

ט"ז אדר א תשפ"ד  
25 פברואר 2024

## קול קורא לבחינת הרחבה וגיוון אפיקי המימון לתאגידים קטנים ובינוניים (SMEs) במסגרת חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968

בימים אלה בוחן סגל רשות ניירות ערך ("סגל הרשות") את הצורך בגיוון וטיוב של אפיקי הגיוס המוסדרים כיום בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ("חוק ניירות ערך" או "החוק") במטרה להגביר את הנגישות של שוק ההון לגיוס מימון על ידי תאגידים קטנים ובינוניים, תוך הסרת חסמים העומדים בפניהם ולצד הבטחת עניינו של ציבור המשקיעים.

סגל הרשות פונה לציבור לקבלת מידע והתייחסות בעניין זה.

בפרט נבקש לקבל את עמדות השוק בדבר קיומם של קשיי מימון לתאגידים קטנים ובינוניים, מידת המענה שמספקים אפיקי המימון הקיימים כיום בחוק ניירות ערך לתאגידים קטנים ובינוניים והחסמים העומדים בפני תאגידים אלו בשימוש באפיקי המימון הקיימים, ככל שישנם;

נבקש התייחסות לגבי צורך בקביעת מודל ייעודי נוסף לתאגידים קטנים ובינוניים כדוגמת מודל ה- Reg A+ הקיים בארה"ב והצעות לעיקריו של מודל מסוג זה שיתאים לשוק ההון בישראל; צורך בביצוע שינויים בפרטורים מחובת פרסום תשקיף המעוגנים בסעיפים 15א(א) ו-15א(ב) לחוק להנפקת ניירות ערך למספר מצומצם של משקיעים או למשקיעים 'מתוחכמים', ובסכומי הגיוס וההשקעה המותרים במודל מימון ההמונים הקבוע בסעיף 15ב(א) לחוק. הכל כמפורט להלן.

מועד אחרון להגשת התייחסות: 2 במאי 2024.

### רקע

תאגידים קטנים ובינוניים (Small and Medium Entities - SMEs) מהווים חלק מרכזי במנוע הצמיחה של הכלכלה בישראל ובעולם. הם מהווים את החלק הארי בכלל העסקים במשק, מעסיקים שיעור ניכר מכח העבודה בו ונחשבים כתורם מרכזי לגידול בתעסוקה. לצד זאת הם מהווים אמצעי ליזמות, חדשנות ויצירתיות ההכרחי לכלכלה מתפתחת ומפותחת.

פעילותם וצמיחתם של התאגידים הקטנים והבינוניים תלויה, בין היתר, בנגישותם למקורות מימון. אחד ממקורות המימון הקיימים לתאגידים קטנים ובינוניים, בדומה לתאגידים אחרים, הוא גיוס הון וחוב מהציבור בהתאם להוראות חוק ניירות ערך. קול קורא זה עוסק במקורות אלה.

סעיף 15 לחוק מעגן את "דרך המלך" לגיוס מימון באמצעות הנפקת ניירות ערך לציבור וקובע כי הצעה ומכירה של ניירות ערך לציבור יעשו באמצעות פרסום תשקיף או טיוטת תשקיף, לפי העניין.

תכליתו של סעיף מרכזי זה היא קביעת תחולתו של חוק ניירות ערך על תאגידים המציעים ומוכרים ניירות ערך, לשם הגנת ציבור המשקיעים בניירות ערך. ראשיתה של הגנה זו בדרישה להכללת גילוי מקיף בתשקיף בדבר ההשקעה המוצעת לציבור. גילוי זה מסייע לציבור המשקיעים לגבש החלטת השקעה מושכלת, ונלווית לו אף הטלת אחריות פלילית, מנהלית ואזרחית על המנפיק והמציע.

בהמשך, מסווג התאגיד שניירות הערך שלו הוצעו לציבור כתאגיד מדווח, החב בחובות גילוי שוטפות כל עוד ניירות הערך שלו מצויים בידי הציבור. חובות אלו נועדו להקנות למשקיעים יכולת לקבל החלטה מושכלת לצורך ביצוע פעולות בניירות הערך של התאגיד, ובכלל זה מכירתם ורכישתם בשוק משני.

לבסוף, דיני החברות ודיני ניירות ערך מעניקים הגנות נוספות רבות למחזיקי ניירות ערך שהוצעו על פי תשקיף, בהתאם לסוג נייר הערך שהוצע, כגון כללי ממשל תאגידי בחברה המציעה מניות או אגרות חוב, מינוי נאמן וזכויות להעמיד לפירעון מידי בחברה המציעה אגרות חוב ועוד.

ההגנות מכוח חוק ניירות ערך ממלאות תפקיד חשוב גם במניעת הונאות פיננסיות רחבות היקף, ובשנים האחרונות טופלו על-ידי הרשות במישור האכיפתי מקרים בהם נעשו הצעות לציבור של ניירות ערך שלא על פי תשקיף, תוך הפרת הוראות הדין, אשר גרמו נזק כבד למשקיעים.

הואיל וחובת פרסום התשקיף והדרישות הנגזרות ממנה מהוות מסכת מורכבת ומשמעותית של הוראות דין, לא כל תאגיד מסוגל לעמוד בה. נקודת המוצא בעניין זה היא כי קיימת תחלופה (trade off) בין גודל התאגיד והיקף הגיוס שלו לבין יכולתו והכדאיות עבורו בהשקעת משאביו הכספיים ומשאבי כוח האדם וזמן הנהלה הנדרשים לצורך פרסום תשקיף ותחזוקת התאגיד כתאגיד מדווח, וכן כחברה ציבורית על פי חוק החברות, במקרה של הנפקת הון, או כחברת אגרות חוב על פי חוק החברות במקרה של הנפקת תעודות התחייבות. לפיכך לעיתים התאגידים הקטנים והבינוניים אינם יכולים לעמוד בדרישות הקבועות בדיני ניירות ערך ודיני החברות מפאת גודלם, מאפייני פעילותם, יכולותיהם הפיננסיות והארגוניות או סוג ההצעה שהם מבקשים להציג לציבור.

לצד זאת, מוסדרת בחוק ניירות ערך שורה של חריגים לחובת פרסום תשקיף. מבין רשימת החריגים הקבועה בסעיפים 15א ו-15ב לחוק עוד משנת 2000, החריגים העיקריים המשמשים תאגידים קטנים ובינוניים לצרכי מימון הם הצעה ומכירה למספר משקיעים שאינו עולה כדי ציבור (35

משקיעים במהלך תקופה של 12 חודשים);<sup>1</sup> והצעה למשקיעים מתוחכמים שפנייה אליהם אינה כפופה לתחולת החוק תחת ההנחה כי אינם זקוקים להגנתו.<sup>2</sup>

מלבד אפיקי המימון המוסדרים בחוק ניירות ערך, קיימים כמובן לתאגידים קטנים ובינוניים אפיקי מימון חלופיים כגון גיוס כספים מהמערכת הבנקאית ומנותני אשראי חוץ-בנקאיים, אשר האסדרה שלהם קבועה בדינים אחרים.

על אף שקיימים מספר אפיקי מימון שונים לתאגידים קטנים ובינוניים, מוכרים בעולם ובישראל הקשיים העומדים בפני תאגידים אלו לגייס הון וחוב במסגרת המודלים הקיימים בדיני ניירות ערך. נוכח ההכרה בחוסר התאמה מספק של אפיקי המימון האפשריים מכוח חוק ניירות ערך לתאגידים קטנים ובינוניים קידמה הרשות בעשור הקודם מספר תיקוני חקיקה המקנים הקלות לתאגידים אלו. תיקונים אלו כוללים בעיקר קביעת אסדרה ייעודית כדלקמן:

(1) אסדרה לפעילות "מימון המונים" (Crowdfunding) המתירה גיוסי כספים בהיקפים מוגבלים לעסקים קטנים באמצעות פלטפורמות אינטרנטיות, תוך הטלת חובת גילוי פחותה משמעותית מזו הנדרשת בתשקיף ופטור מחובת פרסומו;

(2) הקלות לתאגידים העונים להגדרת 'תאגיד קטן'<sup>3</sup> שבחרו לגייס הון וחוב מהציבור בדרך של פרסום תשקיף לפי סעיף 15 לחוק הכוללות בין היתר – פטור מחובת דיווח רבעוני (רבעון ראשון ושלישי) לתאגידים ללא תעודות התחייבות במחזור; פטור מפרסום דוחות על אפקטיביות הבקרה הפנימית (ISOX) וחלף זאת חיוב בהצהרת מנהלים מצומצמת בלבד; הקלות בחובות צירוף הערכות שווי לדיווחים; הקלות בחובות צירוף דוחות חברות כלולות; מתן פטור מ"דוח גלאי" המספק פרטים בדבר חשיפה לסיכונים שוק ודרכי ניהולם, בכפוף לתנאים מסוימים.

כמו כן הרשות קידמה תיקון חקיקה נוסף בעל השפעה על יכולות המימון של תאגידים קטנים ובינוניים בהגדרה של "לקוח כשיר" הקבועה בחוק ביחס לסוג משקיע שיענה להגדרה של "משקיע מתוחכם" שהצעה ומכירה של ניירות ערך עבורו פטורה מחובת פרסום תשקיף.

כמו בישראל, גם בדיני ניירות ערך במדינות העולם המפותח קבועים מתווים מגוונים לגיוס מימון מהציבור מתוך ההכרה בכך שגיוס הון מהציבור עשוי להיות כלי חשוב ורלוונטי לתאגידים קטנים ובינוניים. בין המתווים מעוגן בארה"ב מודל ביניים ייעודי שנועד להגביר את יכולתם של תאגידים

<sup>1</sup> סעיף 15א(א) (1) לחוק ניירות ערך ותקנה 1 לתקנות ניירות ערך (פרטים לענין ס' 15א עד 15ג לחוק), התש"ס-2000

<sup>2</sup> סעיף 15א(א) (7) ו-15א(ב) לחוק ניירות ערך והתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך.

<sup>3</sup> "תאגיד קטן", מוגדר ככלל, כתאגיד שמניות או יחידות השתתפות שלו מוחזקות בידי הציבור ושוויין נמוך מ-300 מיליון ש"ח, ואינו נכלל במדדים המובילים (ת"א-35, ת"א-90, ת"א-125); וכן תאגיד שהערך הנקוב של אגרות החוב שלו (במחזור) נמוך מ-200 מיליון ₪. ראו תקנה 35 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), תש"ל-1970. (שווי של תאגיד קטן הוגדל לאחרונה בהתאם להוראות התקנות, נוכח עליית המדד במהלך השנים מאז עיגון ההקלות בתקנות).

קטנים ובינוניים לגייס כספים מהציבור באמצעות הנפקת ניירות ערך לציבור ללא רישום למסחר. מתווה זה נקבע על ידי רשות ניירות ערך האמריקאית (SEC) בשנת 2015, מכוח הסמכה שנקבעה ב - Jumpstart Our Business Startups Act ותיקון סעיף 3(ב) ל- Securities Act- 1933, והוא מוכר כיום כ- Regulation A+.

מודל Regulation A+ מבוסס על העקרונות הבאים: ביצוע ההנפקה מחייב קבלת אישור של ה- SEC ותאגיד שמשלים הנפקה כפוף לפיקוחה; על התאגיד חלות חובות גילוי מקלות ביחס לחובות החלות על תאגיד המציע ניירות ערך לציבור על פי תשקיף, הן במסמכי ההנפקה והן בחובות הדיווח השוטף שלאחר ההנפקה; ניירות הערך אינם רשומים למסחר בבורסה (ואינם כפופים אם כן לחובות שמטילות הבורסות על תאגידים הרשומים בהן למסחר); קיימות מגבלות על סכומי הגיוס המותרים לתאגיד וכן על סכומי ההשקעה המקסימליים המותרים למשקיע מהציבור.

בימים אלו ובשים לב גם לתיקוני החקיקה שפורטו לעיל שבוצעו בעשור הקודם, הצוות מבצע בחינה מחודשת בדבר קיומו של צורך לקידומו של יוזמות נוספות שיגבירו את הנגישות של שוק ההון ומתווי גיוס המימון מכוח חוק ניירות ערך לתאגידים קטנים ובינוניים.

## קול קורא

**סגל הרשות פונה בזאת לציבור הרחב בבקשה להעביר מידע ועמדות ביחס לנושאים אלו, ובכלל זאת:**

1. האם תאגידים קטנים ובינוניים נתקלים בקשיי מימון משמעותיים שאינם זוכים למענה מספק באמצעות אפיקי המימון העומדים בפניהם מכוח חוק ניירות ערך או אפיקי המימון החלופיים העומדים לרשותם? ככל שכן, מהם מאפייניהם של התאגידים הקטנים והבינוניים שנתקלים בקשיים כאמור? האם קיים צורך בהרחבה וגיוון אפיקי המימון העומדים לרשות תאגידים קטנים ובינוניים במסגרת חוק ניירות ערך והתקנות שהותקנו מכוחו?

2. מהם החסמים העיקריים העומדים בפני תאגידים קטנים ובינוניים לצורך שימוש באפיקי המימון המוסדרים כיום מכוח חוק ניירות ערך? בכלל זה:

2.1 מהם החסמים העיקריים העומדים בפני תאגידים קטנים ובינוניים לגיוס מימון באמצעות שימוש בפטורים הקבועים בסעיפים 15א ו-15ב לחוק?

2.1.1 בפרט, מהם החסמים העיקריים ביחס לפטורים מחובת פרסום תשקיף המעוגנים בסעיפים 15א(א)(1) ו-15א(א)(7) לחוק להנפקת ניירות ערך למספר מצומצם של משקיעים או למשקיעים 'מתוחכמים', בהתאמה;

2.1.2 וכן מהם החסמים העיקריים ביחס לפטור המעוגן בסעיף 15ב(א4) לחוק להנפקת ניירות ערך לציבור במודל של מימון המונים?

3. הצעות שיסייעו לגשר על צרכי המימון של תאגידים קטנים ובינוניים באמצעות גיוס הון מהציבור ואשר יספקו מענה הולם להגנת עניינו של ציבור המשקיעים, ובפרט ביחס לאפשרויות הבאות:

3.1 שינויים ביחס לפטורים מחובת פרסום תשקיף המעוגנים בסעיפים 15א(א1) ו-15א(א7) לחוק להנפקת ניירות ערך למספר מצומצם של משקיעים או למשקיעים 'מתוחכמים';

3.2 הרחבת מודל מימון ההמונים ביחס לסכומי הגיוס המותרים לתאגיד מכוחו וסכומי ההשקעה המותרים למשקיע במסגרתו;

3.3 יצירת מודל ייעודי נוסף כדוגמת מודל ה- Reg A+, תוך התאמתו לדין המקומי והמאפיינים העיקריים הנדרשים במודל ייעודי שכזה לצורך יצירתו של אפיק מימון אטרקטיבי וכדאי לתאגידים קטנים ובינוניים מחד, ולצורך שמירה נאמנה על עניינו של ציבור המשקיעים מאידך;

בכלל זה, איזה חובות החלות על תאגידים מדווחים מכוח חוק ניירות ערך ועל חברות ציבוריות וחברות אגרות חוב מכוח חוק החברות, שכלל שיקבעו גם במודל ייעודי מסוג זה יובילו להימנעות מוחלטת של תאגידים קטנים ובינוניים משימוש בו ככלי לגיוס מימון?

4. נושאים נוספים שעל סגל הרשות להידרש אליהם בבואו לבחון את התחום.

הפניה לרשות במענה לקול הקורא תעשה בכתב. סגל הרשות יתייחס בכובד ראש לכלל הפניות שיגיעו אליו, ובמידת הצורך יצור קשר עם גורמים רלוונטיים לעבודתו, לפי שיקול דעתו.

נודה לקבלת התייחסותכם בכתב עד ליום 2 במאי, 2024.

אנא שלחו התייחסותכם לידי עו"ד ורו"ח ליאור בטיטו רונן בכתובת הדוא"ל [liorb@isa.gov.il](mailto:liorb@isa.gov.il).