-NYSE עם ספקי נזילות ייעודיים.¹⁰⁵

¹⁰¹ ראו Business, Regulation of Securities: SEC answer book, Steven Mark Levy, fourth edition, Wolter Kluwer Law & בעמ' 350.

¹⁰² ראו The New York Stock Exchange Listed Company Manual (NYSE Manual), זמין בקישור: <http://wallstreet.cch.com/LCM>

¹⁰³ ראו NASDAQ Stock Market Rules, זמין בקישור: <http://nasdaq.cchwallstreet.com>
¹⁰⁴ עצמאות דירקטור לצורך מינוי לוועדת התגמול - בבחינת עצמאותו של דירקטור בהקשר זה יש לתת את הדעת, בין היתר, לגורמים הבאים: (1) מקור תגמולו בעבור עבודתו עבור החברה; ו-קשרים לחברה, לחברות הבת שלה או לאדם קשור לחברה או לחברות הבת שלה (Article 303A.02(a), Independent Tests.); (2) מגבלות לשכירת יועץ לוועדת התגמול - מגבלות ותנאים אשר יש לבחון טרם מינויו של אדם כיועץ לוועדת התגמול (Article 303A.05(c)(iv)).

ראו NYSE Manual Article 303A http://nysemanual.nyse.com/lcm/Help/mapContent.asp?sec=lcm-sections&title=sx-ruling-nyse-policymanual_303A.00Introduction&id=chp_1_4_3_1
ראו גם <http://www.sec.gov/rules/sro/nasdaq/2013/34-68640.pdf>

¹⁰⁵ כרקע, ניתן לציין כי בורסה זו הוקמה כ-AMEX (American Stock Exchange) בשנת 1908. בשנת 2008 החל הליך רכישתה של הבורסה, אשר הייתה ידועה אז כ-New York Curb Exchange, על ידי קבוצת NYSE EuroNext ומיזוגה עם הבורסה האירופית לחברות קטנות AlterNext. בשנת 2012 שונה שמה לשמה הנוכחי NYSE MKT LLC. בשנת 2013 ה-Intercontinental Exchange רכשה את NYSE Euronext Group ו-NYSE MKT הפכה להיות חברה בבעלותה.

5.2.1. דרישות רישום

על מנת להירשם למסחר ב-NYSE MKT, על חברה לקיים את הדרישות המנויות באחד¹⁰⁶ מחמשת הסטנדרטים, הנבדלים זה מזה בנושאים הבאים: הכנסה, שווי שוק; סך נכסים ורווחים; מחיר מינימלי למניה; שנות פעילות; הון בעלי מניות; והון המוחזק על ידי הציבור.

כדי להיכנס לרשימה זו על החברה לעמוד בתנאים של אחת הקבוצות כאשר כל קבוצה דורשת תמהיל שונה של פרמטרים מאלו המנויים לעיל ורף שונה עבורם. הסטנדרט השני הוא הסטנדרט היחיד הדורש באופן מפורש ותק פעילות, כאשר הדרישה היא לוותק פעילות של שנתיים. הסטנדרט החמישי, סטנדרט 4b, דורש כי סך הנכסים והרווחים בשנה האחרונה (או במשך שנתיים מתוך שלוש השנים האחרונות) יהיה מעל 75 מיליון דולר כך שלמעשה גם תחת סטנדרט זה נדרש ותק פעילות - שנה לפחות. כן, יש שלושה סטנדרטים הדורשים מינימום שווי החזקות ציבור - תחת החלופה הראשונה נדרשת החזקה של 800 משקיעים לפחות שיחזיקו בשווי מינימלי של 500 אלף דולר; החלופה השנייה דורשת החזקה של 400 משקיעים לפחות שיחזיקו בשווי מינימלי של מיליון דולר; והחלופה השלישית דורשת החזקה של 400 משקיעים לפחות שיחזיקו בשווי מינימלי של 500 אלף דולר כאשר נדרש בנוסף קיומו של נפח מסחר יומי ממוצע של 2,000 מניות (החשוב ייעשה לתקופה של ששת החודשים האחרונים שלפני ההנפקה).

5.2.2. תנאי מסחר ונזילות

ישנם מספר שחקנים בבורסת ה-NSYE ובבורסת ה-NYSE MKT שמטרתם לספק נזילות, וביניהם עושי שוק (Market Makers) וספקי נזילות (Liquidity Providers).¹⁰⁷

5.2.3. כללי ממשל תאגידי ועסקאות בעלי עניין

החברות נדרשות בקיום הוראות ממשל תאגידי המצויות בכללי ה-MKT. כללים אלה כוללים בין היתר קיומו של רוב עצמאי בדירקטוריון (למעט חברות מסוימות שההוראה אינה חלה עליהן וביניהן חברות שיש להן בעל שליטה), כינוס הדירקטוריון לכל הפחות בכל רבעון וכן כינוס הדירקטורים העצמאיים במקרים בהם קיימת בכך נחיצות ולפחות פעם בשנה, הקמת ועדת ביקורת וחובת אימוץ קוד אתי.¹⁰⁸ עסקאות עם צדדים קשורים יהיו כפופות לפיקוח נאות של ועדת הביקורת או ועדה מקבילה בדירקטוריון.¹⁰⁹

¹⁰⁶ ראו NYSE MKT INITIAL LISTING STANDARDS, זמין בקישור:

https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/NYSE_MKT_Listing_Standards.pdf

¹⁰⁷ ראו אודות מודל המסחר ב-NYSE <https://www.nyse.com/market-model>

לעניין Supplemental Liquidity Providers ראו בהרחבה בקישור הבא: https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/fact_sheet_slps.pdf

לעניין Designated Market Makers ראו בהרחבה בקישור הבא: https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/fact_sheet_dmm.pdf

¹⁰⁸ ראו NYSE MKT Company Guide, part 8, בקישור הבא:

http://wallstreet.cch.com/MKTtools/PlatformViewer.asp?SelectedNode=chp_1_1_8&manual=MKT/CompanyGuide/mkt-company-guide

¹⁰⁹ שם, NYSE MKT Company Guide, part 1, sec. 120.

לעניין הוראות הבורסה, הוראות ה-NYSE מחמירות בהיבטים מסוימים ביחס לאלה החלות ב-NYSE MKT. למשל, הנפקת הון בנסיבות מסוימות טעונה אישור בעלי המניות ב-NYSE אך לא ב-NYSE MKT (בכלל זה הנפקת הון כחלק מתוכנית תגמול, הנפקת מניות או ני"ע המירים להון לאחד מהגורמים הבאים: דירקטור, אורגן או בעל מניות בחברה, חברה בת או חברה מקושרת או צד מקושר או כל גורם מקושר בו לחברה יש עניין. כמו כן, בעת הנפקת הון בשיעור של 20% ומעלה מכוח ההצבעה).¹¹⁰

5.2.4. דיווחים תקופתיים ומידיים

חברות הנסחרות ב-NYSE MKT נדרשות, בדומה לחברות הנסחרות ב-NYSE, לדווח באופן מיידי על אירועים מהותיים ובכלל זה על התפתחויות עסקיות משמעותיות, שינוי בזהות רואה החשבון המבקר, חדלות פירעון או כשל חוב, ביטול או דחייה של אסיפה שנתית, הפרה של הוראות ממשל תאגידי ושינויים בדרג הניהולי.¹¹¹

5.2.5. תמריצים

בדומה לנהוג בשאר המדינות, כדי להקל על החברות ולתמרץ את הרישום לבורסה המשנית, נקבעו הקלות בעמלות: עמלת הגשת בקשה, עמלת רישום ועמלה שנתית. לדוגמא: עמלת בקשת רישום הופחתה מ-25,000 ל-5,000 דולר.

5.3. NASDAQ Stock Exchange (NASDAQ)

בבורסה זו קיימות שלוש רשימות, הנבדלות זו מזו במאפייני החברות, בכלל, וגודלן, בפרט, אשר ההשתייכות אליהן כפופה לתנאים שונים, וכן מקנה הקלות רגולטוריות שונות אשר כאמור אינן משמעותיות. ההבחנה המרכזית היא ביוקרה ובמיתוג של השוק, בנזילות, בביקוש ובהיקף העסקאות.

המבחנים לצורך כניסה לאחת הרשימות מבוססים על סטנדרטים הכוללים שווי שוק, החזקות ציבור, תזרימי מזומנים, משך פעילות והכנסות.

1. Nasdaq Global Select Market (NASDAQ-GS Large cap) - הרשימה מיועדת לחברות המקיימות סטנדרטים גבוהים וכוללת מניות העומדות בסטנדרטים מחמירים ביותר של רישום, נזילות וממשל תאגידי.

2. Nasdaq Global Market (mid-cap) - רשימה זו מיועדת לחברות בינוניות. דרישות הרישום מחמירות פחות מאלה הקבועות ב-Nasdaq Global Select Market.

3. Nasdaq Capital Market (small cap) - מיועדת לחברות בעלות רמות הון נמוכות יחסית. דרישות הרישום הן פחות מחמירות מאלו של שתי הרשימות שלעיל.

השוני בין הרשימות טמון בגודלן של החברות הנסחרות בהן, ומכאן שהוא משליך על תנאי הרישום, מחד, ועל היוקרה ועומק השוק הקיים בכל אחת מן הרשימות, מאידך.¹¹²

¹¹⁰ ראו NYSE Manual Article 303A.08 http://nysemanual.nyse.com/lcm/Help/mapContent.asp?sec=lcm-sections&title=sx-ruling-nyse-policymanual_303A.00Introduction&id=chp_1_4_3_1

¹¹¹ לעניין ההוראה הרלוונטית ב-NYSE MKT, ראו NYSE MKT Company Guide, Part 4, Sec. 401, לעיל הערת שוליים 108. לעניין פרשנות המונח "immediate release policy" ראו NYSE Manual, part 2 sec. 202.06, לעיל הערת שוליים 110.

¹¹² ראו אתר הנאסד"ק: <http://www.nasdaqomx.com/transactions/markets/nasdaq> Initial Listing Guide בקישור הבא: <https://listingcenter.nasdaq.com/assets/initialguide.pdf>

5.3.1. הוראות גילוי וממשל תאגידי

ככלל, הדרישות אחידות ביחס לכלל החברות הנסחרות ב-NASDAQ, ואין הבחנה בין הרשימות השונות לעניין זה.¹¹³ ההבדל טמון בדרישות הרישום הנבדלות זו מזו, בין היתר, בספי הכנסה, הון, רווחים, נכסים, הון מונפק ושווי שוק, כאשר דרישות הרישום ל-Nasdaq Capital Market הינן מקלות יחסית.

5.3.2. מעבר בין רשימות

חברות אשר רשומות ב- Nasdaq Global Market (NGM) וב-Nasdaq Capital Market (NCM) יכולות להגיש, בכל עת, בקשה למעבר לרשימת ה-Large cap (NGSM), והעברתן לרשימה המבוקשת כפופה לעמידה בדרישות ההשתייכות לאותה הרשימה, כאשר האחריות על בחינת ההתאמה מוטלת על החברות.

יצוין כי בעבר, עד שנת 2014, Nasdaq ביצעה סקירה שנתית במסגרתה בחנה את החברות שאינן מצויות ברשימת ה-Large cap (NGSM) והאם הן עומדות בדרישות לצורך כניסה לרשימה זו. חברות שעמדו באותן דרישות "עלו" באופן אוטומטי לרשימה זו (אם השתייכו לרשימת ה-Mid-cap (NGM), או שיכלו לבחור לעבור לרשימת ה-Mid cap (NGM) (אם הן השתייכו לרשימת ה-Small cap (NCM), בשנת 2014, בוטלה הסקירה השנתית (באישור ה-SEC)¹¹⁴ וכן בוטל המעבר האוטומטי ל-Large cap (NGSM). הסיבות המרכזיות לשינוי כללו את הנטל הגבוה עבור ה-Nasdaq שהיה כרוך בביצוע הסקירה והיעדר כדאיות כלכלית, בין היתר, הואיל ומעט חברות מהמצופה עמדו בדרישות המעבר ל-Large cap. כמו כן, הסגמנט הפך מוכר וידוע ופחתו הצרכים השיווקיים.

6. קנדה - TSX Venture Exchange

6.1. כללי

ה-Toronto Stock Exchange נוסדה בשנת 1861 ונחשבת היום לאחת הבורסות הגדולות, כאשר מבחינת שווי השוק שלה היא ממוקמת במקום התשיעי. הבורסה מהווה חלק מקבוצת ה-TMX, וממוקמת בטורונטו. נכון לחודש מרס 2017, כ-1489 חברות רשומות בבורסה זו.¹¹⁵

TSX Venture Exchange (TSXV) הוקמה ונפתחה למסחר בשנת 1999, חלק מקבוצת ה-TMX אשר נועדה לתת מענה לחברות צעירות וצומחות שרישום למסחר בבורסה הראשית אינו מתאים להן. חברות ברשימת ה-TSX Venture מסווגות לשני דרגים: דרג 1 (Tier 1) - אליו נכנסות חברות מפותחות יותר שהינן בעלות משאבים פיננסיים משמעותיים יותר; דרג 2 (Tier 2) - אליו נכנסות מרבית החברות. בנוסף, החברות בשני הדרגים מסווגות לאחד מבין ארבעה סגמנטים שעניינם תחומי פעילות: כרייה (mining); נפט וגז (oil & gas exploration and reserves); תעשייה, טכנולוגיה או מדעי החיים (industrial or technology or life sciences); נדל"ן והשקעות (real estate or investment); כאשר דרישות הסף עבור כל סגמנט הן שונות.

¹¹³ ראו NASDAQ Listing Rules ובפרט Rule 5350(b)(1) (Disclosure of material information) and Rule 5600 (Corporate Governance Requirements). בקישור הבא: http://nasdaq.cchwallstreet.com/NASDAQTools/PlatformViewer.asp?selectedn=ode=chp_1_1_4_3&manual=%2Fnasdaq%2Fmain%2Fnasdaq-equityrules%2F

¹¹⁴ ראו The SEC Order - Release No. 34-72538, File No. SR-NASDAQ-2014-067.

¹¹⁵ ר' בקישור: <https://www.tmx.com/resource/en/576>

6.2. פיקוח ורגולציה

בהתאם למבנה הפיקוח בקנדה - אין רגולטור מרכזי לניירות ערך ברמה הפדרלית, ובכל מחוז ישנה רשות מחוזית אשר אמונה על התחום. הרגולטור הרלוונטי לחברות הנסחרות בטורונטו הינו רשות ניירות ערך של מחוז אונטריו (Ontario Securities Commission) אשר נחשבת גם לרשות המרכזית והמשמעותית ביותר מבין המחוזות.¹¹⁶

רשות ניירות ערך היא הרגולטור המרכזי והרגולטור שנמצא בחזית הפיקוח מול החברות. הרשות אחראית, בין היתר, על בדיקת החברות באופן שוטף, וכן על מתן היתר לתשקיפים, בעוד שהבורסה מתמקדת בעיקר בהיבטי המסחר.

6.3. אופן הצעת ניירות ערך (ב-TSXV)

הצעת ניירות ערך בשתי הבורסות מבוצעת בדרך של הגשת תשקיף.

6.4. תנאי מסחר ונזילות

דרישות ותנאי המסחר והנזילות משתנים בהתאם לדרג אליו משתייכת החברה. כך למשל, בתחום הטכנולוגיה והנדל"ן - על חברות אשר משתייכות ל-Tier 1 חלה דרישה למיליון מניות אשר מוחזקות על ידי הציבור, כאשר ישנה חובה לכך שיהיו 250 בעלי מניות מהציבור (עליהם לא חלה הגבלת סחירות בשוק משני). כמו כן, נדרש כי שיעור המניות המוחזק בידי הציבור יהיה 20% לכל הפחות. בשונה מכך, ביחס לחברות אשר משתייכות ל-Tier 2 חלה דרישה ל-500,000 מניות אשר מוחזקות על ידי הציבור, כאשר ישנה חובה לכך שיהיו 200 בעלי מניות מהציבור (עליהם לא חלה הגבלת סחירות בשוק משני). כמו כן, נדרש כי שיעור המניות המוחזק בידי הציבור יהיה 20% לכל הפחות. בנוסף, קיימת דרישה למינוי ספונסר.

6.5. כללי ממשל תאגידי

חברות הבוחרות להירשם למסחר ב-TSXV נהנות ממספר הקלות בדרישות הממשל התאגידי. כך למשל, חברות אלו נדרשות למנות שני דירקטורים עצמאיים לפחות, אולם הן אינן נדרשות במינוי דירקטורים אלה לוועדת הביקורת (אלא נדרשות כי מרבית הדירקטורים המכהנים בה לא יהיו עובדים, נושאי משרה או בעלי שליטה), בעוד שחברות הנרשמות ל-TSX נדרשות שכל חברי ועדת הביקורת שלהן יעמדו בדרישות אי-התלות. תחת זאת נדרשת החברה לגלות כיצד הדירקטוריון מיישם פיקוח בלתי תלוי על ההנהלה.

6.6. דיווחים תקופתיים ומידיים

חברות הבוחרות להירשם למסחר ב-TSXV נהנות ממספר הקלות בנוגע לגילוי. כך, למשל, הן אינן נדרשות בהגשת דוח AIF המספק נתונים על החברה, פעילותה, תחזיותיה, הסיכונים הניצבים בפניה וגורמים חיצוניים אחרים שעשויים להשפיע עליה והקלות מסוימות בפרטי גילוי בדוח ההנהלה ה-(MD&A). לעניין מועדי הדיווח, חברות הנסחרות ב-TSXV נדרשות לפרסם דוח שנתי תוך 120 יום מתום שנת הדיווח לעומת 90 יום לחברות הנסחרות ב-TSX, ונדרשות לפרסם דוח רבעוני תוך 60 יום מתום הרבעון לעומת 45 יום לחברות הנסחרות ב-TSX.

בסיס הדיווח זהה לכל הסגמנטים, אולם בחלק מהסגמנטים מתווספות דרישות נוספות. כך למשל, חברות הנסחרות בסגמנט הכרייה ובסגמנט הגז והנפט נדרשות בהגשת דוחות גיאולוגיים ייחודיים.

¹¹⁶ לצד זאת, קיים ארגון גג של רשויות ניירות הערך המחוזיות אשר נקרא (Canada Securities Administration (CSA) אשר אחראי על מתן הנחיות וקביעת סטנדרטים בשוק ההון הקנדי.

6.7. תמריצים

חברות המבקשות להירשם למסחר ב-TSXV נהנות ממספר הקלות, ובהן: הפחתה ברכיב הקבוע של העמלה הראשונית, הפחתה בתקרת הרכיב המשתנה של העמלה הראשונית, וכן הפחתה בעמלה השנתית.

6.8. מעבר בין בורסות

ההנחה הינה כי חברות קטנות אשר תירשמו למסחר ב-TSXV תעבורנה, בשלב מסוים, ל-TSX. נקבע מסלול המסדיר את המעבר מה-TSXV ל-TSX אשר כולל: (1) הגשה אוטומטית של מסמכי החברה לגורמים הרלוונטיים בבורסה; (2) פטור מתשלום עמלות רישום; (3) פטור מדרישה למינוי ספונסר; (4) תיאום פגישות עם הבורסה לתכנון ההנפקה. בנוסף, הבורסה מאפשרת מעבר בין ה-Tiers השונים ב-TSXV. בהתאם, חברה הנסחרת ב-Tier 2 ב-TSXV ומקיימת את תנאי הרישום של Tier 1 יכולה להגיש בקשה לבורסה לעבור למסחר בקטגוריה זו, והיא לא תידרש בתשקיף חדש. יצוין בהקשר זה כי על-פי הנתונים, מאז שנת 2000 614 חברות עברו מה-TSXV ל-TSX; החברות שעברו מהוות 17% ממדד S&P/TSX Composite Index ומייצגות שווי שוק של כ-125 מיליארד דולר.

7. פולין - NewConnect

NewConnect החלה לפעול בשנת 2007 כשוק נפרד תחת הבורסה בוורשה - WSE (Warsaw Stock Exchange) ומופעלת על ידיה.¹¹⁷ בדומה למצב באנגליה, בורסת ורשה הינה regulated market EU ואילו ה-NewConnect אינה בעלת מעמד של regulated market כי אם multilateral trading facility. ה-NewConnect מיועדת לחברות צמיחה המעוניינות לגייס בין מאות אלפי זלוטי (המטבע המקומי בפולין) עד מיליונים בודדים. בדומה למצב באנגליה, בורסת ורשה הינה regulated market EU ואילו ה-NewConnect אשר הוקמה בתוך בורסת ורשה אינה Regulated market. יצוין כי רשות ניירות ערך בפולין (PFSA - Polish Financial Supervision Authority) אחראית על שוק ההון בפולין ובתוך כך מפקחת גם על ה-NewConnect.

כללי הרשימה הייעודית נקבעו ואושרו על ידי בורסת ורשה ועל ידי ה-PFSA.¹¹⁸ השוק נחשב מוצלח, בעיקר בגלל פונקציית היועץ המלווה, וכן נחשב לשני בגודלו אחרי ה-AIM שבאנגליה.¹¹⁹

נכון לסוף שנת 2015, 418 חברות נסחרות ב-NewConnect (כאשר 10 מתוכן חברות זרות) בשווי של שני מיליון אירו. כמו כן, נכון לאותו מועד, 50 חברות כבר עשו את דרכן מבורסה זו לבורסה הראשית. בשוק קיימים 80 גופים הפועלים כיועצים מוסמכים ונתון מעניין נוסף הוא שהמשקיעים הפרטיים (retail/individual investors) מחזיקים כ-70% מהמחזור בשוק זה.¹²⁰

יצוין כי כדי להגביר את אומן המשקיעים בשוק וכן על מנת לחזק את השוק נעשתה רפורמה בכללי הבורסה ובכלל זה בדרישות הרישום ובדרישות מתן רישיון ליועץ מוסמך, שנכנסו לתוקף בשנת 2014, באופן כזה שהתווספו דרישות

¹¹⁷ אתר הבורסה בפולין: <https://www.gpw.pl/>

¹¹⁸ ראו NEWCONNECT REPORT 2015, בעמ' 16. בקישור הבא:

https://static.gpw.pl/pub/files/PDF/NEWCONNECTraport2015_ang.pdf

¹¹⁹ דוח הבנק העולמי משנת 2015: SME Exchanges in Emerging Market Economies, עמ' 28. בקישור הבא:

<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/21381/WPS7160.pdf?sequence=1>

¹²⁰ ראו NewConnect Opportunity for SME Companies, 2016, בקישור הבא:

https://www.bmwfw.gv.at/Wirtschaftspolitik/Documents/NC_VIENNA2016.pdf

נוספות על אלו שהיו קיימות עובר לרפורמה.

7.1. פיקוח ורגולציה

בדומה למודלים שהוצגו לעיל, גם בורסה זו אימצה מודל פיקוח פרטי לפיו הבורסה מפקחת על החברות הנסחרות ברשימה באמצעות יועץ מלווה (Authorized Adviser) וכן מפקחת על היועץ המלווה. לרשות ניירות ערך הפולנית (PFSA) הסמכות לפקח על הבורסה ועל החברות הנסחרות בה.

תפקידיו של היועץ המלווה דומים במהותם לתפקידו של ה-NOMAD ב-AIM כאשר נעשו התאמות מסוימות לאור ההבדל בין השווקים. תפקידי היועץ המלווה בתמצית: ליווי החברה בהליך ההנפקה או הרישום למסחר תוך בדיקת עמידה בדרישות ובחוקים הרלוונטיים, ליווי החברה לאחר הרישום, בשטף, תוך מתן ייעוץ בענייני רגולציה ויידוא עמידה של החברה בכללי הבורסה, בחובות גילוי ובחוקים רלוונטיים נוספים. עם זאת בשונה מה-AIM חברה נדרשת למנות יועץ מוסמך לשלב הרישום למסחר ול-3 שנים לאחר הרישום.

התנאים לקבלת רישיון יועץ מלווה: (1) מתן ייעוץ או שירותים בתחום שוק ההון או ביצוע עסקאות בתחום כאמור במהלך השנתיים האחרונות, לרבות ייעוץ משפטי ופיננסי; (2) הגוף המבקש אינו צד קשור לחברה או ליועץ מוסמך אחר; (3) הגוף מעסיק לפחות שני יועצים מומחים (Certified Adviser).

תפקיד הבורסה הוא לפקח באופן שוטף על החברות הנסחרות ב-NewConnect כמו גם על היועצים המלווים ופעילותם. הפיקוח על היועצים המלווים מתבצע בשני אופנים: הראשון, פיקוח שוטף על היועצים תוך הטלת סנקציות במקרים בהם היועץ לא מילא את תפקידו כראוי והפר את חובותיו כלפי הבורסה. והשני, בחינה תקופתית הכוללת הערכה שנתית של היועץ המלווה בהתאם למספר קריטריונים וביניהם: איכות החברות להן נותן היועץ המלווה שירותים, איכות המסמכים שהוגשו על ידו לבורסה (בעיקר מסמכי רישום) וציות החברות לכללי הבורסה. ההערכה עשויה להביא לשלילת רישיון היועץ. בידי הבורסה נתונים אמצעי האכיפה הבאים ביחס לחברות: נזיפה; השעיה; מחיקה ממסחר; עיצום כספי; דרישה להמשך מינוי יועץ מלווה גם בתום שלוש שנים ממועד הרישום; דרישה מהיועץ המומחה להכין מסמכים אודות מצבה הפיננסי של החברה. אמצעי אכיפה ביחס ליועצים המוסמכים: נזיפה; השעיה; ביטול רישיון; עיצום כספי.

ה-PFSA גם היא מפקחת על החברות הנסחרות ב-NewConnect בהיבטים הנוגעים ל-IPO ובקרת מסחר. סמכות ה-PFSA הינה רחבה וכוללת בתוכה את הסמכות לנקוט באמצעים כאשר עולה חשש למניפולציה במסחר, מסחר על בסיס מידע פנים וענייני גילוי המוסדרים תחת ה-MAR.¹²¹ יצוין כי סמכות הפיקוח של ה-PFSA חלה גם ביחס לבורסה.

7.2. דרישות רישום

כדי להירשם למסחר ב-NewConnect חברה נדרשת למנות יועץ מלווה ונדרש כי שווי החברה יעמוד על מינימום של 120 אלף אירו; שיעור ההחזקה בידי הציבור יעמוד על 15% אשר יוחזקו בידי 10 משקיעים לפחות; שווי המניה יהיה לכל הפחות על סך 0.024 אירו; ולחברה דוח פיננסי מבוקר לשנה האחרונה. ברשימה הראשית דרישות הרישום כוללות: שיעור החזקה של 15% בידי הציבור; דרישה כי 100,000 מניות שהונפקו יהיו שוות לכל הפחות מיליון אירו; ושווי החברה יעמוד על מינימום 15 מיליון אירו.¹²²

¹²¹ לעניין ה-MAR (market abuse) ראו אתר ה-ESMA:

<https://www.esma.europa.eu/regulation/trading/market-abuse>

¹²² ראו GPW Rules, Chapter 2, בקישור הבא: https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/regulacje/rules_wse.pdf

7.3. אופן הצעת ניירות ערך

במידה והחברה מעוניינת לבצע IPO היא נדרשת להגיש תשקיף אשר טעון אישור ה-PFSE (מדובר במסלול רישום הזהה לזה הנהוג ברשימה הראשית). ככל שמדובר ברישום בלבד, החברה נדרשת להגיש מסמך אינפורמטיבי קצר יותר (כמו תזכיר למשל) ביחס לתשקיף, אשר מאושר על ידי היועץ המוסמך (בפני הבורסה) ועל ידי הבורסה. במידה וחברה מעוניינת לגייס מתחת ל-2.5 מיליון אירו, היא לא תידרש לתשקיף אלא למסמך קצר יותר. כך או כך, היועץ המלווה נדרש לכלול הצהרה כי הוא מאשר שהמסמך נערך בהתאם לכללים ולחוקים הרלוונטיים וכן כי למיטב ידיעתו ובהתאם למידע ולמסמכים שהוצגו בפניו, המידע במסמך הינו נכון, מהימן ומשקף באופן נאות את מצב החברה.

7.4. תנאי מסחר ונזילות

חברה המבקשת להיסחר ב-NewConnect נדרשת למנות עושה שוק (Market Maker).

7.5. כללי ממשל תאגידי

בדומה לחברות הנסחרות ברשימה הראשית, חברות נדרשות להתייחס לכללי הממשל התאגידי בשיטת "אמץ או הסבר".

7.6. דיווחים תקופתיים ומידיים

מבחינת הדיווחים המידיים, החברה נדרשת לתת גילוי אודות כל אירוע שעשויה להיות לו השפעה על מצב החברה (הפיננסי או העסקי) או שעשויה להיות לו השפעה על מחיר המניה. חברות הנסחרות ב-NewConnect נדרשות להגיש דוחות תקופתיים בתדירות חצי שנתית וזאת לעומת הרשימה הראשית - שם תדירות הדיווח היא רבעונית.

7.7. תמריצים

הסוכנות הפולנית לפיתוח התעשייה (Polish Agency for Industrial Development) מעניקה מענק בשווי של 50% מעלות הרישום למסחר לחברות שמעוניינות להירשם למסחר ב-NewConnect. כמו כן, עמלות המסחר הן בשיעור קבוע ואינן משתנות בהתאם לגודל החברה (הסכום נאמד בכאלף דולר לשנה).

7.8. מעבר בין הרשימות

חברה יכול לעבור מה-NewConnect לרשימה הראשית כאשר היא נדרשת לעמוד בכל דרישות הרישום לרשימה הראשית אולם ביחס לדרישת ההון העצמי של החברה - הסף נמוך יותר לחברות שמבצעות את המעבר (מאשר חברות שנרשמות לראשונה למסחר בבורסה בפולין).

6. מודל הפיקוח

מודל הפיקוח הנפוץ בבורסות משניות בעולם הוא זה שנהוג ב-AIM¹²³ באנגליה, ויושם בווריאציות שונות בחלק ניכר מהבורסות המשניות ברחבי העולם. על פי מודל זה, הפיקוח על החברות הנסחרות בבורסה המשנית נעשה על ידי הבורסה, באמצעות יועץ רגולטורי מלווה. יועץ זה מכונה NOMAD ב-AIM. זאת, בשונה מהמודל בבורסה הראשית באנגליה, ה-LSE (London Stock Exchange), שם הפיקוח על החברות נעשה בידי הרגולטור, ה-FCA (Financial Conduct Authority). כלומר, לפי מודל הפיקוח הנפוץ בעולם בבורסות משניות, הבורסה המשנית היא בעלת תפקיד מרכזי במערך הפיקוח והבקרה הן על היועץ הרגולטורי המלווה והן על החברות הנסחרות, ואילו לרשות המפקחת סמכות שיורית ביחס ליועץ הרגולטורי המלווה ולחברות הנסחרות.¹²⁴

לדעת הצוות רצוי היה ליישם מודל של פיקוח על ידי הבורסה הייעודית, באמצעות יועץ רגולטורי מלווה, גם בבורסה הייעודית בישראל. אולם הצוות מצא כי לא קיימת כיום תשתית מתאימה ליישום מודל זה. כמו כן, מבנה הרגולציה הנוכחי בישראל מעלה קשיים לעניין אפשרות מתן סמכויות פיקוח ואכיפה משמעותיות לבורסה הייעודית, שתהיה גוף פרטי הפועל למטרות רווח.

לפיכך, הצוות ממליץ ליישם בבורסה הייעודית עם הקמתה מודל פיקוח, המבוסס על מודל הפיקוח הנוכחי בישראל. קרי, החברות תהיינה מפוקחות במישרין על ידי הרשות, בשים לב לרגולציה אשר מוצע שתחול על אותן החברות, כמפורט בדוח זה, ובהתאם לאופי החברות, גודלן ומאפייניהן, תוך התאמה למודלים מקובלים בעולם בהם הרגולטור הינו הגוף המפקח הראשי. מודל פיקוח כזה קיים גם בבורסות הקנדיות - הבורסה הראשית (Toronto Stock Exchange (TSX) והבורסה המשנית (Toronto Stock Exchange Ventures (TSXV), שגם בהן מתבצע הפיקוח בידי הרגולטור, בדומה למצב בישראל.

הצוות ממליץ כי בעתיד תשוב ותיבחן האפשרות ליישם את מודל הפיקוח על ידי הבורסה הייעודית באמצעות יועץ רגולטורי מלווה.

הפיקוח הישיר בידי הרשות מייתר את הצורך בליווי הנוגע לציות, ועל כן מייתר את הצורך בחובת מינוי יועץ רגולטורי מלווה. במודל פיקוח ישיר על ידי הרשות, הטלת חובת מינוי יועץ רגולטורי מלווה תהווה אף הכבדה רגולטורית ועלות נוספת לחברה בתקופה בה היא רשומה למסחר בבורסה הייעודית.

¹²³ AIM - Alternative Investment Market, הוקמה כשוק בתוך בורסת לונדון ומיועדת לחברות קטנות ובינוניות בצמיחה.
¹²⁴ ראה במסגרת פרק 5 סקירת מודל הפיקוח בבורסות הבאות - בבורסה המשנית (AIM) בבריטניה, באמצעות NOMAD, וכן מודל הספונסר הנהוג בבורסה הראשית LSE, בסינגפור ובהונג-קונג - מודל הספונסר הנהוג ברשימות המסחר הייעודיות בסינגפור ובהונג קונג, וכן במדינות הנורדיות ב-First North, בפולין ב-NewConnect וב- AIM Italy.

לצד זאת, לאור ההנחה כי חלק לא מבוטל מהחברות אשר תפנינה לבורסה הייעודית: תהיינה מטבען קטנות יותר ובעלות פרופיל סיכון שונה; המידע הזמין לגביהן מצומצם יותר; לבעלי תפקידים בהן היכרות וניסיון מועטים יחסית בשוק ההון; וכן הן נעדרות משאבים מתאימים להקמת מערך רגולטורי ושיווקי לשם הצטרפותן לשוק ההון, ולאור הממצאים שעלו מסקירת המשפט המשווה אשר מדגישים את חשיבות הסינון האפקטיבי של חברות שתיסחרנה בבורסה הייעודית, הצוות רואה חשיבות בהקמת מערך תומך בדרך של מינוי ספונסר, בדומה למודל הפיקוח שאומץ בבורסה הקנדית. קרי, הספונסר יסייע בבחינת התאמתן של חברות אלו לשוק הציבורי בשלב ההנפקה לראשונה, ויסייע להיערכותן להנפקה בהיבטים רגולטוריים ועסקיים. תפקידו המרכזי של הספונסר יהיה לערוך בדיקת נאותות לחברות, ולשמש שומר סף בתהליך.¹²⁵ בנוסף, הספונסר ילווה את החברות בתהליך ההנפקה והגיוס עם כניסתן לשוק ההון ויסייע להן ביצירת מפגש עם ציבור המשקיעים ובקידום ההנפקה. תפקידו של הספונסר יסתיים לאחר ההנפקה לראשונה, ולא יכלול אלמנט של ליווי רגולטורי, אשר אינו מתאים ואינו נחוץ במודל הפיקוח המוצע.

מעבר ליתרונות של פונקציה זו מנקודת המבט של החברות, וסיוע להן בצעדיהן הראשונים בשוק ההון כאמור, יש בכך תרומה לשוק ההון בכללותו וזאת ממספר היבטים. הספונסר יסייע, מטבע תפקידו, בהליך סינון אפקטיבי יותר של חברות שאינן מתאימות או אינן בשלות להגיע לשוק ההון ובצמצום חשיפתו של הציבור לחברות מסוג זה. בתפקידו זה, עשוי הספונסר לתרום גם למוניטין הבורסה הייעודית ולעודד כניסתם של משקיעים מוסדיים להשקיע בחברות הנסחרות בבורסה הייעודית וכן לתרום לשכלולו של שוק ההון ולהגברת יעילותו.

הספונסר יהיה כפוף לפיקוח על ידי הרשות ולקבלת רישוי ממנה בדומה למשטר הרישוי והפיקוח החל על חתם.

להלן תובא סקירה של המודל הנהוג באנגליה, תחילה בהרחבה מודל הפיקוח בבורסה המשנית (AIM) באמצעות NOMAD, וכן מודל הספונסר הנהוג בבורסה הראשית LSE. לאחר מכן תובא סקירה של מודל הספונסר הנהוג ברשימות המסחר הייעודיות בסינגפור ובהונג קונג.

יצוין כי מודלים דומים קיימים בבורסות נוספות בעולם, ובכלל זה ב-First North במדינות הנורדיות ב-NewConnect בפולין, וב-AIM Italy¹²⁶, שלושתן מיועדות לחברות צומחות. בהמשך, יתואר בקצרה המודל שאומץ בקנדה לגבי מינוי ותפקידו של sponsor, אשר תפקידו אינו כולל ליווי רגולטורי.

לבסוף, תובא בהרחבה המלצת הצוות בדבר מודל הפיקוח המוצע בבורסה הייעודית.

¹²⁵ הספונסר יחתום על התשקיף וייטול אחריות בגין קיומו של פרט מטעה בתשקיף בדומה לחתימה והאחריות של חתם. סעיף 22 לחוק ניירות ערך מונה את הגורמים החותמים על התשקיף, וכולל ביניהם את החתם. סעיף 31 לחוק ניירות ערך מטיל על מי שחתם על התשקיף אחריות בגין נזק שנגרם בשל קיומו של פרט מטעה בתשקיף. סעיף 33 לחוק קובע מנגנון הגנה ביחס לתביעות עתידיות בשל פרט מטעה בתשקיף (בחוות הדעת, בדו"ח או באישור) ואמונה בתום לב שאכן אין בו פרט כזה. כלומר, כאשר חתם נוטל אחריות לגילוי הניתן בתשקיף מציע לו החוק את הגנת הבדיקה הנאותה - יוכל הוא להתגונן כנגד תביעה שכזו אם יימצא שביצע בדיקה נאותה לכך שהתשקיף לא כולל פרט מטעה.
¹²⁶ ר' הרחבה לגבי הבורסה המשנית באיטליה בקישור -

<http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/perche-aim-italia/percheaimitalia.en.htm>

1. מודל הפיקוח ב-AIM - הרחבה

1.1. רקע

ה-AIM הוקמה בשנת 1995 כשוק בתוך בורסת לונדון (LSE), והיא מיועדת לחברות קטנות וצומחות הכפופות לסטנדרטים מקלים יותר, כבר ממועד הרישום למסחר. חברות המבקשות לרשום את ניירות הערך שלהן למסחר ב-AIM מחויבות במינוי NOMAD ובמינוי Nominated Broker.¹²⁷

ככלל, ה-NOMAD הינו גוף בעל ידע פיננסי רחב אשר קיבל את אישור ה-LSE, ותפקידו ללוות את החברות המבקשות להירשם למסחר ב-AIM ולהעריך ולוודא את עמידתן בכללי הבורסה לכל אורך חייהן כחברות ציבוריות, החל בהליך הרישום למסחר, דרך חובות הדיווח השוטף ורישום משני של ניירות ערך, ועד למחיקת ניירות הערך שלהן ממסחר.

הקריטריונים לאישור ורישום ה-NOMAD אצל הבורסה, הליך האישור, תפקידיו של ה-NOMAD והחובות המוטלות עליו, כמו גם הפיקוח עליו, נקבעים על ידי הבורסה ומוסדרים בכללי ה-AIM (AIM Rules for Nominated Advisers).¹²⁸ בדומה, הליך הרישום למסחר, חובות הגילוי, אופן הדיווח, אחריות לציות והפיקוח על החברות מוסדרים אף הם בכללי ה-AIM (AIM Rules for Companies).¹²⁹ הבורסה בוחנת מעת לעת את הכללים ואת הצורך בעדכון או שינוי של כללים אלה בהתאם לתמורות בשוק. כך, בשנת 2016 עודכנו הן הכללים החלים על ה-NOMADs והן הכללים החלים על חברות.

להלן יתוארו, בתמצית, תפקידי ה-NOMAD, הקריטריונים לרישומה אצל הבורסה ומודל הפיקוח הנהוג ביחס לחברות הנסחרות ב-AIM.

1.2. תפקידי וחובות ה-Nominated Adviser

תפקידו העיקרי של ה-NOMAD הינו הערכת נאותות וכשירות החברה להירשם למסחר בשוק ה-AIM, כמו גם לפקח על עמידתה בכללי ה-AIM (לפני ההנפקה ולאחריה). התפקיד האמור נפרש על פני שלושה שלבים עיקריים במחזור חייה של החברה:

שלב הבקשה להירשם למסחר

בשלב זה, על היועץ הממונה לבחון בדקדקנות את המועמדת למסחר. בין היתר, עליו לבחון:

א. היבטים עסקיים והכנה לרישום למסחר - בחינת תכנית העסקית של החברה, ההיסטוריה הפיננסית שלה, המדינה ממנה היא מגיעה והרגולציה באותה המדינה וכן את זהות בעלי המניות שלה. לא מן הנמנע כי היועץ הממונה ייעזר לשם כך ביועצים חיצוניים שהינם בלתי תלויים בחברה המבקשת (הללו יכולים לסייע לו מאוחר יותר גם בביצוע בדיקת הנאותות של החברה וגם באופן שוטף).

¹²⁷ כאמור, חברות המבקשות להירשם למסחר נדרשות למנות גם Nominated Broker, אשר תפקידו המרכזי הוא לסייע לחברה בשלבי גיוס הון כמו גם לשמש כעושה שוק במניותיה. ממידע שנמסר לנו על ידי גורמים בשוק בעלי היכרות עם ה-AIM, עולה כי בפרקטיקה, מרבית החברות הנסחרות ב-AIM ממנות גורם יחיד הממלא את שני התפקידים והוא למעשה מכהן כ-Nominated Adviser ו-Nominated Broker. על כן בחרנו שלא להרחיב ביחס לפונקציה זו.

¹²⁸ ראו (AIM Rules for Nominated Advisers (July 2016), זמין בקישור:

<http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/advisers/aim-notices/aim-rules-for-nominated-advisers-july-2016.pdf>

¹²⁹ ראו (AIM Rules for Companies (July 2016), זמין בקישור:

<http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/advisers/aim-notices/aimrulesforcompaniesjan16.pdf>

ב. ממשל תאגידי - בחינת זהות הדירקטורים והרכב הדירקטוריון. במסגרת זו, ה-NOMAD נדרש לבחון ולשקול את התאמתם של הדירקטורים (והמועמדים לתפקיד חבר דירקטוריון), בין היתר בדרך של בדיקה וחקירה אודותיהם (למשל באמצעי התקשורת או באמצעות בדיקת הרקע שלהם) ואת תפקודם; בחינת תפקודו של הדירקטוריון כמכלול והתאמתו לצרכי החברה (מבחינת גודל, הרכב, מיומנויות וכדומה).

ג. בדיקת נאותות - בחינת אופן ביצוע בדיקת הנאותות לחברה המנפיקה (עסקית, פיננסית ומשפטית), לרבות פיקוח ובקרה שוטפים על הגורמים המעורבים בביצועה. יוער כי כללי ה-AIM קובעים כי ה-NOMAD נדרש לפקח על בדיקת הנאותות של החברה, ובתוך כך יניח דעתו כי החברה מתאימה להנפקה בבורסה או לחלופין יוודא שהחברה מטפלת בסוגיות המרכזיות שמונעות ממנה להנפיק, עובר להנפקה. בדיקת הנאותות מתבצעת על ידי היועצים של החברה וממצאיה חיוניים עבור ה-NOMAD לצורך מילוי תפקידו לפקח על התהליך ולהבטיח כי ממצאי בדיקת הנאותות משקפת את עסקי החברה ושכל הסוגיות המרכזיות אשר התעוררו בבדיקה טופלו או שאינן משפיעות על התאמת החברה לרישום למסחר.¹³⁰

ד. רישום למסחר - בחינת מסמכי הרישום של החברה. ה-NOMAD מעורב באופן מלא בהכנת מסמכי הרישום (Admission Documents). עליו להניח את דעתו בדבר נאותות המסמך, ובעת הגשת המסמך לבורסה עליו להצהיר בפני הבורסה כי המסמך עומד בכלליה.

שלב המסחר השוטף

בשלב זה, תפקידו של ה-NOMAD:

- א. לקיים קשר תמידי ורציף עם החברה על מנת לוודא שהוא מעודכן בהתפתחויות ושינויים שחלים בה.
 - ב. לבצע הערכות ובדיקות שונות של החברה, לרבות מערך ביקורת הפנים שלה והדיווחים השוטפים, על מנת לוודא שהיא עומדת בכללי הבורסה. כך, על ה-NOMAD לבחון דיווחים רלוונטיים ערב הגשתם לבורסה. יש לציין כי על אף תפקידו זה של ה-NOMAD, האחריות על הציות לכללים מוטלת על החברה.
 - ג. לבצע פיקוח על המסחר בניירות הערך של החברה (בין היתר בקשר עם עסקאות רגישות ומידע פנים) תוך שמירה על קשר עם הבורסה אם וכאשר מזהות חריגות במסחר. בהקשר זה יצוין כי על ה-NOMAD למנות נושא משרה ייעודי אשר אמון על קיום הקשר מול הבורסה.
 - ד. לייעץ לחברה בנוגע לשינויים בדירקטוריון, בהרכבו ובחבריו. כחלק מתפקיד זה, על היועץ הממונה להעריך את כשירותם של מועמדים לתפקיד הדירקטור כמו גם את השפעתם הפוטנציאלית על תפקוד הדירקטוריון כמכלול.
- יצוין כי החברות מחויבות להיוועץ ב-NOMAD בכל אספקט הקשר לרגולציה והוא הכתובת הראשונה אליה פונה החברה כאשר עולה סוגיה הנוגעת לציות, לשוק או לחברה.

¹³⁰ ראו A GUIDE TO AIM - London Stock Exchange, בעמ' 35, בקישור הבא:

<https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/documents/a-guide-to-aim.pdf>
ממידע שנמסר לנו על ידי גורמים בשוק, הלכה למעשה, הליך בדיקת הנאותות נערך על ידי החברה והינו באחריותה, אולם ה-NOMAD באמצעות יועציו המשפטיים בוחן את אמיתות המידע הנכלל במסמכי הרישום ומבצע בקרה מדוקדקת ביחס לבדיקת הנאותות לחברה.

שלב זה הוא שלב אופציונאלי המתממש, אם וכאשר, היועץ הממונה מתקשר עם חברה שכבר רשומה למסחר (למשל, חברה שהחליטה להחליף את היועץ הממונה עמו היא עובדת). ככלל, תפקידו של היועץ הממונה בשלב זה זהה לתפקיד שתואר בשלבים הקודמים. אולם, מאחר שמדובר בחברה שכבר נסחרת, ישנן התאמות לתפקיד בהתאם לנסיבות. כך למשל, על היועץ המלווה החדש להתעדכן מהיועץ המלווה היוצא באשר לחברה ולנסיבות עזיבתו אותה. ככל הנראה, היועץ המלווה החדש לא ידרש לבצע בדיקת נאותות מלאה כפי שנדרשת בשלב הרישום למסחר.

1.3. קריטריונים לרישום כ-Nominated Adviser

הבורסה קובעת קריטריונים נוקשים וברורים לגוף המבקש להירשם כ-NOMAD. הקריטריונים הינם כדלקמן:

- התאגדות כתאגיד;
- ניסיון של שנתיים לפחות בייעוץ בתחומי המימון התאגידי, ומעורבות בלפחות שלוש עסקאות בתחום זה בתקופה האמורה;
- העסקה של ארבעה מנהלים כשירים (qualified executives), לפחות, בעלי ניסיון בתחום. לעניין זה, ניסיונם של המנהלים ייבחן על ידי הבורסה הן כיחידים והן כקבוצה;
- מילוי והגשה של טפסי הרישום לבורסה וכן כל מידע אחר שהבורסה תבקש (מידע, מסמכים ואישורים שונים);
- תשלום אגרת רישום ותשלום אגרה שנתית.

יש לציין כי הקריטריון השלישי נחשב לעיקרי והחשוב ביותר. יצוין כי הבורסה שומרת לעצמה את הזכות לפסול מועמד, גם אם הוא מקיים את כל הקריטריונים שהוזכרו לעיל, ולחילופין להתנות את בקשתו בתנאים שונים, ככל הנדרש לצורך שמירה על המוניטין והיושרה של הבורסה.

רשימת ה-NOMADs המורשים הינה פומבית,¹³¹ ועל פי רוב מדובר בגופים הפועלים בשוק ההון, ובכלל זה חברות השקעות, חברות ייעוץ פיננסי, בנקי השקעות, חברות ייעוץ, משרדי עורכי-דין, משרדי רואי חשבון ועוד. כמו כן נמצא כי אין גודל אחיד לחברות הללו, וכל NOMAD מספק שירותים לכמות שונה של חברות.

¹³¹ ראו רשימת NOMAD מאושרים באתר בורסת לונדון:

www.londonstockexchange.com/exchange/companies-and-advisors/aim/for-companies/nomad-result.html?initial=0

1.4. יחס הפיקוח בין ה-NOMAD, הבורסה וה-FCA וכן בין הגורמים הללו לבין החברות

ככלל, וכפי שיתואר להלן, חברות הנסחרות ב-AIM מפוקחות באופן ישיר על ידי הבורסה, באמצעות ה-NOMAD כגורם פיקוחי מתווך.¹³² לרגולטור (FCA) ישנה סמכות שיורית ביחס לחברות הנסחרות בקשר עם נושאים שתחת סמכותו, כמו גם לעניין הפרת הוראות הדין וכללי הבורסה.¹³³

תפקידי הגופים בקשר עם בדיקת התשקיף משתקפים היטב בהוראה מתוך ה-AIM Rules for Companies, לפיה על הפסקה הבאה, כלשונה, להופיע בהדגשה בעמוד הראשון של מסמך ההנפקה, לצד שמו של ה-NOMAD.

“AIM is a market designed primarily for emerging or smaller companies to which a higher investment risk tends to be attached than to larger or more established companies. AIM securities are not admitted to the official list of the United Kingdom Listing Authority. A prospective investor should be aware of the risks of investing in such companies and should make the decision to invest only after careful consideration and, if appropriate, consultation with an independent financial adviser. Each AIM company is required pursuant to the AIM Rules for Companies to have a nominated adviser. The nominated adviser is required to make a declaration to the London Stock Exchange on admission in the form set out in Schedule Two to the AIM Rules for Nominated Advisers. The London Stock Exchange has not itself examined or approved the contents of this document.”

א. פיקוח על ה-NOMAD

פיקוח על ידי ה-AIM

כאמור לעיל, הבורסה היא זו שמפקחת על פעילות ה-NOMAD באופן שוטף, לרבות הסמכות לבצע ביקורות ובחינות לעניין תפקודו ותפקוד נושאי המשרה המכהנים בו. הפיקוח על ה-NOMAD מבוצע באמצעות צוות ייעודי (AIM Regulation Team), אשר מורכב מעורכי דין, רואי חשבון ומומחים בתחום המימון התאגידי. כאמור לעיל, הקו המנחה מאחורי הפיקוח הוא שמירה על המוניטין והיושרה של ה-AIM, ועל כן, הפיקוח ייעשה בהתאם לכללים ולהגבלות הקבועים בכללי ה-AIM.

¹³² להלן תיאור סמכות ה-AIM מתוך אתר בורסת לונדון <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/aim/aimregulatorylandscape.pdf>

The activities of the AIM Regulation team within the Exchange include: policy matters and changes to the AIM rule books; authorizing and approving firms to act as nominated advisers; providing advice and guidance to nominated advisers on the interpretation of the AIM Rules; and providing oversight of the performance by the nominated advisers of their obligations owed to the Exchange pursuant to the AIM rules. Furthermore, the AIM Regulation team undertakes investigations and considers disciplinary action in respect of potential breaches of the AIM rule books by AIM companies and/or nominated advisers.

The Market Supervision team at London Stock Exchange monitors the trading in AIM securities that is undertaken on the Exchange by member firms to ensure trading is orderly, efficient and in compliance with the London Stock Exchange's trading rules. It also refers to the FCA potential cases of market abuse that it may identify

¹³³ להלן תיאור סמכות ה-FCA מתוך אתר בורסת לונדון <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/aim/aimregulatorylandscape.pdf>

From an AIM company perspective, it (the FCA) has powers to investigate disclosures made by an AIM company where they may be false or misleading statements and which (intentionally or recklessly) induce investors to trade or refrain from trading in the company's securities. The FCA is also the competent authority in respect of the compliance with the relevant aspects of the FCA's Disclosure and Transparency Rules which apply to UK companies on AIM (i.e. vote (holder and issuer notification rules under DTR 5).

From a secondary market perspective (i.e. in respect of the trading of shares in the secondary market), the FCA has both civil and criminal powers available to it to identify and prevent market abuse and will also work with other law enforcement agencies in combatting this

כללים אלה קובעים כי ה-NOMAD נדרש לפנות לבורסה בכל מצב בו עולה ספק לגבי פירוש כללי הבורסה, וכן עליו לפנות לבורסה בהקדם האפשרי אם הוא חושד שחברה עברה על חוקי הבורסה. בהבהרה שהוציאה הבורסה בחודש יוני 2016, צוין כי ה-NOMAD אחראי לדווח לבורסה רק על הפרות של כללי ה-AIM.¹³⁴

מבחינת בדיקת המסמכים - ככלל ה-NOMAD הוא הגורם שבוחן את מסמכי הרישום של החברות והוא נותן את אישורו לבורסה ביחס למסמכים. במקרים נדירים חברי ה-AIM יבקשו לבדוק את המסמכים. כך למשל במקרים בהם ישנו חשש להפרה, לאי עמידה בכללי הבורסה או לאור דיווח של ה-NOMAD.¹³⁵

במקרים בהם ה-NOMAD מפר את התחייבויותיו, לא מבצע את תפקידו כנדרש, או חדל לעמוד בקריטריונים לרישום, עומדים לרשות הבורסה כלי אכיפה בדרך של הטלת סנקציות שונות, כגון: פרסום מכתבי אזהרה, קנסות וביטול רישיון ה-NOMAD.

פיקוח על ידי ה-FCA

פיקוח על ה-NOMAD על ידי ה-FCA ייעשה מקום בו ה-NOMAD הוא גם financial services firm אשר מפוקח על ידי ה-FCA. קרי, הפיקוח הישיר של ה-FCA על ה-NOMAD בהקשר זה, ייעשה בכובעו של ה-NOMAD כמוסד פיננסי, וההתייחסות לתפקידו ביחס לחברות הנסחרות ב-AIM תהיה באופן עקיף.

ב. פיקוח על החברות

פיקוח על ידי ה-AIM

הבורסה (באמצעות ה-NOMAD) מפקחת על הציות לכללי הבורסה (AIM Rules for companies) ובפרט על הציות לכללי הגילוי וכן מבצעת בקרת מסחר. בנוסף, הבורסה מפקחת על החברות באמצעות צוות ייעודי (AIM market supervision team). ברשות הבורסה כלי אכיפה למצב בו חברה אינה עומדת בכללי הבורסה: (1) שליחת הודעת אזהרה; (2) הטלת קנס; (2) גינוי הפעולה; או (3) מחיקת החברה מהבורסה; (4) החברה נדרשת לדווח אודות הצעד האכיפתי שננקט על ידי הבורסה והסיבה לכך.

כללי הבורסה קובעים כי בנוסף לאמור לעיל, אי ציות לכללי ה-AIM עשוי להוביל להשעיה ממסחר. השעיה ממסחר תתרחש בנוסף מקום בו לחברה אין NOMAD מכהן (יצוין כי במידה והחברה לא מינתה NOMAD חדש בתוך חודש מתחילת תקופת ההשעיה, היא תימחק ממסחר).

במקרה של אי סדרים העולים בבקרת המסחר או הפרת הכללים שתחת פיקוח ה-FCA כפי שיובאו להלן, הבורסה מפנה את המקרה ל-FCA.¹³⁶ כמו כן, חברה, אשר נמצאת תחת חקירה או הליך אכיפה של ה-FCA, נדרשת להודיע על כך לבורסה באמצעות ה-NOMAD.

¹³⁴ ראו AIM NOTICE 45, יוני 2016:

<http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/advisors/aim-notices/aim-notice-45-final.pdf>
¹³⁵ האמור מבוסס על שיחות עם גורמים בשוק בעלי היכרות עם פעילות ה-AIM. ראו גם schedule two ל-AIM Rules for Companies, לעיל הערת שוליים 132, בעמ' 19, שם מצוין כי חברה נדרשת לכלול הבהרה בעמוד הראשון של מסמך הרישום כי "הבורסה לא בחנה או אישרה את תוכן המסמך".

¹³⁶ ראו AIM Regulatory Landscape - Who's Who, בעמ' 2-3, בקישור הבא:
<http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/regulatory-landscape/aim-landscape-infographic.pdf>

פיקוח על ידי ה-NOMAD

כללי הבורסה מטילים על ה-NOMAD חובת זהירות וחובה לפעול במיומנות. אולם הם אינם מסדירים את החובות או היחסים בין החברה לבין ה-NOMAD ואלו מוסדרים באמצעות הסכם שנחתם בין הצדדים האמורים. זאת, למעט ההיבטים הבאים: הבורסה קובעת כללים בדבר עצמאות ה-NOMAD ובדבר החובה לאמץ מנגנונים להבטחת היעדר ניגוד עניינים; בכללי הבורסה לחברות הנסחרות ב-AIM צוינו נושאים עיקריים שנדרשים להופיע בהסכם בין החברה לבין ה-NOMAD (1): שכר הטרחה שישולם ל-NOMAD, כאשר לרוב יהיה מדובר בתשלום שוטף (ריטיינר) שנתי שייקבע מראש וישולם מראש אחת לרבעון; (2) התייחסות לחובת החברה להעביר ל-NOMAD את כל המידע הדרוש לו וכן לחובה של החברה להתייעץ אתו לפני קבלת החלטות מהותיות.

כפי שצוין לעיל, החברות מחויבות במינוי NOMAD בכל עת, באופן שאם ה-NOMAD פסק מלכהן בתפקידו (בין ביוזמתו ובין ביוזמת החברה), על ה-NOMAD לפרסם הודעה בעניין ועל החברה למנות NOMAD חלופי בתוך חודש ימים, כתנאי להמשך המסחר בניירות הערך שלה. תנאי זה משקף את החשיבות המוקנית ל-NOMAD ולתפקידו ומחזק את מעמדו של ה-NOMAD מול החברה.

יצוין כי הגם שאחריות ה-NOMAD היא ככלל כלפי הבורסה, עשויה לצמוח לו גם אחריות לפי הדין הכללי כלפי המשקיעים מכוח תפקידו והאחריות המוטלת עליו.

פיקוח על ידי ה-FCA

ל-FCA סמכות פיקוח ביחס לחברות הנסחרות ב-AIM, מקום בו חלה הרגולציה ברמה האירופאית וכן הוראות וכללים ספציפיים של ה-FCA, כמפורט להלן:

א. מניפולציות במסחר ושימוש במידע פנים (market abuse) - מגבלות לעניין זה חלות מכח ה-Market Abuse Regulation שהינה רגולציה אירופאית הקובעת הוראות המתייחסות בעיקר לשימוש במידע פנים ומניפולציות במסחר. בתוך כך נקבעו בחוק הוראות לזיהוי, מניעה ואכיפה של מקרים כאלו. בחודש יולי 2016 הורחבה תחולת החוק גם על ה-AIM. המשמעות הינה של-FCA¹³⁷ יכולת חקירה ואכיפה אזורית ופלילית כדי לזהות ולמנוע market abuse כאשר הכללים, הפיקוח והאמצעים זהים בכל השווקים.¹³⁸ קרי, סמכות זו חלה באופן זהה ביחס לחברות הנסחרות ב-LSE וב-AIM. הואיל ומדובר בתיקון חדש יחסית, ישנם נושאים רבים המוסדרים הן בכללי הבורסה והן בחקיקה זו ועל כן כיום ישנן כפילויות מבחינת הפיקוח והאכיפה בהקשר זה. במקרה של הפרת הכללים, יתקיים שיתוף פעולה בין ה-FCA לבין ה-AIM כאשר האכיפה תבוצע על ידי גוף אחד, ככל הנראה על ידי ה-FCA.

ב. גילוי אודות החזקות בעלי עניין - במסגרת כללי הגילוי אשר מעוגנים בכללי ה-FCA (FCA's Disclosure and Transparency Rules) חברות הנסחרות ב-AIM כפופות לכללים המנויים ב-DTR 5: הוראות ביחס לגילוי על החזקות בעלי עניין, כאשר חובת הדיווח חלה על המחזיקים (כלפי החברה) ועל החברה (כלפי המשקיעים).¹³⁹

¹³⁷ לעניין אחריות ה-FCA לפקח על עמידה בכללים האמורים ראו Section 401 of the Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA).

¹³⁸ ראו כללי ה-MAR החלים על מדינות אירופה (2016):

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014R0596>

¹³⁹ ראו section 5 ל-Disclosure Guidance and Transparency Rules sourcebook (vote holder and issuer notification rules - section 5) זמין בקישור: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/DTR.pdf>

ג. הגילוי בתשקיף - חובות הגילוי והוראות נוספות ביחס לצורתו ותוכנו של תשקיף מוסדרות בדירקטיבה האירופית (Prospectus Directive), אולם זו חלה רק ביחס לחברות המגישות תשקיף. לרוב, החברות ב-AIM רושמות את ניירות הערך שלהן למסחר באופן שאינו טעון תשקיף אלא עריכה והגשה של admission document אשר נבדק על ידי ה-NOMAD. חברה הרשומה למסחר ב-AIM ורוצה לבצע הצעה לציבור תידרש להגיש תשקיף שייבדק גם על ידי ה-FCA.

ד. דיווחים מטעים או שקריים (Misleading statement) - ל-FCA הסמכות לחקור גילויים / דיווחים של חברות כאשר הם עשויים להיות מטעים או שקריים (בכוונה או בטעות) ויש בהם כדי להטעות את המשקיעים בקבלת החלטות השקעה ומסחר.

ה. ביחס למגזר הפיננסי, ל-FCA יש חוקים המתווים את אופן ההתנהגות של אותן חברות מול לקוחות וכיצד חברות אלו נדרשות לעשות עסקים (בעיקר אודות התקשרות עם לקוחות).¹⁴⁰

ו. חלים כללי Short selling של ה-FCA המקנים יכולת ההתערבות ל-FCA בעסקאות short.¹⁴¹

ז. מידע אודות הפרות של כללים אלו על-ידי חברות הנסחרות ב-AIM עשוי להגיע מגורמים פרטיים המדווחים לרשות אודות הפרות, מה-AIM או מבדיקות יזומות המתבצעות על ידי ה-FCA.¹⁴²

ג. בקרת מסחר

ה-AIM עושה שימוש בפלטפורמת בקרת המסחר (market surveillance) של ה-LSE ועורכת בקרת מסחר ביחס למסחר ב-AIM. את בקרת המסחר מבצע הצוות הייעודי ב-AIM והוא בוחן האם המסחר תקין, יעיל, ובהתאם לכללי המסחר של ה-LSE. במידה והנתונים יעלו חשש ב-AIM אודות הפרה אפשרית של כללי ה-FCA על ידי חברה נסחרת, ה-AIM יעביר את המידע ל-FCA.

2. מודל הספונסר: רישום בסטנדרט ה-Premium באנגליה

2.1. רקע

תפקידו של הספונסר מאופיין אף הוא באלמנטים של ייעוץ רגולטורי, אך הוא מצומצם ביחס לתפקיד ה-NOMAD שכן הוא אינו כולל ליווי שוטף של החברה לאורך התקופה בה היא נסחרת בבורסה, אלא בעיקר בשלב ההנפקה, ובמספר מצבים נקודתיים המעוררים צורך בהגנה מוגברת על ציבור המשקיעים. כמו כן, בשונה מה-NOMAD, הספונסר מפקח על ידי ה-FCA.

¹⁴⁰ לעניין תחולת החוק ראו סעיף 1.1. ל-Conduct of Business sourcebook בקישור: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COBS.pdf>

¹⁴¹ להרחבה ראו אתר ה-FCA <https://www.fca.org.uk/markets/short-selling> ראו גם אתר ה-European Commission https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/securities-markets/short-selling_en

¹⁴² כפי שעלה משיחות שנערכו עם נציגים מהשוק בעלי היכרות עם ה-AIM.

כללי הרישום (Listing Rules)¹⁴³ של ה-LSE מטילים חובה על חברות המבקשות להנפיק הון ב-premium listing של ה-LSE למנות ספונסר העונה לקריטריונים שיפורטו להלן.¹⁴⁴ חובה זו, איננה חובה מוחלטת. היא חלה, בין היתר, במקרים הבאים: (1) בעת הגשת בקשת רישום למסחר (admission), ובפרט בעת הגשת מסמכי הרישום (כדוגמת התשקיף); (2) בעת הגשת חוזר (circular) בקשר עם ביצוע רכישת מניות לאוצר (3) (purchase of own shares); מקום בו עולה חשד מצד ה-FCA להפרה של הוראות הדין; (4) בעת ביצוע עסקאות עם בעלי עניין וצדדים קשורים (related party).

2.2. תפקידי וחובות הספונסר

תפקידו של הספונסר הוא משולש.¹⁴⁵ ראשית, עליו להדריך את החברה ואת הדירקטורים שלה באשר לחובות הנובעות מהרישום בסטנדרט ה-premium.¹⁴⁶ שנית, עליו לוודא כי החברה הנעזרת בשירותיו עומדת בדרישות החוק, לרבות כללי הרישום וכללי התשקיפים, וכי הדירקטוריון שלה אימץ נהלים והליכים שיאפשרו לה להמשיך ולציית לכללי הרישום, הגילוי והדיווח.¹⁴⁷ לבסוף, עליו לספק ל-FCA כל הסבר או אישור הנדרשים להוכחת עמידתה של החברה בדרישות הרישום, והוא יהווה גורם מתווך מול ה-FCA בכל הקשור לכך (ובכלל ביחס לחברה). נציין כי הספונסר נדרש למנות בעל תפקיד ייעודי שיהיה אמון על התקשורת עם ה-FCA.¹⁴⁸

חובותיו של הספונסר הן כדלקמן: (1) לוודא, כי המידע שהוא מספק ל-FCA הוא מדויק ושלם, ולעדכן את ה-FCA על כל שינוי מהותי שחל במידע; (2) ליידע את ה-FCA על כל הפרה או חשד להפרה של הוראות הדין באופן מיידי; (3) למלא תפקידו בזהירות ובמיומנות סבירות (act with due care and skill); (4) למלא תפקידו בכנות (honesty) ובישור (integrity); (5) לוודא שניגודי עניינים לא פוגעים ביכולתו למלא את תפקידו ושאינם פוגעים באמון השוק בספונסרים; (6) להגיש ל-FCA מדי שנה הצהרה בדבר עמידתו בדרישות החוק ובקריטריונים לרישום, ולספק ראיות מתאימות המעידות על עמידתו כאמור.

נציין כי כללי הרישום מטילים חובה מקבילה על חברה המבקשת להירשם למסחר בסטנדרט ה-premium לשתף פעולה עם הספונסר, ולספק לו את כל המידע הדרוש לו לשם מילוי תפקידו.

¹⁴³ ראה סעיף 8.2 ל-Listing Rules בקישור להלן:

www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/8/2.html

¹⁴⁴ לעניין הקריטריונים ראו סעיף 8.6.5 ל-Listing Rules בקישור להלן:

www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/8/6.html

¹⁴⁵ ראה סעיף 8.3 ל-Listing Rules בקישור להלן:

www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/8/3.html

¹⁴⁶ ובפרט אלו הנובעות מכללי הרישום (listing rules), כללי הדיווח (disclosure rules) וכללי הגילוי (transparency rules). ראה סעיפים 8.3.1 ו-8.3.4 ל-Listing Rules.

¹⁴⁷ ראה סעיף 8.4.2 ל-Listing Rules בקישור להלן:

www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/8/4.html

¹⁴⁸ סעיפים 8.6.19 ו-8.6.20 ל-Listing Rules עוסקים בדרישה למינוי איש קשר ראשי מטעם הספונסר. זאת, בנוסף לדרישה הקבועה בסעיף 8.3 המתואר לעיל. וראה קישור להלן:

www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/8/6.html

2.3. מודל הפיקוח על הספונסרים

ה-FCA אמונה על הפיקוח על הספונסרים. ככלל, ספונסר אינו חייב באישור ה-FCA כדי לפעול, אולם בפועל מרביתם פונים לקבלת אישור. לצורך הפיקוח, כללי הרישום מסמיכים את ה-FCA לדרוש מהספונסרים מסמכים ו/או מידע הקשור לפעילותם.¹⁴⁹

כמו כן, ה-FCA מוסמכת להטיל הגבלות (restrictions) ומגבלות (limitations) על השירותים שספונסר מסוים רשאי להעניק, בין היתר, במקרים הבאים (רשימה שאינה סגורה): (1) כאשר קיים חשד שהספונסר חסר את הכישורים או המיומנויות הנדרשים למילוי תפקידו; (2) כאשר קיים חשד שהספונסר חסר את הבקורות הרלוונטיות לפעילותו. בנוסף, ה-FCA מוסמכת לבצע ביקורות (supervisory visits) תקופתיות או אד-הוק אצל הספונסר, בכפוף לתיאום עמו מראש.

את עבודת הפיקוח בפועל מבצע צוות ייעודי שה-FCA הקימה לצורך פיקוח על הספונסרים (sponsor supervision team). צוות זה משתף פעולה עם מחלקות אחרות ב-FCA (כדוגמת מחלקת אכיפה) ועם רגולטורים ו/או גופי פיקוח אחרים (כדוגמת הבורסה).

3. מודל הספונסר ברשימה המשונית בבורסת סינגפור (SGX Catalyst)

3.1. רקע

מודל הפיקוח ברשימת המסחר הייעודית ב-SGX, ה-Catalist, הינו מודל פיקוח המבוסס על מודל הפיקוח ב-AIM, קרי מבוסס פיקוח על ידי הבורסה באמצעות יועץ רגולטורי מלווה (המכונה ברשימה הייעודית בבורסה זו ספונסר).¹⁵⁰ מודל זה, שנכנס לתוקף בשנת 2008 עם תחילת פעילותה של רשימת המסחר, ומושתת על מודל ה-NOMAD הנהוג ב-AIM,¹⁵¹ מחייב חברות המבקשות להירשם למסחר ב-Catalist לשכור את שירותיו של ספונסר מורשה,¹⁵² שיכין אותן להנפקה ויהא אמון על עמידתן בדרישות החוק.

הספונסרים הם חברות מקצועיות בעלות מומחיות בנושאי מימון תאגידי וייעוץ בענייני ציית. הספונסרים כפופים לפיקוח שוטף של ה-SGX ונדרשים לעמוד בקריטריונים נוקשים לרישום ולפעילות.¹⁵³ תפקידם העיקרי של הספונסרים הוא לקבוע האם החברה כשירה לרישום למסחר ב-Catalist, ולפקח על ציית החברה לדרישות הרישום השוטפות.

כפי שיפורט בהמשך, קיימים שני סוגים של ספונסרים: (1) ספונסר מלא (Full Sponsor) - המוסמך ללוות חברות הן בשלב ההנפקה והן בשלבי המסחר השוטף; (2) ספונסר למסחר שוטף (Continuing Sponsor) - המוסמך ללוות את החברה במסחר השוטף שלאחר ההנפקה בלבד. למועד כתיבת הדוח, ישנם 17 ספונסרים הרשומים ב-Catalist, מתוכם 12 מלאים ו-5 למסחר שוטף.¹⁵⁴ ספונסר מלא מקבל אחריות הן בשלב המקדים להנפקה והן בשלב המסחר השוטף ועל

¹⁴⁹ ראה סעיף 8.7.1A ל-Listing Rules. ראה קישור להלן:

<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/8/7.html>

¹⁵⁰ למידע בנוגע לרשימה הייעודית בבורסת סינגפור (SGX Catalyst), ראה קישור להלן:

http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/listings/getting_started/listing_process

¹⁵¹ להרחבה על תהליך הפיתוח של מודל הספונסר, ראה כתבה באתר Mondaq בקישור להלן:

www.mondaq.com/x/56908/Company+Formation/SGX+Unveils+Catalist+SponsorSupervised+Listing+Platform+For+Fast+Growing+Companies

¹⁵² אשר קיבל את אישור הבורסה לפעול כספונסר ומפוקח על-ידה.

¹⁵³ לפירוט הקריטריונים לרישום ראה אתר ה-SGX בקישור להלן: www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/regulation/listing/listing_catalist?WCM_PORTLET=PC_7_2AA4H0C098AJ60A019R4A70001017268_WCM&WCM_GLOBAL_CONTEXT=/wps/wcm/connect/sgx_en/home/regulation_v2/SA_Listing/SA_Catalist_Sponsors/SA_Admission

¹⁵⁴ בכל הנוגע למי הם הספונסרים הפעילים ב-Catalist, ראו:

www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/catalist/active_sponsors

כן הקריטריונים לרישום החלים עליו נוקשים יותר מאלו החלים על הספונסר למסחר שוטף. מבחינת היבטי אחריות - לספונסרים אחריות כלפי המשקיעים מכוח הדין הכללי והאחריות הינה אישית לכל עובד ועובד בחברת הספונסר וכן קיימת אחריות ברמת החברה לכישלון היחיד.¹⁵⁵

3.2. קריטריונים לרישום

ה-SGX קובעת קריטריונים נוקשים וברורים לחברה המבקשת להירשם כספונסר ואחריות על מתן הרישוי לספונסרים ועל הפיקוח עליהם.¹⁵⁶ כאמור לעיל, מאחר שהיקף האחריות של הספונסר המלא רחב יותר, הוא יידרש לעמוד בקריטריונים מחמירים יותר לרישום. להלן תוצג סקירה של הקריטריונים לרישום החלים על הספונסרים השונים.

ספונסר מלא:¹⁵⁷

(1) תאגיד; (2) הון בסיסי של 500,000 דולרים סינגפוריים וביטוח שיפוי מספק לצורך פעילותו; (3) פעילות ממושרת בסינגפור; (4) העסקת מנהלים ודירקטורים כשירים וראויים; (5) ניסיון מוכח כ- Lead Issue Manager; (6) קיומו של מוניטין וניסיון עבודה מוכח כספונסר; (7) עמידה בדרישות הדין; (8) קיומו של כוח אדם ומשאבים מספקים לביצוע התפקיד. במסגרת כך, הספונסר נדרש להעסיק לפחות שלושה עובדים העונים להגדרת מומחה רשום (Registered professionals), כאשר לכל הפחות אחד מהם בעל ניסיון של למעלה מ-10 שנים בייעוץ בתחומי המימון התאגידי (Corporate Finance Advisery Work), או תחום הקשור לכך. כמו כן, היועץ הנ"ל נדרש להוכיח כי ייעץ ברמה הניהולית או הפיקוחית ללא פחות מ-5 חברות שביקשו להירשם למסחר ב-10 השנים האחרונות. בנוסף, לפחות שניים מן המומחים הרשומים יהיו בעלי ניסיון של 5 שנים בייעוץ בתחום המימון התאגידי, ולפחות אחד מהם ייעץ ברמה הניהולית או הפיקוחית ל-3 חברות שביקשו להירשם למסחר טרם הגשת הבקשה; (9) על הספונסר להיות עצמאי ולהימנע מניגוד עניינים עם הישויות אותן הוא מלווה;¹⁵⁸ (10) מילוי טפסים מחייבים (לספונסרים ולמומחים הרשומים); (11) תשלום אגרות.¹⁵⁹

¹⁵⁵ האמור מבוסס על שיחות שקוימו עם גורמים בשוק בעלי היכרות עם השוק בסינגפור. ראו בנוסף סעיף 239 ל-catalist rules, זמין בקישור: http://rulebook.sgx.com/en/display/display_viewall.html?rbid=3271&element_id=3247

¹⁵⁶ http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/regulation/listing/listing_catalist

¹⁵⁷ ראו טבלת ההשוואה בין ספונסר מלא לספונסר למסחר שוטף.

ראו גם את ה-Rules Catalist II, אשר תומך את הכתוב לעיל, בקישור:

rulebook.sgx.com/en/display/display_viewall.html?rbid=3271&element_id=3201

כמו כן, ניתן לבחון את ה-Practice Note 2A Eligibility Criteria for Sponsors, אשר מרחיב את הדרישות מהספונסרים, בקישור:

rulebook.sgx.com/en/display/display.html?rbid=3271&element_id=3688

¹⁵⁸ להרחבה על הדרישות לעצמאות של הספונסרים, ראו 2D Sponsor Independence, Appendix, בקישור:

rulebook.sgx.com/en/display/display.html?rbid=3271&element_id=3619

¹⁵⁹ לבחינת הטפסים, ראה חלק IV ב- Catalist Rules, בקישור:

http://rulebook.sgx.com/en/display/display_viewall.html?rbid=3271&element_id=3224

כן, את הקישורים:

rulebook.sgx.com/en/display/display.html?rbid=3271&element_id=3591 ביחס לספונסרים

rulebook.sgx.com/en/display/display.html?rbid=3271&element_id=3606 ביחס למומחים הרשומים

(1) תאגיד; (2) הון בסיסי של 250,000 דולרים סינגפוריים, וביטוח שיפוי מספק לצורך פעילותו; (3) פעילות ממשרד בסינגפור; (4) העסקת מנהלים ודירקטורים כשירים וראויים; (5) ניסיון בייעוץ בתחומי המימון התאגידי או הציות; (6) קיומו של מוניטין וניסיון עבודה מוכח; (7) עמידה בדרישות החוק; (8) קיומו של כוח אדם ומשאבים מספקים לביצוע תפקידו. במסגרת כך, הספונסר נדרש להעסיק לפחות שני מומחים רשומים, כאשר לכל הפחות אחד מהם בעל ניסיון של למעלה מ-5 שנים בייעוץ בתחומי המימון התאגידי או בתחום הקשור לכך; (9) על הספונסר להיות עצמאי ולהימנע מניגודי עניינים עם הישויות אותן הוא מלווה; (10) מילוי טפסים מחייבים (לספונסרים ולמומחים הרשומים); (11) תשלום אגרות.

3.3. תפקידי וחובות הספונסר

תפקידו של הספונסר הוא כפול. ראשית, הוא נדרש ללוות ולהדריך חברות המבקשות להירשם למסחר ב-Catalist. שנית, הוא נדרש לוודא כי החברות עומדות בקריטריונים לרישום וכי הן ראויות למסחר. תפקידו זה נמשך לאורך כל מחזור חייה של החברה, החל בשלב טרום הרישום, דרך ההנפקה וכלה במסחר השוטף (בכפוף להבחנה בין ספונסר מלא לספונסר למסחר שוטף). הספונסר כפוף לפיקוח ובקרה הדוקים מצד ה-SGX ונדרש לפעול בהתאם לכללי הבורסה (Catalist Sponsors Compliance Guidelines).¹⁶¹

על-פי העקרונות המנחים ודרישות ה-SGX, על הספונסר לבחון את החברה אותה הוא מלווה בצורה מעמיקה, ובין היתר, לבדוק את הבאים: (1) המודל העסקי והתכניות העסקיות שלה לעתיד; (2) מצבה הפיננסי (לרבות מצב ההון והעבר הכלכלי של החברה); (3) התנהלות ההנהלה, לרבות מוקדי כוח ותחלופת חברי ההנהלה, והיסטוריה של בעיות ציות (ככל שישנן); (4) רמת הכשירות (suitability) של הדירקטורים וחברי ההנהלה ורמת והאמצעים שהם מפעילים לצורך ציות לכללי הרישום; (5) המשאבים, המערכות, התהליכים ובקורות הפנים של החברה.¹⁶²

יש לציין, כי במידה והספונסר עד להפרה של כלל או חוק מצד החברה אותה הוא מלווה, עליו לפעול בהתאם למדיניות לחשיפת שחיתויות (Whistle Blower Policy) ולהימנע מהמשך עבודה עם החברה.

¹⁶⁰ ראו Practice Note 2C Guidelines For Continuing Sponsorship להרחבה בנושא:

rulebook.sgx.com/en/display/display.html?rbid=3271&element_id=3706

¹⁶¹ לעקרונות המנחים של הספונסרים ב-Catalist, ראו:

www.sgx.com/wps/wcm/connect/sgx_en/home/regulation_v2/SA_Listing/SA_Catalist_Sponsors/SA_Continuous_Obligations/compliance_guidelines/Client+On-Boarding+Due+Diligence

ראו בנוסף catalist rules:

http://rulebook.sgx.com/en/display/display_viewall.html?rbid=3271&element_id=3176&print=1

¹⁶² להרחבה בנוגע לדרישות ה-SGX מהספונסרים, ראו עקרונות מנחים לספונסרים.

3.4. מודל הפיקוח על הספונסרים

חברות אשר מבקשות להירשם כספונסר ב-Catalist, נדרשות לקיים את דרישות הרישום והדרישות השוטפות שמציבה ה-SGX כפי שפורט לעיל. באופן דומה, ה-SGX היא שאמונה על הפיקוח, הראשוני והשוטף, על הספונסרים והיא תסקור, לצורך כך, את ביצועי הספונסר ואת תהליכי העבודה שלו. כחלק מהפיקוח, ה-SGX מוסמכת לבדוק את תוצריו של הספונסר, איכות התפקוד של הספונסר ואיכות תהליך בדיקת ההתאמה של החברות הנערך על ידו, לערוך ראיונות עם ספונסרים ומומחים רשומים, לבצע ביקורת למסמכים שמפיק הספונסר ולדרוש דיווחים עתיים.¹⁶³ לצורך כך, ה-SGX רשאית להעסיק מומחה חיצוני ואף לדרוש מהספונסר למנות מבקר מיוחד (Special Auditor) על חשבון.¹⁶⁴

במקרה של הפרת חובותיו הקבועות בכללי ה-Catalist ובעקרונות המנחים, הספונסר חשוף לסנקציות משמעותיות מצד ועדת המשמעת (disciplinary committee) של ה-SGX.¹⁶⁵ הסנקציות האפשרויות הן: נזיפה, קנסות, השעיה והגבלה של פעילות, ביטול רישיון ספונסר (או מומחה רשום) ודרישה לביצוע תכנית אכיפה וציות.

3.5. היחס בין פיקוח הבורסה לפיקוח הרגולטור על החברות¹⁶⁶

ברשימה הראשית, הרגולטור הסינגפורי (Monetary Authority of Singapore - MAS)¹⁶⁷ אחראי לגילוי בתשקיף. ברשימה המשנית, הרגולטור האציל את סמכויותיו לבורסה לגבי בחינת מסמך ההנפקה ואישורו (כיוון שברשימה המשנית אין דרישה להגשת תשקיף כי אם offer document), כך שהבורסה מפקחת על הרישום למסחר ועל המסחר השוטף. עם זאת, ל-MAS ישנה סמכות שיורית כך שבמקרה של הפרת הדין או כללי הבורסה, ל-MAS נתונה סמכות אכיפה.

3.6. היחס בין פיקוח הבורסה לפיקוח הספונסר על החברות¹⁶⁸

כאמור, הבורסה מעניקה את הרישיון לספונסר, והפיקוח הישיר על החברות נעשה באמצעות הספונסר. הבורסה הינה בעלת סמכות הפיקוח הישירה והעיקרית, סמכות החלה ביחס לכללים הנקבעים על ידה. מסמכי הרישום למסחר נבחנים על ידי הספונסר, ובמרבית המקרים הבורסה נסמכת על אישורו של הספונסר ואינה בוחנת אותם באופן עצמאי.¹⁶⁹

¹⁶³ ראה הדרישות השוטפות מהספונסר באתר ה-SGX בקישור להלן:

www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/regulation/listing/listing_catalist

¹⁶⁴ להרחבה בנושא הפיקוח והדרישות תחת סמכות ה-SGX, ראה חלק VI ב-Rule Book:

http://rulebook.sgx.com/en/display/display_viewall.html?rbid=3271&element_id=3236

ר' בנוסף סעיף 230 ל-Rule Book בקישור:

http://rulebook.sgx.com/en/display/display_viewall.html?rbid=3271&element_id=3236

¹⁶⁵ להרחבה בנושא הטלת סנקציות על ספונסרים ראה קישור להלן:

http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/regulation/listing/listing_catalist?WCM_PORTLET=PC_7_2AA4H0C098AJ60A019R4A70001017268_WCM&WCM_GLOBAL_CONTEXT=/wps/wcm/connect/sgx_en/home/regulation_v2/SA_//Listing/SA_Catalist_Sponsors/SA_Disciplinary_Framework

למידע נוסף על ועדת המשמעת והערעורים על ועדת המשמעת, ראה:

www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/regulation/independent-committees

¹⁶⁶ האמור מבוסס על שיחות ופגישות שנערכו עם גורמים בשוק בעלי היכרות עם השוק בסינגפור.

¹⁶⁷ ראו אתר ה-MAS: <http://www.mas.gov.sg>

¹⁶⁸ האמור מבוסס על שיחות ופגישות שנערכו עם גורמים בשוק בעלי היכרות עם השוק בסינגפור.

¹⁶⁹ ראו סעיף 407(c) ל-Rule Book בקישור:

http://rulebook.sgx.com/en/display/display_viewall.html?rbid=3271&element_id=3297

4. מודל הספונסר ברשימה המשנית בבורסת הונג קונג (HKEX GEM)

כאמור לעיל, הפיקוח על הליך הרישום למסחר ברשימה המשנית, בדומה לאלה הרשומות ברשימה הראשית, נעשה באמצעות ספונסר, אותו נדרשות החברה למנות לצורך הליך ההנפקה ורישום ניירות הערך למסחר בהתאם לקריטריונים הקבועים בכללי הבורסה.¹⁷⁰

4.1. תפקידי הספונסר

ככלל, תפקיד הספונסר הינו ללוות את החברה לאורך תהליך הרישום וההנפקה ולוודא כי ההליך נעשה בצורת הוגנת ומוסדרת, בכלל זה הכנת החברה לרישום תוך ריכוז החומרים הרלוונטיים וביצוע בדיקת נאותות של החברה והתאמתה למאפייני החברה. תפקידו של הספונסר נועד לספק ביטחון לשוק ההון המקומי לגבי החברה המבקשת להירשם למסחר, ולהבטיח כי החברה מתנהלת בהתאם להוראות הדין ודרישות הרישום בפרט. כמו כן, תפקידו להבטיח את נאותות המידע אשר מוצג למשקיעים ולוודא שהמידע המסופק מלא, מספק ומניח את הדעת. נוסף על כך משמש הספונסר יועץ לחברה בנוגע לדרישות החלות עליה.

יודגש, כאמור, כי תפקידו של הספונסר הוא במסגרת הליך ההנפקה והרישום של מניות חברה למסחר ולא במהלך חיי החברה לאחר מכן. תפקידו העיקרי של הספונסר הוא הערכת נאותות וכשירות החברה להירשם למסחר כמו גם לפקח על כך שהחברה עומדת בכללי הבורסה ערב ההנפקה. לאחר הרישום לבורסה, ובמקרים מסוימים, תידרש החברה למנות Compliance Adviser לתקופה משתנה.

ההתייחסות הינה לתפקיד כפול: האחד, ייעוץ והכוונת החברה להליך רישום נכון ועל פי הדין, והשני, בדיקה כי החברה האמורה אכן ראויה להירשם ועומדת בתנאים הנדרשים בצורה נאותה, בין היתר בהסתמך על ההיסטוריה של החברה, הרקע העסקי והתפקוד השוטף, מצב חשבונאי, מבנה וכן בדיקה של ההנהלה.

כאמור, תפקיד הספונסר מתחיל בשלב הבקשה לרישום, אז, הספונסר למעשה הוא גורם מעורב ומרכזי בהכנת הבקשה לרישום תוך שיתוף פעולה מלא אליו נדרשת החברה. הספונסר משמש כערוץ התקשורת הראשי של החברה עם הבורסה והוא מחויב בעריכת בדיקת נאותות מלאה על אודות החברה ומצבה שלגבי נכונות המידע נדרש להצהיר בפניה. בין תפקידיו המרכזיים של הספונסר ניתן למנות בין היתר:¹⁷¹

(1) ייעוץ לפני הרישום למסחר - ייעוץ והנחיה לחברה המבקשת לרשום את ניירות הערך שלה למסחר - בעניין הדינים החלים והדרישות בהם, זאת על רקע ההיסטוריה של החברה, הרקע העסקי שלה, מצבה הפיננסי ומבנה החברה. כמו כן, על הספונסר ללמוד את אורגני החברה שנמצאים בתפקידי מפתח. במסגרת הייעוץ על הספונסר כנציג הבורסה בחברה לספק להנהלת החברה מידע אודות החובות לפי כללי ועדת הרישום ולוודא כי בזמן הליך הרישום אלה אכן ממלאים אחר חובותיהם. אם הופרו חובות נושאי המשרה על הספונסר לסייע לחברה לתקן את אותן הפרות במהלך הליך הרישום. אם הפרות לא תוקנו על הספונסר לחשוף זאת בבקשה לרישום.

¹⁷⁰ ראה סעיף 6A-1 ל-GEM Listing Rules-

http://en-rules.hkex.com.hk/net_file_store/new_rulebooks/c/o/consol_gem.pdf

¹⁷¹ לפירוט תפקידי של הספונסר ראו, Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission

("Code of Conduct") ("Commission") ששווא סמכותו מהSFC, חוק הרשות לניירות ערך של הונג-קונג (SFC):

<http://www.sfc.hk/web/EN/assets/components/codes/files-previous/web/code-of-conduct-for-persons-licensed-by-or-registered-with-the-securities-and-futures-commission/2017-06-08%20-%202016-03-23%20-%20Code%20of%20Co-conduct%20for%20Persons%20Licensed%20by%20or%20Registered%20with%20the%20Securities%20and%20Futures%20Commission.pdf>

(2) בדיקת נאותות - על הספונסר לבצע בדיקות נאותות שוטפות לאורך הליך הרישום ולהקדיש מאמץ סביר על מנת להבטיח כי כל המידע שהושג במסגרת בדיקה זו הוצג בבקשה לרישום, וכי החברה עומדת בתנאים של ועדת הרישום. עוד, עליו לוודא כי החברה המיועדת לרישום אימצה את כל המנגנונים הרלוונטיים שיבטיחו התנהלות תקינה ובהתאם לדרישות וכי אלה מאפשרים לדירקטוריון החברה לקבל החלטות שקולות ונאותות שנוגעות למצבה הפיננסי של החברה. ככלל, על הספונסר לבדוק שהחברה ראויה לרישום ושהדירקטורים, כל אחד באופן עצמאי וכמכלול, הם בעלי ניסיון וכישורים, לביצוע תפקידם בצורה שעומדת בקנה אחד עם החובות והאחריות המוטלות עליהם. הספונסר אמון על ביצוע פעולות סבירות שיבטיחו כי המידע המדווח לבורסה ולציבור המשקיעים הוא נכון, מדויק ומלא, באופן שיאפשר למשקיע לקבל החלטתה מושכלת.

(3) מסמכי הרישום - הספונסר אמון על הכנת מסמכי הרישום של החברה, בשם החברה, שיושגו לוועדת הרישום של GEM. במסגרת זו, עליו ללמוד את השוק בו החברה מתנהלת, ולבחון את החברה (לרבות ביחס לנושאי המשרה ולהתנהלות החברה, על ידי עיון בפרוטוקולים ותשואולים יזומים). זאת ועוד, הספונסר, בשיתוף פעולה של החברה אמון על הכנת מסמכים רלוונטיים להנפקה אשר יכללו מידע מהותי.

(4) תיווך בין החברה והרגולטור - הספונסר משמש כערוץ התקשורת של החברה מול הבורסה והרגולטור. על הספונסר חלה החובה לוודא כי המידע שמגיע מהחברה לרשות ולבורסה במסגרת הליך הרישום הוא מדויק ומלא וכן מוטלת עליו האחריות לדווח על מידע מטעה שהגיע לידיעתו במסגרת הליך הרישום או על הפרות של כללי הבורסה והדינים ככלל, כמו גם על כל חשש להפרה מצד החברה בהליך הרישום או על השמטה של מידע רלוונטי. חובתו זו חלה עליו גם לאחר סיום כהונתו כל זמן שאת המידע הרלוונטי השיג במהלכה. כמו כן, עליו לספק לרשות ולבורסה כל מידע שאלה יבקשו ולספק מענה לשאלות שמגיעות מגופים אלה.

4.2. מינוי ספונסר

כתנאי למינוי ספונסר של חברה בתהליך הרישום וההנפקה, יש צורך בקבלת אישור הרגולטור, בהתאם לכללי ה-SFO.¹⁷²

מי שיכול לקבל הרשאה לשמש כספונסר הינם שורה של תאגידים ומוסדות פיננסיים או אנשים פרטים, כאשר בין הפרמטרים אשר ישקלו לצורך הערכת כשירותו של המועמד: (1) מצב כלכלי-פיננסי ויכולת פירעון; (2) השכלה, ניסיון וכישורים בעלי נפקות לתפקיד המבוקש; (3) יכולת וכשירות לביצוע את התפקיד; (4) מוניטין, אופי, אמינות ויושרה מקצועית בתחום הפיננסי. הבחינה נעשית לגבי התאגיד והאורגנים כאחד.¹⁷³ בנוסף, יילקחו בחשבון החלטות וקביעות קודמות שנתקבלו לגבי אותו אדם על ידי מוסדות וגופים ממשלתיים וכן כל מידע על אודות תאגיד הקשור לתאגיד הראשי, וכן בעל מניות מהותי או נושא משרה בכיר. בנוסף, חלות חובות ביחס לידע מקצועי ולניסיון מקצועי כמו גם חובות בקשר עם היעדר ניגוד עניינים.

¹⁷² ראה: Guidelines to Sponsors, Underwriters and Placing Agents Involved in the Listing and Placing of Gem Stocks <http://www.sfc.hk/web/EN/assets/components/codes/files-current/web/guideline-to-sponsors,-underwriters-and-placing-agents-involved-in-the-listing-and-placing-of-gem/guideline-to-sponsors,-underwriters-and-placing-agents-involved-in-the-listing-and-placing-of-gem.pdf>
Fit and Proper Guidelines
<http://www.sfc.hk/web/EN/assets/components/codes/files-previous/web/guidelines/fit-and-proper-guidelines/Fit%20and%20Proper%20Guidelines%20-%202006-09-01%2000:00:00.pdf>
¹⁷³ ראה סעיף 129(1) Securities and Futures Ordinance <http://www.sfc.hk/web/EN/pdf/laws/sfo/1/Ordinance/5%20of%202002.pdf>

4.3. פיקוח על הספונסר

הספונסר מפוקח על ידי הרגולטור והבורסה כאחד, החל מתהליך רישומו ובחינת כשירות מינויו ומתן היתר לפעולה וכן באופן שוטף, לרבות הסמכות לבצע ביקורות ובחינות לעניין תפקודו ותפקוד נושאי המשרה המכהנים בו. הקו המנחה מאחורי הפיקוח הוא שמירה על המוניטין והיושרה של הבורסה, והפיקוח נעשה בהתאם לכללים ולהגבלות הקבועות בדין ובכללי הבורסה כאחד.¹⁷⁴

לרגולטור מוענקת סמכות הפיקוח על הספונסרים. מקום בו הביקורת והחקירה מעלה חשש לקיומו של כשל, הרשות רשאית להטיל מנעד רחב של סנקציות, בכלל זה הטלת קנסות, השעיה, הגבלת הרישיון או שלילתו. הרשות מוסמכת בין היתר לפתוח בחקירה מקום בו ישנו חשד להפרות האחריות או כללי הבורסה. הביקורת על עבודת הספונסר מתרחשת באופן שוטף אך גם באופן אד-הוק מקום בו ישנו חשד כאמור.

במדרג שני, הבורסה, העובדת באופן שוטף מול הספונסר, הינה בעלת סמכות פיקוח על הספונסרים. מדובר בסמכות בשיתוף פעולה עם הרשות, כאשר לא תהיה פעולה כפולה של שני הגופים בגין אותה סוגיה.

4.4. אחריות הספונסר

ככלל, אחריות הספונסר היא כלפי הבורסה והרגולטור. במסגרתה, חייב הספונסר להביא לידיעת הגוף הרלוונטי על הפרות או דיווח לוקה בחסר או מטעה של החברה. על הספונסר מוטלת החובה לשמור את המידע, לנהל את הספרים, פרוטוקולים ורישומים, ובאופן שיהיה נגיש לרשות או לבורסה בכל מועד. הבורסה מצידה נדרשת לשמור על המידע שהגיע לידיה מהספונסר לפרק זמן של שבע שנים אחרי ההנפקה.

5. מודל הספונסר בבורסת טורונטו בקנדה

5.1. כללי

בקנדה הפיקוח בבורסה הייעודית כמו גם בבורסה הראשית נעשה באמצעות רגולטור, ללא יועץ רגולטורי מלווה. הבורסה קבעה כללים לעניין חובת מינוי ספונסר, שתפקידו המרכזי הינו ליווי החברות בשלב ההנפקה בדרך של ביצוע בדיקת נאותות ובחינת התאמתן לרישום למסחר בבורסה, כמו גם הפגשה בין החברה לבין משקיעים.

כאמור, חברה המבקשת לרשום את ניירות הערך שלה למסחר או חברה רשומה למסחר שהינה צד לעסקאות מהותיות (כגון: change of business, reverse takeover) נדרשת למנות ספונסר, למעט במקרים מסוימים כאמור להלן. הבורסה רשאית לדרוש מינוי של ספונסר במקרים מסוימים גם לאחר הרישום למסחר, כגון: כאשר בעקבות שינוי בהנהלה נושאי המשרה החדשים אינם בעלי מוניטין והיסטוריה מספקת, או כאשר החברה מבקשת לבצע עסקאות מהותיות מסוימות. הכללים המסדירים את מינוי של הספונסר, תפקידיו והוראות נוספות החלות עליו, מוסדרים במסמך מדיניות של הבורסה.¹⁷⁵

לבורסה נתון שיקול הדעת לפטור, באופן מלא או חלקי, מהדרישות החלות על החברות בקשר עם מינוי ספונסר וכהונתו, בהתקיים נסיבות מסוימות, בכללן כאשר עסקינן בחברה זרה, כאשר נושאי המשרה והדירקטורים המכהנים

¹⁷⁴ ראה עמ' 11; 22-23 ל:

<http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/consultation/openFile?refNo=05CP8>
¹⁷⁵ Sponsorship and Sponsorship Requirements, Policy 2.2, <https://www.tsx.com/resourceen/41>

בה עומדים בסטנדרטים גבוהים של כשירות ומקצועיות, וכאשר הבורסה סבורה שהיעדר המינוי לא יפגע באינטרס הציבורי.¹⁷⁶

משיחות שנערכו עם גורמים בשוק הקנדי עולה כי לאור קיומה של חובת חיתום על פי דין בקנדה, הרי שבמרבית ההנפקות בפועל לא ממונה ספונסר. הלכה למעשה, ספונסר ימונה בהעדר גורם אחר אשר מבצע בדיקת נאותות אובייקטיבית או בנסיבות מסוימות ייחודיות כגון חברה צומחת, תחום חדש או חברה ממדינה שהרגולציה בה אינה מוכרת.

5.1.1. תנאי כשירות

על הספונסר להיות חבר בורסה¹⁷⁷, ועליו להיות מורשה על ידי הבורסה. דבר הרישוי הינו פומבי.

על הספונסר להראות מוניטין והיסטוריית העסקה ללא רבב, הן כספונסר בבורסה ובבורסות אחרות והן בתפקידיו האחרים. על הספונסר לאמץ נהלים אשר יבטיחו את נאותות העיסוק, כגון נהלים לטיפול במצבי ניגוד עניינים, ובכלל זה כאלה העשויים להתעורר בשל ריבוי תפקידיו של הספונסר; נהלים להפרדה בין תפקידו כספונסר לתפקידיו האחרים בבורסה; נהלים לטיפול במידע עליו חל חיסיון; ניהול ספרים; נהלים להדרכות בסוגיות רלוונטיות שונות ועוד.

5.1.2. תפקיד הספונסר

תפקידו המרכזי של הספונסר הינו בחינה והערכה של החברה המבקשת להירשם למסחר, וביצוע בדיקת נאותות במטרה ללמוד את החברה ועסקיה ולהבטיח כי היא מתאימה לרישום למסחר. בתום ההליך על הספונסר להגיש לבורסה דוח מטעמו כמפורט להלן.

ערב עריכתו והגשתו של הדוח לבורסה, על הספונסר לבצע בדיקת נאותות בהתאם להנחיות הביקורת. בין היתר, עליו לבחון את ציות נושאי המשרה והחברה ככלל לדרישות הבורסה, וכללי הדיווח השוטפים. כמו כן עליו לבחון את מצב החברה, עסקיה, הסיכונים הנובעים מהם, ותוכניות עסקיות צופות פני עתיד; הערכת העסקה הנדונה והתמורה הצפויה ממנה; בחינת חוזים והתחייבויות וכן בחינת מצבה הפיננסי של החברה וההון העומד לרשותה, ועוד. הספונסר נדרש למנות צד שלישי כיועץ בעת הצורך.

אישור לרישום למסחר על ידי הבורסה ייעשה בהסתמך על הדוח שמגיש הספונסר. להלן סוגי הדוחות המרכזיים שמגיש הספונסר לבורסה:

א. הסכם המינוי הראשוני של הספונסר. דוח זה נועד להביא לידיעתה של הבורסה כי הספונסר עומד בתנאים הנדרשים למינויו וכי נעשתה על ידו בחינה ראשונית של החברה והאורגנים בה וכן לוודא קיומם של נכסים (בין אם נכס מוחשי או טכנולוגיה).

ב. דוח ספונסר מקדמי: על דוח זה לכלול פרטים על אודות העסקה או הרישום הצפוי לאחר שערך בדיקת נאותות מלאה ומצא כי החברה או העסקה עומדת בתנאים. במסגרת דוח זה הספונסר מצהיר שערך בדיקת נאותות מקדמית, קודם להגשת המסמכים הרלוונטיים לרישום ובחינה של ועדת הרישום.

¹⁷⁶ ממידע שהתקבל מצד גורמים בשוק ההון הקנדי, עולה כי במקרים רבים הבורסה מעניקה פטור מחובת מינוי הספונסר, אולם לרוב במקרים אלה החברה ממנה פונקציה אחרת (כגון חתם), כך שהלכה למעשה קיימת פונקציה אשר מבצעת בדיקת נאותות ומלווה את החברה בהליכי הגיוס או בעסקאות מהותיות אחרות.

¹⁷⁷ Member or participating organization of the stock exchange

ג. דוח ספונסר סופי: על דוח זה לכלול פרטים מהותיים כמו גם פרטים טכניים. בכלל זה, עליו להציג את כל המידע הרלוונטי ועובדות מהותיות ביחס לחברה אליהן נחשף במהלך בדיקת הנאותות שערך, ושעשויים להשפיע על החלטת הבורסה בבואה לקבוע האם החברה ראויה להירשם למסחר, והתאמתם של הדירקטורים ונושאי המשרה. בנוסף, עליו לכלול הצהרה בדבר עמידתו בכל הקריטריונים למינויו.

על הספונסר למנות נושאי משרה (CFO, אחראי ציות) שיפקחו ויהיו אמונים על הכנת הדוח. על נושאי משרה אלה לעמוד בתנאי כשירות, ובכלל זה דרישות ניסיון מקצועי והשכלה וכן מנגנונים למניעת ניגודי עניינים בין נושאי המשרה ולקוחות הספונסר.

מעבר לדרישות הספציפיות, על הדוח לכלול כל פרט שיכול להיתפש כמהותי עבור הבורסה, ולהיות חתום על ידי שני נושאי משרה או דירקטורים של הספונסר.

הדוח בקשר עם רישום ראשוני של ניירות הערך למסחר יוגש לבורסה במסגרת בחינת החברה, כלומר ערב הרישום למסחר. בעוד שדוח אשר מוגש בקשר עם עסקה מסוימת יוגש לאחר אסיפת בעלי מניות.

5.1.3. תפקידים נוספים

על הספונסר לבחון את האורגנים של החברה והדירקטוריון שלה, הן בדרך של הערכת כשירותו של כל אחד מן הדירקטורים ומידת השפעתו הפוטנציאלית על תפקוד הדירקטוריון, והן בדרך של בחינת תפקוד הדירקטוריון כמכלול והתאמתו לצרכי החברה. הספונסר נדרש לבחון את החברה, עסקיה והונה גם בנקודת הזמן האמורה, ובכלל זה בחינה של העסקים הקיימים ותוכניות עסקיות קיימות, בחינת העסקה הנדונה, התמורה שתשולם בגינה והשפעותיה על מבנה ההון של החברה, בחינת חוזים, הסכמים והתחייבויות של החברה, וכן בחינה צופת פני עתיד בכדי לקבל תמונת מצב על הצלחתה בשוק לאחר הרישום/העסקה. כך, בדיקה כאמור אמורה להבטיח, ככל האפשר, כי החברה אשר נרשמת למסחר או צד לעסקה נשוא תפקידו של הספונסר תעמוד בכללי הבורסה.

ראוי לציין כי הספונסר מלווה גם חברות זרות שמבקשות להירשם למסחר. אז, חלות עליו חובות נוספות במסגרת בדיקה הנאותות (כגון: ביקור פיזי במשרדי החברה ועריכת דוח בקשר עם ביקור זה).

5.1.4. פיקוח על הספונסר והחובות החלות עליו

הספונסר מפקח על ידי הבורסה באופן שעליו לקבל את אישורה ולהגיש לה דוחות כאמור. חובה מרכזית שחלה עליו במהלך מינויו מתייחסת לשמירת סודיות כלל המידע שמגיע אליו וזאת משני היבטים: האחד הינו חובתו לשמור את המידע שהגיע לידיה בצורה מאובטחת תוך שמירה על סודיות המידע. היבט נוסף נוגע למניעת שימוש במידע זה על ידי צדדים שלישיים שלקחו חלק בבדיקת הנאותות והכנת הדוח. בהקשר זה עליו לוודא כי במסגרת עסקאות שנערכו בתקופה זו לא נעשה שימוש במידע פנים הנוגע למידע שהגיע לידיה.

כחלק מחובותיו לבורסה, חייב הספונסר במשך תקופה של שש שנים, לעמוד לרשות הבורסה בכל הקשור לדוח שהגיש בגין חברה, ולספק לה כל מידע המבוקש על ידה.

הבורסה רשאית שלא לקבל דוח ספונסר לידיה אם מצאה כי הספונסר לא היה כשיר להתמנות מלכתחילה, או אם לדעתה לא נעשו הבדיקות המספקות ולא נקבעו נהלים מספקים על ידו במילוי תפקידו ובשמירת חובת הסודיות החלה עליו.

6. מודל הפיקוח המוצע בישראל

מודל הפיקוח הנפוץ יותר בבורסות משניות בעולם הוא מודל פיקוח על החברות הנסחרות בידי הבורסה, בשילוב יועץ רגולטורי מלווה. שילוב יועץ רגולטורי מלווה בפיקוח בידי הבורסה נחשב אפקטיבי ביותר בהגנה על המשקיעים ושמירה על המוניטין של הבורסה המשנית. לצד מקרים אלה, ישנן מספר מדינות בהן הפיקוח נעשה במישרין בידי הרגולטור, ורק היבטים מצומצמים מפוקחים בידי הבורסה, כך למשל בארצות הברית ובקנדה. כאמור, לפי המודל בקנדה, החברות אינן מחויבות במינוי יועץ רגולטורי מלווה אלא במינוי ספונסר שעיקר תפקידו ללוות את החברות בשלב ההנפקה בדרך של ביצוע בדיקת נאותות ובחינת התאמתן לרישום למסחר בבורסה, כמו גם הפגשה בין החברה לבין משקיעים.

לאחר בחינת המודלים הנהוגים בבורסות משניות ברחבי העולם, הצוות סבור כי מודל הפיקוח המיטבי בבורסה הייעודית הוא פיקוח בידי הבורסה הייעודית עצמה, באמצעות יועץ רגולטורי מלווה, אשר ילווה את החברה הנרשמת למסחר בבורסה הייעודית ממועד ההנפקה ובמשך כל התקופה שבה היא רשומה בבורסה זו. מודל זה הוא כאמור המודל הנפוץ בבורסות משניות ברחבי העולם. המודל מתואר **בנספח ו' לדוח זה**.

אולם כפי שצוין לעיל, מודל זה אינו ישים כיום, נוכח היעדר תשתית מתאימה, והואיל ומבנה הרגולציה הנוכחי בישראל מעלה קשיים לעניין אפשרות מתן סמכויות פיקוח ואכיפה משמעותיות לבורסה הייעודית, שתהיה גוף פרטי הפועל למטרות רווח. לכן, הצוות ממליץ על מודל פיקוח המבוסס על פיקוח בידי רשות ניירות ערך, בדומה לזה הקיים בבורסה הראשית בישראל, ויחד עם זאת לחייב את החברות במינוי ספונסר בשלב ההנפקה לראשונה בלבד, שיהיה כפוף לפיקוח על ידי הרשות ולקבלת רישוי ממנה. ככלל, מבנה הפיקוח המוצע דומה בהיבטים רבים למודל הפיקוח הקיים בבורסה המשנית בקנדה.

הספונסר יסייע בבחינת התאמתן של החברות להנפקה לראשונה ולהיערכותן להנפקה בהיבטים רגולטוריים ועסקיים. תפקידו יכלול ביצוע בדיקת נאותות לחברות, ליווי בתהליך ההנפקה לראשונה וגיוס הכספים וסיוע ביצירת הקשר בין החברות לציבור המשקיעים. מילוי תפקידיו של הספונסר יסייע בסיוע אפקטיבי יותר של חברות שאינן מתאימות או אינן בשלות להגיע לשוק ההון ובצמצום חשיפתו של הציבור לחברות מסוג זה. מודל היועץ המלווה מבוסס על כך שעיקר הפיקוח לא נעשה בידי הרגולטור אלא בידי הבורסה. במצב של פיקוח בידי הרשות, הטלת חובת מינוי יועץ מלווה עלולה לייצר כפילות בפיקוח והכבדת יתר בעלויות הציות של החברות. החלת חובת מינוי ספונסר מידתית יותר ותסייע בסיוע אפקטיבי ובהתאם חשובה לשם שמירה על המוניטין הבורסה הייעודית ועידוד כניסתם של משקיעים מוסדיים להשקיע בחברות הנסחרות בבורסה הייעודית.

להלן יפורטו עיקרי המודל המוצע לפיקוח וחובת מינוי ספונסר:

6.1. תפקידי הספונסר

6.1.1. ליווי החברות וסיוע בהליך שיווק ההנפקה בקרב המשקיעים ומפגש בין החברה והמשקיעים

ההנחה הינה, כאמור, כי מדובר בחברות צעירות אשר עושות את צעדיהן הראשונים בשוק ההון והן נעדרות משאבים מתאימים להקמת מערך רגולטורי ושיווקי לשם הצטרפותן לשוק ההון. בנוסף, לבעלי תפקידים בחברות אלו יהיו היכרות וניסיון מועטים יחסית בשוק ההון. הספונסר יסייע בבחינת ההתאמה של חברות אלה להנפקה ולהיערכותן להנפקה בהיבטים רגולטוריים ועסקיים.

בהקשר זה, הספונסר יסייע לחברה בגיבוש האסטרטגיה השיווקית והכנתה לקראת פגישותיה עם המשקיעים, יישום ובחינת האסטרטגיה במצגות הכנה מקדימות, ליווי בהתנהלות מול המשקיעים ובכלל זה פגישות עמן כמו גם ניהול המשא ומתן בין החברה למשקיעים בנוגע לתנאי ההנפקה. בנוסף, יסייע הספונסר בשלב הסופי של ההליך, קרי בפרסום תנאי העסקה וביצוע המכרז ביום ההנפקה.

6.1.2. בדיקת נאותות

על הספונסר לבצע בדיקות נאותות במסגרת הליך הרישום למסחר לראשונה. במסגרת זו, על הספונסר לבחון את תכניתה העסקית של החברה, ההיסטוריה הפיננסית שלה, מצבה החשבונאי, מבנה הממשל התאגידי, הנהלת החברה, וכל מידע רלוונטי נוסף. יצוין בהקשר זה כי חברות אשר תפנינה לבורסה הייעודית תהיינה מטבען קטנות יותר ובעלות פרופיל סיכון שונה, והמידע הזמין לגביהן מצומצם יותר.

על הספונסר יהיה להבטיח כי כל המידע שהושג במסגרת בדיקת הנאותות הוצג בהליך הרישום למסחר ובתשקיף החברה. ככלל, על הספונסר לבדוק שהחברה ראויה לרישום למסחר. הספונסר אמון על ביצוע פעולות סבירות שיבטיחו כי המידע המדווח לציבור המשקיעים הוא נכון, מדויק ומלא, באופן שיאפשר למשקיע לקבל החלטת השקעה מושכלת. בהקשר זה, ולצורך ביצוע בדיקת הנאותות, החברות תידרשנה לספק לספונסר כל מידע רלוונטי לעסקיהן וכן כל מידע המתבקש על ידו, באופן סביר, על מנת שיהיה בידיו לקיים את חובותיו במסגרת הוראות הדין.

במילוי תפקידו כאמור, יתרום הספונסר לביטחון בקרב המשקיעים בשוק ההון המקומי לגבי החברה המבקשת להירשם למסחר, ולהבטחת נאותות המידע אשר מוצג למשקיעים.

6.1.3. סינון אפקטיבי יותר של החברות המבקשות להירשם למסחר

תפקידו האמורים של הספונסר, נועדו לסייע בהבאתן של חברות מתאימות ובשלות יותר לשוק ההון הציבורי. זאת, משום שמטבע הדברים הספונסר ישאף להביא לבורסה הייעודית חברות בעלות פעילות עסקית ותכנית עסקית ממשיות, ובעלות הנהלה ראויה, על מנת למלא את תפקידו כמצופה ממנו, להשיא את המוניטין שלו ולהגדיל את פוטנציאל פעילותו כספונסר בשוק ההון.

6.1.4. תפקידים נוספים אותם הספונסר יוכל לבצע

לצד ליווי החברות וסיוע בהליך שיווק ההנפקה, ביצוע בדיקת נאותות וסינון החברות המבקשות להצטרף לבורסה הייעודית, הספונסר יוכל לשמש כחתם בהנפקה ו/או כמפיץ של ניירות הערך המוצעים.

6.2. פיקוח על הספונסר

6.2.1. הפעילות כספונסר תהיה כפופה לרישום במרשם החתמים המפוקח על ידי רשות ניירות ערך, בהתאם לקריטריונים שקבועים כיום ביחס לרישום חתמים, לרבות דרישות כשירות (ובכלל זה כשירות מקצועית) ביחס לחתם ולנושא משרה בו, ממשל תאגידי, מנגנונים להבטחת היעדר ניגוד עניינים, וכן דרישות ביטוח והפקדת פיקדון.

הספונסר יהיה כפוף לפיקוח של רשות ניירות ערך. במסגרת זו, בין היתר, תחול על הספונסר חובה להגיש לרשות דיווחים מידיים ותקופתיים. בפרט, יהיה על הספונסר להגיש לרשות, לפי דרישתה, כל מידע אשר נדרש לדעתה לצורך קיום הוראות חוק ניירות ערך וכן אודות כל מידע שהתגלה או התרחש לאחר מתן ההיתר לפרסום תשקיף ולפני גמר

התקופה להגשת הזמנות, שידיעתו הייתה מניעה את הרשות מלהתיר פרסומו של התשקיף (כלל או בכפוף להכנסת שינויים).¹⁷⁸

6.2.2. בדומה לדרישה שחלה על חתם, ספונסר יתבקש לחתום על תשקיף ההנפקה.

יובהר לבסוף, כי הצוות בחן מודלים נוספים לפיקוח על החברות הנסחרות בבורסה הייעודית. בין המודלים שנבחנו: פיקוח ישיר על ידי הרשות ללא גורמים נוספים; פיקוח משולב על ידי הרשות והבורסה הייעודית; ופיקוח על ידי הרשות באמצעות יועץ מלווה. נוכח המלצות הצוות להקל בהיבטים רגולטוריים אחרים ובשים לב לפרופיל החברות שצפויות להירשם למסחר בבורסה הייעודית (חברות צומחות בראשית דרכן העסקית והרגולטורית), הצוות מצא לנכון לשלב במודל הפיקוח שומר סף נוסף בדמות הספונסר.

¹⁷⁸ ראו תקנות ניירות ערך (חיתום), תשס"ז-2007 (להלן: "תקנות החיתום"). בפרט, ראו תקנה 17(ג) ותקנה 20 לתקנות החיתום, בהתאמה.

7. מאפייני קהל היעד של המשקיעים

7.1. מגבלות על משקיעים

היעד המרכזי שבבסיס הקמת הבורסה הייעודית הוא מתן אפשרות גישה לחברות קטנות ובינוניות אל שוק ההון, ומפגש עם המשקיעים לצורך גיוס הון. כדי להגשים מטרה זו, לא די בכך שהחברות המבקשות לגייס הון בבורסה הייעודית יציעו את מרכולתן אלא נדרשת גם היענות מקרב הציבור להשקעה בסוג חברות אלו. משכך, צד הביקוש בבורסה הוא קריטי להצלחת גיוס ההון, לקיומו של שוק פעיל וסחיר ותמחור נכון של ניירות הערך הנסחרים בה. לאור האמור, קיימת חשיבות להנגשת המסחר בבורסה לכל סוגי המשקיעים - הן פרטיים (Retail) והן מוסדיים. עם זאת, יש לציין כי מדובר במודל שאינו מוכר בישראל, והציבור הישראלי אינו מודע לכל הסיכונים הקשורים להשקעה בסוג זה של חברות. בכדי להשלים את התמונה, יוזכר כי בהתאם לממצאים המובאים בפרק 4 לדוח זה בעניין סקירה ספרותית ובחינה אמפירית, עולה כי עיקר השחקנים מצד הביקוש בבורסות מסוג זה בעולם הינם משקיעים פרטיים.

מתגובות הציבור שהתקבלו, עולה הרושם כי למשקיעים מוסדיים עלולים להיות חסמים בנוגע להשקעה בניירות ערך של חברות שתיסחרנה בבורסה הייעודית, הכוללים בין היתר, חשש מהשקעות בסיכון גבוה, היעדר מומחיות באיתור השקעות בחברות קטנות - עובדה שדורשת מהמשקיעים המוסדיים להשקיע תשומות רבות לצורך בחינת אפשרויות ההשקעה בחברות הנסחרות בבורסה הייעודית, השקעות אשר מטבען מוגבלות בגודל. בשל היקף גיוס ההון הנמוך של חברות שייסחרו בבורסה זו, ההשקעה בהן הופכת ללא-אטרקטיבית בראי המשקיעים המוסדיים. יחד עם זאת, הצוות סבור כי באמצעות מתן תמריצים מתאימים, ניתן לעודד את הגופים המוסדיים להשקיע בבורסה הייעודית.

הצוות ממליץ שלא לקבוע כל מגבלות על כניסת משקיעים להשקעה בחברות שייסחרו בבורסה הייעודית, וזאת נוכח הרצון להגדיל את צד הביקוש בבורסה הייעודית ולאפשר לכל סוגי המשקיעים ליטול חלק בבורסה זו. עם זאת, כדי למנוע מצב בו משקיעים שאינם נמנים על רשימת המשקיעים המנויים בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך לא יהיו מודעים די הצורך לסיכונים הייחודיים בהשקעה בחברות בינוניות וקטנות הפועלות בתחומי הטכנולוגיה והצמיחה (אותן החברות אשר ניירות הערך שלהן ייסחרו בבורסה הייעודית), הצוות סבור כי יש צורך במתן גילוי ברור ומפורט (Disclaimer) באתר האינטרנט של הבורסה הייעודית באשר למאפיינים הייחודיים של החברות הנסחרות בה.

לבסוף, הצוות בדעה כי השאיפה לייצר תנאים שיאפשרו את הצלחת הבורסה הייעודית, ההסכמה על הקמת מסגרת רגולטורית שתאפשר פיקוח ראוי על החברות הנסחרות בהתבסס על מודלים מקובלים בעולם בבורסות מסוג זה, וכן יישום דרישות גילוי אודות הסיכונים הטמונים בהשקעה בחברות מסוג זה, מאפשרים איזון ראוי שמגן על ציבור המשקיעים, ולא נדרשת קביעת מגבלות נוספות בהיבט זהות המשקיעים הפוטנציאליים.

7.2. חובות בעלי רישיון, מפיצים וחתמים

הצוות בדעה כי כדי לתרום להצלחת הבורסה הייעודית, יש מקום לאפשר לבעלי רישיון מכוח חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995, לתת שירותי ייעוץ למשקיעים פוטנציאליים בניירות הערך של החברות שייסחרו בבורסה הייעודית. כמו כן, הצוות סבור כי ישנה חשיבות למעורבות של מפיצים כמו גם חתמים, בהליכי הנפקה ראשונה לציבור של חברות בבורסה הייעודית, כמו גם בהנפקות המשך. לפיכך, הצוות סבור כי אין מקום ואין צורך לקבוע שינויים כלשהם ביחס לחובות החלות כיום על בעלי רישיון, מפיצים וחתמים.

8. מאפייני החברות הרשאיות להירשם למסחר בבורסה הייעודית

הצוות בחן האם לקבוע מאפיינים כמותיים או איכותיים בעניין החברות אשר ניירות הערך שלהן ייסחרו בבורסה הייעודית. במסגרת זו, בחן הצוות מהו קהל היעד של החברות שתיסחרנה בבורסה הייעודית, הן מבחינת המצוי והן מבחינת הרצוי.

להלן יפורטו תנאי הסף שנבחנו על ידי הצוות בהקשר זה:

1. מיקוד סקטוריאלי בחברות טכנולוגיה - קיימת טענה לפיה מיתוג הבורסה הייעודית כמוכונת צמיחה וטכנולוגיה יסייע ליתרון היחסי שהיא יכולה לייצר כמוקד משיכה למשקיעי טכנולוגיה - הן מישראל והן מחוצה לה. זאת, לאור היקף ושיעור חברות ההיי-טק המצליחות בקנה מידה מקומי ובינלאומי והמוניטין של ישראל כמובילה בתחום זה. טענה נוספת לעניין זה הינה כי מיקוד בסקטור מסוים יאפשר להתאים את הרגולציה שתושט על חברות הנסחרות בבורסה הייעודית באופן מדויק בהתאם למאפייניו וסוג פעילותו. מנגד, כאמור, צמצום קהל היעד לחברות אלה, יחסום את הזדמנות המימון באמצעות פלטפורמה זו לחברות ממגזרים ומתעשיות אחרות.

2. קביעת תנאי סף פיננסיים (מבחני הון עצמי, רווחיות, תזרים) או קיומו של מודל עסקי - קביעת תנאים כאמור תאפשר סינון חברות שאינן יציבות, או שאי הוודאות לגבי סיכויי ההצלחה שלהן גבוהה יחסית.

3. דרישה לוותק פעילות מינימאלי - יצירת "מסננת" אשר מגדילה את ההסתברות להגעתן של חברות רציניות ובשלות יותר לבורסה הייעודית, עם יכולת ביצוע מוכחת ו-Track Record שניתן לבחון. מאידך, דרישה לוותק פעילות מצמצמת את קהל היעד, בכלל ובפרט ביחס לחברות טכנולוגיה צעירות בהן במקרים רבים קצב הפעילות הינו מהיר ודינמי מאוד, ויתכן שתקופת המתנה עשויה להפוך את הרישום למסחר בבורסה הייעודית ללא רלוונטי כלל עבורן.

הצוות סבור כי קביעת מגבלות באופן שיצמצם את אוכלוסיית החברות לפלח מסוים בלבד, עשויה להקטין את הסיכוי להתהוות המסה הקריטית ההכרחית של חברות שתירשמה למסחר בבורסה הייעודית. כמו כן, הטלת דרישות על סוג החברות משמעה הגבלת חברות קטנות ובינוניות אשר מוכנות ומסוגלות לעמוד ברגולציה ובתנאי המסחר בבורסה הייעודית, מגישה למימון ציבורי, אשר עשוי להיות חיוני להמשך פעילותן, ועלול לפגוע בצמיחה הפוטנציאלית של חברות אלו.

על כן, הצוות ממליץ שלא להטיל מגבלות לעניין שני התנאים הראשונים, על מנת לאפשר לכמה שיותר חברות גישה למימון ציבורי (ובלבד שתעמודנה בכללים שייקבעו) כמו גם לייצר מגוון רחב ככל האפשר של השקעות פוטנציאליות, אשר המשקיעים יוכלו לבחור מתוכם בהתאם לטעמיהם המשתנים.

לעניין התנאי השלישי, המלצת הצוות הינה לקבוע דרישה לוותק פעילות מינימאלי של שנה - דרישה זו מאזנת בין השיקולים שפורטו לעיל, וכן עולה בקנה אחד עם הדרישה הקיימת בבורסה כיום.

להשלמת התמונה, יצוין כי החלופות הנוספות ששקל הצוות הינן: (1) דרישה לוותק פעילות של שלוש שנים (תקופה המקובלת בבורסות זרות רבות, הן בשוק הראשי והן בשוק המשני); (2) היעדר דרישה לוותק פעילות כלל.

9. דרישות רישום ותנאים למסחר

הצוות בדעה כי כדי לתרום להצלחת הבורסה הייעודית, יש מקום לקבוע דרישות רישום ותנאי מסחר אשר יבטיחו נזילות וסחירות מינימאליים בבורסה הייעודית, שאם לא כן, כלל סוגי המשקיעים השונים ידירו רגליהם מהשקעה בחברות שיסחרו בבורסה הייעודית, בשל הידיעה כי כאשר ירצו לרכוש או למכור מניות שיסחרו בבורסה זו, אפשר שהמהלך לא יתבצע בקלות והוא עלול להביא לתנודה חריגה במחיר המניה.

9.1. פיזור החזקות ציבור

במועד הנפקה לראשונה

על מנת לאפשר מידה מינימאלית של סחירות בבורסה הייעודית, הצוות סבור כי יש מקום לקבוע דרישה לפיה שיעור החזקות הציבור המינימאלי בהנפקות ראשוניות לציבור, יעמוד על 20%-30%, וזאת כנגזרת של שווי החברה בהנפקה הראשונה לציבור. קביעת שיעורי מינימום, כאמור, תאפשר סחירות ברמה נאותה כמו גם עשיית שוק, ומנגד, לא תעורר חששות בקרב בעלי השליטה בחברות המנפיקות מאובדן שליטתם.

בכל הנוגע למספר המשקיעים המינימאלי בהנפקה הראשונה לציבור, הצוות סבור כי על מנת לעודד עשיית שוק ולאפשר פיזור מינימאלי של מניות החברה בין המשקיעים, יש לקבוע כי מספר המשקיעים המינימאלי בהנפקה הראשונה לציבור יעמוד על 50.

בהקשר זה, יש לציין כי הספים האמורים מהווים הקלה ביחס למצב הקיים בבורסה כיום, שכן, תקנון הבורסה בתל אביב קובע כי לגבי חברות הנסחרות בבורסה זו, מגבלת הפיזור המינימאלית בעת ביצוע הנפקה ראשונה לציבור תעמוד על 100 משקיעים. בנוסף לאמור, הצוות ממליץ שלא לסטות מהגדרת "ציבור" כפי שנהוגה כיום בבורסה הקיימת לעניין פיזור מינימאלי.

במהלך המסחר השוטף

באשר לשיעור החזקות הציבור המינימאלי בתקופה שלאחר השלמת הנפקה הראשונה לציבור, הרי שהצוות ממליץ כי יהא על החברה לעמוד ברף של החזקות ציבור בשיעור של 15% מההון המונפק, לכל הפחות. יש לציין, כי שיעור זה תואם לשיעור החזקות הציבור המינימאלי בבורסה הקיימת, והרציונל לקביעת שיעור החזקות דומה, טמון בכך שמעבר אפשרי של חברה מהבורסה הייעודית לבורסה הקיימת, בשל עליית שווי השוק שלה מעבר לרף שנקבע, יוכל להתבצע בקלות ומבלי שהיא תידרש לפיזור נוסף של מניותיה.

9.2. קביעת ספים להיקף הגיוס

היקף גיוס מינימאלי

בשים לב לכך שהבורסה הייעודית נועדה להוות פתרון לגיוס מקורות הון לחברות אשר פלטפורמת מימון ההמונים קטנה מדי עבורן, ובה בעת, גיוס בבורסה הקיימת הוא מחסום בלתי עביר בשבילן, מוצע כי היקף הגיוס המינימאלי בבורסה הייעודית יעמוד על 6 מיליון ₪ - סכום המהווה את תקרת הגיוס האפשרית בפלטפורמת מימון ההמונים. קביעת רף שכזה, תיתן פתרון לחברות שמיצו את יכולת הגיוס בפלטפורמת מימון ההמונים ואף תבטיח כי חברות

המצויות בשלבי מחקר ופיתוח ראשוניים בלבד, קרי, חברות אשר אינן בשלות דיין ואשר הסיכון בהשקעה בהן הוא עצום, לא יונפקו בבורסה הייעודית. לצד האמור, חשוב להביא בחשבון כי גיוס הון בהיקף המינימאלי, עלול להביא למצב בו תהיה במניות החברה המונפקת סחירות בהיקף נמוך מאוד עד אפסי.

היקף גיוס מקסימאלי

לצד קביעת רף מינימאלי לגיוס בהנפקה ראשונית בבורסה הייעודית, הצוות סבור כי אין מקום להגביל את היקף הגיוס המקסימאלי בהנפקה שכזו, וזאת, בכפוף למגבלת השווי שתפורט להלן (שווי מקסימאלי של 300 מיליון ש"ח "אחרי הכסף"). הרציונל לכך, הוא שאין מקום למנוע מחברות קטנות ובינוניות הזקוקות להון בהיקף של כמה עשרות מיליוני ש"ח, או אף למעלה מכך, מלגייס אותו בבורסה הייעודית, ככל והמשקיעים יאותו להשקיע בהן סכומים בהיקפים שכאלה. סיבה נוספת היא היעדר הרצון להתערב, דה-פאקטו, בתנאים מסחריים וכלכליים של הנפקה לציבור, וההבנה כי יש להותיר לכוחות השוק לעשות במקרה זה את שלהם.

מעבר לכך, גיוס בהיקף של כמה עשרות מיליוני ש"ח צפוי להבטיח פיזור מניות מתאים אצל בעלי המניות, מה שיביא לנזילות וסחירות בהיקף מספק. הצוות מודע לכך שככל שלא תיקבע תקרת גיוס מקסימאלי, חברות שונות עשויות לגייס הון באופן ששיעור המניות שיוחזק על ידי הציבור יהיה חריג בהשוואה למקובל בהנפקות ראשוניות בבורסה הקיימת, וזאת בשעה שהיקף הגילוי שיינתן למשקיעים בחברות הללו יהיו מצומצם, בהשוואה למידע שניתן למשקיעים בחברות המנפיקות בבורסה הקיימת.

על כן, מוצע לקבוע כי השווי המקסימאלי של חברה המבקשת לבצע הנפקה ראשונה של מניותיה לציבור, בבורסה הייעודית, לא יעלה על 300 מיליון ש"ח "אחרי הכסף" - שווי שוק של חברה הנחשבת כיום לתאגיד קטן בבורסה הקיימת, בהתאם לתקנות הדוחות.

קביעת רף זה, מקיימת את התכלית של הבורסה הייעודית - מסחר במניות חברות קטנות ובינוניות לפי פרמטרים המותאמים לשוק ההון הישראלי, וזאת מבלי להידרש לתיקון הגדרת "תאגיד קטן" אשר קבועה בתקנות הדוחות. יש להביא בחשבון, כי קביעת הרף האמור, עשויה לייצר תחרות בין הבורסה הייעודית לבורסה הקיימת על הגעתן של חברות מו"פ בשווי העולה על 100 מיליון ש"ח, שכן, לחברות אלה נפתח זה מכבר מסלול גיוס הון ייעודי בבורסה הקיימת, בהתבסס על יישום המלצות הוועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח.¹⁷⁹ עם זאת, הצוות סבור כי ההיתכנות לתרחיש שכזה היא נמוכה יחסית, שכן מלכתחילה קיים ספק באשר למידת הנכונות של משקיעים מוסדיים להשקיע בחברות שייסחרו בבורסה הייעודית, כאמור לעיל, וללא השתתפותם, מתעורר קושי פרקטי לגייס סכום משמעותי בהנפקה ראשונית לציבור.

¹⁷⁹ ר' בקישור: http://www.isa.gov.il/%D7%94%D7%95%D7%93%D7%A2%D7%95%D7%AA%20%D7%95%D7%A4%D7%A8%D7%A1%D7%95%D7%9E%D7%99%D7%9D/Reports/177/Documents/IsaFile_8287.pdf

9.3. הגבלות על מסחר בהחזקות צדדים קשורים

הקצאת ניירות ערך בחברות ציבוריות הנסחרות בבורסה בתל-אביב, עשויה להיות כפופה, בסיטואציות מסוימות, למגבלות חסימה שונות על מי שהחזיק במניות לפני ההנפקה לציבור, המוטלות מכוח חוק ניירות ערך ומכוח הוראות הבורסה החלות בהנפקה ראשונה לציבור. מגבלות החסימה באות למנוע ביצוען של פעולות בניירות ערך בסמוך לאחר ההנפקה לראשונה למשך תקופות שונות, והן מונעות מכירת ניירות ערך בשוק בהיקף משמעותי מיד לאחר ההנפקה לראשונה. מכירה כאמור עלולה להוביל לירידות בשער ניירות הערך ולפגוע למעשה ביתר המחזיקים. בנוסף, הוראות החסימה מצמצמות את החשש לשימוש במידע פנים על-ידי מי שעמד בקשר ישיר עם החברה לצורך רכישת ניירות הערך. למעשה הוראות אלה נועדו, בין היתר, להבטיח מסחר תקין באמצעות ויסות מבוקר של כניסת כמות ניירות הערך במסחר לראשונה. לאור האמור, הצוות בדעה כי יש להחיל על בעלי עניין את הוראות החסימה ממועד ההנפקה לראשונה, בדומה למגבלות החלות בבורסה כיום, ובין השאר:

	תקופת חסימה	מועד ראשון למכירה בבורסה	אחוז חודשי למכירה
בעל עניין	18 חודשים	לאחר 3 חודשים	2.5%
מחזיק אחר	9 חודשים	לאחר 3 חודשים	12.5%

- ניתן למכור מניות חסומות בהצעת מכר.
- לאחר 3 חודשים ממועד הרישום ועד תום תקופת החסימה ניתן למכור את האחוז שנקבע, מסך המניות החסומות במועד ההנפקה, שבידי כל מחזיק.
- לאחר 6 חודשים ממועד הרישום ניתן למכור מניות חסומות בעסקה מחוץ לבורסה, כשהרוכש מקבל על עצמו את המשך החסימה.

9.4. עידוד עשיית שוק

נושא הנזילות והסחירות של ניירות הערך הנסחרים בבורסה הייעודית הוגדר כנקודה מרכזית במודל הבורסה הייעודית. לאור שווי ההון המונפק הצפוי להיסחר בבורסה הייעודית, ולאור ההערכה כי ניירות הערך שייסחרו בבורסה יהיו בסיכון גבוה יחסית לניירות הערך הנסחרים בבורסה הראשית, המסחר במניות בבורסה הייעודית עלול להיות דל יחסית. מינוי עושה שוק יעניק ביטחון למשקיעים כי יוכלו למכור את ניירות הערך המוחזקים על ידם באופן יחסית פשוט ומיידי, ויקטין את החשש מהיעדר סחירות.

לאור האמור, ועל מנת לעודד חברות למנות עושי שוק, מוצע:

- לקבוע כי חברה המבצעת הנפקה לראשונה בבורסה הייעודית, אשר תמנה עושה שוק עובר לביצוע ההנפקה, תידרש למספר משקיעים מינימאלי מופחת של 35, חלף 50.
- לאמץ מודל לפיו ככלל יתקיים מסחר חד או דו יומי בניירות הערך הנסחרים בבורסה, בדומה לתדירות המסחר ברשימת דלי הסחירות בבורסה הקיימת. עם זאת, ככל שהחברה תמנה עושה שוק, היא תעבור להיסחר במסחר רציף חלף המסחר החד או הדו יומי.
- בנוסף לכך, הצוות בוחן אימוץ תמריצים כלכליים לעשיית שוק שיחולו על החברות שממנות עושי שוק ו/או על עושי

השוק שימונו לחברות הנסחרות בבורסה הייעודית.

להצעות נוספות לתמריצים והטבות לחברות ולעושי השוק, ר' פרק 16 בדוח זה, בעניין תמריצים.

9.5. אופי המסחר

בבחינת הדרכים האפשריות לעידוד המסחר בבורסה הייעודית, ולצורך הנגשתה למשקיעים פרטיים, הצוות ממליץ ליישם מספר הצעות, כדלהלן:

מערכת אינטרנטית להשתתפות בהנפקות

הציבור בישראל יכול לקחת כיום חלק בהנפקות של ניירות ערך בבורסה הראשית, עם זאת, נדמה כי הוא בוחר שלא לקחת חלק בהנפקות אלה. בניתוח הסיבות לכך, ניתן למנות את החסם הטכני בהשתתפות בהנפקות - על מנת לקחת חלק בהנפקה, על המשקיע לעקוב אחר המידע הפומבי הקיים, כדי להיות מודע לכך שקיימת בכלל הצעה לציבור, וכן על המשקיע להגיש הצעה דרך מפיץ. הקמה של מערכת אינטרנטית ייעודית להשתתפות בהנפקות עשויה לנטרל את החסם הטכני האמור ולאפשר לציבור נגישות למידע ולפרטי ההנפקה ובעיקר לאפשר לו להגיש הצעה בצורה נוחה וקלה מכל מקום.

ברוקרים אינטרנטיים (Retail Broker - Discount Broker)

לקוחות פרטיים שמשקיעים באופן ישיר בניירות ערך הנסחרים בבורסה מבצעים את הפעולות דרך הבנקים (שלרוב גובים עמלות גבוהות עבור פעולות מהסוג הזה בהשוואה לעמלות הנגבות על ידי ברוקרים חיצוניים), או באמצעות ברוקרים (לצורך כך נדרשים הלקוחות הפרטיים להפקיד כספים בחשבון על שם הברוקר, ולהיות חשופים לסיכונים הנלווים מכך). כלומר, הבחירה בין חוסר הנוחות הכרוך בביצוע פעולות מסחר באמצעות ברוקר חיצוני, למול העמלות הגבוהות יחסית שנדרש הלקוח לשלם כשהוא סוחר באמצעות הבנק, עלולה להניא לקוחות פרטיים מהשקעה בבורסה (במיוחד כאשר מדובר בסכומים קטנים). מודל הברוקרים האינטרנטיים קיים במספר בורסות בעולם, ואף מקובל כי פעילות המשקיעים הפרטיים ממוקדת בברוקרים המיועדים לכך, והמציגים ממשק אינטרנטי בלבד לביצוע פעולות, תוך מבנה פעילות רזה, המאפשר הצעת מחירים תחרותיים. גופים אלו מאפשרים ממשקי פעילות אינטראקטיביים במחשב האישי ובטלפון הנייד, הן לפעילות המסחר השוטפת והן להשתתפות בתהליכי הנפקה. לפיכך, מוצע לפעול למתן אפשרות לכניסת ברוקרים חדשים לשוק, אשר יפעלו במתכונת המתוארת ויאפשרו גישה למשקיעים הפרטיים לבורסה הייעודית במחירים אטרקטיביים.

9.6. הסדר רישום כפול

הסדר הרישום הכפול, המעוגן בפרק ה'3 לחוק ניירות ערך, מאפשר לחברות שניירות הערך שלהן רשומים למסחר בבורסה זרה המנויה בתוספת השנייה או השלישית לחוק,¹⁸⁰ לרשום אותם למסחר גם בישראל בהתבסס על דיווחיהן לפי הדין הזר החל עליהן, חלף גילוי לפי הדין בישראל. גם חברות אשר כבר נסחרות בבורסה בתל אביב ומבצעות רישום למסחר בבורסה זרה כאמור, יכולות לעבור לדיווח על פי כללי הדין הזר בכפוף לתנאים מסוימים.¹⁸¹

כאמור, תאגידי רישום כפול מדווחים בהתאם לדין הזר החל עליהם, כאשר הרשות מביאה בחשבון את העובדה שחברות אלה כבר נתונות לפיקוחן של רשויות הפיקוח הזרות הרלוונטיות, אשר רמות הפיקוח שהן מפעילות הינן מהגבוהות בעולם, וכפופות לסט כללים רגולטורי זר שנבחן ונמצא הולם בהיבטי הגנה על משקיעים.

תכליתו העיקרית של הסדר הרישום הכפול הינה לתמרץ חברות שנסחרות בבורסות הזרות להירשם למסחר גם בישראל, בהעריכין כי לא יהיה ברישום למסחר בישראל כדי להטיל על החברה נטל רגולטורי מהותי נוסף על הרגולציה שהיא כפופה לה ממילא נוכח רישומה למסחר בבורסה הזרה.

הבורסות הזרות שנכללות בהסדר הרישום הכפול עברו בחינה פרטנית של "מעגלי ההגנה" על משקיעים, לרבות בחינה של איכות הרגולציה, איכות המפקח הזר ומנגנוני השוק השונים, במטרה להבין האם מתקיימת בשוק הזר מערכת של איזונים ובלמים אשר מספקת הגנה ראויה למשקיעים. בפועל, הסדר הרישום הכפול פונה לשווקים בינלאומיים גדולים, המאופיינים ברגולציה איכותית, במסחר ונזילות, מעורבות של גופים מוסדיים וקרנות גידור, ומלווים על ידי סיקור שוטף של אנליסטים ובתי השקעות, אשר מספקים יחד אכיפה שוטפת הן בפן הרגולטורי והן בפן הציבורי.

הצוות ממליץ לייצר מודל רישום כפול גם בבורסה הייעודית, כאשר ביחס לכל בורסה זרה (ראשית או משנית) שיאפשר ביחס לבורסה הייעודית, יבוצע תהליך בחינה פרטני בדומה לאמור לעיל. לצד זאת, מוצע לקבוע כי הסדר הרישום הכפול כבר יחול בבורסה הייעודית ביחס לבורסות זרות שכבר אושרו להיכלל בהסדר הרישום הכפול בבורסה הראשית, וזאת בכפוף לעמידה בדרישות הרישום למסחר בבורסה.

¹⁸⁰ למועד הדוח, רישום כפול מתאפשר ביחס לבורסות לניירות ערך בארה"ב NYSE ו-NASDAQ, ובאנגליה LSE. לאחרונה נוספו להסדר רישום הכפול גם הבורסות בטורונטו, סינגפור והונג קונג.

¹⁸¹ סעיף 35 לחוק ניירות ערך מחייב כי מעבר מתכונת דיווח כאמור תאושר על ידי רוב של מחזיקי ניירות הערך באסיפות, שאינם בעלי השליטה בחברה.

10. אופן הצעת ניירות הערך

על פי המצב החוקי הנוכחי מכוח תקנות ניירות ערך (אופן הצעת ניירות ערך לציבור), התשס"ז-2007 (להלן - "תקנות אופן ההצעה"), בעת פרסום תשקיף (בין אם בהנפקה ראשונה לציבור ובין אם בהנפקה חוזרת), ניתן לבצע מכרז על דרך של הצעה לא אחידה. בהתאם לאמור בתקנה 11 לתקנות אופן ההצעה, נדרש כי הרוכשים במסגרת ההצעה הלא אחידה יהיו משקיעים מוסדיים, כאשר ישנו חריג המאפשר מכירה של עד 30% מההנפקה למי שאינו משקיע מוסדי, בתנאי שהמכירה לאותם משקיעים תיעשה על דרך של הצעה אחידה ובאותו המחיר יוקצו ניירות הערך למשקיע המוסדי. משמעות האמור הינה כי אם חברה מעוניינת לבצע הנפקה לציבור במסגרתה היא תקצה ניירות ערך שלה לשורה של משקיעים, לרבות משקיעים אסטרטגיים אשר היא סבורה כי השקעתם בה תיטיב עמה, הרי שבשל העובדה כי אותם משקיעים אינם נחשבים למשקיעים מוסדיים כהגדרת מונח זה בתקנות אופן ההצעה, החברה לא תוכל לוודא כי הם יקבלו בדיוק את הכמות שהם רוצים לרכוש במסגרת ההנפקה.

בארה"ב קיים מודל הצעה לא אחידה המכונה "Book building" ("בניית ספר הזמנות"). בהתאם למודל זה, מקיים מנהל ההנפקה דיאלוג עם המשקיעים המתווכמים הפוטנציאליים אגב שיווק ההנפקה בהליך ה-Road Show, מהם הוא למד על שווי החברה לפיו יש לתמוך את ההנפקה, כאשר אותם משקיעים נותנים לו גם אינדיקציות לגבי היקף ההזמנה האפשרי שלהם היה ומחיר החברה בהנפקה יהיה מחיר ספציפי כזה או אחר. בעת שמתבצעת ההנפקה, נוטים אותם משקיעים מתווכמים להזרים הצעות רכישה במחיר דומה לזה אותו הם שיקפו למנהל ההנפקה, בעוד שזה האחרון מקפיד לוודא כי כל משקיע שכזה, יוכל לקבל את הכמות אותה הוא מעוניין לרכוש. בכך בעצם, הלכה למעשה, יש למנהל ההנפקה שליטה על זהות המשקיעים שנוטלים חלק בהנפקה, והוא יכול להבטיח כי משקיעים אסטרטגיים ו/או משקיעים בעלי "ידיים חזקות" ישתתפו בהנפקה.

הצוות מציע כי החברה המנפיקה בבורסה הייעודית תוכל לבצע הצעה לא אחידה, בדומה למודל המיושם בארה"ב, בה ייטלו חלק גם משקיעים אשר אינם מהווים משקיעים מוסדיים, וזאת ביחס לכל היקף ההנפקה ולא רק ביחס לנתח של 30% מהיקף ההנפקה. בהקשר זה, מוצע לאמץ את המודל הקיים בארה"ב במסגרתה בונה מנהל ההנפקה "ספר הזמנות" תוך הפעלת שיקול דעת בבחירת המשקיעים שישתתפו בהנפקה. לדעת הצוות, אפשרות זו תקנה גמישות לחברה ולמנהל ההנפקה בבחירת המשקיעים שייטלו חלק בהנפקה, בקביעת מחיר ההנפקה ובהגדלת יעילות תהליך ההנפקה.

לאור השוני בדרישות הרגולציה ומודל הפיקוח והמסחר שחלים על הבורסה הייעודית, ישנה חשיבות לסוגיית המעברים בין הבורסה הייעודית לראשית ולהפך.

המעבר מהבורסה הייעודית לבורסה הראשית הוא מעבר "טבעי" אליו החברות הנסחרות בבורסה הייעודית שואפות, שכן המעבר נתפס כשלב התפתחותי בחייה העסקיים של החברה המשדר איתות לציבור אודות איכות החברה, הישגיה ופוטנציאל הצמיחה שלה. כלומר, הבורסה הייעודית אמורה להוות מעין "קרש קפיצה" לחברות קטנות ובינוניות לבורסה הראשית ואמצעי לצמיחתן. מאידך, המעבר מהבורסה הראשית לבורסה הייעודית אינו טבעי באותו אופן, שכן חברות שנסחרות בבורסה הראשית, הן בעלות מאפיינים שונים מבחינת גודלן וסוגן. זאת ועוד, מעבר כאמור משנה את משטר הפיקוח המוטל על החברה ואף משנה באופן ניכר את אופי המסחר בניירות הערך שלה בכל הנוגע להיבטי המסחר והסחירות.

11.1. מעבר מהבורסה הראשית לבורסה הייעודית

כאמור, הקמת בורסה ייעודית נועדה לסייע לצמיחתן של חברות קטנות ובינוניות, חלקן חברות צעירות בתחילת דרכן הזקוקות להון שיאפשר להן לממן את פעילותן העסקית עד להפיכתן לחברות בשלות ובוגרות. לאור זאת, הרגולציה שתחול על חברות שנסחרות בבורסה הייעודית שונה מזו שתחול על חברות שנסחרות בבורסה הראשית. רגולציה מקלה מהווה תמריץ אף לחברות גדולות הנסחרות כיום בבורסה הראשית לעבור להיסחר בבורסה הייעודית במטרה ליהנות מודרישות הדיווח המקלות, וכללי הממשל התאגידי המקלים.

מתן אפשרות למעבר חופשי של חברות מהבורסה הראשית לייעודית עלולה לפגוע בחלק מהמשקיעים, אשר בין מכלול השיקולים שלהם להשקיע בחברה, לקחו בחשבון את כללי הרגולציה שחלים עליה. בנוסף, אחת ממטרות הבורסה הייעודית, לפחות בשלב הראשון, היא לעודד הנפקות ראשונות של חברות, אשר בשל גודלן, אינן יכולות לעמוד בכללי הבורסה הראשית. הקמת הבורסה הייעודית לא נועדה להקל עם חברות שכבר נסחרות.

נוסף על האמור, פתיחת המעבר מהבורסה הראשית למשנית עלולה לפגוע בפעילות הבורסה הראשית, בשל חשש ל"קניבליזציה". חברות עשויות להעדיף את ההקלות הרגולטוריות שניתן לקבל בבורסה הייעודית, והאמור עשוי לעודד חברות שנסחרות היום בבורסה הראשית לעבור לבורסה הייעודית, דבר אשר יביא לפגיעה בבורסה הראשית.

מאידך, מעבר בין הבורסה הראשית לבורסה הייעודית יכול לשרת חברות שכיום נמצאות בבורסה הראשית אך הן בעלות מאפיינים זהים לחברות הנסחרות בבורסה הייעודית. מניעת מעבר כזה, מייצרת מצב בו נכון לערב פתיחת הבורסה הייעודית תהיינה חברות אשר דומות במאפייניהן אך תיסחרנה בבורסות שונות. בהקשר זה חשוב לציין כי רשות ניירות ערך פועלת בשנים האחרונות ליישום הקלות רגולטוריות גם עבור חברות הנסחרות בבורסה הראשית, מתוך הבנה כי יש להקל על חברות מסוימות מאותן סיבות שנמנו לעיל, לפיכך חברות אלו לא תישארנה ללא מענה לצרכיהן.

ממבט השוואתי על בורסות ייעודיות אחרות בעולם, ניתן ללמוד כי המעבר ברוב הבורסות הוא אפשרי תחת תנאים וכללים שקבעה כל בורסה.

לאור השיקולים לעיל, ומתוך הבנה כי יש צורך לאזן בין החלופות, ובהתחשב בכך שהרשות מספקת מענה אף לחברות הזקוקות להקלות הרגולטוריות הנסחרות בבורסה הראשית, הצוות בדעה כי בשלב ראשון יש לדחות את ההחלטה בדבר אפשרות המעבר מהבורסה הראשית לייעודית לתקופה של שלוש שנים, ורק בחלוף תקופה זו מיום הקמת הבורסה, ולאחר שהשוק עמד על איכות המנגנונים הפעילים בבורסה ויכולת הערכת הסיכונים והסיכויים שבפתיחת המעבר מהבורסה הראשית לייעודית, לשקול האם לאפשר זאת, בהתאם לכללים שייקבעו.

11.2. מעבר מהבורסה הייעודית לבורסה הראשית

כאמור, אחת התכליות העיקריות של הבורסה הייעודית הינה להוות מסגרת לחברות קטנות, המבקשות לגייס הון והן אינן עומדות בכללי הבורסה הראשית. רישום למסחר בבורסה הייעודית הינו חלק מתהליך הגדילה שלהן, כאשר פונקציית המטרה היא - מעבר להיסחר בבורסה הראשית.

ככלל, בבורסות משניות בעולם אין חובת מעבר מהבורסה המשנית לבורסה הייעודית, אם כי בחלקן קיימים מנגנונים שמתמרים ומעודדים את החברות לבצע מעבר כאמור כפונקציה של גודל החברה.

המעבר מהבורסה הייעודית לבורסה הראשית, ככל שמתבצע, נדרש להיות פשוט וקל מבחינת החברות. מצד המשקיעים בחברה הנסחרת בבורסה הייעודית, יש לקחת בחשבון שככל ששווי החברה עולה, מתעורר הצורך שלהם בהתאמת המשטר הרגולטורי לזה הקיים בבורסה הראשית. זאת, על דרך של השוואת דרישות הדיווח והממשל התאגידי מהחברות לאלו שרואים לנגד עיניהם משקיעים בחברות בבורסה הראשית.

לאור האמור, הצוות סבור כי אין להחיל חובת מעבר לבורסה הראשית, בכל מקרה, ללא קשר לשווי החברה או לסוגי ני"ע שהנפיקה. עם זאת, מוצע לקבוע כי כאשר שווי השוק של החברה עולה מעל סכום של 600 מיליון ₪ (כפל שווי "תאגיד קטן" כהגדרתו לעיל), תהא חובה על יישום כללי הרגולציה המלאים (גילוי ודיווח, ממשל תאגידי וכיוצא בזה) אשר חלים בבורסה הראשית, למעט הוראות מסוימות שייקבעו מראש, תוך מתן תקופת היערכות בת שנה ליישום כללים אלו.

11.3. מעבר וולונטרי מהבורסה הייעודית לבורסה הראשית

מעבר לבורסה הראשית הוא סממן לחוזקה וחוסנה הכלכלי של החברה העוברת, ומהווה איתות למשקיעים בדבר בשלות החברה והשלב בו היא נמצאת בחייה. בנוסף, מעבר כאמור פותח אפשרות גיוס הון ממשקיעים רבים, ביניהם משקיעים מוסדיים שצפוי שיעדיפו ככלל להשקיע בחברות הנסחרות בבורסה הראשית, סביבת מסחר המאופיינת בנזילות גבוהה יותר. כלומר, לחברות הנסחרות בבורסה הייעודית ולבעלי מניותיהן קיים תמריץ חזק לעבור להיסחר בבורסה הראשית.

לאור האמור, וכדי להקל על הדירקטוריון בקבלת החלטה עסקית לטובת החברה, הצוות בדעה כי יש לאפשר מעבר וולונטרי מהבורסה הייעודית לבורסה הראשית באישור הדירקטוריון בלבד למעבר כאמור. בבסיס קביעה זו עומד העיקרון לפיו שיקולי החברה ובעלי המניות זהים בשלב זה, שכן אף בעלי המניות מרוויחים מהמעבר לבורסה הראשית בשל הגידול בנזילות, והאיתות לשוק אודות חסינות וחוזק החברה - כשלעצמו מהווה גורם שמעלה את ערך החברה.

לפיכך, ישנה הבנה שמספיקה החלטת הדירקטוריון כדי לאפשר מעבר וולונטרי למסחר ברשימה הראשית. חברה שתבחר לבצע מעבר וולונטרי כאמור, תידרש לעמוד במלוא כללי המסחר והרגולציה החלים בבורסה הראשית (לרבות עריכת ופרסום מסמך רישום למסחר).

12. סוגי ניירות הערך שניתן יהיה להנפיק

הצוות בחן את הצורך בקביעת מגבלות כלשהן לעניין סוגי ניירות הערך אשר ניתן יהיה לרשום ולסחור בהם בבורסה הייעודית. בפרט, במסגרת שאלה זו בחן הצוות את האפשרות להנפיק ולרשום למסחר: (1) אגרות חוב; (2) ניירות ערך שאינם עומדים בכלל השוויוניות של "one share one vote" הקבוע בסעיף 46 לחוק ניירות ערך.

12.1. הנפקת חוב

בין השיקולים שעמדו לנגד עיני הצוות בקשר עם האפשרות להנפיק חוב בבורסה הייעודית ניתן להתייחס לכך שהתרת גיוס חוב תאפשר פתיחת בורסה זו לחלק לא מבוטל מאוכלוסיית החברות הקטנות בישראל - בעיקר חברות מתחום התעשייה הקלאסית (בנייה, קמעונאות, שירותים, וכיוצ"ב), אשר מאופיינות במקרים רבים בבעלות משפחתית כאשר הבעלים הינם בעלי זיקה חזקה לעסק, ולכן לא בהכרח יהיו מעוניינים בהנפקת הון אשר תדלל את החזקותיהם בעסק. כמו כן, הדבר יאפשר הגדלת מגוון ההשקעות האפשרי למשקיעים בבורסה זו, אשר בהתאם לטעמיהם ולהעדפות הסיכון שלהם - עשויים להעדיף דווקא השקעה בחוב.

מאידך, הנפקת חוב כרוכה במאפייני השקעה שונים מאשר הנפקת הון. מנקודת מבט המשקיעים קיימת ראייה של נכס בעל תנודתיות נמוכה יותר, עם מועדי תשלום קבועים ותשואה יחסית ידועה מראש. בהתאם, המחוקק העניק מנגנוני הגנה משמעותיים יותר לקבוצת משקיעים זו, כמו גם דרישות גילוי ייחודיות. בשל כך, נראה שלא יהיה זה נכון להפחית מדרישות הגילוי החלות כיום בבורסה הקיימת על הנפקת אגרות חוב (בניגוד להנפקה של הון), מה שיביא לצורך ליצור שני מדרגי דיווח בבורסה הייעודית ולסרבול בדרישות הגילוי.

על בסיס השיקולים שפורטו לעיל, המלצת הצוות הינה לאפשר הנפקת חוב בבורסה הייעודית ובלבד שבאותו מועד או קודם לו הונפק גם הון בבורסה הייעודית בסכום שלא יפחת מגובה החוב שמונפק. בנוסף, מוצע כי היקף החוב שניתן יהיה להנפיק יוגבל לטווח של 36-6 מיליון ₪ ובכל מקרה לא יעלה על 100% מסכום ההון שהונפק וגויס על ידי החברה בבורסה הייעודית. ההנחה הינה כי חברות המבקשות לגייס סכום נמוך מזה בדרך של חוב, יכולות לעשות כן באמצעות פלטפורמות מימון ההמונים, וכי חברה המבקשת לגייס חוב בהיקף העולה על סכום זה, מן הראוי שתעשה זאת בדרך המלך בבורסה הראשית, ותחת כל דרישות הרגולציה המלאות החלות בבורסה הראשית על מנפיקי חוב. הצוות סבור כי התניית הנפקת החוב בהנפקה של הון במקביל נדרשת על מנת לגדר את הסיכון הכרוך בפתיחת הבורסה הייעודית להנפקות חוב, ובשים לב להקלות הרגולטוריות שיחולו גם על מנפיקי חוב בבורסה הייעודית.

במקביל, ועל מנת לתת מענה שלם לחברות קטנות המבקשות לגייס מימון בדרך של חוב בלבד, מוצע להקים בבורסה הראשית מסלול להנפקת חוב בסכומים של עד 36 מיליון ש"ח תחת רגולציה מלאה. עוד מומלץ לשוב ולבחון המלצה זו בתום 3 שנים ממועד הקמת הבורסה הייעודית, בשים לב לשינויים שיתחוללו ביחס לחברות היעד או לפעילותן או לבורסה הייעודית גופא.

מודלים אחרים שנשקלו על ידי הצוות כללו הנפקת חוב במועד ההנפקה הראשונה לציבור ללא תלות בהנפקת הון או מגבלות אחרות, תוך אימוץ מודל דיווח של "תאגיד מדווח" וכן הנפקת הון בלבד ללא האפשרות להנפיק חוב.

12.2. הנפקת מכשירים שאינם עומדים בכלל השוויוניות בהתאם לסעיף 46ב לחוק ניירות ערך

הצוות בחן את האפשרות להתיר הנפקתם של ניירות ערך אשר אינם עומדים בכלל השוויוניות הקבוע בסעיף 46ב לחוק ניירות ערך ("one share one vote") אשר קובע, בין היתר, כי הבורסה לניירות ערך בתל אביב לא תרשום מניות למסחר בה, אלא אם הבטיחה שבהון החברה שמניותיה נרשמות לראשונה, יש סוג מניות אחד בלבד המקנה זכויות הצבעה שוות ביחס לערכן הנקוב (למעט חריגים ייחודיים). כמו כן, כל הנפקת מניות נוספת תיעשה במניות העדיפות ביותר בזכויות הצבעה. הרציונל העומד בבסיס הוראת הסעיף הינו עקרון השוויון בזכויות הצבעה בחברות ציבוריות נסחרות, אשר מטרתו מניעת ביצור שליטה. נוכח הוראה זו, נמנע מצב בו השליטה מרוכזת בידי קומץ בעלי מניות שהשקעתם בחברה מועטה יחסית, בשעה שהציבור שהשקיע את מירב ההון בחברה נותר נטול השפעה ממשית על פעילותה.

הדיון בנוגע לאפשרות הסטייה מכלל השוויוניות עלה עקב טענות בדבר הצורך בהגמשת מבנה ההנפקה והקניית גמישות למשקיעים בתמחור השקעתם והסיכון שהם נוטלים, טענות ביחס לקושי העומד בפני חברות המאפיינות במבנה הון מורכב וכן העובדה כי אפשרות זו קיימת בבורסות אחרות בעולם מולן תתחרה הבורסה הייעודית.

מאידך, סטייה מכלל זה כרוכה ביצירת מורכבות בבורסה הייעודית וכן בחשש כי ריבוי ניירות הערך יביא לקושי גם בתמחור של המכשירים ה"פשוטים" יותר של החברה - מניות רגילות. קשיים נוספים הינם שפיצול המכשירים המונפקים למספר סוגים יפחית עוד יותר את הסחירות בניירות הערך וכן יקשה על המעבר לבורסה הראשית בשל הצורך "לשטח" את מבנה ההון בחברה - תוצאה המנוגדת לאחת המטרות שבבסיס הקמת הבורסה הייעודית (לפיה חברות תצמחנה בבורסה זו ולאחר מכן תירשמנה למסחר בבורסה הראשית).

לאור מכלול השיקולים שפורטו לעיל, נוכח המסקנה שעלתה מבחינה מול גורמי שוק לפיה אין מדובר בחסם מהותי לכניסת חברות לבורסה הייעודית, וכן מול ההבנה כי בפרקטיקה חברות נוטות להנפיק סוג אחד של ניירות ערך גם בבורסות ייעודיות המאפשרות גיוון מכשירים - המלצת הצוות הינה לשמר את כלל השוויוניות בבורסה הייעודית, לרבות מתן אפשרות להנפיק מניות בכורה.

לשלמות התמונה יצוין כי חלופות נוספות אשר נשקלו על ידי הצוות הינן: (1) לאפשר רישום למסחר של מכשירים אשר אינם עומדים בכלל השוויוניות כאמור, ללא מגבלות; (2) לאפשר סטייה מכלל השוויוניות, אולם הרישום למסחר יתאפשר עבור סוג ני"ע אחד בלבד (ולאו דווקא העדיף ביותר מבחינת תנאיו).

13. חובות גילוי ודיווח

באופן מובנה, קיים מתח בין הצורך להקל על חברות קטנות בדרישות הגילוי והדיווח - אשר עשויות לדרוש מהן לתחזק אופרציה ייעודית ולהביא לכך שחלק ניכר ממשאביהן יופנה לעמידה בנטל הרגולטורי חלף פיתוח עסקי החברה, לבין הצורך לאפשר למשקיעים בבורסה הייעודית שקיפות מספקת וזרימת מידע ראויה, באופן שיאפשר להם לנתח את האפשרויות העומדות בפניהם ולקבל החלטות השקעה מושכלות. על כן, כל ההמלצות המפורטות להלן נבחנו על ידי הצוות בפריזמה כפולה - הן מנקודת ראות החברות, והן מנקודת ראות המשקיעים.

13.1. תדירות פרסום הדוחות העיתיים

בהתאם לתקנות הדוחות, תאגיד מדווח נדרש להגיש דוחות עיתיים מדי רבעון. מדרישה זו הוחרג "תאגיד קטן" (למעט תאגיד שהציבור מחזיק תעודות התחייבות שהנפיק) - אשר בהתאם לתקנה 5(ד) לתקנות הדוחות רשאי לדווח במתכונת חצי שנתית. זאת, לאור ההבנה כי נדרשת השקעת משאבים ניכרת לצורך הפקת דוחות כספיים סקורים ועריכתם בתדירות רבעונית, אשר מביאה לאובדן תשומות ניהוליות וכספיות רבות שמנותבות לתהליך עריכת הדוחות, בעוד שהמשאבים הפנויים לניהול השוטף של העסק מצטמצמים במידה ניכרת.

המלצת הצוות הינה לקבוע כי דין זהה לדין החל על חברות קטנות בבורסה הראשית שהנפיקו מניות בלבד יחול בבורסה המשנית (למעט חריג שיפורט להלן), אף אם החברה לא תעמוד בתנאים להגדרתה כ"תאגיד קטן". יצוין כי נכון למועד פרסום דוח זה, כ-120 תאגידי קטנים הנסחרים כיום בבורסה לניירות ערך בתל אביב בחרו לאמץ את ההקלה בדבר מתכונת הדיווח החצי שנתית - מה שמעיד על חשיבותה ותרומתה לחברות.

עוד יצוין כי הצוות בחן גם חלופה נוספת, לפיה הדוחות העיתיים יפורסמו אחת לשנה בלבד, אולם הרשמים שעלו מפגישות עם גורמים מהשוק מעידים על כך שדיווח בתדירות שנתית בלבד יפגע באופן מהותי ביכולת הניתוח וקבלת ההחלטות של המשקיעים במידה שעשויה לגרום להם להדיר רגליהם מהבורסה הייעודית. בנוסף בחן הצוות המטפל אפשרות לפיה די יהיה בדיווח חצי שנתי גם במקרה של חברה שתעודות התחייבות שהנפיקה מוחזקות בידי הציבור. ביחס לחלופה זו סבר הצוות כי אותם שיקולים שמחמתם הוחרגו חברות אלו מההקלות החלות על "תאגידי קטנים" בבורסה הראשית יפים גם כאן, ולפיכך לא אומצה חלופה זו.

על אף האמור, מוצע לקבוע כי חברות שלא הפיקו הכנסות בשנה השוטפת ובתקופות ההשוואה המוצגות בדוחות הכספיים תוחרגנה מהדרישה לערוך ולפרסם דוחות כספיים במסגרת הדוח החצי-שנתי, שכן ערכם השימושי למשקיעים אינו גבוה ממילא. חברות אלו תהיינה רשאיות להסתפק בפרסום נתונים על יתרת המזומנים וקצב שריפת מזומנים בלבד.

13.2. תוכן המידע הנלווה לדוחות הכספיים

המלצת הצוות הינה כי הדוח התקופתי של החברה יכלול, לצד הדוחות הכספיים, מידע איכותי על העסק ופעילותו במתכונת של "דוח הנהלה מורחב" תוך ביטול החובה לערוך פרק תיאור עסקי תאגיד נפרד.

מתכונת זו מבוססת על "דוח ההנהלה" שצפוי להיות מפורסם על ידי תאגידים מדווחים לאחר כניסת הצעת החקיקה בעניין שיפור הדוחות לתוקף¹⁸², תוך הרחבת תיאור מהות העסק (אשר בדוח ההנהלה הנזכר לעיל אמור להינתן באופן מצומצם למדי, בכדי למנוע כפילות מול פרק תיאור עסקי התאגיד).

בהתאם למודל זה, הגילוי יכלול את הרכיבים הבאים, במטרה לספק לציבור המשקיעים הסברים הדרושים לשם ניתוח והבנת התפתחות התאגיד ומצב עסקיו, מנקודת מבט ההנהלה:

- תיאור מהות העסק - סקירה של הענפים בהם התאגיד פועל; הסביבה התחרותית והשווקים העיקריים; הסביבה המאקרו-כלכלית, הרגולטורית והחוקית; תיאור מוצרים ושירותים עיקריים, תהליכים עסקיים ושיטות הפצה; הסיכונים הקריטיים החלים על התאגיד; מבנה התאגיד וכיצד הוא יוצר ערך.
- סקירת הנהלה - סקירה עסקית באשר להתפתחויות שחלו בעסקי התאגיד, מצבו הפיננסי, תוצאות הפעילות, הונו העצמי, תזרימי המזומנים ונזילותו מנקודת מבטה של ההנהלה ובהתאם לניתוח שנעשה לצרכים הפנימיים שלה. הסקירה תהיה עניינית, תתמקד בהסברים ולא בתוצאה עצמה וכן תכלול ניתוח מאוזן של התמורות החיוביות שחלו בעסקי התאגיד לצד ניתוח המגמות השליליות. זאת, תוך הכללת מידע מהותי בלבד והתמקדות בנושאים החשובים ביותר להנהלה ותוך צמצום הפער בין הניתוח שמוצג לציבור ובין הניתוח שמובא בפני ההנהלה הבכירה.
- יעדים ואסטרטגיית עסקית - תיאור אסטרטגיית התאגיד, יעדיו העסקיים וצפי להתפתחות בשנה הקרובה (קרי, התכניות העסקיות שחורגות ממהלך העסקים הרגיל ואשר צפויות להתממש בשנה הקרובה).
- מידע תחזיתי נוסף - הכללה וולונטרית של מידע צופה פני עתיד לרבות תחזיות רווח ותחזיות לגבי ביצועים פיננסיים עתידיים של התאגיד, כגון: תחזית הכנסות, רווחיות גולמית/תפעולית צפויה, וכו'.
- התממשות מידע צופה פני עתיד שדווח בעבר - הסברי ההנהלה לקיומן של סטיות מהותיות מאוד בין מידע צופה פני עתיד שדווח בעבר בדוח ההנהלה לבין התממשותו בפועל (כדוגמת סטיות מהותיות מאוד באופן התממשות תחזיות רווח שדווחו בעבר).

13.3. צירוף דוחות של תאגידים אחרים, דוחות נפרדים (סולו) והערכות שווי

דוחות של תאגידים אחרים

תקנות פרטי תשקיף ותקנות ניירות ערך (דוחות כספיים ושנתיים), התש"ע-2010 ("תקנות דוחות כספיים") כוללות ארבעה מקרים שונים בהם חברה נדרשת לצרף דוחות כספיים של חברות אחרות:

1. תאגיד אחר שהתאגיד המדווח השקיע או עומד להשקיע בו מעל 50% מנכסיו (תקנה 51 לתקנות פרטי תשקיף). תקנה דומה במהותה - תקנה 43 לתקנות פרטי תשקיף - קובעת את החובה לצרף דוחות כספיים במקרה שבו ייעוד תמורת ההנפקה הינו השקעה בחברה אחרת.
2. תאגיד שערב למילוי התחייבויות התאגיד (תקנה 44 לתקנות פרטי תשקיף).

¹⁸² ר' בקישור - <http://www.isa.gov.il/חקיקה/20%ואכיפה/Legislation/Proposed%20Legislation/2233/Documents/> Simplifying_Reports.pdf

3. חברה נערכת (תקנה 19 לתקנות דוחות כספיים).

4. חברה כלולה מהותית מאד (תקנה 23 לתקנות דוחות כספיים).

הצוות שקל האם מן הראוי להחיל דרישות אלו, אשר העמידה בהן כרוכה בצירוף סט נוסף של דוחות כספיים - משימה הכרוכה בעלות משמעותית, גם על התאגידים בבורסה הייעודית. הצוות בדעה כי יש להחיל תקנות אלו גם על חברות בבורסה הייעודית מהטעמים הבאים: ביחס לשני המקרים הראשונים (השקעה בתאגיד אחר, תאגיד ערב) - מדובר בתקנות אשר מטרתן להביא לידי כך שבידי המשקיעים יהיה מידע לגבי התאגיד העיקרי אשר למצבו ולתוצאותיו הם חשופים;¹⁸³ ביחס לחברה נערכת - מדובר בסיטואציה נדירה ביותר אשר אינה מצדיקה יצירת דין מיוחד;

בנוגע לחברה כלולה מהותית מאד - מוצע להחיל הוראה דומה, אך להגביה את הרף הנדרש לחובת צירוף דוחות פי שניים מהרף הקיים כיום, כך שיעמוד על 40% במקום 20%.¹⁸⁴ הקלה דומה נקבעה בתקנה 15 לתקנות הדוחות ביחס לתאגידים קטנים אך רק בכל הנוגע לדוח רבעוני, וכעת מציע הצוות כאמור להרחיבה בנוגע לחברות ברשימה המשנית גם לדוח השנתי.

דוחות סולו

תקנה 9 לתקנות הדוחות מחילה על תאגיד מדווח את החובה לפרסם דוחות סולו הכוללים את הנתונים מתוך הדוחות המאוחדים המיוחסים לתאגיד עצמו. מדובר בחובה מכבידה להכנת סט נוסף של דוחות. בנוסף, הדרישה לפרסום דוחות סולו לא קיימת תחת תקני ה-IFRS אלא רק בכפוף לדרישה רגולטורית וכן אינה מקובלת בחלק ממדינות העולם, כך שניכר כי גילוי זה אינו נחשב לדרישת גילוי מרכזית. לבסוף, הערך המוסף של דוחות סולו רלוונטי במיוחד לקבוצות מורכבות אך הינו מצומצם יחסית בנוגע לחברות קטנות ופשוטות יותר מהסוג שצפוי לאפיין את הרשימה המשנית. לאור כל האמור ממליץ הצוות שלא לדרוש צירוף דוחות סולו מחברות ברשימה המשנית.

הערכות שווי

תקנה 8 לתקנות הדוחות מחייבת חברה לצרף במקרים מסוימים הערכות שווי לדוחות הכספיים. דרישה זו ייחודית לדין הישראלי ואינה מקובלת בעולם, ומשכך אינה מהווה רכיב מסטנדרט הגילוי הבסיסי. לפיכך מציע הצוות שלא להחיל את דרישה זו על תאגידים ברשימה המשנית.

13.4. דוח בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי (ISOX)

תקנה 9 לתקנות הדוחות מחייבת צירוף של דוח בדבר הערכת הדירקטוריון והנהלה את אפקטיביות הבקרה הפנימית, דוח של רואה החשבון המבקר בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית והצהרות בנושא של המנהל הכללי ושל נושא המשרה הבכיר ביותר בתחום הכספים. רגולציה זו הוחלה בשנת תש"ע בעקבות רגולציה דומה שהוחלה בארה"ב (SOX). בהתאם לתיקון מהשנים האחרונות, תאגידים קטנים בבורסה פטורים מרגולציה זו למעט החובה לצרף את הצהרות הנהלה (תקנה 15 לתקנות הדוחות). ביחס לתאגידים ברשימה המשנית ממליץ הצוות שלא להחיל רגולציה זו (לרבות אי החלת החובה לצרף הצהרות הנהלה).

¹⁸³ בדומה לכך, לא מצא הצוות לנכון להחיל דין שונה בנוגע לחובה הקיימת במקרים מסוימים לצרף דוחות פרופורמה, שכן דוחות אלו נערכים ביחס לצירופי עסקים הנמצאים ברמת מהותיות גבוהה והמובילים למעשה לשינוי פניו של התאגיד המדווח.

¹⁸⁴ המבחנים לגביהם נעשה שימוש בשיעורים אלו הינם ערך ההשקעה ביחס לסך המאזן וכן הרווחים שנרשמו בגין החברה הכלולה ביחס לסך הרווח.

13.5. עריכת דוחות כספיים - מסגרת התקינה החשבונאית

תקנה 3 לתקנות דוחות כספיים קובעת כי תאגיד מדווח (למעט מספר חריגים הקבועים בתקנות) יגיש את הדוחות הכספיים כשהם ערוכים לפי תקני דיווח כספי בין-לאומיים (IFRS).

לדרישה לכללי חשבונאות אחידים אשר יחולו על כל התאגידים המדווחים יתרונות משמעותיים. ראשית, היא מובילה לאחידות וליכולת השוואה בין התאגידים המדווחים בישראל. כמו כן, בשל העובדה שכללי החשבונאות המיושמים הינם בהתאם לסטנדרטים בינלאומיים, יכולת ההשוואה מתקיימת גם ביחס לחברות הנסחרות בשווקים זרים. בנוסף, מדובר בתקני חשבונאות המוכרים על ידי משקיעים זרים, כך שהבחירה בתקני חשבונאות בינלאומיים מעלה את הסיכויים להשקעות זרות בתאגידים מדווחים בישראל.

החובה להגיש דוחות לפי תקני חשבונאות בינלאומיים אמנם כרוכה בעלויות משמעותיות להכנת הדוחות, בעיקר בכל הנוגע לחברות אשר עד למועד ההצעה הראשונה לציבור ערכו דוחות כספיים בהתאם לכללי חשבונאות אחרים וכעת נדרשות לראשונה לערוך את הדוחות (כולל מספרי השוואה) לפי תקני חשבונאות שונים, אולם תקינה זו מקיפה ומקובלת יותר, מאשר התקינה החשבונאית הישראלית (IGAAP) ומקנה למשקיעים כלים טובים יותר לצורך קבלת החלטות השקעה באמצעות מידע כספי מהימן ובר השוואה לחברות אחרות.

עם זאת, יצוין כי בחלק מהבורסות המשניות הותר דיווח לפי תקינה חשבונאית מקומית, שאינה מותרת בבורסה הראשית. כך לדוגמא, בבורסת Alternext חברות רשאיות לערוך את הדוחות בהתאם לתקינה חשבונאית מקומית, בשונה מהבורסה הראשית - Euronext בה החברות ככלל נדרשות לערוך את הדוחות בהתאם לתקני דיווח כספי בינלאומיים או כללי חשבונאות מקובלים בארצות הברית (US GAAP).

על אף שהחברות הצפויות להיסחר בבורסה הייעודית הן חברות קטנות ובינוניות, ששוק היעד (מבחינת ביקוש לניירות הערך) שלהן הוא בעיקר השוק המקומי, ועל אף ההקלה שעשויה להיות גלומה בהיתר לערוך את הדוחות הכספיים בבורסה הייעודית לפי תקינה חשבונאית ישראלית, הצוות סבור שאין לאפשר לחברות לערוך את דוחותיהן הכספיים בהתאם לתקינה הישראלית, בעיקר כדי להימנע מפגיעה אפשרית ביכולת ההשוואה ובאחידות והפער שקיים בין התקינה החשבונאית הישראלית לבין מערכות תקינה מקיפות כדוגמת ה-IFRS וה-US GAAP. לצד זאת, מתוך הכרה כי יש לאפשר גמישות רבה ככל הניתן בתחום החשבונאי, וכיוון שחברות רבות בשוק הישראלי פונות לשוק בארה"ב כלקוחות, משקיעים או כפוטנציאל להנפקה עתידית, ממליץ הצוות לאפשר לחברות אשר תירשמה למסחר בבורסה הייעודית לערוך את דוחותיהן לפי תקני דיווח כספי בינלאומיים (IFRS) או לפי כללי חשבונאות מקובלים בארצות הברית (US GAAP) ללא ביאור התאמה ל-IFRS.¹⁸⁵ אין חולק כי התקינה החשבונאית המקובלת בארה"ב (US GAAP) נחשבת תקינה מקיפה ומקובלת ויישומה על ידי חברות בבורסה המשנית לא צפוי לפגוע ביכולת קבלת החלטות ההשקעה על ידי משקיעים.

תקנות דוחות כספיים כוללות דרישות גילוי בדוחות הכספיים אשר מטרתן להשלים מספר דרישות גילוי אשר המחוקק סבר כי חשוב לכוללן בדוחות הכספיים אף שאינן נדרשות בהתאם לתקני החשבונאות הבינלאומיים. לאור המלצת הצוות לאפשר לחברות הרשומות למסחר בבורסה הייעודית דוחות כספיים ערוכים לפי כל אחת ממערכות התקינה שהוצגו לעיל, שכל אחת בפני עצמה נחשבת מערכת תקינה מקיפה ומספקת, משיקולי עלות-תועלת, מוצע לפטור חברות אלו גם ממרבית דרישות הגילוי המשלימות הנוספות הקבועות בתקנות דוחות כספיים.

¹⁸⁵ על מנת שלא להכביד על חברות אשר תבחרנה שלא לערוך את הדוחות בהתאם לתקני חשבונאות בינלאומיים, מוצע לפטור גם מהכללת ביאור התאמה לכללים אלו (בשונה לדוגמא ממנפיק חוץ אשר בחר בהקלה לפי תקנה 5 לתקנות דוחות כספיים המאפשרת עריכת דוחות לפי תקינות שונות אך מחייבת צירוף ביאור התאמה).

13.6. הצגת תקופות השוואה

תקנה 7 לתקנות דוחות כספיים קובעת את הדרישה להציג בדוח על הרווח הכולל, בדוח על השינויים בהון ובדוח על תזרימי המזומנים מספרי השוואה לשתי תקופות. דרישה זו חורגת מדרישת המינימום הקבועה בסעיף 38 לתקן חשבונאות בינלאומי מס' 1 להצגת מספרי השוואה לתקופה אחת בלבד.¹⁸⁶

חשיבותה העיקרית של הדרישה לסט נוסף של מספרי השוואה הינה במועד הצעה ראשונה לציבור של ניירות ערך, שכן לאחר מכן באפשרות המשקיע למצוא את מספרי ההשוואה לשנים קודמות בדוחות שהתפרסמו בעבר.

עם זאת, דווקא במועד ההצעה הראשונה לציבור מדובר בדרישה מכבידה, שכן סביר להניח שחברה הניגשת להנפקה, לא ידעה שנתיים קודם לכן כי יידרשו לה דוחות לתקופה זו לשם הכללה בתשקיף. לפיכך, במרבית המקרים יהיה עליה להכין את מספרי ההשוואה לתקופה זו לקראת פרסום התשקיף, כשברי כי לאור חלוף הזמן, מדובר במשימה שאינה פשוטה.¹⁸⁷

בתקופות עוקבות, הצורך לצרף מספרי השוואה לשנים קודמות אינו מערים בדרך כלל קושי משמעותי בפני החברה, אך במקרים מסוימים דרישה זו עלולה להקשות על החברה, כגון במקרה של שינוי מדיניות חשבונאית תוך יישום רטרואקטיבי.

לפיכך ממליץ הצוות שלא להחיל את הדרישה לצרף שני מספרי השוואה ביחס לחברות שתירשמה למסחר בבורסה הייעודית ולהסתפק בדרישה הבסיסית שבתקני החשבונאות הבינלאומיים לכלול סט אחד של מספרי השוואה (הכל בכפוף לכללי חשבונאות מקובלים).

13.7. גילוי בדבר תגמול נושאי משרה

בהתאם לתקנה 21 לתקנות הדוחות, תאגידים מדווחים נדרשים לכלול בדוח השנתי פירוט נרחב בדבר התגמול שנתי לכל אחד מ-5 בעלי התגמול הגבוה ביותר.¹⁸⁸

היקף החובה בתקנה 21 מותאם לחברות בהיקף גדול יחסית. חברות בבורסה הייעודית צפויות להתאפיין בהיקף פעילות מצומצם יותר, ולרוב גם בשדרה ניהולית רזה יותר וברמות שכר נמוכות יותר - בקורלציה להיקפי הפעילות. לפיכך ממליץ הצוות על הקלות כפי שיפורטו להלן, ביחס לדיווח על שכר החל על תאגידים שיירשמו למסחר בבורסה הייעודית.

¹⁸⁶ כללי חשבונאות מקובלים בארה"ב אינם דורשים הכללת מספרי השוואה, ומקורה של החובה בארה"ב לכלול שתי תקופות השוואה הינה בהוראות ה-SEC הדומה לדין החל בישראל.

¹⁸⁷ הקושי במשימה זו יהיה כמובן משמעותי במיוחד אם לא תתקבל ההמלצה המתוארת לעיל לפיה חברות לא תידרשנה לאמץ את תקני דיווח כספי בינלאומיים עובר להנפקה. במקרה כזה חברה שערכה בעבר דוחות לפי תקינה שונה תידרש להכין בדיעבד דוחות לתקופות עבר לפי תקני דיווח כספי בינלאומיים. עם זאת, אף במקרה של שימור כללי החשבונאות הקיימים מתקופות עבר, רמת הדוחות הכספיים המוכנים לקראת הנפקה הינה גבוהה יותר מרמת דוחות כספיים שמרבית החברות הפרטיות נוהגות להגיש ולכן בכל אופן מדובר במשימה קשה אשר עלולה להוות חסם בפני רישום לבורסה הייעודית.

¹⁸⁸ במקרים מסוימים נדרש פירוט אף ביחס ליותר מחמישה נושאי משרה.

נוכח מאפיינים אלה של החברות ובשים לב לכך שמדובר בחסם משמעותי שעלול למנוע חברות מלהירשם למסחר בבורסה הייעודית (יותר מאשר בבורסה הראשית), הצוות סבור כי ניתן להקל בדרישות התקנה לתאגידים אשר יירשמו למסחר בה מבלי לפגוע באיכות המידע לציבור המשקיעים. הצוות הביא בחשבון גם את העובדה שבהתאם לתקן חשבונאות בינלאומי 24 קיימת דרישה לפירוט בדבר תגמול שניתן להנהלת התאגיד, בסכום מצטבר ולא פרטני.

בהתאם, מוצע כי הגילוי הנדרש בדבר תגמול לנושאי משרה יהיה ביחס לתגמול ששולם ל-5 נושאי המשרה הבכירה בעלי התגמול הגבוה ביותר באופן מקובץ, ללא דרישה לגילוי פרטני ביחס לכל אחד מנושאי המשרה.

בנוסף, מוצע שלא לקבוע תקרה לתגמול שחריגה ממנה תחייב גילוי על שכר נושא המשרה שחרג. זאת בשים לב להמלצה המובאת בפרק 14 לדוח זה לקבוע מדיניות תגמול ובמסגרתה הלכה למעשה נקבעת תקרה לתגמול, כך שכל חריגה מהמדיניות תחייב גילוי על מהות החריגה (ובכלל זאת גילוי על זהות נושא המשרה לגבי מתקיימת חריגה והתגמול שלו) ומשכך ממילא תובא לידיעת הציבור.

13.8. דיווחים מיידיים

תוכן הדיווחים

פרק ג' לתקנות הדוחות קובע את חובת תאגיד מדווח להגיש דיווחים מיידיים על האירועים המפורטים בפרק במסגרת המועדים הקבועים בתקנה 30. למעט תקנות בודדות,¹⁸⁹ כל התקנות בפרק מפרטות את האירועים לגביהם קיימת חובת דיווח. מבין התקנות השונות העוסקות באירועים ספציפיים המחייבים דיווח מתבטלת תקנה 36 הקובעת חובת דיווח לגבי כל אירוע או עניין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים, אף אם אינם נכללים באחת מתקנות הגילוי הספציפיות האחרות.

מצב דברים זה מעמיס על תאגידים מדווחים אשר נדרשים בכל עת לבחון כל אירוע או עניין בחינה כפולה - ראשית עליהם לבחון האם אירוע נכנס בגדרי אחת מתקנות הגילוי הספציפיות - חלקן מורכבות להבנה, וגם אם לא - עליהם לשקול האם האירוע הינו אירוע או עניין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים החב בדיווח בהתאם לתקנה 36.

על מנת להקל על התאגידים אשר יירשמו למסחר בבורסה הייעודית בחן הצוות שתי חלופות מקלות ביחס לדין החל על תאגידים מדווחים כיום.

החלופה הראשונה הינה ביטול דרישת הגילוי הכללית בדבר אירוע או עניין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים וקביעת חובת דיווח ספציפיות וקונקרטיות אשר תחסונה לתאגיד את הצורך להפעיל שיקול דעת. יתרונה של חלופה זו ברור, כעולה מהאמור לעיל - יישומה על ידי תאגידים מדווחים הינו קל יחסית שכן האירועים מחייבי הדיווח ייכללו ברשימה סגורה ללא צורך בהפעלת שיקול דעת ותוך צמצום הצורך בקבלת ייעוץ משפטי. עם זאת, חלופה זו נפסלה על ידי הצוות מאחר שהניסיון מלמד שאין אפשרות לפרוט את כל האירועים הרלוונטיים לדיווח, כי רבים המה, ובהכרח תידרש השלמתם בדרישה כללית לדיווח.

¹⁸⁹ תקנה 30 הנזכרת, תקנה 30א העוסקת בחובת תאגיד מדווח להגיש דוח מיידי לפי דרישת הרשות (תחולת תקנה זו בנוגע לתאגידים אשר יירשמו למסחר בבורסה הייעודית כרוכה בשאלת מודל הפיקוח הנדונה לעיל) ותקנה 2א37 העוסקת בחובת עדכון המידע.

לפיכך ממליץ הצוות על החלופה השנייה אותה בחר, לפיה יבוטלו ביחס לתאגידים הנסחרים בבורסה הייעודית דרישות הגילוי הספציפיות ותחול דרישת הגילוי בדבר אירוע או עניין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים בלבד. חלופה זו מתבססת על כך שתקנה 36 כוללת גם חובת דיווח ביחס ל"כל אירוע או עניין שיש בהם כדי להשפיע באופן מהותי על מחיר ניירות הערך של התאגיד", כך שניתן להניח כי משעה שמצאה חברה כי אירוע מסוים אינו עונה על תנאי זה, חשיבות הדיווח לגביו למשקיעים פוחתת.

הצוות מודע לכך שוויתור על דרישות הגילוי הקונקרטיות אינו בהכרח מקל, שכן לכאורה יהיה בכך כדי להעלות את מידת הצורך בהפעלת שיקול דעת, שהרי בעוד שכיום לדוגמא חובת הדיווח על הפסקת כהונת נושא משרה מוסדרת בתקנה ספציפית (תקנה 34), כך שחובות הגילוי ביחס לאירוע כאמור ברורות, תחת הדין המוצע, תאגיד הרשום למסחר בבורסה הייעודית יידרש להפעיל שיקול דעת לגבי הצורך בדיווח.

לדעת הצוות שתי תשובות בדבר - ראשית, תאגיד כאמור יהיה רשאי לבחור, בעת שנתקל הוא בסיטואציה המוסדרת כיום במסגרת תקנות הגילוי הספציפיות, לפעול לאורן מבלי להפעיל שיקול דעת, כך שהתיקון המוצע הינו מקל בלבד. בנוסף, ככל שההמלצה תתקבל, יפורסמו קווים מנחים שיסייעו ביישום תקנה 36 לאחר ביטול הוראות הגילוי הספציפיות.

יצוין בנוסף כי מאחר שחלק מדרישות הגילוי מחייבות עדכון מידע אחת לתקופה, כגון דיווח על מצבת הון, החזקות בעלי עניין או מצבת נושאי משרה, מוצע כי במקביל לפרסום הדוח העיתי, תאגיד בבורסה הייעודית יפרסם עדכון של המידע בנושאים אלו. באופן זה העיסוק בדיווח ירוכז במועד מסוים פעמיים בשנה,¹⁹⁰ והתאגיד יהיה פטור מניהול הגילוי לציבור בנושאים אלו לאורך השנה, שכן למעט מועדי הדיווח החצי שנתיים, במהלך השנה ידווח תאגיד ברשימה המשנית רק בדבר אירועים חריגים.

עיתוי

עיתוי החובה לפרסם דוח מיידי מוסדר בתקנה 30 לתקנות הדוחות באופן הבא:

מועד בו נודע לתאגיד	מועד הדוח
ביום מסחר עד השעה 09:30	באותו יום עד השעה 13:00
ביום מסחר בין 09:30 ל-17:00	עד השעה 09:30 ביום המסחר שלאחריו
ביום מסחר לאחר השעה 17:00 או שלא ביום מסחר	עד השעה 13:00 ביום המסחר שלאחריו

מהטבלה עולה כי המועד שיחלוף בין מועד התגלות המידע ועד למועד האחרון בו ניתן לדווח עליו (בהנחה של רצף ימי מסחר) נע בין שלוש וחצי שעות (כשמתברר מידע מיד לפני השעה 09:30 ביום מסחר) ועד ל-24 שעות (כשמידע נודע מיד לאחר השעה 09:30) ביום מסחר.

מאפייני החברות העתידות להיסחר ברשימה המשנית - חברות קטנות בעלות משאבים מוגבלים - הינם כאלה המקשים על פרסום דיווח ברמה נאותה בלוחות הזמנים האמורים. לפיכך ממליץ הצוות להאריך את המועד האחרון להוצאת דיווח מיידי כך שיהיה ארוך כפליים מפרק הזמן החל כיום בתרחיש שבו עומד לחברה פרק הזמן הרב ביותר (כאמור - 24 שעות). משמע, חברה תידרש לפרסם את הדוח בחלוף 48 שעות לכל המאוחר ממועד האירוע (ואם מועד זה יהיה מחוץ לשעות המסחר - עד לפתיחת המסחר ביום שלמחרת).

¹⁹⁰ זאת אף בנוגע לחברה שתעודות התחייבות שלה המוחזקות בציבור, שכלל, בהתאם למוצע לעיל תדווח אחת לרבעון.

בהקשר זה חשוב לציין כי בארה"ב מועדי הדיווח הקבועים על פי דין הינם ארוכים אף מאלו המוצעים לחברות ברשימה המשנית, וככלל פרק הזמן לדיווח דוח מיידי (8K) הינו ארבעה ימים. עם זאת, בפועל בכללי הבורסות בארה"ב קבועות תקופות דיווח קצרות יותר.

13.9. שפת דיווח

הצוות בחן מתן אפשרות לחברות בבורסה הייעודית להגיש דיווחים באנגלית.

כפי שפורט בהרחבה בדוח הוועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח (להלן - "דוח ועדת המו"פ"),¹⁹¹ חברות היי-טק מאופיינות לרוב בכך שמיומן הראשון הן פונות אל השוק הגלובלי, הן בהיבט אישורים רגולטוריים, הן בהיבטי מימון, מיזוג או מכירה והן בהיבטי הנפקה עתידית בבורסות בחו"ל אשר מושכות חברות מענף זה. כמו כן, שוק המוצר של חברות היי-טק רבות הינו שוק גלובלי, ולכן, במקרים רבים, הן פותחות כבר בשלבים מוקדמים יחסית ערוצי פעילות עסקית וערוצי שיווק מעבר לים. לאור האמור לעיל, חלק לא מבוטל מחברות ההיי-טק, מתנהלות באופן שוטף בשפה האנגלית. התנהלות זו כוללת הסכמי השקעה ומימון, מצגות למשקיעים, אתרי אינטרנט, התכתבויות פנימיות וחיצוניות, הסכמי עבודה, חוזים שונים ועוד.

עוד צוין בדוח ועדת המו"פ, כי חיובן של חברות היי-טק לדווח בשפה העברית חרף האוריינטציה העסקית הזרה שלהן והתנהלותן השוטפת באנגלית, משית עליהן עלויות מהותיות של ניהול מערכת תרגום לשפה העברית. על כן, החיוב לדווח בעברית עלול להוות גורם מרתיע מפני כניסה של חברות אלו לשוק ההון הישראלי, וכן מעמיס על החברה עלויות בהתקשרות עם משקיעים זרים לצורך ביצוע השקעות בחברה.

הצוות סבור, כי על אף שדיווח באנגלית טומן בחובו פגיעה אפשרית בהשוואתיות בין חברות, מאותם שיקולים שהוצגו בדוח ועדת המו"פ ובשים לב לכך שקהל היעד של הבורסה הייעודית צפוי לכלול חלק לא מבוטל מחברות צמיחה ממגזר ההיי-טק בישראל שהוא גם דומיננטי מאוד בקרב חברות קטנות ובינוניות בישראל, יש לאפשר גם לחברות היי-טק שישחרו בבורסה הייעודית (בהתאם לסיווג הענפי בבורסה לני"ע בתל אביב), לדווח את דיווחיהן בשפה האנגלית, אולם מבלי שאלה יצטרכו לעמוד בתנאים כלשהם כפי שנקבע בדוח ועדת המו"פ. היינו, ההקלה תתאפשר באופן אוטומטי על בסיס שיוך ענפי בלבד. הדיווחים כוללים, עריכת תשקיף ההנפקה לראשונה וכל תשקיף שיפורסם לאחריו וכן כל דיווח שיידרש מתוקף היות החברה תאגיד מדווח. חברות שיבחרו לדווח בשפה האנגלית ויעברו לבורסה הראשית, יוכלו להמשיך ולדווח באנגלית.

הצוות מצא לנכון לציין כי ראה לנגד עיניו גם את האפשרות כי הקלה כאמור, עשויה להגביר את קהל היעד של המשקיעים בבורסה הייעודית ולאפשר למשקיעים זרים נגישות טובה יותר לחברות אלה ולעודד אותם להשקיע בהן.

¹⁹¹ ר' פרק 9 לדוח ועדת המו"פ לעניין שפת הדיווח לרשות ולרשם החברות בקישור -

http://www.isa.gov.il/%D7%94%D7%95%D7%93%D7%A2%D7%95%D7%AA%20%D7%95%D7%A4%D7%A8%D7%A1%D7%95%D7%9E%D7%99%D7%9D/Reports/177/Documents/IsaFile_8287.pdf

14. ממשל תאגידי ועסקאות בעלי עניין

במסגרת עבודת הצוות, נבחן המתווה הרגולטורי הראוי לבורסה הייעודית בהיבטי ממשל תאגידי ועסקאות בעלי עניין. בחינה זו נעשתה בשים לב למאפייני החברות הפוטנציאליות שתיסחרנה בבורסה זו, ובהתחשב בשיקולים הבאים:

- התאמת הבורסה הייעודית לחברות קטנות והקלה על המעבר של חברות אלה ממעמד של חברה פרטית למעמד של חברה ציבורית ומדווחת. כיוון שמדובר בחברות קטנות, יש לפשט, להקל ולהוזיל תהליכים, ולהבטיח כי כללי הממשל התאגידי לא יהיו מורכבים מדי. אולם כל זאת מבלי להתפשר על הגנה נאותה על המשקיעים בחברות אלה.
- שיקולי עלות תועלת - לעניין זה יש להביא בחשבון שני שיקולים מרכזיים: ראשית, העלות היחסית של הציות לכללי הממשל התאגידי גבוהה יותר ככל שהחברה קטנה יותר. שנית, לעיתים חברות קטנות יותר הן גם פחות מורכבות מבחינה עסקית וארגונית, ולכן חלק ממנגנוני הממשל התאגידי המותאמים לחברות בעלות ארגון גדול ועסקים מורכבים, אינם נחוצים.
- מאפייני המשקיעים בחברות בבורסה הייעודית ומידת מעורבותם בחברות - סביר להניח כי מרבית המשקיעים בבורסה יהיו משקיעים פרטיים (retail) וכי נוכחות המשקיעים המוסדיים תהא מצומצמת יותר מאשר בבורסה הראשית. כמו כן, יש חשש כי יעילותה של אכיפה פרטית תהיה פחותה ביחס לחברות שתיסחרנה בבורסה הייעודית. זאת בשל תמריץ נמוך יותר להגשת תביעות ששווין הכספי נמוך יחסית לעלויות ניהול ההליך.
- השוואה לרגולציה זרה - העובדה כי ברגולציה החלה בבורסות SMEs אחרות בעולם, כדוגמת ה-AIM בלונדון, ה-First North בשבדיה וה-SGX Catalist בסינגפור, עוגנו הקלות מינוריות, אם בכלל, בהיבטי ממשל תאגידי ועסקאות בעלי עניין, ביחס לרגולציה החלה בבורסות הראשיות באותן מדינות.
- בהתאם לשיקולים אלו, הגיע הצוות למסקנה כי נכון לבצע מספר התאמות, הקלות ושינויים בכללי הממשל התאגידי החלים כיום על תאגידים הנסחרים בבורסה הראשית וכי אף יש מקום להתנתק מחלק מההסדרים הקיימים, על מנת לעודד כניסת חברות לבורסה הייעודית תוך שימור הגנה מספקת לציבור המשקיעים.
- להלן יפורטו המלצות הצוות והשיקולים אשר עמדו בבסיסן, בכל אחד מן התחומים שנבחנו.

14.1. הדירקטוריון וועדותיו

הרכב הדירקטוריון וההסדרים בדבר סדרי עבודתו הם מאבני היסוד בממשל התאגידי בחברות ציבוריות. הסדרים אלה נועדו להבטיח כי הדירקטוריון יוכל למלא באופן נאות את תפקידו להתוות את מדיניות החברה ולפקח על הנהלת החברה. הסדרים אלה מגלמים גם מנגנונים להבטחת הנאותות של הליכי קבלת ההחלטות בתחומים רגישים ובהם עסקאות בעלי עניין, בקורות פנימיות בחברה, פיקוח על התגמול ונאותות הדיווח הכספי. עם זאת, הליכים אלה עשויים להיות יקרים ומסורבלים בחברות קטנות. בשנת 2016 ביצעה שרת המשפטים מספר תיקוני חקיקה ותקנות שנועדו להקל על עלויות הציות לממשל תאגידי בחברות ציבוריות קטנות בבורסה הראשית, תוך שמירה על הגנה נאותה למשקיעים. לגבי חברות בבורסה הייעודית סבור הצוות כי יש מקום להתאמות נוספות באיוונים בהיבטים שלהלן.

14.1.1. ועדה בלתי תלויה אחת

חוק החברות מחייב מינוי שלוש ועדות דירקטוריון בלתי תלויות: ועדת ביקורת, ועדה לבחינת הדוחות הכספיים וועדת תגמול. הרכבן של ועדות אלה מעט שונה, אולם ניתן כבר היום לאחדן לוועדה אחת ככל שמתקיימים כל התנאים הנדרשים לגבי כל אחת מהוועדות בוועדה "המאוחדת". כמו כן, הותר לאחרונה בתקנות שהותקנו מכח חוק החברות, שלא להקים ועדה לבחינת הדוחות הכספיים בחברות קטנות, ותחת זאת לדון בדוחות בדירקטוריון בכפוף לדרישות קוורום ורוב מיוחדות. הקלות אלה נותנות מענה מסוים, אך לא מספק, לחברות קטנות עוד יותר שתיכלנה בבורסה הייעודית, בשל עלויותיהן ובשל השלכתן על הרכב הדירקטוריון.

אי לכך ממליץ הצוות לאפשר לחברות בבורסה הייעודית למנות ועדה בלתי תלויה אחת בלבד (להלן: "הוועדה הבלתי תלויה") שהרכבה יהיה בהתאם להרכב הנדרש היום לוועדת ביקורת, ואם הוועדה תדון גם בדוחות הכספיים הרי שתידרשנה גם דרישות הכשירות הנוגעות לוועדה לבחינת הדוחות הכספיים.¹⁹² בעניינים הנוגעים למדיניות תגמול, לא יורשה להשתתף בדיוני הוועדה הבלתי תלויה חבר ועדה שהגמול המשולם לו אינו בהתאם לתקנות שנקבעו לפי סעיף 244 לחוק החברות (כללי הגמול לדח"צים ודב"תים).

14.1.2. כהונת המנהל הכללי או קרובו כיו"ר הדירקטוריון

על-פי חוק החברות, כהונת המנהל הכללי או קרובו כיו"ר הדירקטוריון טעונה הסכמת האסיפה הכללית ברוב קולות הכולל רוב מקרב המיעוט, אחת ל-3 או 5 שנים.¹⁹³

הצוות סבור כי חברות המתאימות לבורסה הייעודית מתאפיינות במבנה ניהולי מצומצם, נוכח גודלן הקטן יחסית, כאשר במקרים רבים היזם שהקים את החברה ממלא תפקיד מרכזי בניהולה. באותם מקרים, עשוי להיות יתרון לכהונה של אדם אחד או אדם וקרובו בתפקידי המנכ"ל והיו"ר. התועלת לחברה במבנה ניהולי זה והחיסכון בעלויות הנובע ממנו, מתאזן אל מול מנגנוני הבקרה האחרים בחברה.

לאור זאת ממליץ הצוות כי על חברות בבורסה הייעודית לא תחול החובה לאשר באסיפה הכללית כהונה של המנהל הכללי או קרובו כיו"ר הדירקטוריון.

14.2. בקורות על עסקאות בעלי שליטה

חברות בבורסה הייעודית צפויות להתאפיין בקיומו של בעל שליטה. היקפי פעילותן של חברות אלה הקטנים יותר בהשוואה לחברות בבורסה הראשית, החשש כי מנגנוני האכיפה הפרטית יהיו פחות אפקטיביים מאשר בחברות גדולות והצפי כי משקיעים מוסדיים לא ימלאו תפקיד מרכזי בחברות אלה, עלול להגביר את בעיית הנציג בין בעל השליטה לבין בעלי המניות מקרב הציבור. על רקע זה, קיימת חשיבות רבה בקיומם של מנגנונים אפקטיביים לבקרה על עסקאות עם בעל שליטה או עסקאות שלבעל השליטה עניין אישי בהן. מנגנונים אלה נועדו להבטיח כי עסקאות שעורכת החברה עם בעל השליטה אינן מיטיבות עמו על חשבון בעלי מניות המיעוט.

בחינה השוואתית מראה כי בבורסות משניות בעולם לא ניתנו הקלות בתחום הממשל התאגידי בהיבט זה.

¹⁹² סעיף 115(א)-(ד) לחוק החברות.

¹⁹³ סעיפים 95 ו-121(ג) לחוק החברות. הרוב הנדרש לצורך כך הוא רוב קולות הכולל רוב מקרב המיעוט. בשנת 2016 נקבעה בתקנות אפשרות לאשר את כהונת המנכ"ל כיו"ר לתקופה של 5 שנים לאחר הצעה ראשונה לציבור.

הצוות בחן אפשרות לחזק את עצמאות הדירקטורים החיצוניים, ולאפשר אישור שלהם לעסקאות בעלי שליטה, חלף הצורך באישור האסיפה הכללית. מנגנון כזה יאפשר להתגבר על "אדישות רציונלית" של בעלי המניות בקרב הציבור, ולחסוך קיום אספות כלליות. אולם מנגד מנגנון זה עורר חשש כי חדשנותו ומינוי דירקטורים שבעל השליטה אינו משתתף בבחירתם לדירקטוריון, ירתיע משקיעים ואינו מתאים לחברות בסדרי גודל קטנים.

לנוכח האמור, הצוות ממליץ לשמר את מנגנוני האישור הקיימים ביחס לעסקאות בעלי שליטה, בכפוף להקלות מסוימות אשר לעמדתו אינן פוגעות בהגנה הנדרשת לציבור המשקיעים בבורסה הייעודית.

14.2.1. הארכת תוקף אישור האסיפה הכללית לעסקאות לעניין קבלת שירותים או תנאי כהונה והעסקה, ל-5 שנים

חוק החברות קובע כי עסקה עם בעל השליטה או עם קרובו לעניין קבלת שירותים בידי החברה או לעניין תנאי כהונה והעסקה שלהם, טעונה אישור בהליכים הקבועים בחוק¹⁹⁴ אחת ל-3 שנים.¹⁹⁵ לגבי חברות שמציעות לראשונה ניירות ערך שלהן לציבור נקבע כי האישור יידרש רק בתום 5 שנים מההנפקה.¹⁹⁶

הצוות סבור כי לגבי חברות שתיסחרנה בבורסה הייעודית ניתן להסתפק באישור העסקאות אחת ל-5 שנים. זאת, הן בשל היקף הפעילות הקטן יחסית של החברות המוביל לכך שגם עסקאות בהיקף הקטן עשויות להיחשב מהותיות לחברה, והן בשל העלות היחסית הגבוהה לקיום הליכי האישור.

הארכת התקופה האפשרית להתקשרויות מסוג זה, מבלי להידרש לאישור אסיפה, תאפשר לחברות לשמר את מערכת ההסכמים וההסדרים עמם הן מגיעות להנפקה למשך תקופה ארוכה יותר ובכך תקל על כניסתן של חברות קטנות לבורסה הייעודית. בנוסף, צמצום תדירות הפעמים בהן יידרשו החברות לאשר עסקאות כאמור באסיפה הכללית - הליך אשר מטבע הדברים כרוך בתשומות לא מבוטלות מצד החברות, בעיקר בחברות קטנות - יקטין את העלויות הנלוות להפיכת חברה לבורסאית, יקנה ודאות גדולה יותר לחברות ולבעלי השליטה בהן ובכך יגדיל את אטרקטיביות הכניסה לבורסה בעיני בעלי שליטה בחברות פרטיות.

14.2.2. אי החלת חובה לקיים הליך תחרותי בטרם ההתקשרות בעסקה

במסגרת החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, תשע"ד-2013 נוספה בחוק החברות חובה לקיים הליך תחרותי או הליכים אחרים שתקבע ועדת הביקורת, בטרם התקשרות של חברה ציבורית וחברת אג"ח בעסקה שלבעל השליטה עניין אישי בה, אף אם אינה חריגה.

החובה לקיים הליך תחרותי או הליך אחר תחתיו נועדה להבטיח כי החברה תבחן מספר הצעות בטרם תאושר ההתקשרות עם בעל השליטה. באופן זה יקל על האורגנים בחברה לוודא כי ההתקשרות היא לטובת החברה ובתנאים מיטביים עבורה.

על מנת לאפשר לחברות בבורסה הייעודית גמישות רבה יותר בהתנהלותן, מוצע להקל עליהן ולא לקבוע חובה מפורשת בקיום הליכים כאמור. ועדת הביקורת, או הוועדה הבלתי תלויה, תפעל באופן שייראה לה נכון על מנת לקיים את חובתה לאשר עסקאות שהן לטובת החברה, ולוודא כי חבריה מקיימים את חובת הזהירות והאמונים כלפי החברה.

¹⁹⁴ רוב מכלל קולות בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה, המשתתפים בהצבעה, אלא אם כן סך קולות המתנגדים מקרב האמורים, לא עלה על 2% מכלל זכויות ההצבעה בחברה.

¹⁹⁵ סעיף 275(א1) לחוק החברות.

¹⁹⁶ תקנה 1ב1 (ב) לתקנות החברות (הקלות בעסקאות עם בעלי עניין), התש"ס-2000.

14.3. תגמול נושאי משרה

בחודש נובמבר 2012 פורסם תיקון 20 לחוק החברות (להלן: "תיקון 20"), אשר מסדיר את תגמול הבכירים בחברות ציבוריות ובחברות אג"ח. התיקון יושם במרבית החברות במהלך סוף שנת 2013 - תחילת שנת 2014.

תיקון 20 קבע, בין היתר, חובה למנות ועדת תגמול בלתי תלויה; לקבוע מדיניות תגמול המסדירה היבטים מסוימים הנדרשים בחוק, ובפרט לגבי בונוסים, תגמול הוני, תגמולי פרישה ותקורות לרכיבי השכר; הליכי אישור מיוחדים הכוללים אישור באסיפה כללית ברוב קולות הכולל רוב מקרב המיעוט למדיניות התגמול ולעסקאות התגמול של המנהל הכללי וכל עסקה החורגת ממדיניות התגמול. תיקון 20 קבע כי אישור האסיפה הכללית אינו מחייב באופן גורף, למעט במקרים מסוימים (כגון תגמול בעל השליטה) וכי ועדת התגמול והדירקטוריון רשאים לאשר את מדיניות התגמול או עסקת התגמול לאחר שדנו בטעמים להתנגדות האסיפה הכללית.

מגנוני אישור מדיניות התגמול ועסקאות התגמול שקבע תיקון 20 עלולים להוות לדעת הצוות חסם משמעותי בנכונותן של חברות קטנות לשקול הצטרפות לבורסה הייעודית, בשל אופיין וגודלן. לצד זאת, חברות קטנות לרוב אינן מתאפיינות בהענקת תנאי שכר מופלגים, ולכן נראה כי הכשלים בהם מטפל תיקון 20 מצויים במידה פחותה, ולפחות בסדרי גודל פחותים, בחברות המתאימות לרישום בבורסה הייעודית.

לאור האמור, מציע הצוות להקל בתחולתו של תיקון 20 על חברות בבורסה הייעודית בהיבטים אלה, וזאת בהתחשב במאפייני החברות המהוות את קהל היעד לבורסה זו, כדלקמן:

14.3.1. אישור מדיניות תגמול בידי הוועדה הבלתי-תלויה והדירקטוריון בלבד

מדיניות התגמול בחברה ציבורית ובחברת איגרות חוב מהווה נגזרת של המדיניות העסקית ארוכת הטווח של החברה, וגילוייה מסייע לציבור לנתח ולהעריך את השלכותיה על פעילות החברה. כמו כן, מדיניות התגמול מגבירה את הוודאות לחברה, כמו גם לדרג הניהולי בה, בכל הנוגע להיבטי תגמול. לאור האמור, סבור הצוות כי יש להותיר על כנה את החובה לקבוע מדיניות תגמול גם בחברות הנכללות בבורסה הייעודית.

עם זאת, סבור הצוות כי בחברות בבורסה הייעודית, שהן קטנות באופן יחסי, ניתן לוותר על אישור האסיפה הכללית למדיניות התגמול. זאת, הן בשל שיקולים של עלות הליכי האישור, והן נוכח הצפי כי המשקיעים בחברות בבורסה הייעודית לא יכללו לרוב גופים מוסדיים ומשקיעים גדולים. כמו כן, התופעה של עסקאות תגמול מופרזות קיימת בעיקר בחברות גדולות משמעותית מאלה שצפויות להיכלל בבורסה הייעודית.

14.3.2. אישור תנאי כהונה והעסקה של המנכ"ל בוועדה בלתי תלויה ודירקטוריון בלבד

תיקון 20 קבע כי תנאי ההעסקה והכהונה של המנהל הכללי יהיו טעונים אישור האסיפה הכללית ברוב קולות הכולל רוב מקרב המיעוט, וזאת בין אם הם תואמים את מדיניות התגמול ובין אם לאו. הוראה זו נובעת מכך ששכר המנהל הכללי הוא נקודת הייחוס לתגמול של יתר נושאי המשרה בחברה, וכן נוכח העובדה שלתגמול המנכ"ל והתמריצים הגלומים בו עשויה להיות השפעה משמעותית על ביצועי החברה. באופן זה מקבלת האסיפה הכללית אפשרות בקרה על יישום מדיניות התגמול שעשויה להיות עמומה יותר מהסכמי תגמול פרטניים.

לדעת הצוות, עוצמתם של שיקולים אלה בחברות בסדרי הגודל שיאפיין את הבורסה הייעודית, פחותה לעומת משקלם בחברות בבורסה הראשית, בין היתר נוכח השכר האופייני לחברות כאלה. על כן, סבור הצוות כי ניתן שלא להחיל

בבורסה הייעודית חובת אישור תגמול המנהל הכללי באסיפה הכללית, ובלבד שתגמולו תואם את מדיניות התגמול שהחברה אישרה ופרסמה לציבור.

יש לציין כי לעמדת הצוות, ההמלצות לעיל מותירות הגנה נאותה לציבור המשקיעים בבורסה הייעודית, שכן לצד הליכי האישור תחויב החברה בגילוי אודות היבטים אלו - הן במסגרת הגילוי שיינתן על מדיניות התגמול שתקבע והן במסגרת הגילוי המצרפי על התגמול ששולם בפועל לנושאי המשרה הבכירה בחברה. לפיכך, יוכלו המשקיעים לנתח את התנהלות החברות בהיבטים אלו, להעריך את השפעתם על ביצועי החברה ולתמחר אותם במסגרת המסחר בבורסה ושיקולי ההשקעה שלהם.

14.3.3. היעדר חובה למנות ועדת תגמול

בתיקון לחוק החברות בשנת 2016 נקבע כי ניתן לאחד את ועדת הביקורת וועדת התגמול בתנאי שבועדה מאוחרת מתקיימות הדרישות לגבי הרכבי שתי הוועדות. כאמור לעיל, בחברות הנכללות בבורסה הייעודית מוצע להקל ולקבוע כי הרכב הוועדה הבלתי תלוייה יהיה כשל ועדת הביקורת, וכי לגבי דיון בענייני תגמול יוכלו להשתתף רק דירקטורים חברי ועדה ששכרם נקבע לפי תקנות הגמול, על מנת להבטיח שאינו מושפע מהחלטות התגמול.

14.4. החלת ההקלות שניתנו לתאגיד קטן בבורסה הראשית גם בבורסה המשנית

הצוות ממליץ להחיל את ההקלות שניתנו לחברות העונות להגדרת "תאגיד קטן" כהגדרתו בסעיף 5 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970 על החברות שתיסחרנה בבורסה המשנית, גם אם אינן עונות להגדרת "תאגיד קטן" בתקנות.

בכלל זאת, מוצע כי חברות הנסחרות בבורסה המשנית תהיינה רשאיות שלא להקים ועדה לבחינת הדוחות הכספיים (ועדת מאזן), כל עוד הרכב הדירקטוריון והקוורום לקבלת החלטות בדבר אישור הדוחות הכספיים יכלול את אותם דירקטורים שהיו מרכיבים את הוועדה לאישור הדוחות הכספיים, והדוחות אושרו ברוב קולות, הכולל גם רוב של דירקטורים כאמור, ובהם דירקטור חיצוני. כלומר, בתנאים אלה הוועדה הבלתי תלוייה לא תידרש לדון בדוחות הכספיים לפני הדיון בדירקטוריון.

בנוסף, מוצע להחיל את ההקלות שנקבעו בתקנות הגמול לגבי תאגיד קטן גם על חברות הנסחרות בבורסה המשנית.

15. מבנה הבורסה הייעודית

המלצות הבנק העולמי לגבי מבנה הבורסה, מצביעות על זיקה עסקית הדוקה בין הבורסה הראשית לבין הבורסה הייעודית, המצדיקה גם זיקה משפטית ביניהן. המודל הרווח ביותר במדינות השונות הוא של בורסה משנית שמהווה חלק מהבורסה הראשית, בין אם כבורסה או שוק נפרדים תחת הבורסה הראשית, ובין אם כרשימה נפרדת באותה בורסה. ישנם מקרים בודדים בלבד של בורסה משנית שעומדת בפני עצמה ואינה קשורה לבורסה הראשית. זאת, מכמה טעמים:

ראשית, ברוב המקרים הבורסה הייעודית אינה עומדת בפני עצמה כלכלית ונשענת על הבורסה הראשית, בין אם בסבסוד עלויות הרישום למסחר, בין אם בשימוש בתשתיות של הבורסה הראשית, וכיו"ב. הזיקה בין הבורסה הראשית לבורסה ייעודית גם מאפשרת לבורסה הייעודית להיות מהמוניטין והניסיון של הבורסה הראשית.

שנית, הזיקה בין הבורסה המשנית לבורסה הראשית מאפשרת יצירת אפיק למעבר פשוט יחסית לבורסה הראשית,¹⁹⁷ שיכול לתרום לבורסה הראשית ולחברות שמבקשות לבצע את המעבר.

מנגד, הניתוח של הבנק העולמי מדגיש כי בורסה ראשית הלוקחת על עצמה להקים תחתיה את הבורסה הייעודית, צריכה להיות נכונה לקחת על עצמה את סיכון המוניטין שעלול לחלחל אליה, כתוצאה ממאפייני החברות הנסחרות בבורסה המשנית, רמת הנזילות בשוק, וגילוי פחות איכותי.

על רקע זה הצוות סבור כי יש לעצב את ההסדר החוקי להקמת הבורסה הייעודית באופן שיאפשר הקמתה תחת הבורסה הראשית, אולם מבלי לשלול את האפשרות שתוקם גם כבורסה נפרדת, במידה שתהיה יוזמה מתאימה.

עם זאת, הצוות סבור כי גם אם תוקם הבורסה הייעודית כשוק משני תחת הבורסה הראשית, יש להקימה במסגרת משפטית של תאגיד נפרד. דרישה זו חשובה לדעת הצוות גם אם הבורסה הייעודית תוקם תחת הבורסה הראשית כשוק משני, המבוסס על מערכות המסחר והסליקה של הבורסה הראשית. הפרדה תאגידית תאפשר מודולריות בין השוק הראשי לשוק המשני, שתאפשר שיתופי פעולה עם משקיעים זרים או בורסות זרות, רק בסגמנט של השוק המשני. בראיית הצוות לשיתופי פעולה כאלה עשויה להיות תרומה משמעותית להצלחת הבורסה הייעודית.

מעבר לסוגיית ההתאגדות הנפרדת, הצוות רואה חשיבות רבה במיתוג נפרד של הבורסה הייעודית מהבורסה הראשית. מיתוג נפרד יתרום להדגשת היתרונות של הבורסה הייעודית עבור חברות צמיחה וחברות קטנות ובינוניות, לרבות כאלה שלא רואות את הבורסה הראשית כחלופה לגיוס. מיתוג נפרד זה יסייע לשיווק לקהלי היעד, הן חברות המטרה והן המשקיעים. המיתוג הנפרד ייצור גם בידול בין השווקים השונים וחשיבותו, בין היתר, בהגנה על המשקיעים נוכח רמות הסיכון השונות בכל אחד מהם.

¹⁹⁷ Alison Harwood, Tanya Konidaris, SME Exchanges in Emerging Market Economies: A Stocktaking of Development Practices, 7160 Policy Research Working Paper (World Bank Group) January 2015, pp. 14-16.

הצוות סבור כי יש לבחון התאמות בפרק ח' לחוק ניירות ערך, לגבי בעל רישיון להפעלת בורסה ייעודית. זאת, בין אם מדובר בבורסה נפרדת ובין אם בשוק משני תחת הבורסה ראשית, נוכח המאפיינים של גודל החברות והיקפי המסחר אשר צפויים להניב לכתחילה הכנסות פחותות מהכנסות בורסה ראשית. בשל התלות המשמעותית של בורסות משניות בעולם בבורסה הראשית, ועל מנת לאפשר לבורסה הראשית ליהנות מהסינרגיה שבהפעלת שתי הבורסות, במידה שהבורסה הייעודית תקום בבעלות של הבורסה הראשית או בזיקה אליה, הצוות סבור כי ניתן לשקול הקלות נוספות, בעיקר בדרישות הרישוי והממשל התאגידי. בהיבטים אלה ניתן להסתמך על התקיימות דרישות מקבילות בבורסה הראשית, ומנגד ההסדרים המוצעים בדוח זה מצמצמים את ניגודי העניינים הפוטנציאליים בין השווקים.

הפרק מתייחס לתמריצים, אשר לדעת הצוות מספקים פתרונות, הן לחברות והן למשקיעים, ואשר תכליתם לסייע לעידוד הרישום למסחר והמסחר בבורסה הייעודית. נושא זה זכה לסיקור נרחב במדינות רבות בעולם, לרבות בחינת השפעת התמריצים על היכולת והיקף הצלחת גיוס ההון של חברות קטנות ובינוניות. בבחינת הדין המשווה והתמריצים החלים על חברות ומשקיעים בבורסות ייעודיות מקבילות בעולם, נמצא כי ישנה משמעות רבה לתמריצים כלכליים שימשכו חברות להירשם למסחר בבורסה הייעודית ומשקיעים שיבחרו להשקיע את כספם בחברות הנסחרות בבורסה זו.

הצוות בדעה כי לצד ההקלות הרגולטוריות המתוכננות, יש צורך בייצור מנגנונים שיאפשרו תמחור ראוי לחברות הנסחרות, והקטנת עלויות הרישום למסחר בבורסה הייעודית, שכיום מהוות חסם כניסה עבור חלק מהחברות והמשקיעים. בצד המשקיעים - הצוות סבור שתמריצים מסוימים עשויים לעודד כניסת משקיעים מוסדיים ופרטיים לבורסה הייעודית. התמריצים עשויים לפצות על הקושי בניתוח כדאיות ההשקעה בחברות הנסחרות ועל חוסר הסחירות בהם מאופיינים ניירות הערך של החברות הנסחרות בבורסה הייעודית בהשוואה לניירות הערך של חברות הנסחרות בבורסה הראשית.

16.1. תמריצים כלכליים לחברות

16.1.1. הפחתת עלויות IPO ורישום למסחר

במטרה למשוך חברות לרישום למסחר בבורסה הייעודית, במיוחד בשלב הקריטי של תחילת פעילותה, הצוות בחן אימוץ הקלות זמניות בתשלומי החובה לרגולטור ולבורסה שחלים בעת הנפקה ורישום למסחר. בשל הרצון לעודד רישומן למסחר של חברות בבורסה הייעודית מוצע לאמץ את התמריצים הנ"ל עבור כל חברה הנרשמת לראשונה למסחר בבורסה הייעודית ולמשך תקופה של שנתיים ממועד רישומה.

אגרות לרשות ניירות ערך ואגרת רישום למסחר - כתלות במודל הפיקוח וככל שיוחלט כי לרשות ניירות ערך תהייה סמכויות פיקוח על החברות הנסחרות בבורסה הייעודית, הצוות ממליץ כי הרשות תפחית או תבטל לתקופת זמן של שנתיים את האגרות שהיא גובה. נכון למועד זה, רשות ניירות ערך גובה מהחברות הציבוריות, בין השאר, שני סוגי אגרות בהתאם לסמכותה לפי חוק ניירות ערך: אגרה שנתיית ואגרת בקשה למתן היתר לפרסום תשקיף.

בנוסף, הבורסה גובה אגרה מהחברות הנסחרות בגין רישום של ניירות הערך למסחר בה. הצוות סבור כי יש להפחית או לבטל גם אגרה זו עבור חברות שיירשמו לראשונה למסחר, לתקופה של שנתיים, זאת על מנת לצמצם את עלויות ההנפקה.

16.1.2. תמריצים נוספים לחברות

1. סבסוד אנליזות שיפורסמו לכלל המשקיעים - המטרות העיקריות של אנליזה הן לספק כלים טובים יותר לתמחור המניות הנסחרות ברשימה, ולהרחיב את רמת הידע וההבנה של המשקיעים על הפעילות העסקית של החברות, בעיקר בתחומי פעילות שמצריכים הבנה ייחודית (כדוגמת חברות טכנולוגיה ומדעי החיים). אחד החסמים שקיימים

בהשקעה בחברות קטנות הן עבור משקיעים פרטיים והן עבור משקיעים מוסדיים הינו היקף המידע ביחס לחברות מסוג זה, והמשאבים הנדרשים לטובת ניתוח החברה ותרומה לצורך קבלת החלטות הקשורות בהחזקה בניירות הערך שלה. סבסוד והפצת אנליזה לציבור תאפשר קבלת מידע ללא תשלום, המסייע בהבנת הפעילות העסקית של החברות הנסחרות בבורסה הייעודית ויצירת תמחור הולם עבורן¹⁹⁸, דבר אשר צפוי להגדיל אף את הסחירות במניות של החברות המסוקרות, ומכאן את העניין בהשתתפות בבורסה הייעודית כאמור. הכנה של דוח אנליזה עבור חברות קטנות ובינוניות מהווה הוצאה לא מבוטלת. לאור האמור, הצוות, לאחר היוועצות עם רשות החדשנות והסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים, סבור כי בכפוף להשגת מקורות תקציביים, יש מקום לאמץ ביחס לכל החברות שתסחרנה בבורסה הייעודית מודל הדומה למודל שפועל כיום בקשר עם חברות מו"פ הנסחרות בבורסה.¹⁹⁹ על פי המודל האמור, מפורסמות לציבור באתר ההפצה של רשות ניירות ערך ובאתר המא"ה של הבורסה, ללא תמורה, אנליזות אודות חברות הפועלות בתחום ההיי-טק, אשר מספקות מידע חיוני למשקיעים, כאשר חלק מהותי מעלות האנליזה מסובסד ע"י רשות החדשנות (עד 40% מהעלות), ובנוסף, ישנו גם סבסוד מסוים שניתן על ידי הבורסה. מניתוח ממצאי יישום המודל האמור בשנת הפעילות הראשונה שלו עולה כי פרסום האנליזות אודות חברות המו"פ שבחרו לקבל סיקור אנליטי, תרם להגדלה מהותית בנפח המסחר במניות אותן החברות.

2. הקלות ביחס לתשלום תמלוגים בגין מענקים שניתנו על ידי המדינה - גופים כדוגמת רשות החדשנות מחליטים על מתן הטבות בדמות מענקים אותם נדרשות החברות המקבלות להחזיר בהתאם להיקף המכירות שלהן בשנים עוקבות. ההחלטה על מתן מענק כאמור נעשית לאחר בדיקה של החברה הפונה ופוטנציאל ההצלחה שלה, לצד הרצון לעודד פעילויות מסוימות. כיוון שמדובר בחברות שעברו הליך סינון ראשוני, יתכן כי הסבירות שיצליחו ויהיו חברות מתאימות להשקעה לציבור גבוהה בהשוואה לחברות שלא צלחו את הליך הסינון האמור. לפיכך, ועל מנת לתמרץ חברות מסוג זה להנפיק בבורסה הייעודית, הצוות ממליץ כי בכפוף להשגת מקורות תקציביים, תיבחן האפשרות למתן הקלות ביחס לדחיית החזר התמלוגים על ידי חברות אשר זכו לקבל מענקים מהמדינה ובמקביל נרשמו למסחר בבורסה הייעודית.

3. השתתפות בעלויות הכנת תשקיף הצעה לציבור - תהליך הכנת תשקיף לצורך הנפקה לציבור טומן בחובו עלות כספית לא מבוטלת לחברות בכלל ולחברות קטנות בפרט ומהווה חסם לחברות לגיוס הון מהציבור. הצוות, לאחר היוועצות עם רשות החדשנות והסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים, ממליץ כי בכפוף להשגת מקורות תקציביים, יהיה סבסוד בשיעור של עד 40% מעלויות ההנפקה (בדומה לשיעור המימון באנליזות כאמור לעיל²⁰⁰) למשך תקופה מוגבלת ובהתאם לקריטריונים שיקבעו.

16.1.3. תמריצים למשקיעים מוסדיים

מפגישות מקדימות שנערכו עם נציגי הגופים המוסדיים, עולה כי השקעה בחברות קטנות ובינוניות אינה אטרקטיבית עבורם בשל סכומי הגיוס הנמוכים יחסית. העלות בניתוח חברות כאמור, לצד התשומות השוטפות הקשורות בהחזקה בחברות (הצבעה באספות כלליות, ניתוח שוטף, מעקב וכיוצ"ב), אינה כדאית כאשר סכומי ההשקעה נמוכים ממילא.

¹⁹⁸ בעיית היקף המידע ב-SMEs הינה בעיה מוכרת, ומדינות רבות בחרו בדרך של פרסום ומימון אנליזות בכדי לצמצם את פערי המידע (כדוגמת: הודו, ברזיל, דרום אפריקה).

¹⁹⁹ ר' בקישור - http://www.economy.gov.il/legislation/ceoinstructions/instructions/08_31_31_12_2015.pdf

²⁰⁰ לעניין מימון עלויות אלו, ייתכן מודל במסגרתו ימומנו עלויות ההנפקה ביחס לחברות מו"פ על ידי רשות החדשנות (בכפוף להעמדת תקציב ייעודי של המדינה) וביחס לחברות שאינן תחת ההגדרה של חברות מו"פ אך נסחרות בבורסה הייעודית ימצאו מקורות מימון אחרים, כדוגמת מימון שמקורו בסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים.

בקשר עם הצבעה באספות כלליות נעזרים אמנם הגופים המוסדיים לעיתים בגופי ייעוץ חיצוניים, בין היתר על מנת לחסוך בעלויות, אולם יתכן שחובת השתתפות באספות של החברות הקטנות שיהיו בבורסה הייעודית תהווה עדיין חסם מפני השקעה בהן.

לאור האמור מוצע לעקוב אחר התפתחות הבורסה המשנית ואם יימצא כי החובה להשתתפות מוסדיים באסיפות כלליות היא חסם כניסה, לשקול צמצום של חובת ההשתתפות של גופים מוסדיים באספות כלליות של תאגידים הנסחרים בבורסה הייעודית.

16.1.4. עידוד עשיית שוק

כאמור, עושי השוק הם פונקציה משמעותית באספקת נזילות לבורסה הייעודית. בשיחות מקדימות שהתקיימו מול גורמים שונים בשוק, הועלה חשש בדבר סחירות ניירות הערך הנסחרים ברשימה, דבר המשליך על נכונות המשקיעים לשקול השקעה בבורסה הייעודית. חשוב לציין כי מעבר להיותם ספקי נזילות, עושי השוק מסייעים בתמחור נכון של ניירות הערך - היבט משמעותי עבור משקיעי Retail. לצורך הגברת הסחירות והנזילות בבורסה הייעודית, הצוות סבור כי יש לעודד את השימוש בפונקציה של עושי השוק אם באמצעות מתן תמריצים לחברות הנסחרות על מנת שאלו ימנו עושי שוק, ואם באמצעות מתן הטבות לעושי שוק. לשם השלמת התמונה, יש לציין כי עלויות שנתיות של מינוי עושה שוק עומדות במשוער על כ-20 אלפי ש"ח (המרכיב הקבוע).

להצעות נוספות שתכליתן עידוד חברות למנות עושי שוק, ר' פרק 9 לדוח זה בעניין דרישות רישום ותנאים למסחר.

16.2. תמריצי מס שנבחנו על ידי הצוות

במסגרת הקמת בורסות SMEs שונות ברחבי העולם נדונה, בין היתר, סוגיית תמריצי המס. בחלק מבורסות SMEs הוחלט להעניק תמריצי מס. הצוות בחן תמריצי מס שונים לחברות שירשמו למסחר בבורסה הייעודית ותועלתם למסחר השוטף בבורסה הייעודית.

ישנה אי ודאות לגבי היקף החברות שיבחרו להירשם למסחר בבורסה הייעודית בשלבי הקמתה. לפיכך, הוסכם על ידי הצוות כי תמריצי מס מסוימים עשויים לסייע בשלב ההקמה של הבורסה במטרה לעודד חברות להירשם למסחר בבורסה הייעודית במסגרת הוראת שעה.

16.2.1. תמריצי מס לחברות

רישום חברה בבורסה כרוך בהוצאות הנפקה מהותיות שיכולות להגיע לכדי מיליוני שקלים.

ככלל, הוצאות הנפקה ורישום למסחר בבורסה לחברות שאינן חברות תעשייתיות הינן הוצאות שאינן מוכרות לצרכי מס כהוצאה של החברה, מאחר שאינן הוצאות המשמשות בייצור הכנסתה של החברה.

בכדי לעודד חברות להירשם לבורסה הייעודית בסמוך לאחר הקמת הבורסה הצוות ממליץ להכיר בהוצאות ההנפקה של חברות שתירשמו בבורסה הייעודית בתקופת הוראת השעה כהוצאה שוטפת לצרכי מס. ההכרה בהוצאה תקטין את חבות המס של החברה המנפיקה בבורסה הייעודית.

בהקשר זה יצוין כי בחודש מרץ 2018 אישרה הכנסת כהוראת שעה למשך 3 שנים תיקון לפיו הוצאות הנפקה של חברות שינפיקו בבורסה, יוכרו כהוצאה מוכרת לצרכי מס בשנה שבה בוצעה ההנפקה.²⁰¹

16.2.2. תמריצי מס לבעלי שליטה ולמשקיעים

16.2.2.1. בעלי השליטה בחברות הם דמויות מפתח בהחלטה באשר להנפקת החברה ועל דרכי גיוס הון וחוב. על מנת לתמרץ בעלי שליטה בחברות פרטיות לבחור בדרך של גיוס הון/חוב באמצעות הנפקה בבורסה, הצוות ממליץ לקבוע במסגרת הוראת שעה, כי תינתן האפשרות ליחידים בעלי שליטה שהם עובדים בחברה הנרשמת למסחר, להתחייב במס, על עליית ערך האופציות שהתקבלו בידיהם (ככל שהתקבלו) טרם רישום החברה בבורסה וניתנו להם בקשר עם יחסי עובד- מעביד, במסגרת ובכפוף לסעיף 102 לפקודה, בשינויים המחייבים, בדרך שתאפשר מיסוי במסלול רווח הון והחלת שיעורי מס רווח הון על עליית ערך האופציות ממועד ההנפקה עד מועד המימוש שלהן בידי העובדים האמורים.

יובהר כי האמור לעיל עשוי להוות הטבה ותמריץ לבעלי שליטה בחברות אלו, שכן הוראות סעיף 102 לפקודה אינן חלות על בעלי שליטה, ואלו ממוסים ככלל במסגרת סעיף 3(ט) לפקודה, המחייב מימוש אופציות בידי בעל שליטה העובד/הנותן שירותים לחברה בשיעורי מס שולי.

16.2.2.2. למשקיע הרוכש מניות בהנפקה לראשונה של חברות מו"פ העומדות בתנאי סף ספציפיים, תוכר ההשקעה (השקעה במזומן בסך של עד 5 מיליון ש"ח כנגד הקצאת מניות)²⁰², כהפסד הון בשנת המס בה בוצעה ההשקעה או בשנות המס שלאחריה (חלף הכרה בעת מכירת המניות).

²⁰¹ לנוסח הוראת החוק ראה קישור - http://fs.knesset.gov.il/20/law/20_isr_491927.pdf.

²⁰² הסקירה הנ"ל מהווה תמצית בלבד. הנוסח המחייב הינו נוסח הוראת השעה כפי שחוקק ופורסם ברשומות ביום 28 במארס 2016. במסגרת הוראת השעה נחקק, לפרק זמן מוגבל, סעיף 92א לפקודת מס הכנסה במסגרתו נקבעה ההגדרה של חברת מו"פ. לנוסח הוראת החוק ראה קישור - https://www.nevo.co.il/law_word/law14/law-2540.pdf.

במסגרת הדיונים אודות עיצוב הבורסה הייעודית, ולצד ההתאמות השונות שנבחנו ביחס לחברות שתסחרנה בבורסה זו, נדונה השאלה מהו משטר האכיפה הראוי בשוק זה, ובפרט האם לצד ההקלות בתנאי הרישום, בחובות הגילוי ובכללי הממשל התאגידי יש מקום להחיל מודל אכיפה שונה ומקל שיחול על אותן החברות.

בין השיקולים שעמדו לנגד עיני הצוות לעניין זה, עומד בראש, השיקול של הבטחת אמון הציבור בבורסה הייעודית, כאשר כלי מרכזי להבטיח זאת הוא אכיפה אפקטיבית ומרתיעה שתשמור על הגינות ויעילות המסחר. שיקול נוסף הוא, כי משטר הפיקוח המוצע בבורסה הייעודית דומה לזה החל בבורסה הראשית, קרי פיקוח בידי הרשות. מדינות בהן קיים מודל אכיפה שונה בבורסה הייעודית לעומת הבורסה הראשית, מתאפיינות גם במודל פיקוח שונה בשווקים אלה. נוכח המלצת הצוות לגבי מודל הפיקוח, מתבקש כי גם משטר האכיפה בבורסה הייעודית יהיה דומה בעיקרו לזה הקיים בבורסה הראשית.

עם זאת, הצוות בחן את הצורך בהתאמות ושינויים במשטר האכיפה וכלי האכיפה, בשל העובדה שהחברות אשר תפנינה לבורסה הייעודית תהיינה מטבען קטנות יותר מאלה בבורסה הראשית, ובעלות משאבים פיננסיים מוגבלים, וכן נוכח ההנחה כי לבעלי תפקידים בהן יהיו לרוב היכרות וניסיון מועטים יחסית בשוק ההון, אם בכלל, ואכיפה מרתיעה מדי עשויה לגרום להם להירתע מכניסה לשוק הציבורי.

יצוין, כי הואיל ומדובר בחברות קטנות יחסית או חדשות בשוק ההון, דווקא חברות אלה, שבאופן אינהרנטי יכולות להשקיע פחות משאבים בבקרה על ציות רגולטורי ועמידה בהוראות הדין, עלולות להיות מועדות יותר לבעיות של ציות לדין. שיקול זה מתחזק גם לנוכח הפחתה משמעותית שתחול לגבי החברות הנסחרות בשוק זה, בחובות הגילוי והממשל התאגידי. הבטחת אמון הציבור המשקיע בבורסה הייעודית מחייב, אפוא, אכיפה משמעותית אך מותאמת.

1. כלי האכיפה שיוקנו לרשות

לרשות ניירות ערך סמכויות אכיפה בשלושה מישורים משלימים - עיצומים כספיים "פשוטים", הליך אכיפה מנהלי והליך פלילי. קיומם של שלושת הליכים אלה נועד לייעל את האכיפה של הוראות החוקים המסדירים את דיני ניירות הערך, לקצר את משך הזמן שבין ביצוע הפרה של הוראות החוקים המסמיכים לבין הטלת עונש על המפר ולהביא לאכיפה מידתית בדרך של התאמת סוג ומידת הענישה לחומרת הפרה או העבירה. בכך, להביא לאכיפה אפקטיבית ולשוק הון הוגן ומשוכלל.

הסמכות להטיל עיצום כספי "פשוט" מכוונת להפרות טכניות העולות במסגרת הפיקוח על ידי מחלקות הפיקוח של רשות ני"ע על ידי ועדה פנימית.²⁰³

הסמכות הפלילית עוסקת בעבירות המשמעותיות ביותר על פי דיני ניירות ערך, ובראשן עבירות התרמית והשימוש במידע פנים.

²⁰³ ראו פרק 3 לחוק ניירות ערך; וכן להשלמת התמונה ראו פרק י לחוק השקעות משותפות; פרק 21 לחוק הייעוץ וסעיף 24 לחוק חברות דירוג אשראי.

במקרים מתאימים רשאית הרשות שלא לנתב הפרה להליך הפלילי אלא להליך של אכיפה מנהלית. הליך זה אינו מתנהל בבית המשפט אלא בפני ועדת האכיפה המנהלית הפועלת לפי פרק 4 לחוק נ"ע²⁰⁴. אמצעי האכיפה שניתן להטיל במסגרת ההליך המנהלי כוללים עיצומים כספיים, מניעת כהונת נושא משרה, ביטול או השעיית רישיון, נקיטה באמצעים למניעת הישנות ההפרה ועוד.

2. התאמת כלי האכיפה לבורסה הייעודית

לאחר בחינה של אפשרויות מקלות שונות, כפי שיפורט להלן, לנוכח טבעו של השוק והמסחר בו ולנוכח גיבוש מודל הפיקוח בבורסה הייעודית כמודל שלפחות בתקופת הביניים הפיקוח על החברות והאכיפה יהיו בידי הרשות, בדומה לפיקוח בבורסה הראשית, ולא בידי הבורסה או גורם חיצוני (כגון NOMAD), סבור הצוות כי ככלל, כלי האכיפה הקיימים מתאימים גם לבורסה הייעודית, בהתאמות מסוימות שנועדו להבטיח כי עוצמת הענישה תתאים לגודל ואופי החברות בשוק זה.

כלי האכיפה שבידי הרשות משלימים זה את זה ומאפשרים אכיפה מידתית. לכן, הסרת אחד הכלים בהם יכולה הרשות לעשות שימוש, עלולה להקשות על הרשות בפעולות האכיפה ולהביא לתוצאה לא רצויה בדרך של בחירה "מאולצת" בהליך שאינו מתאים, וכתוצאה מכך אכיפת-יתר או אכיפת-חסר.

בנוסף, ככל שמשטר האכיפה בבורסה הייעודית יהא שונה מהותית בהשוואה למשטר הקיים בבורסה הראשית, הרי שתחת נסיבות ומאפיינים דומים שלא ניתנים להבחנה על סמך משטר הפיקוח ומאפייני החברות והמשקיעים השונים בכל בורסה, טענות אפשריות על אכיפה בררנית עלולות להישמע מצד חברות בבורסה הראשית, שיטענו כי לא ניתן להעמידן לדין על פי מישור אכיפה שאינו קיים בבורסה הייעודית. כך למשל, אם משטר האכיפה בבורסה הייעודית לא יכול את האכיפה המנהלית, עלולה לעלות טענה כי לא ניתן לפתוח הליך אכיפה מנהלית כלפי חברות דומות בגודלן בבורסה הראשית. קרי, אי החלת כלי אכיפה שקיים בבורסה הראשית בבורסה הייעודית עשוי בסופו של דבר לפגוע ביכולת להפעילו גם בבורסה הראשית.

לדעת הצוות, צמצום כלי האכיפה המנהלית העומדים בפני הרשות, עלול להביא לתוצאות לא רצויות נוספות. מבנה האכיפה הקיים מאפשר לרשות לעשות שימוש בהליך הפלילי רק לגבי עבירות שהן בעלות חומרה רבה יותר, לדוגמה - בשל היסוד הנפשי של המפר, ההשפעה של ההפרה על השוק, או היקף העבירה והתמשכותה. הפרות אחרות, גם אם הרשות סבורה שהן מערבות יסוד נפשי גבוה מרשלנות, מטופלות בהליך המנהלי. היעדר אכיפה מנהלית תפגע בגמישות זו (שבמקרים רבים מקלה עם המפרים), דווקא כלפי החברות הקטנות יחסית בבורסה הייעודית. הדבר אף עלול להביא לאכיפת-חסר בבורסה הייעודית, אל מול הבורסה הראשית, כיוון שההליך הפלילי יקר יחסית וארוך, ואילו היקף הנזקים הפוטנציאלי בבורסה הייעודית מצומצם יחסית נוכח גודלן של החברות.

חשש נוסף, הינו טענה של אכיפה בררנית הפוכה מצד חברות בבורסה הייעודית שיטענו כי לא ניתן להעמידן לדין פלילי, הואיל וחברות בהיקפים דומים הנסחרות בבורסה הראשית, בנסיבות הפרה דומות, מטופלות בהליך מנהלי שהינו הליך מקל יותר.

²⁰⁴ ראו פרק 4 לחוק ניירות ערך; פרק 1 לחוק השקעות משותפות; פרק 11 לחוק הייעוץ; וסעיף 40 לחוק חברות דירוג אשראי.

גם צמצום סמכויות האכיפה באורח הפוך, בדרך של ביטול הסמכות של הרשות במישור הפלילי בבורסה הייעודית והשארת הכלים המנהליים אינה מיטבית, הואיל ועשויות להתגלות ביחס לחברות אלה עבירות חמורות המשולבות עם עבירות חוק העונשין התשל"ז-1977 ("חוק העונשין"), ולכן רצוי להותיר בידי הרשות גם שימוש בכלי זה במקרים החמורים ביותר.

לסיכום, לעמדת הצוות יש להותיר בידי הרשות את שלושת הכלים העומדים לרשותה גם ביחס לחברות שתסחרנה בבורסה הייעודית, בהתאמות מסוימות כמתואר להלן.

3. התאמת גובה העיצום הכספי בהפרות

לפי פרק 4 לחוק ני"ע, במסלול אכיפה מנהלית ניתן להטיל בגין הפרה מנהלית עיצום כספי בגובה של עד 5 מיליון ש"ח לתאגיד ועד 1 מיליון ש"ח ליחיד²⁰⁵; הסדר האכיפה הפלילית, המעוגן בפרק ט לחוק ני"ע, קובע שורה של עבירות. סכום הקנס המרבי משתנה לפי העבירה, תוך הפניה לסעיף 61 לחוק העונשין ולעבירות הכוונה המיוחדת²⁰⁶ נקבעו קנסות מרביים בסדר גודל דומה לזה שלעיצום הכספי המרבי באכיפה מנהלית כמצוין לעיל.

על פי תנאי המלצות הצוות, כמפורט לעיל, החברות הצפויות להיסחר בבורסה הייעודית הינן חברות קטנות ובינוניות ששווין המקסימלי לצורך רישום למסחר יעמוד על 300 מיליון ש"ח, "אחרי הכסף". לפיכך, סכומי העיצום המרביים המנויים בפרק האכיפה המנהלית בחוק ני"ע הינם גבוהים מאד גם ביחס לחברות הגדולות ביותר שצפויות להיסחר בבורסה הייעודית. לכן, מומלץ להפחיתם.

יצוין כי במסלול העיצום הכספי "הפשוט" לפי פרק 3 והתוספת השישית לחוק ני"ע, נקבעו בחוק סכומי עיצום כספי המותאמים לפי ההון העצמי של החברה, ולכן החברות שניירות ערך שלהן ייסחרו בבורסה הייעודית צפויות ממילא ליהנות מהמדרג הנמוך ביותר של עיצום כספי לפי התוספת השישית לחוק.

יצוין כי גם בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות התשנ"ה-1995 (להלן - "חוק הייעוץ") שאמץ את האכיפה המנהלית לפי חוק ני"ע, ישנה התחשבות בגודלם ובחוסנם הפיננסי של המפרים בקביעת שיעור עיצומים כספיים נמוך יותר, כאשר הקורלציה לגודל יוצרת הבחנה בין יחיד שהינו נושאי משרה בתאגיד לבין יחיד שהינו בעל רישיון. כך, גובה העיצום המקסימלי המתייחס למפר שהוא יחיד בעל רישיון ייעוץ השקעות או שיווק השקעות ולמפר שהוא יחיד בעל רישיון ניהול תיקים, לגביהם העיצום המקסימלי עומד על 50,000 ש"ח ו-25,000 ש"ח, בהתאמה. לעומת זאת, גובה העיצום המקסימלי ביחס למפר שהוא "יחיד אחר" (קרי, נושא משרה בכירה בתאגיד) הינו גבוה יותר ומקביל לזה הקבוע בהסדר האכיפה המנהלית בחוק ני"ע ועומד על 5 מיליון ש"ח ו-1 מיליון ש"ח, בהתאמה. גם גובה העיצום המקסימלי ביחס לתאגיד, מקביל לזה הקבוע בהליך האכיפה המנהלית בחוק ני"ע ועומד על 5 מיליון.

הרציונל העומד בבסיס הבחנה זו, אשר עמד לנגד מנסחי הוראות הדין, באה לידי ביטוי בחוק ייעול הליכי האכיפה ברשות ניירות ערך (תיקוני חקיקה) התשע"א - 2011, במועד אימוצו, דומה לזה העומד בבסיס ההפחתה המוצעת בדוח זה, הינו כאמור התחשבות בהיות מפרים אלה יחידים בעלי הכנסה וחוסן פיננסי נמוכים מאלה של נושא משרה בכירה ולכן נמוכה יותר משמעותית.

²⁰⁵ סעיף 52(א) לחוק ני"ע.

²⁰⁶ סעיף 53(א) לחוק ני"ע.

לשלמות התמונה, יצוין בהקשר זה כי גם בחוק הייעוץ, בדומה לחוק ני"ע, במסלול העיצום הכספי ה"פשוט" ישנה התחשבות בגודלם של הגופים המפוקחים בקביעת שיעור עיצומים כספיים נמוך יותר, כאשר הקורלציה לגודל הינה על בסיס שווי הנכסים המנוהל או על מספר בעלי הרישיון המועסקים.

לצד ההקלות המוצעות לגבי אכיפה מנהלית, עמדת הצוות היא, כי אין מקום לשנות בבורסה הייעודית ממדיניות הרשות לעניין אכיפה הן כנגד חברות והן כנגד יחידים. מגמה זו עולה בקנה אחד עם המגמה הקיימת בפסיקה המקומית והזרה. בית המשפט²⁰⁷ ובספרות מתייחסים לכך שאכיפה רק כנגד חברות, ללא נושאי המשרה, אינה מרתיעה דיה מפני ביצוע עבירות או הפרות. בהיות התאגיד אישיות משפטית מלאכותית אשר אחריותה נובעת מפעולות האורגנים שלה, על פי תורת האורגנים²⁰⁸, מעשיו של האורגן, או נושאי המשרה, שמקימים אחריות פלילית לתאגיד, צריכים להביא להטלת אחריות גם על נושא המשרה עצמו.

לאור האמור לעיל, ממליץ הצוות לתקן את חוק ני"ע בדרך של הפחתת העיצומים המרביים שניתן להטיל בגין הפרות שבוצעו ביחס לחברה בבורסה הייעודית, בהליך אכיפה מנהלית. ההפחתה היא הן לגבי התאגידים והן לגבי יחידים. הצוות ממליץ להפחית משמעותית את גובה העיצומים המקסימליים, על ידי הפחתתם במחצית, כלומר על תאגיד יוטל עיצום כספי מרבי בגין הפרה בגובה של 2.5 מיליון ש"ח (חלף 5 מיליון ש"ח), וליחידים יופחת גובה העיצום המרבי ל- 0.5 מיליון ש"ח (חלף 1 מיליון ש"ח).

בנוסף לכך, תישם הרשות מדיניות אכיפה מקלה בבורסה הייעודית אשר תתחשב בגודלם של הגופים המפוקחים, מצבם הכלכלי של החברות והיחידים המפרים, ותק פעילותם של המפרים בשוק ההון וכן פוטנציאל הנזק שנגרם מן הפעילות המפרה בהתחשב בגודלה של הבורסה הייעודית ובשיעור הכספים המושקעים בגוף המפוקח בו בוצעו ההפרות.

²⁰⁷ ראו למשל החלטת ועדת האכיפה המנהלית בתיק מנהלי 3/13 בעניין אינונטק סנטראל מלונות בע"מ ובתיק מנהלי 4/16 בעניין הוט מערכות תקשורת בע"מ.

²⁰⁸ על פי תורת האורגנים, אישיותה של החברה המסחרית נחשבת לאישיות הזו לאישיותו של הפרט, למעט מאפיין אחד: החברה, להבדיל מהפרט הטבעי, אינה פועלת בכוחות עצמה, אלא היא פועלת באמצעות אורגניה. פעולותיו של האורגן נחשבות לפעולות של החברה. מחשבותיו, כוונותיו ומניעיו של האורגן נחשבים למחשבותיה, כוונותיה ומניעיה של החברה עצמה. מכוח ייחוס פעולות ומחשבות האורגנים לחברה עצמה, הרי שבמידה שאותן פעולות ומחשבות מקימות אחריות משפטית - נושאת החברה עצמה באחריות משפטית ישירה לאותן הפעולות והמחשבות. ראו א, חביב סגל, דיני תאגידים, עמוד 139.

נספח א' - כתב המינוי של הצוות הבין משרדי להקמת שוק בורסאי לחברות קטנות ובינוניות בישראל:



י ר ו ש ל י ם

ל ניסן תשע"ז
26 אפריל 2017

מסד מכתב 2017-6592
מפי חג

לכבוד : המשנה ליועץ המשפטי לממשלה (משפט כלכלי)
יו"ר רשות ניירות ערך
יו"ר רשות המיסים
ראש אגף תקציבים, משרד האוצר
מנכ"ל הבורסה לניירות ערך
נציג מנכ"ל משרד האוצר

שלום רב,

הנדון : כתב מינוי -- צוות בינמשרדי להקמת שוק בורסאי לחברות קטנות ובינוניות בישראל

הננו מתכבדים למנותכם לצוות בינמשרדי להקמת שוק בורסאי ייעודי לחברות קטנות ובינוניות בישראל. בראש הצוות יעמדו יו"ר רשות ניירות ערך, פרופ' שמואל האוזר והמשנה ליועץ המשפטי לממשלה (משפטי כלכלי), עו"ד מאיר לוין.

רקע: חברות קטנות ובינוניות הן מנוע הצמיחה המרכזי של המשק הישראלי. בעשור האחרון, מדינות מפותחות רבות הקימו שוקי חון ייעודיים לצרכיהם של החברות הקטנות והבינוניות. באמצעות שוקי ההון המשוכללים, חברות אלו דשמו נגישות גבוהה יותר למימון והניבו תועלת רבה לבעליהם, לבעלי החוב, למשקיעים, ולמשק בכלל.

העסקים הללו מתקשים לקבל אשראי מהבנקים. נגישותם לאשראי קימעונאי מוגבלת מסיבות שונות. למימון ציבורי לחברות קטנות ובינוניות ישנם יתרונות רבים, ביניהם: מאפשר מימון זול יחסית, נזילות למשקיעים, פיזור סיכונים, הנאה ישירה של הציבור מהצלחת חברות אלו וקידום צמיחה ארוכת טווח. עם זאת, למימון ציבורי עלויות הנובעות מדרישות הפיקוח והגילוי והוראות המימשל התאגידי, שנועדו להגן על ציבור המשקיעים. דרישות והוראות אלה מכבידות יותר ככל שהחברה צעירה או קטנה יותר.

שוק בורסאי ייעודי כאמור עשוי להצליח בישראל לאור מספרן הרב של חברות קטנות ובינוניות, רבות מהן חברות צמיחה וטכנולוגיה. האפשרות למימון ציבורי תסייע לחברות המעוניינות בכך, לצמוח לטווח ארוך בשוק המקומי, חלף מכירה בשלבים מוקדמים למשקיעים ורים.

לשוק בורסאי כאמור עשויה להיות השפעה חיובית גם על הבורסה הראשית לחברות גדולות, שהפעילות בה הצטמצמה בשנים האחרונות ותפקודה היעיל חיוני לכלכלה ולשוק ההון, ולהוות צעד משלים לשינוי מבנה הבורסה.

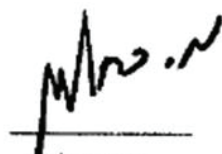
הצוות ימליץ בפנינו בדבר המתווה הרצוי להקמת שוק בורסאי לחברות קטנות ובינוניות, בשים לב למודלים קיימים בעולם ולמאפייני השוק בישראל, לרבות בחינת הקלות ברגולציה לעומת הרגולציה הקיימת בשוק ההון, לרבות היבטי אכיפה. הצוות יגבש תכנית יישום מפורטת לכלל ההיבטים הכרוכים בקידום המתווה, לרבות צעדים משלימים נדרשים ולחסימים שיש להסירם לקידום המתווה.

מרכזי הצוות יהיו נציג משרד האוצר, נציג רשות ני"ע ונציג משרד המשפטים.

הצוות יגיש את המלצותיו לדין עד ליום 31 יולי 2017

אנו מודים לכם על נכונותכם ליטול על עצמכם משימה חשובה זו ומאחלים לכם הצלחה ועבודה פורייה.

בכבוד רב,


משה כחלון
שר אוצר


איילת שקד
שרת המשפטים

נספח ב' - ריכוז הערות ציבור שהתקבלו לדוח הביניים

מס'	שם הפונה	נושא	הערות/הצעות
1	מגיב א'	מבנה הבורסה הייעודית	מוצע לעודד הקמת גורם מתחרה לבורסה בת"א, אשר יבצע סליקה וישמש כזירת מסחר למוצרי השקעה כגון קרנות נאמנות, קרנות סל ומוצרים אחרים. תחרות זו תשרת הן את ציבור המשקיעים והן את החברות אשר מציעות לציבור מוצרים כאמור.
		חובות גילוי ודיווח	ההקלות המוצעות במסגרת דוח הביניים אשר נוגעות להפחתת חובות הגילוי והדיווח בבורסה הייעודית, ובפרט לעניין תדירות הדיווח התקופתי, עשויות לפגוע ביכולת של משקיעים פוטנציאליים לבצע ניתוח מושכל של כדאיות ההשקעה, לאור היעדר שקיפות ורציפות המידע. בעייתיות זו עלולה לגרום למשקיעים להדיר רגליהם מהבורסה הייעודית, ובכך לפגוע בחברות הנסחרות בה.
2	מגיב ב'	פטור ממינוי מבקר פנים	ביטול החובה למינוי מבקר פנים בחברות ציבוריות הוא שגוי ביותר, ויביא לפגיעה בשוק ההון הישראלי, כמו גם בחברות עצמן. מבקר הפנים מהווה קו הגנה חשוב בארגון, והינו שומר סף אובייקטיבי שתפקידו הוא מן החשובים ביותר להתנהלות התקינה של התאגיד, בלא רלוונטיות לגודלו ולשמירה על ענייניו של ציבור בעלי המניות.
3	מגיב ג'	מעבר בין הבורסות - מהבורסה הראשית לייעודית	השארתן של חברות נסחרות למשך 3 שנים לפחות בבורסה הראשית עלולה לפגוע בהן שכן הן תהיינה "קטנות במסיבה של גדולות". נטען, כי הפגיעה בחברות הקטנות והבינוניות תהיה כפולה: א. בעקבות הקמת בורסה המשנית, יתחזק המיתוג של הבורסה הראשית כבורסה לחברות גדולות, ולכן היא תמשוך יותר משקיעים גדולים ופחות משקיעי הון שמעוניינים להשקיע בחברות בסדר הגודל הזה; ב. העובדה שלא יזכו ליהנות מההקלות שיחולו על חברות דומות בבורסה הייעודית.
		מבחן הגודל - הון עצמי/שווי חברה	פרמטר של שווי שוק בסך 300 מיליון ₪ הוא גבוה מדי שכן מחצית מהחברות הרשומות בבורסה הקיימת עומדות בו כיום. מוצע להוריד את הרף ל-100 מיליון ₪ או לשקלל פרמטרים נוספים כדוגמת היקף הכנסות, מספר עובדים בתאגיד, היקף מאזן.
		דוח הנהלה "מורחב"	מדובר ככל הנראה בדוח איכותי, שמשמעותו הטלת חובות משמעותיות על ההנהלה, והדירקטורים - מה שעלול להוות בעיה בהיעדר הכוונה וכלים. חיוני כי הפחתת הרגולציה תהיה לא איכותית אלא ברורה, כמותית ובעלת כללים מוכרזים.
		תדירות דיווח תקופתי	מוצע שלא להקל על תדירות פרסום דוחות כספיים. מדובר בניהול כספים בסיסי וחיוני בשוק ההון הציבורי, ויותר שקיפות מצד החברה יוצרת יותר אמון מצד המשקיעים. מוצע לאמץ בבורסה הייעודית מתכונת בדומה לנאסד"ק לגבי חברות שהן foreign private issuers, לפיה מוגש דוח שנתי מלא ובנוסף דוחות רבעוניים מקוצרים ומהירים, בפורמט של "press release".
		עיתוי החובה לפרסם דוח מיידי	ההקלה לאפשר פרסום דוח מיידי על אירוע מהותי תוך 48 שעות (חלף 24 שעות) עלולה לפגוע בחברות ובאמון המשקיעים, ולהוביל למצב של עלייה/ירידה בערך המניה בשל זליגת מידע פנים עד שיהפוך לציבורי.
		תנאי כהונת בעל שליטה או קרובו	אישור תנאי כהונה והעסקה של בע"ש או קרובו לתקופה של 5 שנים היא ארוכה מדי, ויש לשקול פרק זמן של 3 שנים - תקופה מספקת כדי לתמרץ בע"ש ומקורבים לתת ערך אמיתי לחברה.
		מסחר רציף/חד-דו יומי	משקיעים מחפשים נזילות ולכן נכון יהיה לקבוע מסחר רציף בלבד. מסחר חד/דו יומי ירחיק משקיעים רבים בהיעדר יכולת הנזילה בשעות המסחר המקובלות.

מס	שם הפונה	נושא	הערות/הצעות
		תקינה חשבונאית	עריכת דוחות כספיים על פי התקינה ישראלית אינה הולמת, שכן מדובר במסגרת תקינה ארכאית אשר משקיעים אינם יודעים לקרוא. מוצע לקבוע תקופת מעבר של 3 שנים מההנפקה במהלכה תידרש חברה לעבור ל-IFRS או US GAAP. עוד הוצע כי חברות שיעברו לדווח על פי כללי ה-US GAAP, תוכלנה להמשיך לדווח בהתאם לתקינה זו גם כאשר תעבורנה לבורסה הראשית.
		מגבלות על הנפקת חוב	המגבלות על הנפקת חוב, הן מבחינת התלות הישירה בהנפקת הון והן מבחינת היקף החוב המונפק (רף עליון של 36 מיליון ₪) הינן בעייתיות, בכך שלוקחות כלי עבודה משמעותי לחברות. קיימות גם היום חברות קטנות ובינוניות המשתמשות בכלי הנפקת חוב והמגבלות ימנעו מחברות כאלה ליהנות מהבורסה החדשה ויאלצו להסתפק בראשית.
		הליך תחרותי	במצב בו מדובר בחברה קטנה בה קיימת לעיתים זהות בין יו"ר ומנכ"ל, כשיש בע"ש שמעוניין בעסקה, לא נכון לבטל את ההליך התחרותי. ניתן לצמצם את ההליך ולהפוך אותו לאיכותי יותר או להקל במסגרתו אך לא לבטלו לחלוטין שכן ביטול זה יהווה פגיעה בכלי העבודה של הוועדה הבלתי תלויה.
4	מגיב ד'	גיוון ניירות ערך	יש לאפשר בבורסה הייעודית מסחר במכשירים פיננסיים שונים, מעבר למניות ואג"ח.
		מעבר בין הבורסות - מהבורסה הראשית לייעודית	מוצע לבטל את תקופת הצינון שנקבעה.
		מעבר בין הבורסות - מהבורסה הייעודית לראשית	מוצע כי ב-5 השנים הראשונות להקמת הבורסה, תנאי הרישום למסחר לחברות שיבקשו לעבור לבורסה הראשית יהיו בגובה כפל התנאים הנדרשים מחברה המבקשת להירשם לבורסה הראשית מבלי שנסחרה קודם בייעודית.
		רישום כפול	מוצע לאפשר רישום דואלי גם בבורסה הייעודית.
		גיוס אג"ח	מוצע לבטל את דרישת גיוס ההון כתנאי לגיוס אג"ח או הגבלת סכום הגיוס. יש להעלות את רף הגיוס המרבי באג"ח ל-100 מיליון ₪ לפחות. מגבלת הגיוס אינה מהווה מענה מספק לצרכי מימון חברות מתחום התעשייה הקלאסית למשל.
		תמריצים - הפחתה בעמלות	מוצע כי הפרשי העמלות המופחתות שתגבה הבורסה המשנית ביחס לעמלות הנגבות בבורסה הראשית ימומנו מתקציב המדינה.
		מבנה הבורסה	מוצע כי בעשר השנים הראשונות להקמת הבורסה הייעודית, לא יינתן רישיון לבורסה ייעודית נוספת. מוצע כי הבורסה הייעודית תוכל לרכוש שירותי מחשוב וסליקה מהבורסה הראשית.

מס	שם הפונה	נושא	הערות/הצעות
5	מגיב ה'	הקמת גוף פיקוח ייעודי	נוכח היעדר תשתית מתאימה למודל ה-NOMAD, יש להקים גוף פיקוח רגולטורי ייעודי אשר יותאם לפיקוח על חברות קטנות ובינוניות. רשות ניירות ערך מתמחה ומיומנת בפיקוח על חברות גדולות על כל המשתמע מכך (לרבות הטלת חובות רגולטוריות שעלויות גבוהות בצידן), ואילו פיקוח על חברות קטנות צריך להיעשות בצורת אחרת תוך מתן דגש לאילוצים והמגבלות של עסקים קטנים ובינוניים ובשימת לב להיעדר היכולת של החברות הללו לממן עלויות רגולטוריות גבוהות. על גוף הפיקוח הייעודי שיוקם יהיה מוטל לוודא כי ההקלות המוענקות הן בנות מימוש, וליצור כללי ממשל תאגידי מינימאליים, פשוטים וברורים, וכוללים דרישות דיווח בסיסיות.
		תקינה חשבונאית	על כללי הדיווח להיות בהתאם לתקינה בישראל ולא לפי ה-IFRS.
		החלת חובת מעבר מהבורסה הייעודית לראשית על חברות בעלות שווי שוק גבוה	יש לחייב חברות שהגיעו לרף שווי שוק גבוה לעבור לבורסה הראשית. הבורסה הייעודית אמורה לאפשר לעסקים קטנים ובינוניים להתחרות ביניהם על משקיעים פוטנציאליים, ללא חשש ש"יבלעו" על ידי החברות הגדולות. עיקרון השוויון המהותי ייפגע כשחברות קטנות ובינוניות תיאלצנה להתמודד על כיסם של המשקיעים מול חברות גדולות שתמשכנה להיסחר בבורסה הייעודית.
		היקף הגיוס המינימלי	בכדי ליצור אלטרנטיבת גיוס אמיתית לעסקים קטנים ובינוניים יש להוריד את הרף ל-3 מיליון ₪ - אף שקיימת אפשרות לגיוס כספים מהציבור בסכום זה באמצעות פלטפורמת מימון ההמונים - זו האחרונה אינה יכולה לספק לחברות את אותה רמת חשיפה למשקיעים שתהיה בבורסה הייעודית, מעצם היותה ממוסדת.
		תמריצי מס למשקיעים	במטרה לעודד את החברות ולהבטיח את הצלחתה של הבורסה מוצע להעניק תמריצי מיסוי לציבור המשקיעים באמצעות מתן פטור ממס למסחר בני"ע לפרק זמן של 5 שנים לפחות, או לאפשר ניכוי (הוצאה מוכרת) להשקעות בחברות הבורסה הייעודית.
		אכיפה	דוח הביניים אינו כולל התייחסות לסוגיית האכיפה אך מצוין כי החלטה בנושא תתקבל בהמשך. מציעים להעניק לגוף הפיקוח הייעודי סמכויות אכיפה שיותאמו ליכולות של עסקים קטנים ובינוניים ושלא יובילו למצבים בהם בשל טעות או אי עמידה בכללים יוטלו על חברה סנקציות שיובילו לקריסתה.
		תמיכה בחברות	מוצע להקים מוקד ייעוץ לחברות השוקלות הנפקה, אשר יספק מענה לשאלות שונות ויאפשר לאותן חברות נגישות לכל המידע הרלוונטי. בנוסף, מוצע להקים מנגנון ייעוץ לרו"ח המטפלים בחברות כאמור כדי לוודא שהליווי המקצועי מפוזר בין משרדים שונים להבדיל מהמצב בבורסה הראשית.

מס	שם הפונה	נושא	הערות/הצעות
6	מגיב ו'	מודל הספונסר	הוער כי תפקידו של הספונסר כשומר סף אינו ברור לחלוטין, והאם החלטתו שחברה אינה מתאימה לרישום למסחר היא סופית. אם לא, מול מי ניתן לערער על קביעת הספונסר ובאיזה אופן. מוצע לאמץ קריטריונים עסקיים ברורים שעמידה בהם תקנה זכות לרישום למסחר ומקום בו חברה לא תעמוד באלה, לספונסר יהיה שיקול דעת לתמוך בחברה על אף שאינה עומדת בקריטריונים. מוצע לאפשר לחברה להחליף את הספונסר בשלב המקדמי בטרם פורסם תשקיף או לאחר פרסומו. לדעתם, אפשרות כזו תיתן פתרון למקרה בו הספונסר סבור כי החברה לא מתאימה למסחר, בעוד שהחברה סבורה אחרת. עלויות: מינוי ספונסר יכול לייקר את הליך הרישום מקום בו חברות ישתמשו גם בשירותם של חתמים ומפיצים, אשר ממלאים תפקיד דומה. מציעים כי מינוי חתם יפטור ממינוי ספונסר שכן יש, על פניו, חפיפה בין תפקידיהם. מבקשים לבאר את היחס בין הפונקציה של הספונסר לבין זו של מפיץ בהנפקה, ומציעים לאפשר לספונסר לשמש גם כמפיץ על מנת להוזיל עלויות הנפקה.
		מאפייני קהל היעד של המשקיעים	לא די בהערה כללית באתר הבורסה לגבי סיכוני הבורסה הייעודית (כפי שנקבע בדוח) וכי חברות מו"פ צריכות להיות מסומנות באופן ברור כחברות בעלות פרופיל סיכון גבוה יותר.
		דרישות רישום ותנאים למסחר	מוצע כי במסגרת מסמכי הייסוד של הבורסה הייעודית הדרישה למחיר מינימאלי למניה תהיה נמוכה מזו שקיימת היום בתקנון הבורסה (בחברה קיימת - 0.3 ₪; בחברה חדשה - 1 ₪).
		אופן הצעת ניירות ערך - הצעה לא אחידה	צוין כי לא ברור האם חלופה זו של הצעה לא אחידה במודל הדומה ל-book building תחייב שימוש בחתם. דרישה זו תכביד על חברות קטנות מבחינת עלויות.

מס	שם הפונה	נושא	הערות/הצעות
		מעבר בין בורסות - מהבורסה הראשית לייעודית	מוצע לשקול קביעת חריג לכלל הצינור, באופן שיתאפשר מעבר לבורסה הייעודית מיד לאחר הקמתה לחברות שנמצאות ברשימת השימור של הבורסה הראשית ואשר מעבר שלהן ימנע את מחיקתן ממסחר.
		הנפקת אג"ח	מוצע כי היקף הנפקת החוב האפשרי לא יתבסס רק על היקף ההון המונפק אלא על סך הנכסים במאזן החברה וסך ההון הקיים של החברה וטיב הבטוחות שמציעה לחוב. מוצע להעלות את תקרת הגיוס מעל הרף של 36 מיליון ₪, בטענה שמדובר ברף נמוך מאוד. לטענתם, ההקלות שניתנו לחברות בבורסה הייעודית אינן כאלה שצריכות למנוע הנפקת חוב בסכום גבוה יותר, בפרט לאור העובדה שההקלה בעניין תדירות הדיווח התקופתי לא תחול על חברות שתגייסנה חוב. בעניין דיווחי חברות שגייסו אג"ח - מוצע לוותר על פרסום דוח רבעוני מלא ולהחיל מתכונת דיווח רבעוני מתומצתת, הכוללת דוח רווח והפסד ודוח תזרים מזומנים.
		תקינה חשבונאית	מוצע שלא לאפשר עריכת דוחות כספיים על פי תקינה ישראלית בבורסה הייעודית. הוער כי IFRS ו-US GAAP הן תקינות מוכרות ומקובלות, זהות לתקינה החלה בבורסה הראשית, ובכך תישמר יכולת ההשוואה בין חברות שונות לאור האחידות. כך גם תוכל לשמש הבורסה הייעודית קרש קפיצה אמיתי לבורסה הראשית, ללא קושי במעבר.
		גילוי בדבר תגמול נושאי משרה בכירה	הוער כי החשיפה הציבורית של פרטי התגמול מרתיעה נושאי משרה בחברות הציבוריות ויוצרת אי נוחות. על כן מוצע: לפטור מפירוט לגבי מי שהתגמול שלו נמוך מרף מסוים (או מהתקרות שנקבעו במדיניות התגמול), וכן; גם אם התגמול למי משלשת מקבלי התגמול הגבוה ביותר עולה על הרף ליחיד אך סכומם יחד לא עולה על רף היחיד כפול 3, לא יינתן גילוי כאמור (ולכל היותר יינתן גילוי בדבר העלות הכוללת, מבלי להידרש לזהותם).
		דיווחים מיידיים	מוצע לקבוע הקלות נוספות ביחס לחובות הדיווח המיידי, כדלהלן: לבטל את דרישות הדיווח על שלבי מו"מ שקודמים לחתימה על הסכם מחייב, בטענה שממילא מרבית החברות בוחרות לעשות שימוש בזכות לעיכוב הדיווח (שלעתים כרוכה בקיום ישיבות דירקטוריון רק לצורך אישור העיכוב). לבטל את הצורך בכינוס אסיפה כללית מקום בו ההחלטות מתקבלות ברוב רגיל ובעל השליטה מתכוון להעבירן כך שאין משקל להצבעה דה פקטו. חלף זימון כאמור תפרסם החברה דיווח מיידי על כך שאותן החלטות אושרו על ידו.
		בקורות על עסקאות בעלי שליטה	מקום בו מדובר באישור עסקה שאינה נוגעת לתגמול עם בעל השליטה או קרובו, המחייב אישור אסיפה כללית, יש להקל ולאפשר זימון אסיפה כללית בהתראה של 10 ימים מראש כדי לאפשר לחברה לפעול במהירות.
		אישור תגמול החורג ממדיניות התגמול	בהמשך להקלה שנקבעה לפיה מדיניות התגמול וכן שכר המנכ"ל יאושרו ע"י הדירקטוריון והועדה הבלתי תלויה בלבד - מוצע כי גם אישור תגמול בחריגה ממדיניות התגמול ייעשה באישור הדירקטוריון והוועדה הבלתי תלויה בלא צורך בזימון אסיפה כללית, ובלבד שהחברה תדווח על כך.
		החלת ההקלות שניתנו לחברות טק עלית בבורסה הראשית, גם לחברות בבורסה הייעודית	מוצע להחיל את תקנות ני"ע (דוחות תאגיד שמנייתיו כלולות במדד ת"א טק-עילית) על תאגידים מתאימים בבורסה הייעודית, בדגש על עריכת תשקיפים ודוחות בשפה האנגלית.
		תמריצים	מוצע לשקול לחייב חברות להיכלל בפרויקט אנליזה ולא להותיר זאת לשקול דעתן.

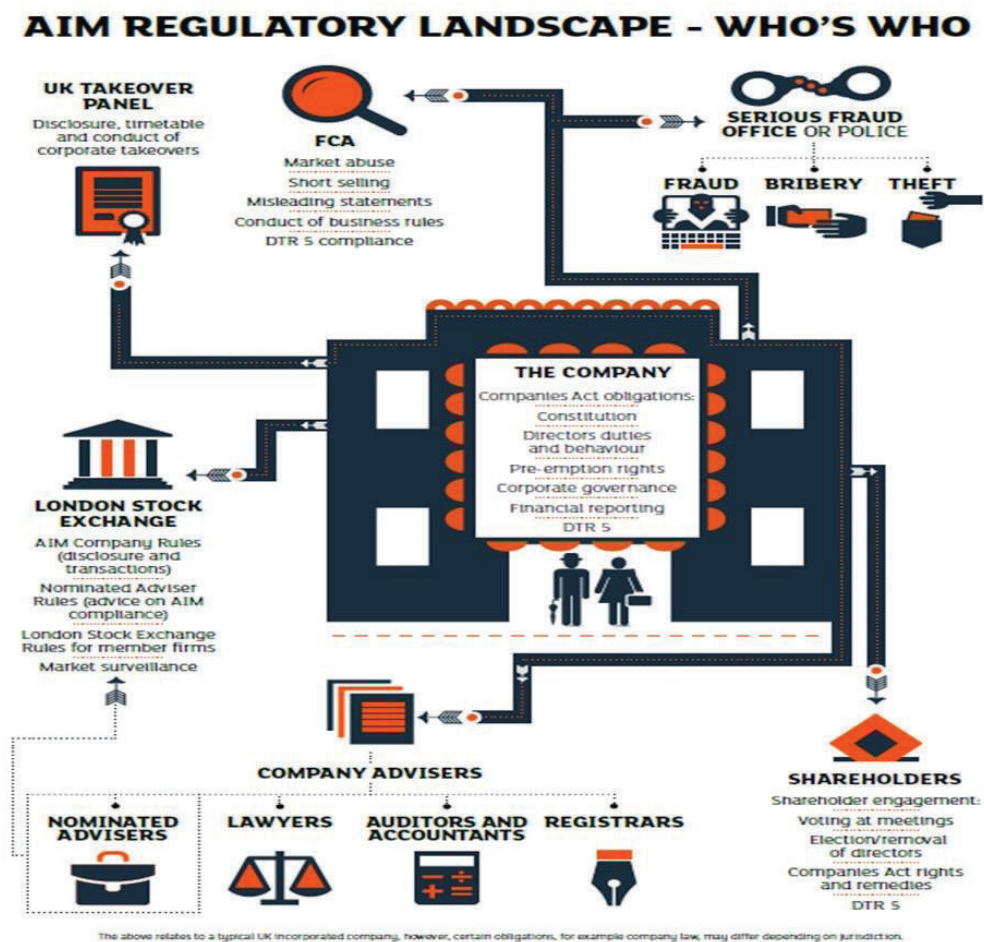
מס	שם הפונה	נושא	הערות/הצעות
7	מגיב ז'	מודל הפיקוח בבורסה הייעודית	על מנת לפתור את הבעייתיות בשלה סבר הצוות כי לא ניתן לקיים בישראל מודל פיקוח מבוסס יועץ רגולטורי מלווה (הלא היא היעדר היכולת להאציל סמכויות פיקוח ואכיפה שלטוניות לגורם פרטי) - מוצע לקיים בבורסה הייעודית רגולציה משותפת, שהינה מודל היברידי של רגולציה עצמית בשיתוף ובפיקוח הרגולטור. מודל זה יאפשר פעולתם של יועצים רגולטוריים, כדוגמת ה-NOMAD, לא רק במועד ההנפקה אלא לאורך כל חיי החברה כציבורית. זאת, במטרה להבטיח את ההתנהלות התקינה של החברות תוך מתן הדרכה וחיוק הציות, כפיצוי וכצעד משלים להפחתת הרגולציה. מוצע להוסיף חלופה שתחול על חברות המגייסות סכומים שבין 6 מיליון ₪ ועד עשרות בודדות של מיליוני ₪, בהתאם לה יכולו להיכלל תחת מטריית היועצים הרגולטוריים המלווים גם בעלי המקצוע המלווים את החברות באופן יומיומי - הלא הם עורכי הדין ורואי החשבון. בהתאם להצעה, בעלי מקצוע אלו יכפפו בתפקידם כיועץ מלווה לרגולציה שתבחן את כשירותם ותפקח על פעולתם. יתרונה של חלופה זו הינה בעלותה הצפויה להיות נמוכה מזו של יועצים מלווים ייעודיים. בהמשך לאמור בסעיף 2 לעיל, מוצע כי יתקיים "trade-off" באופן שבו חברה שתבחר למנות את אנשי המקצוע המלווים אותה באופן שוטף כיועץ המלווה שלה, תיהנה ממעט פחות הקלות אסדרה. באופן זה, תתאפשר גמישות רבה לחברות הקטנות יותר בבחירת האסדרה שתחול עליהן ועלויותיה, ומנגד תשמר הגנת ציבור המשקיעים.
		מבנה הבורסה הייעודית	גם אם תתקיים הפרדה תאגידית וגאוגרפית מהבורסה הראשית יש לשמור על זיקה ביניהן שתאפשר הישענות על ניסיונה רב השנים של הבורסה הראשית.
8	מגיב ח'	ועדת מאזן	היעדר חובת מינוי ועדת מאזן עלול לפגוע בדיונים הנוגעים לדוחות הכספיים, שכן הללו יתקיימו במסגרת ישיבת דירקטוריון בלבד ללא דיון נרחב על ידי גורמים בעלי מומחיות פיננסית. צוין כי היעדר בחינה מעמיקה, עלול להוביל לכשלים ובמקרים קיצוניים אף להצגות מטעות מהותיות בדוחות הכספיים של החברות. על כן, מוצע לחייב מינוי ועדת מאזן או לחלופין לקבוע שהוועדה הבלתי תלויה נדרשת לקיים דיון בטיטות הדוחות הכספיים לפני ישיבת הדירקטוריון שמתכנסת לאישורם.
		חובת מינוי מבקר פנים	אין זה ראוי לוותר לחלוטין על כהונתו של מבקר פנימי בחברה נסחרת מכל גודל שהוא.
		תדירות דיווח תקופתי	לאור אופיין של החברות שיסחרו בבורסה הייעודית, בעלות פעילות דינמית ולעיתים חסרות יציבות, נטען כי ההקלה בדמות מתכונת הדיווח החצי שנתי אינה מתאימה, ודווקא בחברות מסוג זה גובר הצורך בדיווח רבעוני גם בהנפקת הון בלבד.
		תמריצים כלכליים	מוצע לשקול מתן תמריצים כלכליים נוספים למשקיעים, לרבות הרחבה משמעותית בהקלות המס (דוגמת - פטור ממס רווחי הון על רווחים ממסחר במניות אלה). כמו כן, סבורים כי יש מקום לקבוע תמריצים נוספים למשקיעים מוסדיים, וכן לייצר מנגנונים שיתמרוצו הקמתן של תעודות סל על הבורסה הייעודית וכיו"ב.
		תקינה חשבונאית	סבורים כי ראוי שמסגרת התקינה המיושמת בבורסה הייעודית תהיה תואמת למסגרת התקינה החלה בבורסה הראשית.
9	מגיב ט'	מודל הפיקוח בבורסה הייעודית	בשל השוני ברמות הסיכון של החברות שצפויות להיסחר בבורסה הייעודית והגיוון באופי המשטר התאגידי שלהן, ובמטרה להקל על הרישום למסחר וכן להוזיל אותו לחברות בעלות רמות סיכון נמוכות יותר או שינויים בתדירות נמוכה יחסית, יש צורך לבנות גם בישראל מודל פיקוח דומה לזה שקיים ב-AIM ואשר יכלול יועץ מלווה שיגדיר את דרישות הדיווח של החברה.

מס	שם הפונה	נושא	הערות/הצעות
10	מגיב י'	אפשרות לרשום למסחר שותפויות מוגבלות, ציבוריות, שכיום אינן סחירות	מוצע כי תקנון הבורסה הייעודית יאפשר רישום למסחר של שותפויות מוגבלות ציבוריות שמפוקחות כיום על ידי היחידה למימון עסקים קטנים ובינוניים ברשות ני"ע, ואשר ניירות הערך שלהן אינם סחירים, העוסקות בתחום הנדל"ן או בתחום רכישת הלוואות בלבד - שהינם התחומים הנפוצים ביותר בקרב גופים אלו. לחלופין, מוצע לאפשר לכל השותפויות המוגבלות הציבוריות לרשום את ניירות הערך שלהן למסחר, בהינתן שהסכמי השותפות השונים מחזקים את מעמדם של השותפים המוגבלים ביחס לשותף הכללי ותוך שמירה על מעמדם כשותפים מוגבלים.
		החלת כלל ההקלות המוצעות בבורסה הייעודית גם על שותפויות מוגבלות ציבוריות	למעשה, מלבד נושא הסחירות, מדובר בתאגידים בעלי מאפיינים דומים מבחינת היקפי הגיוסים הצפויים, ולכן אין סיבה ליצירת פער רגולטורי לטובת התאגידים שיירשמו למסחר בבורסה הייעודית לעומת השותפויות המוגבלות האמורות (אשר נכון למועד זה, כלל אינן יכולות להירשם למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב).
		בקשה להבהרה בנוגע לדרישות הגילוי בתשקיף	לא נכללת בדוח התייחסות מפורשת לחובות הגילוי בתשקיף. מניחים כי הגילוי שידרש יהיה דומה לחובות הגילוי והדיווח שיחולו על החברות בשוטף ונזכרות בדוח, אולם נדרשת הבהרה לסוגיה זו.
		ותק פעילות	מוצע לוותר על הדרישה לוותק פעילות של שנה - זאת בהמשך להמלצה לאפשר רישום למסחר של שותפויות כאמור לעיל, שכן מרביתן מוקמות ערב פרסום התשקיף. נטען כי ויתור על דרישת הוותק מוכרת בדין המשווה (סינגפור) ואף קיימת בבורסה הראשית בישראל לגבי חברות מו"פ המבקשות להירשם למסחר. כמו כן, מניעה זו תחתור תחת היעדים שהציבה לעצמה הרשות לקידום תחום ההשקעות האלטרנטיביות בישראל (לדוג: blank check).
		הספונסר ותפקידיו	תפקידו הספציפי של הספונסר הינו עמום ואינו ברור דיו. בהתחשב בגורמים השונים והרבים אשר כבר כיום ממלאים תפקיד במסגרת הנפקות הציבוריות, נראה כי ישנה כפילות מסוימת ולא ברור מהו הערך המוסף של הספונסר בתהליך. מדגישים כי חובת מינוי הספונסר עשויה להשית עלויות משמעותיות נוספות על החברות, ובכך "יצא שכרנו בהפסדנו". גם האחריות המוטלת על הספונסר ביחס למסמכי הנפקה אינה ברורה דיה - האם הספונסר עתיד לחתום על התשקיף בדומה לחתם? האם החברה המנפיקה תוכל להעניק שיפוי לספונסר על פעולותיו? מוצע לבחון אפשרות של כהונת יחיד כספונסר, ולא רק תאגיד בלבד.
		תפקידי בעלי הרישיון	מוצע לשקול מודל בו יתאפשר שיווק ניירות הערך באמצעות גורמים נוספים בשוק ההון, זאת משום שלשחקנים הקיימים כרגע בשוק (מפיצים/חתמים) אין אמצעים, משאבים ו/או נכונות לפעול להפצת ניירות ערך בקרב משקיעים פרטיים, מה שעלול להביא לכישלון של הנפקות רצויות.
		מערכת אינטרנטית להשתתפות בהנפקות	מברכים על היוזמה, אך מציינים כי ישנם מספר חסמים עיקריים ליישומה - כגון הצורך לביצוע ההזמנה והעברת הכספים דרך חברי הבורסה של המזמין, בניגוד לגישה ישירה לרכז ההנפקה.

מס	שם הפונה	נושא	הערות/הצעות
		גילוי בדבר תגמול נושאי משרה בכירה	מוצע לקבוע כי הגילוי על שכר שלושת בעלי התגמול הגבוה ינתן רק כאשר שכרם המצרפי עולה על רף סבירות מסוים שייקבע (לדוגמה שיעור מסוים מסך הנכסים/מהרווח הנקי של החברה). זאת, לאור רגישות עניין השכר, במיוחד בחברות משפחתיות בהן מספר בני משפחה עובדים בדרגים מקבילים ואינם בהכרח משתכרים באופן זהה, או בחברות בהן מספר העובדים מצומצם ויחסיהם לרוב קרובים, כך שגילוי שכרם של נושאי המשרה הבכירים ביותר עשוי לייצר מתיחות בקרב העובדים.
		גיוס חוב	מוצע לאפשר הנפקת חוב ללא תלות בהנפקת אקוויטי. אי מתן פטור מפרסום דוחות רבעוניים לחברות שהנפיקו חוב, מספק מענה ראוי לדרישות הגילוי הרלוונטיות בבורסה הייעודית, ולכן סבורים כי ראוי לאפשר לחברות להנפיק חוב בלבד, כך שהבורסה הייעודית תשתלב גם בעניין זה בתווך שבין פלטפורמות מימון המונים לבין הבורסה הראשית.
		תדירות התכנסות הדירקטוריון	לגבי חברות שתדווחנה במודל חצי שנתי - מוצע לקבוע כי הדירקטוריון יתכנס לפחות אחת לשישה חודשים (חלף אחת לשלושה חודשים, כפי שקבוע בסעיף 97 לחוק החברות כיום).
		מחיקה ממסחר - הצעת רכש מלאה	מוצע להקל על ביצוע הצעת רכש מלאה, כדי להפחית את הרתיעה של בעלי שליטה מ"אי ההפיכות" של רישום למסחר בבורסה הייעודית. הקלות מוצעות: הפיכת התנאים המצטברים המנויים בסעיף 337(א) לחוק החברות לתנאים חלופיים, או הפחתת דרישת הרוב המנויה בסעיף. ביטול האפשרות לסעד הערכה (וכפיצוי - חיוב הדירקטוריון לחוות דעתו על כדאיות הצעת הרכש), או לחלופין, קיצור התקופה להגשת בקשה לסעד הערכה מביהמ"ש.
11	מגיב יא'	מודל הפיקוח בבורסה הייעודית	יש להחיל בבורסה הייעודית מודל פיקוח דומה ל-AIM, קרי: פיקוח ע"י הבורסה, באמצעות יועץ רגולטורי מלווה. השוני בהתנהלות השוטפת של גוף המפוקח (במישרין או בעקיפין) על ידי רשות ני"ע, שהערך העליון אותו היא רואה לנגד עיניה הוא הגנת המשקיעים ויתר השיקולים הם משניים, ובין התנהלות של גוף המפוקח על ידי הבורסה, שהינה גוף עסקי, המעוניין בשוק הון ערני ותוסס שיש בו חלוקת עושר מרבית עם הציבור - הוא שוני גדול, בעל השלכה רב תחומית על הגופים הנסחרים, כמו גם על עצם החלטתם האם להיסחר.
		ותק פעילות	מוצע לבטל את הדרישה לוותק פעילות של שנה כתנאי לרישום למסחר בבורסה הייעודית. יש לתת משקל לכוחות השוק החופשי ולהניח להם לפעול את פעולתם, באופן שהסיכון הטבעי של חברות שאינן מתאימות יעשה את שלו.
		פיזור החזקות ציבור	רפי המינימום שנקבעו בהנפקה לראשונה הנם גבוהים יתר על המידה ומקשים אף יותר מהבורסה הראשית. גם בהתייחס לרפים הנדרשים במסחר השוטף, הרי שאלו צריכים להיות נמוכים יותר (ולא שווים) לנדרש בבורסה הראשית. לחברה עצמה קיים תמריץ אינהרנטי להגדיל את החזקות הציבור לצורך יצירת מסחר שוטף במניה, גם מבלי שייקבע לכך רף חוקי.
		ספים להיקף הגיוס	יש להסיר את מגבלת השווי המקסימאלי בהנפקה לראשונה (300 מיליון ₪), ולכל הפחות להכפילה, בכדי לאפשר לכל חברה שרוצה בכך להיסחר בבורסה הייעודית.
		הגבלות על מסחר בהחזקות צדדים קשורים	יש לקצר בחצי את תקופת הזמן במהלכה תחול המגבלה על מסחר בהחזקות צדדים קשורים.

מס	שם הפונה	נושא	הערות/הצעות
		מעבר בין הבורסות - מהבורסה הראשית לייעודית	יש לקבוע מראש אפשרות למעבר חופשי מהבורסה הראשית לייעודית (בכפוף להסכמת בעלי מניות החברה ברוב רגיל). חברות השוקלות הנפקה לראשונה עלולות להימנע מכך עד להקמת הבורסה הייעודית וקבלת ההכרעה בנושא האפשרות למעבר מהבורסה הראשית לייעודית שלוש שנים לאחר מכן, על מנת שתהיה להן ודאות רגולטורית בנושא זה.
		מעבר בין הבורסות - מהבורסה הייעודית לראשית	כפיית כללי הרגולציה החלים בבורסה הראשית, על כל חברה ששווי השוק שלה עולה על 600 מ"ח הינה צעד פטרנליסטי שמשמעותו עידוד החברה לעבור להיסחר בבורסה הראשית. מוצע לוותר על דרישה זו, היות שממילא "משאת הנפש" של כל חברה שתיסחר בבורסה הייעודית יהיה מעבר לבורסה הראשית, ולאפשר לכל חברה בכל שווי שוק להיסחר בבורסה הייעודית. בדרך זו, התיוג של חברה לא יהיה אוטומטי (לפי הבורסה בה היא נסחרת) אלא יחייב בחינה מדוקדקת לפי תוצאותיה העסקיות ומאפייני פעילותה, והדבר יעלה את רף המשיכה לבורסה הייעודית.
		גיוס חוב	מוצע לבטל את המגבלות שהוטלו על הנפקת חוב (החובה להנפיק חוב רק במקביל/לאחר גיוס הון, וכן המגבלות על היקפי הגיוס). לא ברור מדוע הביניים מהו היקפן המדויק של ההקלות בכללי רגולציה שתחולנה על חברות המגייסות חוב - הן בהתייחס לכללי ממשל תאגידי, הן בהתייחס לכללי דיווח והן בהתייחס להליך הגיוס עצמו. המשפט לפיו "מוצע לייסד בבורסה הראשית מסלול להנפקת חוב בסכומים קטנים תחת רגולציה מלאה" בדוח הביניים (עמ' 9 סעיף 2.7.3; וכן עמ' 109 סעיף 12.1), לא ברור דיו.
		תדירות דיווח תקופתי	מוצע לבטל את חובת ההגשה של דוחות רבעוניים לחברות שהנפיקו חוב, ולחייב אותן בדיווח חצי שנתי בלבד. מוצע לחייב פרסום דוח תקופתי אחד (שנתי) לחברות שהנפיקו הון בלבד בבורסה הייעודית.
		גילוי בדבר תגמול נושאי משרה בכירה	מוצע כי פורמט הדוח השנתי יהיה תמציתי בהרבה מזה הנדרש כיום, ויאפשר הצגת נתונים אגרגטיביים (לדוגמא, פטור מדיווח על מקבלי השכר הגבוה בתאגיד, או לחילופין חובת מצרפי בלבד של שכרם).
		תוכן המידע הנלווה לדוחות הכספיים	העמימות הטמונה בהגדרה הבלתי מפוענחת "דו"ח הנהלה מורחב" מייצרת חוסר ודאות, שהניסיון לפענחו יוביל ליצירת פרק תיאור עסקי תאגיד חדש, רק מתוך חששן של החברות להחמיץ את כוונת המחוקק. נדרשים צעדים מרחיקי לכת הרבה יותר בפישוט הדוחות וקיצורם, שיהיו ברמת בהירות מוחלטת ובעלי מאפיינים של "קיצוץ בבשר החי".
		דיווחים מיידיים	מוצע לצמצם את היקף האירועים מחייבי הדיווח לאירועים "משני חיים", חלף הצמדות ללשונה של תקנה 36 לתקנות הדוחות, אשר הינה עמומה ומייצרת את עיקר ההתחבטות בשאלה האם לדווח ועל מה. לא ברור הערך המוסף של ה"מסמך" שיפורסם ובו רשימה לא סגורה של אירועים המחייבים דיווח. אם נקבע סטנדרט רך לדיווח, חזקה על המחוקק שהוא שם מבטחו במדווחים וסומך את ידו על כושר השיפוט שלהם. אם הכוונה היא לייצר סטנדרט קשיח לדיווח - על המחוקק לקבוע אותו במסגרת החקיקה או התקנות עצמן. מוצע לקבוע כי המועד האחרון לפרסום דיווח מיידי יחול בחלוף 96 שעות, וככל שמדובר בימים שאינם ימי עסקים, יצטרף מניינם של אלו לפרק הזמן הנ"ל.
		אישור עסקאות בע"ש	מוצע להחיל דרישה מקלה לרוב של 1/3 בלבד מהמיעוט לצורך אישור עסקאות בע"ש, בדומה למצב ההיסטורי.

מס	שם הפונה	נושא	הערות/הצעות
		מדיניות תגמול	מוצע לבטל את החובה לקבוע מדיניות תגמול, תוך אימוץ המצב המשפטי ששרר טרם תיקון 20 (אשר נתפש כנטל הרגולטורי הכבד ביותר על חברות ציבוריות).
		שיפוי וביטוח בהליכי אכיפה מנהלית	מוצע לאפשר מתן הסדרי שיפוי וביטוח בגין הליכי אכיפה מנהלית.
		מספר דח"צים	מוצע להפחית את מספר הדח"צים המינימאלי הנדרש לדח"צ אחד.
		הצעת רכש	מוצע להקטין את שיעור רוב בעלי המניות הנדרש לצורך ביצועה בפועל של הצעת רכש בהתייחס לחברות שתיסחרנה בבורסה הייעודית.
		מבנה הבורסה הייעודית	יש לשמור על זיקה בין הבורסה הייעודית לראשית באופן הדוק יותר מזה המוצע בדוח הביניים, בין היתר על מנת לאפשר מעבר חופשי וקל בין הבורסות. מוצע כי ככל שיוחלט להוציא למכרז פתוח את הבעלות בבורסה הייעודית בלא שתינתן עדיפות לבורסה הראשית, תיקבע ברירת מחדל לפיה אם לא תתקבלנה הצעות רלוונטיות מצד גופים מסחריים, הרי שהבורסה הראשית תוכל להפעיל ולהחזיק בבורסה הייעודית (על אף היבטי ריכוזיות).
		תמריצים לחברות	מוצע להעניק לחברות בבורסה הייעודית סל שירותים חנימי, כדוגמת זה הניתן במסגרות שונות של אקסלרטורים וכולל שירותי ייעוץ משפטי, ראיית חשבון וייעוץ תקשורת.
		תמריצים למוסדיים	מוצע לעגן את הפטור מהשתתפות מוסדיים באסיפות כלליות של חברות בבורסה הייעודית, באופן שלא יאפשר בעתיד עקיפה של פטור זה או החלת חובה דומה באופן עקיף.
		תמריצי מס	מוצע לאמץ שורה נרחבת יותר של תמריצי מס, הן לחברות, הן למשקיעים והן לבעלי שליטה שינפיקו (הפחתת שיעור המס על רווחי הון מני"ע, פטור ממס ל"משקיעים קטנים" בבורסה, פטור ממס רווח הון ליזמים שינפיקו חברות בבורסה). יש להחיל את ההטבות המוצעות באופן קבוע ולא כהוראת שעה מוגבלת בזמן, על מנת לייצר וודאות רגולטורית.



²⁰⁹ ר' בקישור - <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/regulatory-landscape/regulatorylandscape.htm>

נספח ד' - המאפיינים הכלליים של הבורסות המשניות מול הבורסות הראשיות על פני המדינות:

מדינה	בורסה ראשית	בורסה משנית	מספר חברות בבורסה משנית	אחוז ממספר הנסחרות בשתי הבורסות יחדיו	שווי שוק בורסה משנית (מיליוני יורו)	אחוז מסך שווי השוק של החברות הנסחרות בשתי הבורסות	ממוצע גודל חברה בבורסה משנית (מיליוני יורו)	אחוז מגודל החברה הממוצע בבורסה הראשית
סין	SSE	ChiNext	570	30.5%	715,144	23.4%	1,254.6	69.8%
ארה"ב	NYSE	NYSE MKT	239	10.4%	194,220	1.0%	812.6	9.1%
דרום קוריאה	KRX Market	KOSDAQ	1,199	58.2%	159,124	13.3%	132.7	11.0%
בריטניה	LSE	AIM	982	37.9%	94,708	2.9%	96.4	4.8%
הונג-קונג	HKEX Mainboard	GEM	260	13.2%	38,098	1.3%	146.5	8.4%
קנדה	TSX	TSX Venture	2,033	59.5%	27,336	1.4%	13.4	1.0%
אירופה	Euronext	Alternext	197	18.7%	13,054	0.4%	66.3	1.7%
אירופה	Nasdaq OMX Nordic	First North	258	27.5%	11,838	1.0%	45.9	2.7%
סינגפור	SGX	SGX Catalist	185	24.4%	4,594	0.8%	24.8	2.4%
הודו	BSE	BSE SME	151	2.6%	2,641	0.2%	17.5	6.7%
פולין	WSE	New Connect	406	45.5%	2,150	1.7%	5.3	2.0%
מקור הנתונים: WFE ואתרי הבורסות, שנת 2016								

נספח ה' - מעבר לבורסה הראשית מבורסות בשווקים משניים

מעבר לבורסה הראשית			
מספר חברות שעברו מהמשנת לראשית	דרישות	מאפשרת מעודדת מעבר לבורסה הראשית	בורסה
0	יכולה לעבור אחרי שנתיים לפחות בבורסה המשנית	ק	NSE India Emerge
24	עמידה בתנאים של השוק הראשי	ק	JSE AltX
312	ללא	ק	GreTai
0	עמידה בתנאים של השוק הראשי	ק	Bovespa Mais
26	עמידה בתנאים של השוק הראשי, דרישות הון מופחתות	ק	WSE NewConnect
1	נדרשים להיות יותר מ-250 בעלי מניות	ק	BIST ECM

מקור: WBG, SME Exchanges in Emerging Market Economies. 2017

נספח ו' - מודל הפיקוח המיטבי על ידי הבורסה הייעודית

להלן יפורטו עיקרי מודל הפיקוח המיטבי על ידי הבורסה הייעודית, תפקידי ואחריות היועץ המלווה בישראל והפיקוח עליו - אשר מוצע להחיל בבורסה הייעודית ככל שמודל זה יכנס בעתיד לתוקף:

1. הפיקוח על החברות הנסחרות

הבורסה הייעודית תפקח על החברות בעיקר באמצעות היועצים המלווים, וככל שתהא הפרה של כללי הבורסה, לבורסה תהיה בין היתר הסמכות להטיל קנסות, להשעות ממסחר ולמחוק חברות ממסחר. לרשות תהא סמכות שיורית כך שתהא שמורה לה הזכות להפעיל את סמכותה על החברות הנסחרות בכל נקודת זמן ולהפעיל אמצעי פיקוח ואכיפה, כפי שאלה נתונים לה ביחס לחברות הנסחרות בבורסה הראשית. בנוסף, הרשות תהא אמונה על אכיפת הוראות הדין (מעבר לאלה שיקבעו בכללי הבורסה), ככל שאלה חלות על החברות הנסחרות בבורסה הייעודית.

2. תפקידי וחובות היועץ המלווה

2.1. תפקידי היועץ המלווה

תפקידו העיקרי של היועץ המלווה הינו לפקח ולוודא כי החברה עומדת בהוראות הדין (לפני ההנפקה ולאחריה) בכל הנוגע לדרישות הרישום, חובות הגילוי, וכללי הממשל התאגידי. התפקיד האמור נפרש על פני שלושה שלבים עיקריים במחזור חיייה של החברה, כמפורט להלן:²¹⁰

• **שלב הבקשה להירשם למסחר** - בחינה דקדקנית של מועמדות החברה לרישום למסחר. במסגרת זו, על היועץ המלווה לבחון, בין היתר:

א. בחינת התאמת החברה לרישום למסחר בבורסה הייעודית

בחינת תכניתה העסקית של החברה, ההיסטוריה הפיננסית שלה, המדינה ממנה היא מגיעה והרגולציה באותה המדינה, זהות בעלי המניות שלה, וכן כל סוגיה העשויה להשפיע על התאמתה לרישום למסחר.

לצורך מילוי תפקידו, על היועץ המלווה להבטיח כי ברשותו גישה למידע מתאים אודות עסקיה של החברה.

ב. ממשל תאגידי

בחינת זהות הדירקטורים והרכב הדירקטוריון - בחינת ושקילת התאמתם של כל אחד מן הדירקטורים (והמועמדים לתפקיד חבר דירקטוריון); וכן בחינת ושקילת תפקודו של הדירקטוריון כמכלול והתאמתו לצרכי החברה (מבחינת גודל, הרכב, מיומנויות וכדומה. זאת, נוכח מאפייני החברה כגון גודל, תעשייה, וותק, מקום התאגדות וכיוצ"ב).

מתן ייעוץ לחברה בסוגיות הקשורות בממשל תאגידי - היועץ המלווה ילווה את החברה וייתן לה ייעוץ ביישום כללי הממשל התאגידי ויודא כי ניתן גילוי מתאים בהתאם להוראות הדין.

בכל העניינים הללו, על היועץ המלווה לתת דעתו כי העסקאות המאושרות הינן לטובת החברה.

ג. רישום למסחר

היועץ המלווה יודא כי המידע הנכלל בתשקיף הינו מידע מלא ונכון, וכי התשקיף עומד בהוראות הדין וערוך על פיהן.

²¹⁰ תפקידי היועץ המלווה בהתאם למודל המוצע המתואר בפרק זה, מבוססים על מודל ה-NOMAD ב-AIM. לפרטים נוספים ראו:

A GUIDE TO AIM - London Stock Exchange, <https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/documents/a-guide-to-aim.pdf> ; AIM Rules for Nominated Advisors <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/advisors/aim-notices/aimrulesforcompaniesjan16.pdf> \, AIM rules for Companies <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/advisors/aim-notices/aimrulesforcompaniesjan16.pdf>

במסגרת זו, על היועץ המלווה, בין היתר:

- להיות מעורב בצורה פעילה בעריכת פרטי התשקיף ובפרט בפרטים הנוגעים לעסקי החברה וגורמי הסיכון;
- לבחון את כל העבודות והבדיקות שבוצעו עבור החברה לצורך רישומה למסחר, ולוודא כי הדוחות הכספיים, המידע הפיננסי, וכל הדוחות או המסמכים הנכללים בתשקיף או מצורפים לו, נערכו כראוי;
- לשקול את הצורך בדוחות כלשהם מטעם מומחה מצד שלישי (כגון הערכות שווי);
- לוודא כי כל פרטי המידע הנדרש נכללים בתשקיף בהתאם להוראות הדין;
- ככל שתבוצע בדיקת נאותות ביחס לחברה, על היועץ המלווה לפקח על אופן ביצועה, להבטיח את איכות ונכונות ממצאיה, ולוודא כי כל סוגיה ממשית המתעוררת כתוצאה מתהליך זה, ואשר משפיעה על מועמדותה של החברה לרישום למסחר, נבדקת במסגרת בדיקת הנאותות.

ד. ציות לכללי הבורסה

על היועץ המלווה לוודא כי החברה אימצה מנגנונים, מערכות, הליכים ובקורות מספקים בכדי לציית לכללי הבורסה, וכי נושאי המשרה הבכירה בחברה וחברי הדירקטוריון מבינים את החובות המוטלות על החברה מכוח כללים אלה.

יודגש כי על אף תפקידו זה של היועץ המלווה, האחריות על הציות לכללים מוטלת על החברה.

- **שלב המסחר השוטף** - על היועץ המלווה לשמור על קשר שוטף ורציף עם החברה לה הוא מספק שירותים. במסגרת זו, תפקידו של היועץ המלווה, כולל בין היתר:

א. קיום קשר תמידי ורציף עם החברה

בהקשר זה, על היועץ המלווה לוודא כי הוא מעודכן בהתפתחויות ושינויים שחלים בחברה, על מנת שיהא ביכולתו למלא את תפקידו וכן ולוודא כי החברה מבינה את החובות החלות עליה במסגרת הוראות הדין.

ב. בחינת דיווחי החברה ערב הגשתם

היועץ המלווה יוודא כי דיווחי החברה המהותיים עומדים בהוראות הדין ערב הגשתם לרשות.

ג. דיווח לרשות

ככל שהיועץ המלווה מודע לפעולות או תנועות בלתי תקינות בקשר עם המסחר בניירות הערך של החברה, עליו לדווח על כך לרשות באופן מיידי.

ד. בקשת pre-ruling

בכל מקום בו יקום ליועץ חשש כי פעולה של החברה תביא לאי עמידה בכללי הבורסה או לפגיעה במוניטין של הבורסה, עליו לפנות טרם הפעולה לרשות בבקשה ל-pre-ruling.

ה. ממשל תאגידי

כללי - היועץ המלווה ילווה את החברה וייתן לה ייעוץ ביישום כללי הממשל התאגידי, וכן יוודא כי ניתן גילוי מתאים בהתאם לכללי הבורסה.

בכל העניינים הללו, על היועץ המלווה לתת דעתו כי העסקאות המאושרות הינן לטובת החברה.

שינויים בדירקטוריון - על היועץ המלווה לייעץ לחברה בנוגע לשינויים בדירקטוריון, בהרכבו ובחבריו. במסגרת תפקיד זה,

על היועץ המלווה להעריך את כשירותם של מועמדים לתפקיד הדירקטור כמו גם את השפעתם הפוטנציאלית על תפקוד הדירקטוריון כמכלול בשים לב למאפייני החברה וצרכיה.

בקשר עם מינוי דירקטורים חדשים, ישקול היועץ המלווה את דרישות הכשירות של המועמד ואת מידת התאמתו לדירקטוריון בשים לב, בין היתר, להשפעת המינוי על יעילות הדירקטוריון ועל תמהיל הדירקטוריון, ובשים לב לצרכי החברה ומאפייניה.

• **שלב הצטרפות לחברה שכבר נסחרת** - שלב זה הוא שלב אופציונאלי המתממש, אם וכאשר, היועץ המלווה מתקשר עם חברה שכבר רשומה למסחר (למשל, חברה שהחליטה להחליף את היועץ המלווה עמו היא עובדת). ככלל, תפקידו של היועץ המלווה בשלב זה, זהה לתפקיד שתואר בשלבים הקודמים. אולם, מאחר וכבר מדובר בחברה נסחרת, יבוצעו התאמות בתפקיד בהתאם לנסיבות.

2.2. חובות היועץ המלווה

• כללי

- א. על היועץ המלווה לנקוט בכל האמצעים הנאותים למילוי תפקידו.
- ב. היועץ המלווה יספק לחברות המבקשות להירשם למסחר בבורסה הייעודית או הרשומות בה למסחר, ייעוץ בנוגע לעמידתן בכללי הבורסה.
- ג. היועץ המלווה אחראי כלפי הבורסה לוודא כי החברה עומדת בכללי הבורסה החלים עליה בכל הנוגע לדרישות הרישום, חובות הגילוי, וכללי הממשל התאגידי - הן בשלב רישומה למסחר של החברה בבורסה הייעודית, והן לאחר רישומה, באופן שוטף.
- ד. על היועץ המלווה לשמש כמתווך בין החברות להן הוא מספק שירותים, לבין הבורסה, בכל הסוגיות הרגולטוריות הרלוונטיות.
- ה. היועץ המלווה יהיה רשאי לספק שירותי עשיית שוק, בין בעצמו ובין באמצעות גוף שלישי.
- ו. על היועץ המלווה לוודא כי מידע אשר מדווח על ידי החברה הינו נכון ומלא, ואינו מטעה.
- ז. היועץ המלווה יהיה כפוף להוראות הדין אשר יחולו עליו, בין אם ייקבעו בכללי הבורסה ובין אם ייקבעו בחקיקה ראשית או משנית.
- ח. במילוי תפקידו, על היועץ המלווה לפעול ברמת מיומנות גבוהה ולנקוט בכל האמצעים הראויים.
- ט. לצורך מילוי תפקידו כנדרש על פי דין, ישקול היועץ שימוש ביועצים מומחים חיצוניים, מעת לעת ולפי הצורך.
- י. לצורך רישום החברה למסחר, היועץ המלווה יספק לרשות הצהרה לפיה, לאחר שנקט בכל האמצעים הראויים, הוא סבור כי החברה עומדת בכללי הבורסה לצורך רישומה למסחר בבורסה הייעודית, ובכלל זה, כי תשקיף החברה עמד בכללי הבורסה.
- יא. היועץ המלווה ישמור מסמכים בקשר עם מילוי תפקידו. התיעוד יישמר למשך שבע שנים מתאריך התשקיף אליו הם נוגעים.
- יב. הבורסה תבחן את עמידת היועץ המלווה בחובות החלות עליו ואת אופן מילוי תפקידו, ותנקוט באמצעי אכיפה, ככל שהדבר יידרש.

• מסירת מידע

א. על היועץ המלווה לדווח לבורסה בהקדם, בכל מקרה בו הגיע לידיעתו כי במידע אשר נמסר על ידו לרשות, או מידע אשר נמסר על ידי החברה לרשות או לציבור, יש משום מידע מטעה או הפרה של הוראות הדין.

ב. היועץ המלווה ידווח לבורסה, בהקדם האפשרי, על כל הפרה של הוראות הדין מצד החברה או בכל מקרה בו הוא סבור כי הוא או החברה, הפרו את הוראות הדין.

ג. היועץ המלווה יגיש, לפי דרישה של הבורסה או של עובד שהיא הסמיכה לכך, בתוך המועד שנקבע בדרישה: (א) דוח על אירוע או עניין, אם לדעתה מידע על אודותיהם חשוב לצורך קיום הוראות לפי הדין; (ב) הסבר, פירוט, ידיעות ומסמכים בקשר לפרטים הקשורים לחברה לה הוא מספק שירותים.

• ניגוד עניינים

א. על היועץ המלווה להימנע מכל ניגוד עניינים או ניגוד עניינים פוטנציאלי מול החברות הנסחרות, לאמץ מנגנונים ולנקוט בצעדים אשר יבטיחו היעדר ניגוד עניינים כאמור. בין היתר, ומבלי לגרוע מכלליות הדרישה, לא יכהן כעובד או כנושא משרה ביועץ המלווה מי שמכהן כנושא משרה או מועסק כעובד בגוף אשר עיסוקו עלול ליצור ניגוד עניינים בין תפקידו האמור לבין תפקידו ביועץ המלווה.

ב. עצמאות היועץ המלווה באופן שוטף - על היועץ המלווה להציג לבורסה, לפי דרישתה, מידע המוכיח את האופן בו הוא עומד במנגנונים המבטיחים עצמאות והיעדר ניגוד עניינים מול החברות הנסחרות - שלו ושל כל הדירקטורים ונושאי המשרה המכהנים בו, כמפורט בהוראות הכשירות לצורך מינוי יועץ מלווה ובכללי הבורסה.

3. קריטריונים לרישום יועץ רגולטורי מלווה

להלן יפורטו הקריטריונים אותם מומלץ לאמץ. יש לציין, כי הקריטריונים האמורים מתבססים, בין היתר, על הדרישות החלות ב-AIM ביחס ל-NOMAD, כמו גם על הדרישות הקיימות כיום בישראל ביחס לגופי חיתום. עוד יובהר כי כל מועמד יידרש להגיש לרשות בקשה מסודרת, לצורך רישומו במרשם היועצים הרגולטוריים המלווים (לרשימה זו יינתן פומבי והיא תפורסם באתר הרשות), אליה יצורפו שורה של מסמכים, ובהם - דוח שנתי וחוות דעת רואה חשבון מבקר, אישור של הגוף המועמד על כך שמתקיימים בו כל דרישות הכשירות, ואישור על תשלום אגרה.

הבורסה תהא מוסמכת לאשר, או שלא לאשר, רישומו ורישוי של יועץ מלווה, בהתאם לעמידתו בדרישות שתקבענה לעניין זה, לפי שיקול דעתה.

הקריטריונים העיקריים בהם יידרש גוף המועמד לרישום כיועץ מלווה לעמוד, הינם כדלקמן:

• התאגדות כתאגיד;

• מהימנות - אישור שהגוף המועמד כמו גם הדירקטורים ונושאי המשרה בו עומדים בדרישות ה-fit and proper. בהתאם, לא יכהן אדם כנושא משרה ביועץ המלווה: (א) מי שהורשע בעבירה מן המנויות בסעיף 226(א) לחוק החברות ולא חלפה תקופת ההתיישנות כהגדרתה בחוק המרשם הפלילי ותקנת השבים, התשמ"א-1981; (ב) מי שהוכרז כפושט רגל ולא חלפו שלוש שנים מיום שהופטר;

• ממשל תאגידי - כפי שצוין לעיל, היועץ המלווה יאמץ מנגנונים המבטיחים עצמאות והיעדר ניגוד עניינים מול החברות הנסחרות. בכלל זה, בדירקטוריון של היועץ המלווה יכהנו דירקטורים בעלי כשירות מקצועית והיעדר תלות, כפי שיקבע.

• כשירות מקצועית - שני שליש מהדירקטורים של היועץ המלווה, ולפחות שניים מהם (ובהם אחד, לפחות, מבין הדירקטורים העצמאיים), וכל נושאי המשרה אצל היועץ המלווה העוסקים בליווי רגולטורי, יהיו בעלי ידע מקצועי, כאשר לפחות נושא משרה אחד יהיה עורך דין ולפחות נושא משרה אחד יהיה רואה חשבון. כל עובדי היועץ המלווה אשר יתנו שירותים לחברות יהיו בעלי

ידע מקצועי. "ידע מקצועי"²¹¹ - כל אחד מאלה: (1) תואר מוסמך לפחות ממוסד מוכר בחשבונאות, בכלכלה או במנהל עסקים עם התמחות בחשבונאות, בבנקאות או במימון; (2) תואר בוגר ממוסד מוכר בכלכלה, במנהל עסקים, במשפטים, בהנדסת תעשייה וניהול או בחשבונאות, או בעל רישיון רואה חשבון, שלהם ניסיון מקצועי רלוונטי של שנתיים לפחות; (3) ניסיון מקצועי של ארבע שנים לפחות. "ניסיון מקצועי" - כל אחד מאלה: פעילות כנושא משרה או כיועץ מלווה בחברת יועצים מלווים רגולטוריים, למעט כהונה כדירקטור; פעילות כעורך דין המתמחה בדיני חברות או בדיני ניירות ערך; פעילות כרואה חשבון מבקר של תאגיד מדווח, או פעילות כמנהל כספים או כחשב של תאגיד מדווח; פעילות כיועץ פיננסי אשר חלק מרכזי מתפקידו התמקד בליווי עסקאות פיננסיות רלוונטיות. לעניין זה, ניסיונם של נושאי משרה בכירה ייבחן על ידי הרשות הן כיחידים והן כקבוצה.

• מילוי והגשה של טפסי הרישום לרשות וכן כל מידע אחר שהרשות תבקש (מידע, מסמכים ואישורים שונים);

• תשלום אגרת רישום;

• ביצוע ביטוח אחריות, בדומה לדרישה הקיימת ביחס לחתמים²¹². יועץ מלווה יבטיח את אחריותו בביטוח אשר היקפו ותנאיו יהיו ברמה המספקת, לדעת דירקטוריון היועץ המלווה, להבטחת מלוא אחריותו, כפי שתפורט להלן, בהתחשב בהיקף פעילותו;

²¹¹ הדרישה לידע מקצועי תהיה בדומה לדרישה הקיימת ביחס לחתמים. ראו לעניין זה תקנה 9 לתקנות החיתום.

²¹² ראה לעניין זה תקנה 5 לתקנות החיתום.

• חובת הפקדת פיקדון, בדומה לזו הקיימת אצל חתמים²¹³ (אך בסכום נמוך יותר). יועץ מלווה יידרש להפקיד סכום כספי מסוים (כפי שייקבע) באגרות חוב הנסחרות בבורסה שמנפיקה הממשלה ושאינן ניתנות להמרה לניירות ערך המקנים זכות השתתפות או חברות בתאגיד, או באגרות חוב הנסחרות בבורסה הראשית המדורגות בדרגת השקעה גבוהה. הרציונל לדרישה זו הינו קיומה של "כרית ביטחון" ביחס ליועץ המלווה במקרה של הליך משפטי וכן "דמי רצינות".

4. מודל הפיקוח על היועץ המלווה

ככלל, ראוי כי הפיקוח על פעילות היועץ המלווה תבצע על ידי יחידה ייעודית בבורסה הייעודית, אשר תכלול עורכי דין ורואי חשבון. היחידה תבצע, מעת לעת, ביקורת על פעילותו של היועץ המלווה, באופן בו תיבחן עמידתו בתפקידים אותם הוא נדרש למלא, ובכלל זה - ייבדק הייעוץ שהוא מספק לחברות המבקשות להירשם למסחר; ייבדק התיעוד של תהליך הרישום למסחר של מספר חברות אותן מלווה היועץ, לרבות בחינת בדיקת הנאותות שבוצעה (ככל שבוצעה); ייבדק אופן הליווי השוטף של החברות; ועוד.

לרשות תהא נתונה סמכות פיקוח שיוטית ביחס ליועץ המלווה בכל מקרה של הפרת הדין או כללי הבורסה, ובפרט בגין הכללת פרט מטעה - אשר בהקשר אליו תהא לרשות סמכות אכיפה מנהלית ופלילית.

• חובות דיווח

- א. על היועץ המלווה להודיע לרשות אודות מינויו כיועץ מלווה על ידי חברה או הפסקת מינוי כאמור.
- ב. חדל להתקיים ביועץ המלווה תנאי מהתנאים המפורטים בדרישות הרישוי או חזר להתקיים בו תנאי כאמור, יודיע על כך לרשות מיד כשנודע לו על כך לראשונה; בהודעה יפורטו התנאים שחדלו או חזרו להתקיים והנסיבות שבהן אירע העניין כאמור.
- ג. על היועץ המלווה להגיש לרשות דוח על אירוע או עניין הנוגעים לעסקיו, אשר עשויים להיות חשובים למשקיע סביר שרכש או שוקל לרכוש ניירות ערך בהצעה לציבור שהוא משמש יועץ מלווה, לא יאוחר מיום עסקים אחד לאחר שנודע לו לראשונה על האירוע או עניין כאמור.
- ד. היועץ המלווה יגיש, לפי דרישה של הרשות או של עובד שהיא הסמיכה לכך, בתוך המועד שנקבע בדרישה: (א) דוח על אירוע או עניין, אם לדעתה מידע על אודותיהם חשוב לצורך קיום הוראות לפי הדין; (ב) הסבר, פירוט, ידיעות ומסמכים בקשר לפרטים הקשורים לחברה לה הוא מספק שירותים.
- ה. על היועץ המלווה לדווח לבורסה בכל מקרה של חשש להפרת הוראות הדין או הפרת הדין על ידו.
- ו. דיווח תקופתי - על היועץ המלווה להגיש לרשות דוחות שנתיים המלמדים על פעילותם ועל החברות להן הוא מספק שירותים.

• ביקורת על ידי הרשות

היועץ המלווה יהיה כפוף לביקורת פורמלית מצד הבורסה על מנת להבטיח כי הוא ממלא אחר תפקידיו ועומד באחריות המוטלת עליו בהתאם להוראות הדין. על היועץ המלווה להבטיח כי עובדיו ונושאי המשרה שלו ישתפו פעולה באופן מלא עם סגל הבורסה.

• הפסקת כהונה של נושאי משרה

הבורסה רשאית לדרוש הפסקת כהונתו של דירקטור או נושא משרה המכהנים אצל היועץ המלווה, במקרים אשר ייקבעו (ובכלל זה, אם הוכרז פסול דין או פושט רגל, אם נמצא חשוד בביצוע עבירה משמעתית או פלילית, או בכל מקרה בו הרשות סבורה כי

²¹³ ראה לעניין זה תקנה 6 לתקנות החיתום.

הוא אינו ממלא תפקידו כראוי).

• סמכויות אכיפה

במקרה בו יפר היועץ המלווה חובה מבין החובות המוטלות עליו, או לא יבצע את תפקידו כנדרש, או לא יעמוד בדרישות הרישום והרישוי החלות עליו - יהיה היועץ המלווה כפוף לסנקציות מצד הבורסה, ובכלל זה: אזהרה, פרסום מכתבי אזהרה, הטלת קנסות, השעיה והגבלה של פעילות, ביטול רישיון, דרישה לביצוע תכנית חינוך וציות.

5. אחריות היועץ המלווה כלפי המשקיעים, הבורסה והרשות

ככלל, אחריות היועץ המלווה הינה כלפי הבורסה, כבעל רישיון, וכלפי הרשות, אולם חובות הציות שחלות על חברה יחולו עליה במישרין. בהקשר זה יצוין כי בעיצוב מודל הפיקוח יש לקחת בחשבון כי ככל שרמת האחריות אשר תוטל על היועץ המלווה - בכלל, וכלפי ציבור המשקיעים בפרט - תהא גבוהה יותר, כך עלות העסקתו תהא גבוהה יותר ועלולה שלא להיות ריאלית מבחינת תנאי השוק.

במקרה של ביצוע הפרה על ידי החברה, על היועץ המלווה לעדכן את היחידה הרלוונטית בבורסה, על הבורסה לנקוט בהליכי אכיפה, לפי העניין, ולדווח לרשות. הרשות תבצע הליך בחינה ופיקוח וכן תנקוט בהליכי אכיפה, לפי העניין.

כאמור, עם הקמת הבורסה הייעודית, המלצת הצוות הינה כי הבורסה תוקם תחת מודל פיקוח הדומה לזה החל על החברות הנסחרות בבורסה הראשית, קרי: בפיקוח ישיר של הרשות. לצד זאת, החברות תידרשנה למנות ספונסר במועד רישומן למסחר וכן בגיוסים מאוחרים.

6. יתרונות וחסרונות המודל המוצע

• יתרונות

הוספת היועץ המלווה כגורם מתווך בין החברה לבין הבורסה, באופן שהפיקוח של הרשות הינו פיקוח עקיף, עשויה להפחית את הרתיעה של חברות מכניסה לספירה הציבורית לאור החשש שקיים היום מכפיפות לרגולטור באופן ישיר. כמו כן, המודל מבטיח קיומו של מערך מקצועי תומך לחברה, החל מהרישום למסחר או מתהליך ההנפקה לראשונה, וכלה בתהליך הצמיחה של החברה, ועד שתהא כשירה להיסחר ברשימה הראשית.

אימוץ המודל הכולל הכנסת שומר סף נוסף בדמות היועץ המלווה, נעשה מתוך מחשבה שגורם כזה, לו המקצועיות והניסיון המתאימים, יסייע לחברות קטנות ובינוניות עת הן נכנסות לראשונה לשוק הציבורי בכל הקשור לציות לרגולציה כמו גם בהיבטים עסקיים, וכן בדרך של מתן ייעוץ שוטף והפחתת הקשי הכרוך בהתמודדות עם הנטל הרגולטורי. כמו כן, נוכח רשמים שהתקבלו מהציבור לפיהם פיקוח בלתי אמצעי על ידי הרשות עשוי להרתיע חברות מלהירשם למסחר בבורסה הייעודית המלצת הצוות היא כי הפיקוח ייעשה על ידי הבורסה, באמצעות היועץ המלווה.

לצד כל זאת, נשמר פיקוח ישיר ושוטף של הבורסה, וכן סמכות פיקוח שיוטית של הרשות באופן אשר מבטיח שמירה על ציבור המשקיעים במקרה של הפרת כללי הבורסה והוראות הדין, תוך יישום המידע והניסיון הרב הציבורי בידי סגל הרשות ושימוש בסמכויות הפיקוח והאכיפה שבידיה, כאשר כל אלה יופעלו בהתאם למאפייני השוק המשני ולקיומו של היועץ המלווה כמתווך בינה לבין החברות, כיועץ רגולטורי וכשומר סף.

כפי שצוין, מודל זה של פיקוח באמצעות יועץ רגולטורי מלווה אומץ במספר בורסות מרכזיות בעולם (בשוק ה-AIM בלונדון, ב-First North בשבדיה, ב-SGX Catalist בסינגפור וה-HKEX בהונג קונג) ונמצא בחלק מהמקרים אפקטיבי ומועיל. בכל אחת מן הבורסות האמורות ניתן להצביע על התאמות בדבר סמכויות ותפקידי הרישוי, הפיקוח והאכיפה הנתונים לבורסה ולרגולטור המקומי, זאת בהתאם למבנה המשפטי והרגולטורי באותה מדינה כמו גם לתפקידים והסמכויות המוקנים לבורסה ולרגולטור ביחס

עד לאימוץ מודל זה במלואו, מוצע כאמור, כי הפיקוח על החברות הנסחרות יבוצע במישרין על ידי הרשות, שהינה הגוף המקצועי והמתאים לעשות כן בהתחשב במבנה הפיקוח בשוק ההון בישראל ולתפקידיהם וסמכויותיהם של הרשות ושל הבורסה בישראל.

הצוות סבור כי מינויו של הספונסר בשלב זה יתרום לשכלול השוק וליעילותו של השוק. מחד, הספונסר יתרום לסינון אפקטיבי יותר ביחס לחברות הנכנסות לבורסה הייעודית, בדרך של כניסת חברות איכותיות ומתאימות. מאידך, הדבר יקל על חברות בצעדיהן הראשונים בשוק ההון וכן יתרום להצלחת השוק וההנפקות בדרך של הפגשה בין החברות לבין ציבור המשקיעים.

כפי שצוין לעיל, מודל זה דומה למודל הפיקוח בבורסת טורונטו לפיו נדרשות חברות למנות ספונסר.

• חסרונות

אחד הקשיים המרכזיים שעלולים להתעורר, הינו השתת העלויות הכרוכות במינוי יועץ מלווה על החברות,²¹⁴ בעיקר נוכח תפקידיו המרובים והאחריות הרחבה המוטלת עליו. כמו כן, יצוין כי מודל זה אינו מצוי בקונצנזוס ויש החולקים על מידת יעילותו ועל התאמתו למאפייני השוק הישראלי בפרט. קושי זה של השתת עלויות טמון גם בחובת מינוי של ספונסר.

בנוסף, כפי שצוין בפרק א' לדוח זה שעניינו סקירה ספרותית ובחינה אמפירית, ישנם ממצאים העולים ממחקרים שונים אשר מצביעים דווקא על כך שמודל פיקוח פרטי כאמור במודל המוצע אינו יעיל, וזאת לא רק בשל מאפייני הפיקוח, אלא גם בשל מכלול פרמטרים הנלווים לתפקודו (רמת הרגולציה, סוגי החברות המונפקות, סוגי המשקיעים, מיסוי וכו').

²¹⁴ בהקשר זה, יש לציין כי על מנת שהפיקוח יהיה אפקטיבי, על היועץ הרגולטורי המלווה להיות מתוגמל באופן שיאפשר לו לספק שירות מקצועי ומהימן. ההנחה היא כי קבלת ייעוץ מסוג זה תהיה כרוכה בעלויות נוספות לחברה, אם כי אלה תקוזזנה, לפחות באופן חלקי (אם לא מלא), אל מול הפחתת עלויות בגין שירותים של יועצים אחרים (עו"ד, רו"ח, חתם הנפקה, יועץ הנפקה ועושה שוק). בנוסף ההליך יהיה יעיל יותר - דבר שהינו בעל ערך כלכלי כשלעצמו.