

מְהַנְפֵק (אקזיט) להנפקה לצורכי ציבור

אביב טובי*

לנוכח חשיבותה הרבה של תעשיית ההייטק הישראלית, אשר נתפסת בעיני גורמים מסוימים ככלי לקידום הכלכלה הישראלית ולהצמחתה, וכתוצאה מהמאפיינים התאגידיים הייחודיים של חברות ההזנק, הוקמה רשות החדשנות (לשעבר המדען הראשי) מכוח החוק לעידוד מחקר, פיתוח וחדשנות טכנולוגית בתעשייה, התשמ"ד-1984 (להלן: חוק המו"פ).

חוק המו"פ נועד להגשים מטרות משקיות, ביניהן יצירת "תשואה עודפת" למשק, הגדלת הפריור והרחבת מעגל הנהנים מפירות ההייטק במשק הישראלי בכללותו. מכוחו של חוק המו"פ, רשות החדשנות מעניקה מסלולי הטבה בדמות מענקים המוחזרים באמצעות תמלוגים, ופועלת בשוק הפרטי כדי לעודד ולקדם פעילות של חברות הזנק פרטיות בהתאם למטרות החוק. עם זאת, פעילותה של רשות החדשנות, מכוח חוק המו"פ, מתקשה ליתן מענה לתופעת "ההנפק (האקזיט) המוקדם", שבה מייסדיה של חברת הזנק מבצעים הנפק (מכירה באמצעות מיזוג, רכישה או הנפקה) של מניותיהם בחברה בטרם הספיקה החברה להגיע לבגרות ולממש את פוטנציאל הצמיחה שלה. בקושי של רשות החדשנות להתמודד עם תופעה זו יש משום פגיעה ביכולתה של הרשות להגשים את מטרותיו של חוק המו"פ במובן המהותי.

ההנפק המוקדם נגרם, בין היתר, משיקולים כלכליים, לרבות קשיים בגיוס כספים, יצירת נזילות, רצונו של היזם "להיפגש עם כסף", ועידוד מצד המשקיעים בחברת ההזנק לממש את התשואה על השקעתם. כל זאת, כאשר ברקע ניצבים פיצוץ בועת השונויים בהייטק, המשבר הכלכלי וכשלונו של מודל הספאק (SPAC), אשר מובילים לנקיטת אמצעי זהירות נוספים על ידי המשקיעים, דהיינו, להפעלת לחץ רב יותר למימוש התשואה על ההשקעה בחברות ההזנק וכן להגבלת החמצן הניתן לחברות בעת פעילותן. בראש סוגי המשקיעים ניצבות קרנות הון הסיכון, אשר מבצעות התערבות תאגידית

* סטודנט בפקולטה למשפטים, אוניברסיטת חיפה.

תודתי נתונה לפרופ' דניאל בן-אוליאל על הליווי, החניכה וההשקעה. אבקש להודות גם לשקד זוהר, לד"ר יפעת ארן ולעו"ד אפרת שגיא על הערותיהן המועילות ומאירות העיניים.

ומשפיעות על החלטותיה של הנהלת החברה מתוך אינטרסים פרטיים וקצרי טווח. לכן, כגורם המימון העיקרי, קרנות הון הסיכון מהוות גורם משמעותי בעיצוב תעשיית ההייטק ובאפנון התנהגותן של חברות ההזנק בשוק. העולה מן האמור הוא שעל מנת להתגבר על כוחן ה"מחנך" של קרנות הון הסיכון, על רשות החדשנות ליתן פתרונות מימון נוספים אשר יובילו להגשמת מטרותיו של חוק המו"פ – למשל, באמצעות הקוונה ועידוד של חברות הזנק לגיוס מימון ציבורי באמצעות הנפקות ניירות ערך לציבור בבורסה הישראלית.

מעצם היותה של רשות החדשנות זרוע ממשלתית, הממומנת מכספי ציבור, עולה כי שימוש במנגנון של חוב עשוי להתמודד עם הסיכון הנשקף לכספי הציבור בעת מתן מסלולי הטבה, ולשמש מקפצה לצמיחה מהירה של חברת ההזנק מבלי לנפח את שווייה, ותוך מתן חמצן לביצוע פעולות עסקיות שעל בסיסן תוכל החברה לגייס מימון נוסף ולפרוע את התחייבויותיה. מוצע להשתמש במודל של הלוואת מְנָן היברידית, אשר מאזנת את זכותה של הרשות בנושה לדרוש את כספי הלוואתה (לרבות הקרן על הכסף), ומאפשרת את פריסת הלוואה במועד מסוים ובהתאם לנסיבות העניין. מודל זה מהווה חוב בכיר, ועל כן ישתלב היטב בריבוד ההוני ובמבנה התאגידי של חברת ההזנק, יפחית את יצירתן של בועות כלכליות ויסייע בהתמודדות עם חסמי הכניסה לשוק ההון, ובכך יקדם את הגשמת מטרותיו של חוק המו"פ מבחינה מהותית, ולא רק כמותית.

הקדמה

פרק א: על תופעת ההנפק המוקדם

1. ההנפק המוקדם מנקודת מבט נורמטיבית
2. הון סיכון כמנוע להנפק המוקדם
3. השיקול של אופי ההנהלה

פרק ב: גיוס הון מהציבור כמענה להנפק המוקדם

1. יתרונותיה וחסרונותיה של הנפקה
2. הכשלים בבורסה לניירות ערך כחלופה מימונית
 - (א) כשל כלכלי
 - (ב) חסם תנאי הסף
 - (ג) כשל האטרקטיביות של הנפקה בבורסה זרה
3. סיכום ביניים

פרק ג: הפתרון המוצע – מעבר מהשקעה להלוואה

1. הלוואת המְנָן (Mezzanine Debt) ואופייה
2. תנאי הסף ואמות המידה להפעלת המודל
 - (א) תנאי סף מהותיים

- (ב) אמות מידה מהותיות
3. התאמתו של המודל המוצע למבנה ההון של חברת ההזנק
 4. היבטי השימוש בהלוואות המזנין לנוכח מבנה ההון הייחודי של חברת ההזנק
 5. התגברותו של המודל המוצע על אתגרי ההנפקה
- פרק ד : ההצדקות להתערבות ממשלתית
1. רווחה מצרפית באקו-סיסטם הציבורי
 2. חברות בוגרות כשיקול תעסוקתי לטווח הרחוק
 3. החשש לבעתיות כתוצאה מהתערבות מכוח שיקולים חברתיים
 4. על הפתרון השוקי הקיים – הספאק

סיכום

הקדמה

תעשיית ההייטק מכונה על ידי גורמים אסדרתיים רבים "קטר הצמיחה של המשק הישראלי", עקב יכולתה למשוך הון לתוכו ולהגדיל את התמ"ג (תוצר מקומי גולמי) לנפש.¹ מעבר לכך, היו גם שתלו (ועודם תולים) את תקוותיהם בתעשיית ההייטק ככלי שבאמצעותו תתגבר הכלכלה הישראלית על נזקיה של מגפת הקורונה.² הא ראייה, עד הרבעון השלישי של שנת 2021 כבר גייסו חברות ההזנק הישראליות פי 5 מסך הגיוסים בשנת 2015.³

עם זאת, נראה שבמשק הישראלי החלה לחלחל בשנים האחרונות ההבנה שענף

- 1 משרד האוצר "משרדי האוצר והתמ"ת גיבשו תכנית כוללת לקידום תעשיות עתירות ידע" (הודעה לעיתונות 8.6.2010); דורון ברויטמן "ההייטק צומח וגם הפערים: הקטר של המשק השאיר מאחור 1.5 מיליון עובדים חלשים" **כלכליסט** (20.3.2022) <https://www.calcalist.co.il/calcalistech/> article/byhjzqmc; מאיר אורבך ואסף גלעד "קטר הצמיחה נתקע: ענף ההייטק גדל ב-60% פחות מכלל המשק ב-2010" **כלכליסט** (27.6.2011) <https://www.calcalist.co.il/internet/articles/0,7340,L-3522338,00.html>
- 2 יהודה קונפורטס "ההייטק הוא קטר הצמיחה של המשק – ויהיה קטר היציאה מהמשבר" **אנשים ומחשבים** (27.4.2020) <https://www.pc.co.il/featured/314829/>; יהודה קונפורטס "היעד של הממשלה החדשה: הגדלת שיעור המועסקים בהייטק ל-15%" **אנשים ומחשבים** (8.6.2021) <https://www.pc.co.il/news/339621/>
- 3 סכום הגיוסים עד לרבעון השלישי של שנת 2021 היה 17,780 מיליון דולרים, לעומת 3,321 מיליון דולרים בשנת 2015. ראו IVC RESEARCH CENTER & MEITAR LAW OFFICES, IVC-MEITAR ISRAELI TECH REVIEW Q3 2021, 7 (2021) (להלן: דוח IVC ומשרד מיתר (רבעון שלישי 2021)).

ההייטק התנתק משאר השוק, כך שרק העוסקים בו נהנים מפירותיו.⁴ כמו כן, העובדים בענף ההייטק נבדלים מיתר המשק במשכורותיהם ובמאפייני העסקתם.⁵ ההנאה מהתשואות של ענף ההייטק נמדדת ברובה באמצעות ההנפק (האקזיט), שאגדירו כמיוזגים ורכישות או הנפקה ראשונית לציבור. מעגל הנהנים מההנפק הוא מצומצם – רובו מורכב משחקנים חוזרים בדמות משקיעים מתוחכמים, דוגמת משקיעי הון סיכון ואנשי תעשיית ההייטק (יזמים ועובדים), וכן ממשקיעים וגורמים זרים, אשר מושכים את כספי התשואה ומרכזי התעסוקה אל מחוץ לישראל.⁶

התמונה העולה מן האמור היא לא של קטר המוביל ומושך משק שלם מאחוריו, אלא של קטר המתרחק מקרונותיו במהירות רבה, ולמעשה עושה לביתו בלבד. עם הפער הזה נועד להתמודד החוק לעידוד מחקר, פיתוח וחדשנות טכנולוגית בתעשייה, התשמ"ד-1984 (להלן: חוק המו"פ) – ובפרט תיקון מס' 7 לחוק זה⁷ – שמכוחו הוקמה רשות החדשנות בשנת 2015 ואף הוגדרה המטרה של יצירת "תשואה עודפת" לכלל המשק הישראלי מפירות ההייטק.⁸

עם זאת, וכפי שאצביע בהמשך, אופן יישומו כיום של חוק המו"פ על ידי רשות החדשנות אינו נותן לטענתי מענה מיטבי למציאות הכלכלית והנורמטיבית של תעשיית ההייטק הישראלית.⁹ חברות ההונק מתמודדות עם קושי מתמיד בגיוס כספים וביצירת נזילות שאינה תלויה במימון חיצוני. הדרך שיזם יחיד נדרש לעבור מיום לידתה של החברה ועד להגשמת רעיונו ולהפיכתו למוצר היא ארוכה, יקרה ורצופה בסיכונים רבים. מרגע לידתה ועד לביצוע ההנפק חולפות שנים מספר, שבהן תידרש החברה לגייס מימון חיצוני כתוצאה מאי-יכולתה לייצר הכנסות ממוצריה. המימון שתגייס החברה ישמש ליצירת נזילות לצורך התקדמות במסעה המפרך, וישפיע על שווייה בעת סכב גיוס המימון הבא. זהותו של הגורם המממן, האינטרס העסקי שלו והתמורה המובטחת לו הם

4 "תוצר ההייטק: הקטר הפך לקרון" רשות החדשנות https://innovationisrael.org.il/general_content/4918; ימית נפתלי "ההייטק הוא קטר הצמיחה של המשק – אבל לא מחוברים אליו קרונות" **TheMarker** (16.9.2018) <https://www.themarker.com/blogs/yamit-naftali/BLOG-1.6479047>; שירות גלובס "האוצר: ההייטק הפסיק להיות קטר הצמיחה של המשק" **גלובס** (14.2.2016) <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001102742>.

5 הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה "חברות הזנק (סטארט-אפ) בישראל 2011–2019: ממצאים מתוך בסיס הנתונים על חברות הזנק בישראל" 2 (הודעה לתקשורת 30.12.2020) (להלן: נתוני הלמ"ס).

6 בשנת 2019, לדוגמה, בוצעו 158 הנפקים בסך של 3,731 מיליון דולרים, שמתוכם רק 9 היו הנפקות לצורכי ציבור, ואף אחת מהן לא הייתה בישראל. יש לציין כי יתרת ההנפקים (149) היו מיוזגים ורכישות, שרק 42 מתוכם היו בישראל. לצורכי השוואה, 42 ההנפקים שבוצעו בישראל היו בסך של 722 מיליון דולרים, בעוד 107 ההנפקים הנוספים היו בסך של 15,517 מיליון דולרים. ראו דוח IVC ומשרד מיתר (רבעון שלישי 2021), לעיל ה"ש 3, בעמ' 20, ר' 26.

7 חוק לעידוד מחקר ופיתוח בתעשייה (תיקון מס' 7), התשע"ה-2015, ס"ח 256 (להלן: תיקון מס' 7).

8 ראו ס' 1(2) ו-1(א3) לחוק המו"פ; דברי הסבר להצעת חוק לעידוד מחקר ופיתוח בתעשייה (תיקון מס' 7) (הקמת הרשות הלאומית לחדשנות טכנולוגית), התשע"ה-2015, ה"ח הממשלה 628 (להלן: דברי ההסבר להצעת תיקון מס' 7).

9 ראו דיון בחוק המו"פ בתת-פרק 1א להלן.

שיקולים קרדינליים, אשר ישפיעו על חייה, יעדיה העסקיים וסיכויי הצלחתה של חברת ההזנק.¹⁰

עם מקורות המימון העיקריים נמנים, מחד גיסא, רשות החדשנות, שממקדת את מאמציה בעידוד הקמתן של חברות חדשות ובמימון שלביהן הראשוניים (שבהם הסיכון הוא הגבוה ביותר), ומאידך גיסא, קרנות הון הסיכון, אשר מהוות מקור מימון משמעותי בתעשיית ההייטק הישראלית אך נוטות להשקיע בשלבים מאוחרים יותר.¹¹ למקורות המימון המגוונים יש אינטרסים שונים, ולעיתים גם סותרים, לגבי מטרת החברה ואסטרטגיית ההנפק שלה. במוקד דיון זה אבקש לבחון את המציאות הכלכלית הזו על רקע אופיים של מקורות המימון השונים הקיימים בשוק, ולבדוק כיצד המציאות הנורמטיבית, שבמרכזה חוק המו"פ, יכולה ליתן מענה מיטבי. במסגרת נייר זה אציג עמדה שלפיה על רשות החדשנות למקד את מאמציה בצומת הדרכים שבו היזם נאלץ לבחור בין "המפגש עם הכסף" כתוצאה מלחץ המשקיעים לבין פיתוח וצמיחה של חברת ההזנק ומוצריתה. צומת דרכים זה מוביל לא פעם למה שאכנה "תופעת ההנפק המוקדם", שעליה ארחיב בהמשך.

לגישתי, המענה הנדרש לתופעת ההנפק המוקדם הוא עידוד ענף ההייטק לפנות למקורות מימון ציבוריים, קרי לבורסה הישראלית לניירות ערך, באמצעות מתן מסלולי הטבה במסגרת סמכויותיה של רשות החדשנות. כפי שאפרט בחיבור זה, מימון ציבורי עשוי להרחיב את מעגל הנהנים מפירות ההייטק, ובכך להרחיב את התשואה העודפת למשק הישראלי, באמצעות יצירת תמריץ לחברות ההזנק להשאיר את מרכזי הפיתוח והמחקר בישראל ולהרחיב את מצבת העובדים תוך הכשרת עובדים נוספים.¹²

במסגרת נייר זה אציע מודל מעשי מבוסס חוב שמטרתו היא מתן תמריץ לחברות הזנק לבחור בגיוס הון ממקורות ציבוריים. המודל נועד, בין היתר, להתמודד עם קשיי הנזילות והלחצים הפיננסיים של חברת ההזנק בצומת הדרכים האמור. אדגיש כי מודל זה מתאים לשלביה המאוחרים של החברה, ואינו מיועד להתמודד עם קשיי הנזילות והסיכונים הרבים שקיימים בשלביה הראשונים של חברת ההזנק.

בפרק א אבחן את קשיי הנזילות והתמריצים המובילים את היזם לבחירה בביצוע הנפק מוקדם. במסגרת דיון זה אנתח את חוק המו"פ ואת משקיעי הון הסיכון, ואתיחס לאתגר ההון האנושי והארגוני. **בפרק ב** אדון ברציונל המימון הציבורי וכן באתגרים והחסמים שהנפקה של חברת הזנק ניצבת בפניהם. אתיחס גם להצעה האחרונה, אשר הוגשה במהלך שנת 2018, להקמת בורסה ייעודית (משנית) לחברות קטנות ובינוניות בבורסה בישראל. **בפרק ג** אציג את המודל המוצע, אעמוד על יתרונותיו וחסרונותיו,

10 ראו את הדיון בתת-פרק 2א להלן.

11 כפי שאסביר בתת-פרק 2א להלן, קרנות הון הסיכון שינו את אסטרטגיית ההשקעות שלהן, ונוטות כיום להשקיע יותר בחברות בשלבי צמיחה.

12 ראו פרק א להלן.

ואבחן את התאמתו למבנה של חברת ההזנק. נוסף על כך, אבדוק אם הוא כלי מתאים לעידוד הנפקות. לבסוף, בפרק ד אבחן את ההצדקות ליישום המודל המוצע על ידי רשות החדשנות על רקע מטרותיו של חוק המו"פ. בהזדמנות זו אציב את החשש מסיכוני בועתיות פיננסית הגלומים בהתערבות ממשלתית משיקולים חברתיים, ואידרש בכמה מילים לתופעת ההנפקה באמצעות מיזוג לספאק (SPAC), שנהייתה מקובלת ונפוצה בשנים האחרונות, שכן במהותה היא מגבירה את הנגישות של מימון ציבורי, בדומה למודל המוצע.

פרק א: על תופעת ההנפק המוקדם

חברת ההזנק ממומנת ברוב שלביה באמצעות גיוסי הון, ולא באמצעות הכנסות. הנזילות חשובה לכל חברה, כי באמצעותה היא מעלה את ערכה ומשלמת את הוצאותיה. בחברת הזנק, שההשקעות בה מבוססות על הערכות שווי, זהו שיקול מהותי ביותר, מכיוון שגובה ההשקעה והיקף התמורה הם המגדירים למעשה את שווייה המשוער של החברה במועד הגיוס. נוסף על כך, נזילות מאפשרת לחברה – לכל חברה – לקבל החלטות תפעוליות בעלות משמעות כלכלית, כגון להעסיק עובדים ולבצע רכישות.¹³ כלומר, בהעדר נזילות החברה מתקשה לבצע פעולות עסקיות הקשורות לצמיחתה. קושי זה מתעצם בחברת הזנק – שמקור ההון שלה הוא בהשקעות שרובן נעשות על ידי קרנות הון סיכון, אשר מגבילות את תקופת ההשקעה ומדרגות את מתן הכספים (כפי שיפורט בהמשך) – משום שבהעדר נזילות חברת ההזנק מפנה את כל הכנסותיה לצורך כיסוי הוצאות תפעוליות ומימון יעדים עסקיים, ונמנעת מלהשקיע בצמיחתה, כאמור. לכן הנזילות משמשת את הנהלת החברה (אשר בשלב זה מורכבת ככל הנראה מהמייסדים) לשמירה על איזון בין עמידה בהתחייבויות לטווח הקצר לבין "מרחב נשימה" בקבלת החלטות אשר ישפיעו על יכולת מְרוּב הרווחים של החברה בעתיד וימנעו את ההנפק המוקדם.¹⁴

הנפק מוקדם הוא מצב שבו מתבצע הנפק בחברת הזנק לפני שהמייסד התכוון לכך. כלומר, מדובר במצב שבו היזם מקבל החלטה אסטרטגית לנצל אפשרות לקבל רווחים מוקדם מן המצופה, ולא כפי שתוכנן במודל העסקי של החברה, או לצמצם הפסדים

13 Elizabeth Pollman, *Startup Governance*, 168 U. PA. L. REV. 155, 210 (2019)
 14 פייננשל טיימס "במקום אקזיטים: חברות ההיי-טק רוצות לצמוח ולהישאר בארץ" גלובס Sabah Hasan ; <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001094254> (11.1.2016)
 Ogaili, *The Effect of the Relationship of Growth Return and Market Value on the Relationship of Liquidity and Company Value Growth*, 11 J. ADVANCED RES. L. & ECON. 503, 522 (2020).

צפויים (למשל, עקב קושי של החברה בייצור הכנסות אף שהיא עמדה ביעדי המודל העסקי).¹⁵

קרנות הון סיכון משקיעות סכומים גדולים יותר ממענקיה של רשות החדשנות ובבזזור נמוך יותר. כך, למעשה, הקרן מקטינה את הסיכון הנשקף לכספיה כתוצאה מאי־ודאות, וממקדת את השקעתה ליצירת תשואה בטווח זמנים קרוב. משכך, בין היתר, קרן הון סיכון, המהווה חלופה מימונית עיקרית בשלבים המתקדמים של חברת ההזנק, יוצרת לחץ כלכלי לא מבוטל על היזם, ומתמרצת אותו "לפגוש את הכסף" באמצעות הנפק מוקדם. ברם, מנקודת מבט משקית אין מדובר בהכרח במתווה אשר ימָרָב את העושר עבור היזם והחברה כולה. במקרים רבים דווקא עידוד היזם להרחיב את החברה עשוי להגשים ביתר שאת את מטרתיו של חוק המו"פ, ואולי גם ייטיב עם היזם מבחינת התמורה שתיפול בחיקו בסופו של יום.

מנתוני מכון המחקר IVC עולה כי התמריץ הכלכלי לבצע הנפק בשלבי צמיחה עולה,¹⁶ וכי בניגוד לפרקטיקה של מכירת מיזם עם רעיון מעשי בשלב מוקדם (שהייתה נפוצה בעבר), כיום נמכרות חברות הזנק בעלות מוצר שעבר פיתוח מלא ובתמורה לסכומים גדולים יותר. כפי שאראה בהמשך, המשקיעים העיקריים בחברות ההזנק הם משקיעי הון הסיכון. האינטרס של קרנות הון הסיכון הוא לממש את כספי ההשקעה במועד שבו הם יניבו את התשואה הרבה ביותר. מבחינת קרן שביצעה השקעה בשלביו המוקדמים של המיזם בתמורה לאחוזי החזקות גבוה יחסית, שלב הבשלות הוא הזדמנות ראויה לביצוע הנפק ולקבלת התשואה. מכאן שבנקודת הבשלות מתקיים תמריץ ליזם לבצע הנפק מוקדם, ולא להמשיך להרחיב את החברה. בהמשך החיבור אציג גם את הטענה כי ביצוע הנפק באמצעות הנפקה בבורסה אינו מושך מספיק את היזם, עקב תשיותו ממסע היזמות המפרך ומשום שמסלולי ההטבה של רשות החדשנות אינם נותנים מענה מימוני מספק לשלב הבשלות.

את הדילמה שהיזם ניצב בפניה ניתן להסביר על פי התאורמה של קוז.¹⁷ לפי פרדיגמה זו, מכיוון שהתאגיד נועד להשיא רווח מיטבי לבעלי מניותיו, במצב של העדר נזילות וחשש ממשי לאובדן השליטה בחברה על היזם למכור את חלקו, בשל אי־יכולתו להכווין את פעולות החברה אל עבר נקודת המיטב. כלומר, היזם הרציונלי ימכור את

Jason Gordon, *Early Exit (Startup)—Explained*, BUS. PROFESSOR (Apr. 15, 2022), 15 *Geektime* "שמעתם על האפשרות של 'אקזיט מוקדם'?" ; <https://did.li/IHcgT> ; איגור רבינוביץ "שמעתם על האפשרות של 'אקזיט מוקדם'?" ; <https://www.geektime.co.il/alta-early-exit/> (1.8.2017).

16 החל בשנת 2016 כמות ההשקעות בשלבי צמיחה גדלה בצורה מתונה ועקיבה בעוד כמות ההשקעות בשלבים מוקדמים פוחתת, כלומר, מגמת ההשקעה נעה לעבר השקעה בחברות המצויות בשלבים בוגרים יותר בהשוואה לעבר. להשלמת התמונה אוסיף כי החל בשנת 2018 חל גידול במספר חברות ההזנק שמבצעות הנפק לאחר שקיבלו מימון מקרן הון סיכון ביחס למספר החברות שמבצעות הנפק ולא מומנו על ידי קרן הון סיכון. ראו דוח IVC ומשרד מיתר (רבעון שלישי 2021), לעיל ה"ש 3, בעמ' 11 ו-12 ; IVC RESEARCH CENTER, IVC ANNUAL ISRAELI TECH REVIEW 9 (2020) ;

17 Mark Kelman, *Consumption Theory, Production Theory, and Ideology in the Coase Theorem*, 52 S. CAL. L. REV. 669, 672 (1979).

החברה בהעדר נזילות ובהעדר חלופה מימונית לגיוס כספים בהיקף משמעותי.¹⁸ נוסף על כך, יש להתחשב ברכיב המנטלי – חשש מתמשך משליך על אורח חייו של היזם, במיוחד אם נלוות אליו עליות וירידות בהצלחת המיזם.¹⁹

מנקודת מבט כלכלית ניתן להשוות את הצומת הזה לנקודה שבה חייב מתלבט אם להיכנס להליך של פשיטת רגל. הדילמה שהוא ניצב בפניה מתבססת על השאלה אם על בסיס תמונת השוק באותה עת ומצבו הפיננסי עדיף לפעול לקבלת מימון חיצוני נוסף, תוך סיכון כל נכסיו, או למכור את נכסי החברה שבבעלותו במחיר של אי-קבלת שוויים האופטימלי. במצב כזה המדינה מתערבת לעיתים בפעילות הפרט מתוך הצדקה ציבורית, במטרה למנוע כשלי שוק שנוצרים עקב אי-יכולתו לפרוע את חובותיו.²⁰ התערבות זו, מעצם טבעה, כרוכה בפגיעה באינטרס הציבורי, שכן כל מטרתה היא מתן הקלה לפרטים מסוימים. מבחינת החייב, מועד הכניסה להליך של פשיטת רגל הוא קריטי: מצד אחד, אם הוא נאלץ להיכנס להליך של פשיטת רגל בתזמון שבו פתוחות לפניו אפשרויות של השקעה או צמיחה, הכניסה להליך עלולה לסכל את האפשרויות הללו; מצד אחר, קיים החשש שקבלת השקעה או מכירה של נכסיו בשווי ת־אופטימלי ישפיעו בצורה שלילית על שווי נכסיו גם בהמשך.²¹

ודוק, ממעורבות המדינה במועד פשיטת הרגל ניתן ללמוד על קיומם של שיקולים חברתיים שמעוגנים באופן פוזיטיבי בדין הישראלי. מדובר ברציונל כלכלי המבקש להימנע מחיסול נכסים בשווי ת־אופטימלי כאשר צפויה להיות לכך החצנה שלילית על גורמים נוספים. רציונל זה בא לידי ביטוי באופן מסוים בתהליך פירוק חברה לפי דיני חדלות הפירעון, המגלם גם הוא ערכים חברתיים.²² במסגרת הליך פירוק קיימת פרקטיקה מקובלת שלפיה החברה או השליטה בה נמכרות בהוראת בית המשפט למשקיע חיצוני, אשר מזרים הון לחברה ומסייע לה להתמודד עם קושי פיננסי, מתוך אינטרס להגן על נושי החברה מהחצנות שליליות וליתן הזדמנות נוספת לפרט הפועל במציאות הכלכלית.²³ הנימוק לרציונותו של הסדר זה הוא שכאשר בית המשפט פותח את השליטה בחברה למשקיעים חיצוניים, הוא יוצר למעשה תחרות על מניות החברה (בין בעלי השליטה בה לבין משקיעים חדשים) ומונע מצב של פירוק נכסי החברה ומכירתם

18 פולמן מצביעה על הסיבות במבנה ההוני של חברת הזנק שבגין משקיעים מוסדיים נמנעים מביצוע השקעה ולכן החלופה המימונית העיקרית היא קרן הון סיכון. ראו Pollman, לעיל ה"ש 13, בעמ' 170. על הסיבות שבעטיין הנפקה לציבור אינה מהווה חלופה מימונית לחברת הזנק הישראלית אעמוד בתת-פרק 2 בהלן.

19 Omri Zerachovitz, *Israeli Hi-tech Startups Are Booming: This Is What It Takes to Raise a Unicorn*, HAARETZ (Mar. 30, 2021), <https://did.li/g57w5>.

20 יעד רותם "הסמכות למתן הקלות שלטוניות בהליכי חדלות פירעון" **משפטים** מ 113, 114 (2010). שם, בעמ' 149–150.

21 ס' 1 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ח-2018. ראו בפרט את העיקרון בס' 1(3) לחוק, אשר מציג רציונל חברתי שאינו אינטרס כלכלי ישיר של החייב או של הנושה.

22 יעד רותם "הגברת התחרות על רכישת חברה שבקשיים – כתאוריה מאחדת לדיני פירוק ושיקום חברות" **דין ודברים** ט 255, 258–259 (2015).

באופן נפרד בשווי תת-אופטימלי. כדי למנוע מכירה כפויה כזו, על בעלי המניות בחברה להזרים לתוכה הון שיעלה את שווייה. כתוצאה מכך יהיה לה הון להתמודד עם קשייה הפיננסיים או לחלופין מכירת מניותיה תתבצע במחיר אופטימלי (לנוכח העלייה בשווייה).²⁴

ניתן ללמוד ממנגנונים אלו על תפיסת הרווחה המצרפית שהמדיניות הכלכלית של המדינה מקדמת. לכן, בעודי מבקש להציע פתרון שיסייע בקידום מטרות כלכליות, אבקש לבחון את ההחצנות הנובעות מהמודל המוצע, ולבדוק כיצד הוא מקדם את הצמיחה השוקית ומשתלב במציאות הכלכלית שהוא מבקש להיטיב.

מעבר לנקודת המבט הכלכלית, ניתן לבחון את הסוגיה גם מנקודת מבט חברתית. תכליתם של דיני חדלות הפירעון היא, בין היתר, להגשים מטרות חברתיות. בין מטרות אלו ניתן למצוא חלוקה הוגנת של משאבים ("צדק חלוקתי"), הבטחת תעסוקה, צמצום הנטל על הקופה הלאומית וכדומה.²⁵ בבסיסן של תכליות חברתיות אלו ניצבת ההבנה כי לכל מדיניות כלכלית שתנהיג המדינה יש מחיר. את המחיר אנו נדרשים לבחון בראי המציאות הכלכלית ולאזן עם התועלת החברתית שתושג בטווח הרחוק. למשל, אימוץ מכשירים קפיטליסטיים הפוגעים בטווח הקצר בשכבות החלשות מבחינה כלכלית עשוי להוביל בעתיד לצמיחה כלכלית שתוביל ליצירת הזדמנויות כלכליות לכלל המשק.²⁶ לפי תפיסה זו, יש לבחון מה הם היעדים החברתיים העומדים בבסיס המודל שברצוני להציע, ומה היא נוסחת האיזון שהמודל שוקל.

בחיבור זה אבקש להתמודד עם היבט מסוים של הבעיה החברתית-הכלכלית הרחבה הזו בזירת היזמות הטכנולוגית – הקושי שהיזם נתקל בו בשלבי הגיוס המאוחרים, כפי שהסברתי קודם לכן. אנתח את יכולותיו של המודל לסייע ליזם למְרַב את ערכה של חברת ההזנק הן מבחינה כלכלית והן מבחינה חברתית, אעמוד על הצורך בחברות בוגרות באקוֹ-סיסטם של ענף ההייטק הישראלי, ואציע לרשות החדשנות כלי הטבה נוסף. אך לפני הכל אבקש להציע ניתוח של תופעת ההנפק המוקדם משלושה היבטים רלוונטיים.

1. ההנפק המוקדם מנקודת מבט נורמטיבית

על מנת להתמודד עם תמריצי החסר הכלכליים, הוקמו בישראל מנגנוני מימון מגוונים שנועדו להפנות השקעות לחברות הזנק: מצד אחד, קיימים מסלולי הטבה הממשלתיים של רשות החדשנות, שמתמקדים בשלבים המוקדמים (early stage) ובשלבי הצמיחה;²⁷

24 שם, בעמ' 261.

25 דוד האן דיני חדלות פירעון 81, 87 (מהדורה שנייה 2018).

26 שם, בעמ' 98.

27 רשות החדשנות הוקמה וקיבלה את סמכויותיה מכות ס' 5 ו-15 לחוק המו"פ. בגזרת ההזנק ניתן למצוא תוכניות הטבה כגון מסלול תנופה ומסלול חממה טכנולוגית: רשות החדשנות "מסלול הטבה מס' 9 – תנופה – סיוע ליזמים טכנולוגיים מתחילים" (21.11.2022) <https://did.li/SZKNf> (להלן:

ומן הצד האחר, קיימים פתרונות שמעודדים את השוק הפרטי לבצע השקעות בתעשיית ההזנק, כגון אנג'לים, ולאחרונה מודל ה-TASE UP ומודל מימון המונים.²⁸ אולם הנתונים לעיל מלמדים שפתרונות אלו אינם מספיקים לצמיחה של תעשיית הייטק שאינה מבוססת על הון סיכון.²⁹

בשנת 2010 הצהיר שר האוצר דאז יובל שטייניץ כי בכוונתו להיאבק ב"תרבות ההנפק", במטרה לתמרץ חברות טכנולוגיה להישאר בישראל, להעסיק ולהכשיר עובדים ישראלים, ולצמוח במקום להימכר. במסגרת מאבק זה הותקנו התקנות לעידוד מחקר ופיתוח בתעשייה, שמטרתן הייתה ליצור חסם שימנע חברות שקיבלו מימון ממשלתי מלהעביר טכנולוגיה ממומנת לחו"ל.³⁰ משרד האוצר המשיך במדיניות זו, וקידם את ביטולו של סעיף 19(ב) לחוק המו"פ, שהיווה את הפתח לבריחת מיזמים שמומנו על ידי רשות החדשנות לחו"ל.³¹ במקום הסמכות הרחבה שעוגנה בסעיף 19(ב) לחוק, אשר בוטל בשנת 2015 במסגרת תיקון מס' 7 (שבו גם הוקמה כזכור רשות החדשנות), ניתנה סמכות מסויגת ומצומצמת יותר לוועדת ההטבות להתיר ייצוא של ידע שמומן באמצעות כספיה.³² לפיכך ניתן לסמן את תיקון מס' 7 כרגע שבו עוגנה המדיניות הממשלתית של מאבק בתופעת ההנפק בדין הפוזיטיבי.

אם כן, עולה השאלה אם מדיניות זו הובילה להפחתה במספר ההנפקים, או במילים אחרות, אם אסדרה אשר מקשה יציאה של חברות ומכניסה מימון ממשלתי ומימון זר לישראל מובילה לצמצום "תרבות ההנפק" ולצמיחה משקית בתעשיית ההייטק. להשלמת הרקע הנורמטיבי הרלוונטי לשאלה זו אציג את האופן שבו נוסחו מטרותיו של

מסלול תנופה); רשות החדשנות "מסלול הטבה מס' 3 – חממות טכנולוגיות" (21.11.2022) <https://did.li/eUeZH> (להלן: מסלול חממות טכנולוגיות).

28 "אנג'ל" הוא כינוי למשקיע שמקבל הטבת מס של ניכוי סכום ההשקעה כנגד כל מקור הכנסה במועד ההשקעה, מכוח ס' 20 לחוק המדיניות הכלכלית לשנים 2011 ו-2012 (תיקוני חקיקה), התשע"א-2011. השקעות מכוח חוק זה נעשות לרוב בסכומי SEED, דהיינו, השקעה בחברת הזנק צעירה בסכומי השקעה נמוכים יחסית, שאמורים לסייע לחברה לגבש את המוצר, לפני גיבוש אסטרטגיית יציאה לשוק וגיוס סכום גדול יותר. ראו, Gad Weiss, *A Theory of Seed Financing* 9–10 (2023), <https://did.li/1XAaa>. מודל ה-TASE UP נועד לאפשר לחברות הייטק להציע לגופים מוסדיים ניירות ערך שלהן למסחר מבלי להירשם כחברה ציבורית או להירשם לבורסה. ראו, בהרחבה, אתר הבורסה לניירות ערך בתל אביב <https://did.li/UQLCN>. כדי להבין את ההצעה המתגבשת לאימוץ מודל מימון המונים בישראל ראו רשות ניירות ערך **מדריך למשקיע: מימון המונים – שיטה וכללים** (2018).

29 ראו לעיל ה"ש 16.

30 תקנות לעידוד מחקר ופיתוח בתעשייה (הסכום המרבי לתשלום בעד העברת ידע לפי סעיף 19(ב)(1) ו-2) לחוק, התשע"ג-2012. ראו "נו אקזיט" **גלובס** (29.7.2010) <https://did.li/Oq2Nf>; אורה קורן "תרבות האקזיט: עדיפות לחברות שישאירו ידע בארץ" **וואלה!** (23.4.2012) <https://finance.walla.co.il/item/2527323>.

31 נעמי אסיא "תיקונים לחוק לעידוד מחקר ופיתוח בתעשייה מקלים על התעשייה" **לשכת עורכי הדין בישראל** (23.5.2005) <https://did.li/6Btrl>.

32 דברי הסבר להצעת תיקון מס' 7, בעמ' 665.

חוק המו"פ – הנובעות מהמדיניות שעליה עמדתי – כפי שהוגדרו על ידי המחוקק בתיקון מס' 7. כך קובע סעיף 1 לחוק המו"פ, אשר חלקו הראשון חוקק בשנת 2002 וחלקו השני, העוסק בעידוד הצמיחה ובשיפור מאזן התשלומים של המדינה, התווסף בשנת 2015:

1. מטרת חוק זה הן:

- (1) יצירת מקומות עבודה בתעשייה וקליטת כוח אדם מדעי וטכנולוגי;
 - (2) יצירת תשואה עודפת למשק הישראלי; בחוק זה, 'תשואה עודפת' – הגדלת התועלת הכלכלית למשק הנובעת ממחקר ופיתוח או מפירותיהם, מעבר לתשואה שאמורה לצמוח למי שמעורב ישירות באותו מחקר ופיתוח;
 - (3) פיתוח תעשייה עתירת מדע תוך ניצול והרחבה של התשתית הטכנולוגית והמדעית ומשאבי האנוש הקיימים במדינה;
 - (א3) עידוד הצמיחה, הגדלת הפיריון וקידום החדשנות הטכנולוגית בתעשייה בישראל, ובכלל זה בנגב ובגליל;
 - (4) שיפור מאזן התשלומים של המדינה על ידי ייצור וייצוא של מוצרים עתירי מדע שיפותחו בה;
- והכל בדרך של עידוד מחקר ופיתוח בתעשייה."

לכאורה, חוק המו"פ מציב מטרת ברורות, אשר מתיישבות עם המדיניות שעליה עמדתי קודם לכן. אולם מלשון החוק אי־אפשר להבין בהכרח כיצד על רשות החדשנות לפעול כדי להשיג את המטרות ואיזו תוצאה תיחשב כעומדת בהן. גם בהצעת החוק לתיקון מס' 7 לא הציב המחוקק תבחינים או יעדי איכות שישמשו את הרשות כאבני דרך לפיתוח התעשייה.³³ משכך, ניתן לפרש את החוק בדרכים שונות בכל הנוגע במימוש מטרותיו. למשל, את יצירת מקומות העבודה ופיתוח התעשייה הטכנולוגית המצוינות בסעיפים קטנים (1), (3) ו־ (א3) ניתן לתפוס כמושגות באמצעות הגדלת מספר חברות ההזנק שנפתחות בשנה. לכאורה, ככל שיוקמו חברות רבות יותר כן יועסקו עובדים רבים יותר, טכנולוגיות רבות יותר ייכנסו לשוק, ופוטנציאל הצמיחה יתרחב. בדוח של רשות החדשנות לשנת 2021 מובע חשש מפחיתת מספר חברות ההזנק שנפתחות מדי שנה, אך גדילת היקף ההשקעות וגדילת שווי ההנפקים מצוינות כאבני דרך חיוביות בדרך להשגת צמיחה ופיריון משקי מוגבר.³⁴

לגישתי, הסתכלות זו דווקא מחטיאה את המדיניות שהובילה הממשלה לפני תיקון מס' 7, בהציבה מדדים כמותיים לעמידה במטרותיו של חוק המו"פ מבלי לבדוק את משמעותם מבחינת התעשייה. נראה שעל אף תיקון מס' 7 מספר ההנפקים הנעשים מדי

33 ש.ם.

34 רשות החדשנות תמונת מצב חדשנות בישראל 2021 16–25 (2021) (להלן: דוח רשות החדשנות (2021)).

שנה נמצא במגמת עלייה.³⁵ לא זו אף זו, מתוך כלל ההנפקים גדל מספר הרכישות (M&A) שנעשו מדי שנה על ידי רוכש ממדינה זרה (ובפרט מארצות הברית).³⁶ כמו כן, לפי נתוני הלמ"ס, חברות שצמחו במהירות מעסיקות בממוצע 90 עובדים, אך מהוות רק כ-17% מכלל חברות הזנק הפעילות בתעשייה, בעוד שאר החברות שיש להן ותק של שלוש עד שבע שנים מעסיקות רק 7-8 עובדים בממוצע.³⁷ מכך עולה כי התמקדותה של רשות החדשנות במימון שלביו המוקדמים של המיזם, כפי שעמדתי לעיל, משאירה את חברת הזנק הצומחת לחסדיה של תעשיית הון הסיכון. בהעדר חלופה אחרת, תרבות ההנפק משגשגת תחת ידן של קרנות הון הסיכון, וזאת במסווה של עמידה במטרותיו של חוק המו"פ.

2. הון סיכון כמנוע להנפק המוקדם

הנחת המוצא בנייר זה היא שקרנות הון סיכון לוחצות למימוש תשואה בתוך חמש עד שבע שנים מיום ההשקעה הראשונית בחברת הזנק.³⁸ להנחה זו יש חשיבות רבה, מכיוון שתוחלת החיים של חברת הזנק שמושקע בה הון סיכון נהפכת למעשה לאיתות למשקיעים נוספים. כלומר, חברת הזנק בת חמש שנים שמגובה בהון סיכון תתקשה לקבל מימון נוסף בהעדר פוטנציאל גבוה למימוש. זו בעצם קטיעה של יכולת גיוס הכספים של חברת הזנק ונקודת לחץ מצד משקיעי הון הסיכון על המייסדים לבצע מכירה ולהימנע מצעדים מסוכנים.³⁹ יש לזכור כי קרן הון סיכון לא תבצע לרוב השקעה מלכתחילה מבלי לרכוש מהמייסד זכויות בחברה, כגון יכולת להטיל וטו על החלטות ואף אפשרות להסיר את היזם מתפקיד המנכ"ל.⁴⁰

מן הנתונים עולה כי כ-77% מכלל ההשקעות בחברות הזנק בישראל בשנת 2019 נעשו על ידי קרנות הון סיכון (מתוך השקעה כוללת של 8.364 מיליארד דולרים, 6.439

35 עד לשנת הקורונה חלה עלייה מדודה במספר ההנפקים שנעשו מדי שנה. כך, בשנת 2015 היו 137 הנפקים, בשנת 2017 היו 146 הנפקים, ובשנת 2019 נרשמו 157 הנפקים. ראו IVC RESEARCH CENTER & MEITAR LAW OFFICES, IVC-MEITAR TECH REVIEW H1 2021, 21 (2021) (להלן: דוח IVC ומשרד מיתר (מחצית ראשונה 2021)).

36 זאת, עד לשנת הקורונה, שבה נאלצו החברות לחפש מקורות מימון בתוך גבולות המדינה. בשנת 2015 נרכשו 86 חברות הזנק על ידי רוכש זר, לעומת 43 שנרכשו על ידי רוכש ישראלי; ואילו בשנת 2019 נרכשו 110 חברות הזנק על ידי רוכש זר, לעומת 42 שנרכשו על ידי רוכש ישראלי. שם, בעמ' 26.

37 נתוני הלמ"ס, לעיל ה"ש 5, בעמ' 4 ו-8.

38 Brian Broughman & Jesse M. Fried, *Do Founders Control Start-Up Firms That Go Public?*, 10 HARV. BUS. L. REV. 49, 58 (2020).

39 Elizabeth Pollman, *Team Production Theory and Private Company Boards*, 38 SEATTLE U. L. REV. 619, 630 (2015).

40 Broughman & Fried, לעיל ה"ש 38, בעמ' 55.

מיליארד דולרים הושקעו על ידי קרנות הון סיכון.⁴¹ במקביל ניתן לראות כי בשנת 2019 התבצעו 254 השקעות בהיקף של 6.5 מיליארד דולרים בחברות הזנק בשלבי צמיחה, לעומת 244 השקעות בהיקף של 1.2 מיליארד דולרים בשלבים מוקדמים (early stage).⁴² נתונים אלו משקפים את מגמת ההתרחבות של ההשקעות בחברות הזנק בשלבי צמיחה ואת שליטתן של קרנות הון הסיכון במגמה זו. האינטרס העומד בבסיסו של מנגנון קבלת ההחלטות של קרן הון הסיכון הוא הפחתת הסיכון, וזו מושגת על ידי השקעה בחברה בוגרת יותר עם פוטנציאל תשואה מיידי יותר.⁴³ אמצעי נוסף של קרנות הון הסיכון לגידור הסיכון הוא הגבלת משך ההשקעה. הנתונים מלמדים שתוחלת החיים הממוצעת של חברת הזנק עד להנפק (Average TTE) עומדת על כ-9 שנים. נתון זה מורכב משני פרמטרים שונים: האחד הוא הזמן הממוצע עד להנפק של חברות הזנק שאינן ממומנות בכספי הון סיכון, אשר עמד בשנת 2019 על 9.91 שנים; והאחר הוא הזמן הממוצע עד להנפק של חברות הזנק שממומנות על ידי הון סיכון, אשר עמד בשנת 2019 על 7.89 שנים בלבד.⁴⁴ כלומר, קיים פער מהותי של יותר משנתיים בתוחלת החיים של חברות הזנק בהתאם לאופי המימון שהן גייסו. פער זה הלך וגדל בשנים 2015–2019, שבמהלכן גדל גם היקף המימון על ידי קרנות סיכון (בעיקר זרות), כפי שהראיתי לעיל.⁴⁵

מנקודת מבטו של היזם המייסד – אשר הוביל את החברה דרך השלבים המוקדמים, שבהם עמדו לו חלופות מימון מטעם רשות החדשנות וכן אנג'לים ותוכניות האצה פרטיות שונות – בשלבי הגיוס המאוחרים האפשרות המימונית היחידה שעומדת לו היא הון סיכון. לנוכח אופייה המסוכן של חברת הזנק ותוחלת החיים של קרנות ההשקעה, אם היזם מגיע לסבבי גיוס מאוחרים בלי אסטרטגיית הנפק מוצקה, הוא נתקל במחנק כלכלי.⁴⁶

IVC RESEARCH CENTER & ZAG-S&W, ISRAEL TECH FUNDING REPORT Q1/2020, 4, 6 41
(2020).

IVC RESEARCH CENTER & MEITAR LAW OFFICES, THE ISRAELI TECH REVIEW Q1 2021, 42
(2021) 10.

סופי שולמן "לשרוד עד האקזיט: המלחמה של משקיעי השלבים המוקדמים בסטארט אפים" **כלכליסט** <https://did.li/mNV5q> (25.12.2019).

IVC RESEARCH CENTER & MEITAR LAW OFFICES, IVC-MEITAR 2019 ISRAELI TECH 44
EXITS REPORT 23 (2020).

שם. 45

Pollman, לעיל ה"ש 13, בעמ' 167. במאמר מוסגר אציין את האסטרטגיה החדשה של קרן הון הסיכון "סקויה", שבחרה להקים "קרן-על" שאליה יחזרו כספי הנפקים. ניתן ללמוד מאסטרטגיה זו על ההבנה החדשה של קרנות הון הסיכון לגבי הפוטנציאל הגלום בתשואה מתמשכת מחברות מונפקות. ראו עמרי זרחוביץ' ואסא ששון "המהפכה של סקויה: האם מודל קרנות ההון סיכון בדרך להיעלם?" **TheMarker** (27.10.2021) <https://www.themarket.com/markets/premium-1.10329829>.

על העדר מימוש הפוטנציאל של חברות ההזנק הגלום בשימוש באסטרטגיית השקעות זו ניתן ללמוד מאסטרטגיית ההשקעה החדשה של קרן הון הסיכון "טייגר גלובל", אשר בשנת 2021 הכפילה את הפורטפוליו שלה פי עשרה ודורגה כקרן שהשקיעה במספר הרב ביותר של חברות יוניקורן. "טייגר גלובל" משקיעה לפי שווי חברה בהערכה גבוהה, קרי מכניסה כספי השקעה "עודפים" למיזם ואינה דוגלת בליווי צמוד של ההנהלה, בניגוד לפרקטיקה המקובלת של קרנות הון סיכון. כחלופה, "טייגר גלובל" מציעה ייעוץ חיצוני באמצעות חברות פיננסיות בולטות. מעבר לכך, הקרן אינה מבצעת הנפקה כאשר החברה יוצאת להנפקה ראשונית לציבור (IPO), ונשארת בפרויקט במניות החברה גם כאשר יש ירידות.⁴⁷ אסטרטגיה זו, שבבסיסה מרחב תמרון ו"חמצן" רב ליוזם, הוכיחה את עצמה מבחינת הקרן.

3. השיקול של אופי ההנהלה

אחד האתגרים של חברת הזנק הוא מציאת אנשי הנהלה שיעזרו לקדם את המיזם ולהצמיחו. אנו רגילים לשמוע על התחרות הקשה בשוק ההייטק על אנשי טכנולוגיה ויוצאי יחידות צבאיות טכנולוגיות, אולם בפועל יש תחרות קשה אף יותר על מציאת אנשי הנהלה, שלגביהם אין מוסד שמכשיר אותם לתעשייה, כפי שהצבא מכשיר אנשי טכנולוגיה. ג'ף שפירו, אחד השותפים בקרן הון הסיכון "ויולה", מסביר כי התחרות קשה עד כדי כך שהקרן החליטה להקים מערך גיוס ייעודי לאנשי הנהלה שיפעלו בחברות ההזנק שהקרן משקיעה בהן.⁴⁸

אחת הסיבות לקושי במציאת מנהלים לחברות הזנק היא הדרישה ל"מנהיגות יזמית", המתאפיינת ביכולת להנחות את העובדים, לעורר אצלם מוטיבציה ולאגדרם מבחינה אינטלקטואלית. המאפיינים האישיים הדרושים לשם כך מזוהים במדעי הניהול עם גישת "המנהיגות המעצבת" (transformational leadership), שלפיה מנהיגות כוללת תקשורת רגשית, הצבת חזון לנגד עיניהם של העובדים וחיבורם בצורה אישית למטרת הצמיחה והפיתוח. המנהל המעצב יודע לספק הזדמנויות ואתגרים כדי למָרַב את כישורי העובדים שלו ולפתח את חשיבתם היצירתית.⁴⁹ מחקרים מוצאים קשר בין הצלחתן של חברות הזנק לבין אישיותו של המייסד-המנהל העומד בראש המיזם – נמצא שהמנהל המעצב שמשמש בכלים של אתגור ופיתוח אינטלקטואלי מתאים בפרט לפיתוח חברות הזנק הפועלות בסביבה משתנה ובסיכון גבוה.⁵⁰

47 Gené Teare & Marlize van Romburgh, *Under the Hood: How Tiger Global Earned Its Stripes as the World's Biggest Unicorn Hunter*, CRUNCHBASE NEWS (June 2, 2021).

<https://news.crunchbase.com/news/tiger-global-management-strategy-investing-2021/>

48 קורין דגני "הם מתחרים בגודיליות": התפקיד הקריטי שסטארט-אפים צעירים מתקשים למצוא לו מועמדים" *TheMarker* (16.11.2021) <https://did.li/kwRIC>

49 Simon Zaech & Urs Baldegger, *Leadership in Start-Ups*, 35 INT'L SMALL BUS. J. 157, 157–160 (2017).

50 שם, בעמ' 171.

המייסד-המנהל של חברת הזנק ישראלית פועל בסביבה שבה חברות צומחות תלויות בסבבי גיוס וניצבות בפני קשיים פיננסיים, המתגברים ביתר שאת בסבבי הגיוס המאוחרים. אותו מייסד-מנהל – אשר השקיע חמש עד שש שנים בפיתוח המיזם, צלח שלושה סבבי גיוס וכעת רואה כיצד החברה שהקים מתחילה לייצר הכנסות – עשוי לקבל החלטה שלא תעלה בקנה אחד עם האינטרסים ארוכי הטווח של החברה. למשל, אם ניתן להוכיח הכנסות ולבסס שווי ממשי לחברה, הבחירה הרציונלית היא לבצע הנפק (מלא או חלקי) מייד כאשר שווי המניה גבוה מסכומי ההשקעה בחברה או לחלופין סמוך להתגברות הלחץ הפיננסי ולפני התגבשותו של חשש לצניחת שווי המניה. אולם נטילת הסיכון הכלכלי הכרוכה בהישארות בחברה אינה נתפסת לרוב כאפשרות נעימה.

יש לציין כי מבחינה אמפירית, ככל שלמייסד-המנהל יש נתח גדול יותר מהון המניות של החברה שבבעלותו, יש סיכוי גבוה יותר שהוא יבחר להישאר בחברה. כלומר, ככל שיש בידיו שליטה רבה יותר בהחלטות החברה, וככל שחלקו ברווחים הפוטנציאליים גדול יותר, כן ייטה המייסד-המנהל ליטול את הסיכון. על עובדה זו יש להוסיף שמבחינה אמפירית נמצא כי הסיכוי להצלחת המיזם גדל אם מנהל החברה הוא המייסד, אשר נשאר לאורך כל שלבי התפתחותה.⁵¹

עם זאת, כ-50% מכלל חברות הזנק שנפתחות מדי שנה נסגרות.⁵² כלומר, הסיכוי להצלחת חברת הזנק ולביצוע הנפק בשווי חיובי הוא נמוך עוד יותר.⁵³ מעבר לכך, לאחר השלמת שני סבבי גיוס, אשר התבססו ככל הנראה על משקיעי הון סיכון, התמריץ הטכנולוגי להשלמת המוצר ולניהול החברה פוחת ביחס לסיכון, ולכן ניטה לראות הנפק כאסטרטגיית הצלה.⁵⁴

Noam Wasserman, *Founder-CEO Succession and the Paradox of Entrepreneurial Success*, 51
14 ORG. SCI. 149, 150–151 (2003).

52 בשנת 2014 נפתחו 1,404 חברות הזנק ונסגרו 737. ראו דוח רשות החדשנות (2021), לעיל ה"ש 34, בעמ' 18. במבט כולל, בשנים 2011–2019 נסגרו 46% (2,922) מכלל החברות שנפתחו (6,326). ראו נתוני הלמ"ס, לעיל ה"ש 5, בעמ' 3.

53 יש הטוענים כי הסיכוי לבצע הנפק לא במחיר תת-אופטימלי הוא 5% בלבד. ראו ורד רמון ריבלין "דור שלם מסתובב עם דימוי עצמי של כישלון" **גלובס** (3.7.2018) <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001243682>.

54 למשל, חברת Wibbitz, שהשלימה שלושה סבבי גיוס בסך של 30 מיליון דולרים, ביצעה הנפקת אופטימלי כשנתיים לאחר עזיבת אחד המייסדים, ואף שהמייסד-המנהל הודיע על כוונתו להרחיב את החברה. ראו מאיר אורבך "אקזיט עצוב לחברת Wibbitz הישראלית" **כלכליסט** (10.11.2021) <https://did.li/zdqrl>.

פרק ב: גיוס הון מהציבור כמענה להנפק המוקדם

כפי שהצגתי עד כה, האינטרס של המשקיעים בתשואה בטווח הקצר, העדר התמריץ הכלכלי לזום והקשיים בגיוס מימון משמעותי בשלבי צמיחה והבשלה הם הסיבות העומדות מאחורי תופעת ההנפק המוקדם. לטענתי, רישום חברות הזנק למסחר בבורסה לניירות ערך עשוי להוות חלופה מימונית שתיצור את הנזילות הדרושה לחברה בצמיחה. מצד אחד, גיוס הכספים מהציבור הוא זול יותר הן מבחינה כלכלית והן מבחינה תאגידית – הגיוס נעשה בתמורה לניירות ערך בריבית נמוכה יותר או בתמורה למניות רגילות. נוסף על כך, ניתן לשלוט ברמת הדילול של היזם ולהשאיר את השליטה בחברה בידיו. כמובן, גיוסים חוזרים מהציבור יהיו זולים אף יותר.⁵⁵ כמו כן, השוק המשני מאפשר לבעלי מניות למכור את חלקם, דהיינו לבצע הנפק חלקי או מלא, ובכך לממש תשואה של קרן הון סיכון מבלי למכור את החברה, לפגוע בפעילותה או לבלום את צמיחתה.⁵⁶ לפיכך נדמה כי עידוד חברות הזנק לבצע הנפקות לצורכי ציבור מתיישב עם תכליותיו של חוק המו"פ, ובמיוחד עם הרצון ליצור "תשואה עודפת" במשק ולעודד את הצמיחה בענף.⁵⁷ מדובר בתכליות בעלות אופי של שיקולי רווחה מצרפית וחלוקת העושר בחברה.⁵⁸

עם זאת, ומן הצד האחר, רק 36 מתוך 569 חברות ההזנק שביצעו הנפק בשנים 2016–2019 עשו זאת באמצעות הנפקה בבורסה, ומתוכן רק 4 ביצעו את ההנפקה בבורסה הישראלית.⁵⁹ עם הסיבות לכך נמנים, בין היתר, חסמי הכניסה לבורסה והיתרונות הנעוצים בהנפקה בבורסה זרה (ובפרט בבורסת ה-NASDAQ האמריקנית).⁶⁰

מן האמור עולה כי הקושי בהנגשת שוק ההון והמימון הציבורי לחברות ההזנק הוא

55 על היתרונות מבחינת החברה ובעלי המניות בגיוס הון מהציבור ראו יוסף גרוס "גיוס הון מהציבור – היכן וכיצד?" **רואה החשבון** מו 5, 5–6 (1997).

56 Broughman & Fried, לעיל ה"ש 38, בעמ' 54. על משמעות יכולתם של בעלי המניות לבצע הנפק בשוק המשני ראו Anat R. Admati & Paul Pfleiderer, *The "Wall Street Walk" and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice*, 22 REV. FIN. STUD. 2645 (2009).

57 ס' 1(2) ו-1(א3) לחוק המו"פ.

58 הצדקה להתערבות בשוק החופשי נוצרת במצב שבו עקב כשל שוק מסוים כוחות השוק אינם מצליחים לקיים הקצאה יעילה של משאבים לכלל הפרטים בחברה. ראו יוסף מ' אדרעי "מיסוי ועידוד השקעות הון פיננסי, הון חברתי והון אנושי" **משפטים** מ 437, 441 (2011).

59 נתונים אלו נאספו על ידי המחבר מרשימות של מכון IVC: Israeli High-Tech Exits—Detailed List (2020) (עותק נמצא בידי המחבר) (להלן: רשומות IVC).

60 על חסמי הכניסה לבורסה ועל יתרונות הרישום בבורסה זרה אעמוד בהרחבה בתת-פרק 2 להלן. בשלב זה מספיק לציין כי דרישות הרישום ועלות הרישום מהוות כשלעצמן חסם בפני חברות נעדרות תזרים רווחים ובעלות פרופיל מסוכן למשקיע, וכי להנפקה ב-NASDAQ, למשל, יש ערך נוסף על היכולת לגייס כספים, והוא הגישה לכללים ולשחקנים השונים בעמק הסיליקון.

יעד המקים הצדקה להתערבות מצד רשות החדשנות. לכן, על המודל שאציע בהמשך חיבור זה להתמודד עם נקודת הקושי שבה הזים נדחק לבחור בהנפק, ולשקול מרכיבים חשובים שיסייעו בעידודו לפנות למימון הציבורי.

מבלי לפגוע בנאמר עד כה, חשוב להתייחס לעובדה שבניגוד למגמה שעליה הצבעתי זה עתה, במהלך שנת 2021 בוצעו 75 הנפקות לצורכי ציבור של חברות הזנק ישראליות, ומתוכן 48 הנפקות בוצעו בבורסה הישראלית. יש לציין כי רק כשליש מן החברות בחרו להנפיק בבורסת ה-NASDAQ.⁶¹ זהו היפוך חסר תקדים הן במספר ההנפקות לציבור בתעשיית ההייטק והן במספר ההנפקות בבורסה הישראלית ביחס למספר ההנפקות ב-NASDAQ.⁶² עדיין לא ברור מהם הגורמים לפעילות רחבה זו, אך יש כבר הטוענים כי מדובר בכוונה שנגרמה עקב המציאות הכלכלית בשנת הקורונה.⁶³

שנת 2022 הייתה שנת מיתון להייטק הישראלי, שבמהלכה התפוצצה בועת השוֹנֵיִים של חברות ההזנק בהייטק הישראלי,⁶⁴ וקרנות הון הסיכון צמצמו את מספר ההשקעות והיקפי ההשקעה בחברות ההזנק, אשר פנו בחזרה לבורסות הזרות.⁶⁵ פתיחתו של השוק לאחר שנות הקורונה הובילה לעלייה במספר ההנפקות בבורסות הזרות ובהיקפיהן, ונראה שהבורסה הישראלית, חרף הצלחתה המסחררת בשנת 2021, לא הצליחה לשמר את המגמה, ומספר ההנפקות של חברות הזנק בשנת 2022 נחתך בצורה משמעותית.⁶⁶

אם כן, נראה כי קיימת מגמה ברורה של חברות ההזנק הישראליות לא להעדיף הנפקה בבורסה הישראלית על הנפקה בבורסות זרות, וכי הפנייה בשנת 2021 לבורסה הישראלית הייתה תוצר של חסמים ואתגרים שוקיים, אשר לאחר הסרתם איבדה הבורסה הישראלית את האטרקטיביות שלה.

במבט נקודתי נראה שבמקביל לזינוק במספר ההנפקות בשנת 2021 נרשם זינוק בהשקעות הזרות ברבעון הראשון של אותה שנה, אך ברבעון השני, כאשר חברות הזנק רבות יחסית פנו להנפקה ראשונית לציבור בבורסה הישראלית, נצפתה ירידה משמעותית

61 IVC RESEARCH CENTER & LEUMITECH, ISRAELI TECH REVIEW 2022, 34 (2023) (להלן: דוח IVC ולאומיטק (2022)).

62 שם. למשל, בשנת 2019 בוצעו 5 הנפקות ב-NASDAQ לעומת 0 הנפקות בבורסה הישראלית. נתון דומה היה גם בשנת 2018.

63 יניב רחימי "ככה נראית בועה? שיא במספר ההנפקות בבורסה, וכמעט כולן טסות למעלה" כלכליסט <https://did.li/DYnIw> (19.1.2021).

64 עמרי זרחוביץ "התפוצצות כמו בועת הדוט.קום או משבר 2008: מה צופן העתיד להייטק?" **TheMarker** <https://did.li/blizH> (20.3.2022); הילה ויסברג, אסף גלעד ואופיר דור "למה בועת ההייטק מתפוצצת ועד כמה המשבר הנוכחי מזכיר את ימי הדוט.קום?" **גלובס** (19.5.2022) <https://did.li/swKCN>.

65 במהלך שנת 2022 התבצעו 663 השקעות בחברות הזנק ישראליות, לעומת 779 בשנת 2021. סכום ההשקעות הכולל בשנת 2022 היה 14,950 מיליון דולרים, לעומת 25,864 מיליון דולרים בשנת 2021. ראו דוח IVC ולאומיטק (2022), לעיל ה"ש 61, בעמ' 6.

66 במהלך שנת 2022 התבצעו 13 הנפקות לצורכי ציבור, מתוכן רק 4 בישראל (30%). שווי ההנפקות בישראל בשנת 2022 היה כ-7% משווי ההנפקות בשנת 2021. ראו שם, בעמ' 34.

של 20% במספר ההשקעות הזרות.⁶⁷ כלומר, בהתבסס על מצב השוק, הובילה הפנייה לבורסה (כחלופה מימונית) לירידה של 20% בביקוש למימון שהיה המשמעותי ביותר עד אותה עת – הון סיכון זר. עם זאת, במבט לאחור נראה שחברות רבות שביצעו הנפקה ראשונית לצורכי ציבור במהלך גל ההנפקות האמור נסחרות כיום במחיר נמוך משווי מניותיהן בעת ההנפקה, ויש הטוענים כי מצב זה נוצר עקב הנפקתן בשווי מנופח, המבוסס על הערכות שווי שניתנו על ידי משקיעי הון הסיכון.⁶⁸ כלומר, לצד היותה חלופה מימונית בת השגה ותחליף להון הסיכון הזר, נדרש מכשיר שימתן את הערכות השווי בצורה אובייקטיבית וישקף את מצב החברה בצורה נכונה יותר למשקיעים מן הציבור.

נתון משלים זה מדגיש את היתכנותה של הבורסה כחלופה מימונית שעשויה להרחיב את מעגל הנהנים מפירות ההייטק בתוך ישראל, להעלות את התשואה העודפת למשק ולהוות כלי יציב לעידוד מגמה של הנפקות ופיתוח שוק ההון הישראלי בהתקיים הקוונה מתאימה.

על מנת להבין את יתרונותיו של שוק ההון כמקור מימוני, יש לעמוד בקצרה על מקורות המימון הקיימים בשוק. לחברת הזנק עומדים מקורות גיוס מימון מסוגים שונים, ביניהם מסלולי הטבה של רשות החדשנות, משקיעים פרטיים (כגון אנג'לים), מודל מימון המונים, מודל ה-TASE UP (בצורה חלקית) וקרנות הון סיכון. מסלולי הטבה של רשות החדשנות מתמקדים, כאמור, בשלב גיוס ההון ההתחלתי (seed) ובשלבים הראשוניים (early stage), ביניהם קרן המו"פ, שמשקיעה בפרויקטים של מו"פ גם בתאגידים בוגרים או בחברות הזנק שגילן עד חמש שנים.⁶⁹ מקרן המו"פ יזם יכול לקבל מענק של עד 5 מיליון ש"ח, בעוד תאגיד יכול לקבל מענק של עד כ-15 מיליון ש"ח לפרויקט ועד כ-25 מיליון ש"ח בשנה.⁷⁰

מודל מימון המונים (crowdfunding) הוא מודל שמאפשר גיוס כספים מהציבור עד לסכומים של כ-4 מיליון ש"ח בהצעה סטנדרטית ועד כ-6 מיליון ש"ח במקרים מיוחדים.⁷¹ זהו מנגנון שמאפשר מכירה של מניות ואג"ח בצורה פרטית, והפיקוח עליו

67 140 השקעות ברבעון השני של שנת 2021, לעומת 177 עסקאות ברבעון הראשון שלה. ראו דוח IVC ומשרד מיתר (מחצית ראשונה 2021), לעיל ה"ש 35, בעמ' 18.

68 יוסף חרש "רק החזק שורד: מה יישאר מגל החברות שהונפקו ב-2021 בבורסת תל אביב?" **TheMarker** (7.3.2023) <https://did.li/1SETY>.

69 רשות החדשנות העניקה בשנת 2019 כ-484 מיליון ש"ח לחברות הזנק בשלבי גיוס ההון ההתחלתי (שלבי הזנק), אשר כ-430 מיליון ש"ח מתוכם התמקדו בחברות הזנק עצמן, לעומת כ-580 מיליון ש"ח שהוענקו לחברות הזנק צומחות, אשר רובם – כ-355 מיליון ש"ח – משויכים לקרן המו"פ שמשקיעה גם בחברות בשלבי הזנק. ראו רשות החדשנות 2019: **חדשנות בישראל – תמונת מצב** 31, 89, 91 (2019) (להלן: דוח רשות החדשנות (2019)).

70 ס' 2, 6 ו-8 למסלול הטבה 1 של רשות החדשנות. ראו רשות החדשנות "מסלול הטבה מס' 1 – קרן המו"פ" <https://did.li/t4XNf> (27.10.2022) (להלן: מסלול קרן המו"פ).

71 תק' 14 לתקנות ניירות ערך (הצעת ניירות ערך באמצעות רכז הצעה), התשע"ז-2017 (להלן: תקנות רכז הצעה).

נעשה באמצעות "רכז הצעה", שהוא זרועה של הרשות לניירות ערך. מימון המונים נעשה ללא תשקיף, אך בכפוף לחובת פרסום של מידע כגון דוחות כספיים, פירוט הסיכונים הגלומים בהשקעה (לרבות דילול עתידי וכניסה לחדלות פירעון) ותוכנית עסקית.⁷² בהעדר תשקיף בורסאי והתחייבות חיתומית,⁷³ יש לחברה קושי אינהרנטי משמעותי ביותר למצוא משקיעים ולגייס את המימון הנדרש לה. כמו כן, לנוכח מגבלת ההיקף נראה שגם מודל זה נועד לסייע לחברות רק בסבבי גיוס ראשוניים, ולא בשלב מתקדם. מכאן שמודל מימון ההמונים אינו מהווה חלופה משמעותית לחברת הזנק עם הפסדים תפעוליים ונעדרת רווחים שמצויה בסיכון גבוה ואשר מנסה לשמור על סודיות ולהגן על הטכנולוגיה שבבסיסה.

אם כן, החלופות הפתוחות לפני חברת הזנק לגיוס סכומי כסף משמעותיים בשלבי צמיחה מתקדמים הן קרנות הון סיכון והבורסה לניירות ערך. על הקשיים הגלומים בגיוס מחברות הון סיכון כבר עמדתי קודם לכן. עולה השאלה אם קיימים תמריצים מספקים ליום להוביל את החברה להנפקה בבורסה במציאות הנוכחית. ברקע דברים אלו ניתן להציב את פנייתן של חברות הזנק רבות במהלך שנת הקורונה לשוק ההון כראיה לכאורית לנגישותו.

1. יתרונותיה וחסרונותיה של הנפקה

השאלה הראשונה שאבקש לבחון היא מה הם השיקולים בעד ונגד הנפקה בבורסה. הנחתי היא שגיוס הון מהציבור באמצעות הבורסה יוצר נזילות גבוהה למניות החברה, שמאפשרת ליום להמשיך לשלוט בחברה, לנהל אותה ולהרחיבה. מכאן שליום יש תמריץ לא להסתפק בתשואה מיידית, כלומר, לא לבצע הנפקה. את השיקולים השונים אבחן לפיכך מנקודת מבטה של החברה ומנקודת מבטם של בעלי המניות.

באשר ליתרונות מנקודת מבטה של החברה – הבורסה מהווה מקור לגדילה וצמיחה משמעותית באמצעות גיוס הון גדול ומפוזר,⁷⁴ עקב הדרישה שבסבב הגיוס הראשון (לחברת מו"פ) יגויסו כ-16 מיליון ש"ח לפחות.⁷⁵ נוסף על כך, כאשר יש צורך במימון נוסף, הנפקה של מניות נוספות או אג"ח בבורסה נעשית קלה יותר, כלומר, ההנפקה הראשונה מגדילה את יכולתה של החברה לגייס הון בהנפקה חוזרת. כמו כן, גיוס הון

72 תק' 19 לתקנות רכז הצעה.

73 ראו תק' 25(א) ו-56 לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף ושיטת תשקיף – מבנה וצורה), התשכ"ט-1969; אמיר וסרמן וצפנת מזר-לייסט "חובת פרסום תשקיף כקו ההגנה של ציבור המשקיעים" ספר יורם דנציגר 171, 190 (לימור זר-גוטמן ועידו באום עורכים 2019).

74 גרוס, לעיל ה"ש 55, בעמ' 5-6.

75 מדובר בתנאי הסף הנמוך ביותר לביצוע IPO בבורסה הראשית לפי מדד טק-עילית, שנועד להנגיש את המסחר לחברות הנכללות במדד הבלוטק. על יתר התנאים ומשמעותם אעמוד להלן. ראו פרקו להנחיות על פי החלק השני לתקנון הבורסה "מדריך לחברות: רישום ניירות ערך למסחר" (14.3.2023) (להלן: הנחיות הבורסה); הוועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח המלצות סופיות 23 (2014) (להלן: דוח ועדת המו"פ).

מהציבור נעשה בשווי גבוה יותר מאשר גיוס מהון פרטי, עקב הריבית הנמוכה יותר, הבטחונות הנדרשים והשעבודים הניתנים למשקיע פרטי. עובדה זו גם מצמצמת את אחוז הדילול של הבעלים בעבור ההון המגויס. לבסוף, הנפקה של מניות בבורסה והפיכת החברה לציבורית יוצרות לחברה תדמית חשובה של יציבות בעיני משקיעים, ומעלות את חשיפת החברה לציבור ואת חשיפת המוצר לצרכנים. תדמית החברה משפיעה לרוב לחיוב גם על תדמית המוצר.⁷⁶

באשר ליתרונות מנקודת מבטם של בעלי המניות⁷⁷ – כאמור, גיוס ההון "זול" יותר מגיוס באמצעות משקיע פרטי או מוסדי, ומקטין את הדילול של בעלי המניות הקיימים בחברה. אפשרות המסחר בשוק המשני של הבורסה גם יוצרת נזילות מיידית לבעלי המניות, ומאפשרת להם לממש מספר מניות מסוים מבלי לאבד את השליטה בחברה.⁷⁸ נוסף על כך, בעלי המניות יכולים להבטיח את שווי החברה ואת נזילותה במקרה של פרישה של שותף, באמצעות מימוש החזקות החברה בבורסה ואמידת ערך מניותיה.⁷⁹ כמו כן, מכירת מניות (שהיא אגד זכויות⁸⁰) אינה נעשית תוך התחייבות להחזר חוב, ולכן משחררת את החברה ובעליה מערבויות והתחייבויות אל מול משקיעים ורשות החדשנות.

מן העבר האחר, אני מודע לכך שיש גם חסרונות בגיוס הון מהציבור⁸¹ – כפועל יוצא מהנפקת מניות מאבד הבעלים את בעלותו המלאה בחברה, ומתבצע דילול. מעבר לכך, הפיכת החברה לציבורית מחילה כללי משטר תאגידי מחמירים על בעלי המניות, שנדרשים לנהוג ברמת זהירות גבוהה בעת התקשרות עם גורמים ובעת ביצוע עסקאות (בפרט עם בעלי עניין).⁸² נוסף על כך, הנפקה בבורסה מחילה על החברה (לרבות תאגיד הנכלל במדד טק-עילית) ועל נושאי המשרה בה חוקים ותקנות בנוגע לדרכי ניהול החברה, חובות גילוי ודיווח ובקרה שוטפת.⁸³ חובות הדיווח כוללות פרסום דוחות שנתיים ורבעוניים לציבור ולמתחרים, שגורם לאובדן הפרטיות של עסקי החברה ולחשיפת סודות הקשורים להון החברה או לשלבי פיתוח המוצר.⁸⁴ עקב כך נדרשת השקעה כספית רבה ותשומת לב מצד ההנהלה, הנלווית לעלותם של מומחים הבוחנים

76 Deloitte בריטמן אלמגור זהר **Going Public: הדרך שלך לשוק ההון** 10 (מהדורה שביעית 2013) (להלן: **הדרך לשוק ההון**).

77 גרוס, לעיל ה"ש 55, בעמ' 6.

78 Marco Pagano, Fabio Panetta & Luigi Zingales, *Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis*, 53 J. FIN. 27, 39–40 (1998).

79 **הדרך לשוק ההון**, לעיל ה"ש 76, בעמ' 11.

80 ראו הגדרת "מניה" בס' 1 לחוק החברות, התשנ"ט-1999.

81 גרוס, לעיל ה"ש 55, בעמ' 6–7.

82 ס' 270 לחוק החברות.

83 ראו, לדוגמה, ס' 36א ו-36ב לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968.

84 **הדרך לשוק ההון**, לעיל ה"ש 76, בעמ' 12; Pagano, Panetta & Zingales, לעיל ה"ש 78, בעמ' 36–38.

את עמידתה של החברה בדרישות הדיווח, במקביל להשקעה הנדרשת בהמשך פיתוח המוצר.

יש לציין כי על החברה הציבורית מפקחת הרשות לניירות ערך, המחזיקה בידיה ארסנל של סנקציות מחמירות (אזרחיות ופליליות) כלפי נושאי משרה, וכן סמכות להפסקת המסחר בבורסה ולמתן צווים שיפוטיים בעת הפרת חובות הגילוי והדיווח. מעבר לכך, בעלי המניות ונושאי המשרה מסתכנים בהיחשפות לתובענות ייצוגיות עקב הפיקוח הציבורי על פעילות החברה ורווחיה. זאת, במקביל לסכנה של השתלטות על החברה או על השליטה בה והצעת רכש על ידי גורם חיצוני.

השיקולים שעליהם עמדתי מתייחסים לגיוס הון מהציבור. גיוס זה כולל את הבורסה לניירות ערך, אך גם את הבורסה הייעודית אשר תוקם ככל הנראה בקרוב.⁸⁵ מטרת הבורסה הייעודית היא יצירת אפיק מימון ציבורי נוסף לחברות קטנות ובינוניות, שעלותו תהיה נמוכה ואשר יאפשר פיזור סיכונים ויעודד צמיחה. בדברי ההסבר להצעת החוק העוסקת בבורסה הייעודית צוין מפורשות כי זו נועדה לעזור לעסקים קטנים להגיע למצב של יציבות, יצירת הכנסות ותזרים מזומנים.⁸⁶ הבורסה הייעודית תהווה חלופה מימונית לתאגידים אשר אינם עונים על תנאי הסף לרישום בבורסה הראשית או אינם בעלי מאפייני פעילות המתאימים לאופי המסחר בה, ואשר מבקשים לגייס הון רב מזה שניתן לגייס במודל של מימון ההמונים שעליו עמדנו לעיל.⁸⁷ תאגידים שיבצעו הנפקה בבורסה הייעודית ייהנו מהיחשפות לציבור המשקיעים, לקראת מעבר לשווקים הראשיים, ומהאפשרות לגייס הון שאינו חוב.

יש לציין כי במסגרת ההמלצה על הקמת הבורסה הייעודית הומלץ על מתן תמריצים כלכליים אחדים לחברות המעוניינות להנפיק בבורסה הייעודית, ביניהם הפחתת עלויות בעת ביצוע הנפקה ראשונית, סבסוד של אנליזות שיפורסמו למשקיעים, הקלות בתשלום תמלוגים בגין מענקים של המדינה והשתתפות בעלויות של הכנת תשקיף לציבור.⁸⁸ מטרתם של תמריצים אלו היא להסיר חסמי כניסה כלכליים לחברות ולעודד משקיעים לסחור בבורסה הייעודית. תמריצים אלו רצויים, אך אינם נותנים מענה מלא לקשיים שעליהם אעמוד עתה.

85 המלצת "הצוות הבין-משרדי לבחינת הקמתה של בורסה ייעודית לחברות קטנות ובינוניות בישראל" הועברה בשנת 2018 (ראו להלן ה"ש 88), ומייד אחר כך גובש גם תזכיר חוק. ראו אסא ששון "הוגשו ההמלצות הסופיות להקמת בורסה משנית: 'תאפשר לציבור להשתתף בהצלחתן של החברות'" **TheMarker** (18.6.2018) 1.6181356 <https://www.themarket.com/markets/1.6181356>.

86 דברי הסבר להצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 69) (בורסה ייעודית), התשע"ח-2018, ה"ח הממשלה 1228, 1228.

87 ש.ם.

88 הצוות הבין-משרדי לבחינת הקמתה של בורסה ייעודית לחברות קטנות ובינוניות בישראל **דוח סופי** 134–135 (2018) (להלן: דוח הצוות להקמת הבורסה הייעודית).

2. הכשלים בבורסה לניירות ערך כחלופה מימונית

הנחת המוצא בנייר זה היא שכאשר חברה מתגברת על חסמי הכניסה (חסמים כלכליים ודרישות החשיפה והדיווח) ומבצעת הנפקה, נוצר תמריץ לזום להמשיך להגדיל את החברה ולהכניס לכיסו את הרווחים מהמוצר ומגרסאות נוספות שלו. אולם מבדיקת הרשות לניירות ערך עולה כי הנסיונות להנגיש את הבורסה לחברות הייטק נחלו הצלחה חלקית בלבד או נכשלו, ועל כן יש לבחון פתרונות אחרים, ביניהם הבורסה הייעודית.⁸⁹ בחלק זה אבקש לעמוד על כמה סיבות/כשלים שבגינם הבורסה אינה מהווה חלופה מימונית לחברות הזנק.

(א) כשל כלכלי

עלות ההנפקה הראשונה לציבור בבורסה נעה בין 7% ל-12% מסכום ההון שגויס, עקב דרישות התשקיף, עמלת החיתום וייעוץ מקצועי.⁹⁰ כמו כן נוצרת עלות נוספת של החזקת שני דירקטורים חיצוניים בעלי מומחיות והקמת ועדות דירקטוריות.⁹¹ מבחינה כלכלית, לשוק ההון יש השפעה שעלולה להיות שלילית במקרה של ירידה בערך המניות שתקרין גם על לקוחות החברה.

נוסף על כך, גורמים חיצוניים שאינם נתונים בשליטתם של בעלי המניות עלולים להשפיע על מחיר המניה ושווייה, ועקב כך על החלטות עסקיות של החברה. בעלי המניות מן הציבור יפעילו לחץ לשמירת ערך המניה, ובכך ישפיעו על תכנון יעדי החברה לטווח הרחוק או יבצעו מכירה של החזקותיהם. כל אלה גורמים להקשחת הגמישות הניהולית.⁹²

כדי להתמודד עם הקושי הכלכלי, הכריזה הרשות לניירות ערך בשנת 2016 על הקלות, שעוסקות ברובן בקיצור משך תקופת הדיווח ובהורדת פרטים לא רלוונטיים מדוחות רבעוניים,⁹³ אך אף על פי כן לא חל שינוי במספר ההנפקות של חברות הזנק בבורסה הישראלית. לטענתי, ההקלות אינן מתמודדות עם הקושי האינהרנטי הנובע מחשיפת מידע רב לציבור, ועם חוסר היציבות של המיזם, אשר מגביר את החשש של הזום מאיבוד שליטה ומהשתלטות חיצונית על העסק שלו. להנפקה בבורסה יש יתרונות הוניים משמעותיים, אך חסמי הכניסה, ובראשם עלויות ההנפקה, וכך החשש מאיבוד ייעודה של החברה עלולים להרתיע יזמים רבים. הא ראייה, בשנים 2016–2019 בוצעו

89 רשות ניירות ערך גיוון מקורות ההון של חברות ההיי־טק והנגשתן לשוק ההון המקומי – תקציר 19 – <https://did.li/vwBTY> (2019) 26, 20.

90 יוסף גרוס דירקטורים ונושאי משרה בעיני הממשל התאגידי 402 (מהדורה חמישית 2018).

91 ס' 92(א)(12), 114 ו-118א לחוק החברות.

92 הדרך לשוק ההון, לעיל ה"ש 76, בעמ' 13.

93 רשות ניירות ערך "הקלות והטבות לחברות מו"פ המבקשות להפוך לציבוריות" 4 (5.10.2016) <https://did.li/h57w5>.

רק 4 הנפקות של חברות הייטק בבורסה בתל אביב, לעומת 32 הנפקות באותן שנים בבורסות זרות (רובן ב-ASX וב-NASDAQ).⁹⁴

(ב) חסם תנאי הסף

תקנון הבורסה קובע כי חברה המבקשת להנפיק לראשונה מניות בבורסה נדרשת להגיש דוחות כספיים ולעמוד בתנאים שבהנחיות לתקנון הבורסה. לפי פרק ו' להנחיות הבורסה, "חברה חדשה" בגודל קטן עד בינוני שרוצה להירשם בבורסה צריכה לעמוד בתנאים לפי חלופה א או חלופה ב, כמתואר בטבלה 1.⁹⁵

טבלה 1: חלופות לרישום מניות למסחר של חברה חדשה*

תנאים	חלופה א	חלופה ב	חלופה ג	חלופה ג2	חלופה ד
	א	ב	ג	ג2	ד
	חודש	חודש	חודש	חודש	חודש
הון עצמי לאחר הרישום למסחר	25	35	—	—	8
שווי החזקות הציבור השלימה תקופת פעילות, שלגביה נערכו דוחות כספיים, בתחום פעילות כקבוע בתקנות ערך מוסף ב-12	12 חודש	12 חודש	—	—	—
החודשים שקדמו למועד הדוחות הכספיים שעל פיהם מוגשת הבקשה לרישום למסחר	4	—	—	—	—
שווי החזקות הציבור במניות הנובע מהנפקת המניות שיונפקו בהתאם לתשקיף ההנפקה שעל פיו החברה מבקשת את הרישום למסחר	20	20	80	—	16
שווי מניות החברה	—	—	200	500	—

* כל הסכומים המופיעים בטבלה הם במיליוני ש"ח.

94 רשומות IVC, לעיל ה"ש 59.

95 הנחיות הבורסה, לעיל ה"ש 75, בפרק ו'.

אם נבחן את החלופה עם הדרישות המינימליות, נמצא כי נדרשים ותק פעילות של שנה, הון עצמי גבוה שניתן לתרגמו לשווי חברה של 100 מיליון ש"ח וכן הנפקה מוצלחת שתגייס 20 מיליון ש"ח מהציבור. דרישות אלו נראות בלתי ישימות לגבי חברות הזנק בשלבי צמיחה ותחילת בשלות. לכן בשנת 2014 הקימה הרשות לניירות ערך את מדד ת"א טק-עילית, אשר מנגיש לחברות הנכללות במדד הבלוטק את אפשרות הסחר הבורסאי.⁹⁶

הקמת המדד לחברות בתחומי הטכנולוגיה העילית כללה הקלות במשטר התאגידי והקלות בדיווח ובגילוי השוטף.⁹⁷ כדי להיחשב תאגיד טק-עילית, על החברה לעמוד בדרישות התשקיף לפי תקנות טק-עילית.⁹⁸ תנאי הרישום למדד זה מוצגים בחלופה ד בטבלה 1, ויוצרים דרישה מקילה לעומת תנאי המסחר במדד הראשי. יש לציין, עם זאת, כי כדי להיות מוכר כחברת מו"פ לעניין תקנון הבורסה, התאגיד נדרש להשקיע 3 מיליון ש"ח לכל הפחות במחקר ופיתוח המוכר על ידי רשות החדשנות או להיות מוכר במסגרת חממה טכנולוגית לאחר שהושקעו בו כספים למחקר ופיתוח.⁹⁹

המסקנה העולה מן האמור היא שהבורסה, כפי שהיא, אינה מהווה מקור מימוני לתאגיד שנדרש לגייס סכומים הנמוכים מ-16 מיליון ש"ח. זוהי דרישה נוקשה, עקב הקושי שעליו עמדנו לעיל, הטבוע באי-הוודאות המאפיינת חברת הזנק ובחוסר היציבות שלה, אשר מרתיע משקיעים רבים. נוסף על כך, עמידה בכללי הדיווח והגילוי עלולה להרתיע יזמים רבים שאינם בשלב מתקדם ואשר עדיין אין להם הגנות של קניין רוחני על המוצר.

עולה השאלה כיצד הבורסה הייעודית מקילה את תנאי הסף האלה. הבורסה הייעודית מבוססת על אותן דרישות, אך מחילה במסגרת חלקן כמה שינויים והקלות:

א. **ותק מינימלי** – מוצע שגם בבורסה הייעודית, כמו בבורסה הראשית, יידרש ותק פעילות מינימלי של שנה, שיוצר מסננת למיזמי הזנק רבים. משמעותה של דרישה זו היא הפיכת הבורסה הייעודית לרלוונטית כמעט רק לחברות בעלות מוצר, מכירות והכנסות. כלומר, מדובר בחברה שעברה את השלבים המוקדמים ונמצאת כבר בשווי גבוה יחסית עם מוצר שפיתוחו הושלם ואשר כבר קיים בשוק. הנימוק לדרישה זו הוא צמצום הסיכון למשקיעים על ידי הוכחת יציבות מסוימת.¹⁰⁰

ב. **שיעור מינימלי של החזקות ציבור** – מוצע להגדיל את שיעור ההחזקות המינימלי של הציבור ל-20% עד 30%, על מנת לאפשר סחירות במניה ולמנוע חשש מאיבוד השליטה בחברה מצד בעלי השליטה. יש לציין כי יהא על החברה לשמר שיעור

96 דוח ועדת המו"פ, לעיל ה"ש 75, בעמ' 23.

97 ראו דברי ההסבר להצעת חוק לקידום השקעות בחברות הפועלות בתחומי הטכנולוגיה העילית (היי-טק) (תיקוני חקיקה), התשע"ה-2014, ה"ח הממשלה 110, 111.

98 תק' 4 לתקנות ניירות ערך (דוחות תאגיד שמניותיו כלולות במדד ת"א טק-עילית), התשע"ו-2016.

99 ראו הנחיות הבורסה, לעיל ה"ש 75, בפרק ו, ס' 1א, בהגדרה של "חברת מו"פ" שמתחת לטבלה.

100 דוח הצוות להקמת הבורסה הייעודית, לעיל ה"ש 88, בעמ' 107.

החזקות ציבור של לפחות 15% במהלך המסחר.¹⁰¹ הקושי בדרישה זו הוא העדר ההיכרות בין המשקיעים לבין החברות, שרובן יהיו צעירות ולא מוכרות, ויתקשו למכור מניות באחוז החזקות גבוה ללא פעולות חשיפה ושיווק מאומצות. חברה שלא תצליח לגייס לפי השיעור המוצע תאבד למעשה את הכספים שהושקעו בהליך ההנפקה, ולנוכח חוסר היציבות במגזר ההייטק היא עלולה להיקלע לקשיים כלכליים ואף להיחשף לסכנת פירוק.

ג. **מספר משקיעים מינימלי** – מוצע שמספר המשקיעים המינימלי בהנפקה ראשונה לציבור יהיה 50. זוהי הקלה לעומת הדרישה בבורסה הראשית, העומדת על 100 משקיעים.¹⁰²

ד. **היקף גיוס מינימלי** – מוצע כי בעת ביצוע הנפקה ראשונה יהיה היקף הגיוס המינימלי 6 מיליון ש"ח. כך תהווה הבורסה הייעודית חלופה לחברות שמגייסות הון בהיקף גדול יותר מזה המתאפשר במודל מימון ההמונים.¹⁰³ הנימוק לכך הוא מניעה של סחירות בהיקף נמוך במניות החברה וסינון חברות שלא סיימו את פיתוח המוצר שלהן ומהוות השקעה מסוכנת.

ה. **היקף גיוס מקסימלי** – לא מוצעת מגבלה לגבי היקף הגיוס המקסימלי, בכפוף לדרישה ששווייה המקסימלי של החברה המנפיקה יהיה כ-300 מיליון ש"ח אחרי הכסף". הנימוק לכך הוא מתן אפשרות לסחירות גבוהה ופריצה של חברות בשווי נמוך אך בעלות מיזם עם פוטנציאל גבוה. יש לציין כי הרף המינימלי לתאגיד מו"פ שמבקש להנפיק בבורסה הראשית הוא שווי של 100 מיליון ש"ח.¹⁰⁴ משכך, תיווצר תחרות בין הבורסות, וליזם יפתחו שתי חלופות מימון. אולם הבורסה הייעודית לא תהווה ככל הנראה כר פורה להשקעות של גופים מוסדיים, עקב הסיכון האינהרנטי הקיים בהשקעה בחברות הזנק. לכן הסבירות למצב כזה של חפיפה בין הבורסות עקב גיוס כספים בסדרי גודל של מאות מיליונים היא נמוכה.

ו. **ספונסר בעת הנפקה ראשונה** – הספונסר יפוקח על ידי הרשות לניירות ערך, ויחולו עליו דרישות כשירות וחובות דיווח כמו אלה החלות על חתם בבורסה הראשית. בהתאמה, יידרש הספונסר לחתום על תשקיף ההנפקה. תפקידי הספונסר הם ללוות את החברות בהליך השיווק למשקיעים לפני ביצוע ההנפקה, לנוכח נסיון המועט בשוק ההון, ולסייע להן בהיערכותן להיבטים האסדרתיים והעסקיים של ההנפקה. כמו כן יבצע הספונסר בדיקת נאותות של החברה, על מנת לספק ביטחון לציבור המשקיעים, ובכך ייצור סינון אפקטיבי של חברות המבקשות להירשם למסחר בבורסה הייעודית. נוסף על כך, ייתכן שהספונסר יוכל לשמש גם חתם בהנפקה עצמה.¹⁰⁵ דרישה זו לספונסר מיטיבה עם היזם ועם המשקיעים. מצד היזם, החברה

101 שם, בעמ' 108.

102 שם.

103 שם.

104 שם, בעמ' 109.

105 שם, בעמ' 103-104.

– אשר נעדרת ניסיון בשיווק ובגיוס משקיעים – מקבלת הכוונה; מצד המשקיעים, מדובר בגורם מוערך ומפוקח שיעיד על איכות החברות ויסייע בסינון חברות מסוכנות להשקעה. הקושי בדרישה לספונסר הוא הטלת העלות הכלכלית של מימונו על כתפי החברות.

לסיכום תנאי הסף, יש להבין כי מבחינת הזימון הורדת החסמים הכלכליים (הפחתת סכום הגיוס המינימלי וביטול דרישת ההון העצמי) מהווה תמריץ לשימוש בבורסה הייעודית כמקור לגיוס כספים. אומנם, דרישת ותק של שנת פעילות והטלת האחריות הכלכלית על כתפי החברה מהוות תמריץ חסר, אולם היתרונות הרבים הנובעים מהנפקה בבורסה הייעודית – גיוס כסף שאינו חוב, צבירת ניסיון, עמידה של החברה בסטנדרטים אסדרתיים וחשיפת החברה והמוצר שלה לקהל המשקיעים – יוצרים הזדמנויות להרחבת החברה. הנגשת שוק ההון לתעשיית ההזנק הישראלית מתיישבת עם מטרותיו של חוק המו"פ: שוק ההון מרחיב את ההנאה מפירות ההייטק אל קהל המשקיעים מהציבור, ומאפשר, בדרך של עידוד מחקר ופיתוח, לקדם את החדשנות ולעודד את צמיחתן והתבגרותן של חברות ההזנק.¹⁰⁶ מן הראוי לציין כי יצירת אקו-סיסטם של חברות הייטק יציבות ובשלבי בשלות תרחיב את מעגל התעסוקה בהייטק, ואף תוביל לרכישות ומיזוגים בין חברות מקומיות ולהשאת הקניין הרוחני בישראל. להנפקה בבורסה הייעודית יש פוטנציאל גדול, לדעתי, ולכן הפיכתה לחלופת מימון היא רצויה. אולם על רשות החדשנות להפעיל מכוח סמכותה מסלול הטבה שיסייע לחברות ההזנק, לנוכח אופיין הייחודי, להתמודד עם חסמי הכניסה הרבים.¹⁰⁷ לכן בפרק הבא אציע מודל שמטרתו להמריץ חברות הזנק לגייס הון ממקורות ציבוריים, ואקדיש דיון לבחינת התאמתו להתמודדות עם אתגרי ההנפקה האמורים.

(ג) כשל האטרקטיביות של הנפקה בבורסה זרה

כפי שראינו, ברישום בבורסה גלומים יתרונות רבים, ובראשם נזילות, אך חרף זאת, רק כ-6% מתוך כלל חברות ההזנק הישראליות שביצעו הנפק בשנים 2016–2020 עשו זאת באמצעות IPO.¹⁰⁸ יתר על כן, רק כ-11% מהחברות שביצעו הנפקה בחרו לעשות זאת בבורסה בישראל.¹⁰⁹ אומנם, במחצית הראשונה של שנת 2021 נראה שמגמה זו השתנתה, שכן כ-73% מכלל חברות ההייטק המנפיקות ביצעו את הנפקתן בישראל ורק 25% עשו זאת בארצות הברית,¹¹⁰ אולם לפי שעה עדיין מוקדם להבין את הגורמים

106 ס' 1 לחוק המו"פ.

107 ס' 5א(א) לחוק המו"פ.

108 מנתוני רשומות IVC, לעיל ה"ש 59, עולה כי מתוך 569 חברות ההזנק שביצעו הנפק עשו זאת באמצעות הנפקה.

109 מנתוני רשומות IVC, שם, עולה כי מתוך 36 החברות שביצעו IPO, רק 4 חברות עשו זאת בבורסה בישראל.

110 דוח IVC ומשרד מיתר (מחצית ראשונה 2021), לעיל ה"ש 35, בעמ' 31.

לכן, ויש כאמור הטוענים כי מדובר בבוועה.¹¹¹ לכן אציג את שאלת האטרקטיביות על בסיס המגמה הברורה של העדפת בורסה אמריקנית. הבחירה אם לבצע הנפקה בישראל או בבורסה במדינה זרה נעשית על בסיס בדיקה עד כמה הבורסה עצמה והשוק במדינה שהבורסה נמצאת בה מתאימים לחברה.¹¹² הסיבות להכריע לכאן או לכאן מגוונות: מצד אחד, רישום בבורסה בישראל מקטין את עלויות העסקה הישירות ומקל איסוף מידע, אך מן הצד האחר, הנפקה במדינה זרה (ובפרט ארצות הברית) יוצרת גיוון משקיעים ומצמצמת את הסיכון המערכתי של המשק הישראלי, שבו יש ירידות שערים חדות במקרה של מלחמה, למשל.¹¹³ חברות ישראליות, ובפרט חברות הזנק, מעדיפות לבצע IPO בארצות הברית משיקולים כלכליים, כגון עומק השוק ונזילותו, דיווח ותמחור שוטפים על ידי אנליסטים, והעניין שיש לגופים מוסדיים אמריקניים בחברות ההייטק הישראליות.¹¹⁴ כמו כן, הנפקה בארצות הברית היא דבר רצוי מבחינה עסקית לחברות הזנק, שכן מדינה זו מכילה ריכוז גבוה של שווקים למוצרי ההייטק. הנפקה בארצות הברית מסמלת השתייכות לקהילת ההייטק הגלובלי ולציבור האמריקני. נוסף על כך, הנפקה בארצות הברית מהווה הצהרה על השתייכות לכללי משטר תאגידי נקיים יותר מניגודי עניינים (piggybacking).¹¹⁵ יש לזכור כי חברות רבות מעדיפות להתאגד מלכתחילה בדלוור, ואז

111 יושבת ראש הרשות לניירות ערך קושרת מגמה זו לחוסר היכולת לטוס כתוצאה מהקורונה. ראו עירית אבישר "גואטה: גל ההנפקות יימשך גם בשנת 2022" **כלכליסט** (21.6.2021) <https://did.li/Pq2Nf>; על טענות הבורסה ראו אביב לוי "בוועה טכנולוגית בת"א? במציאות הנוכחית אפשר להנפיק על בסיס סיפורים ולא מספרים" **גלובס** (7.1.2021) <https://did.li/yfzaa>; רחמי, לעיל ה"ש 63; עמרי זרחוביץ' "סימנים של בוועה: איך חברה עם הכנסות אפסיות שווה 1.4 מיליארד דולר?" **TheMarker** (3.2.2021) <https://did.li/7Btrl>.

112 Curt B. Moore, R. Greg Bell, Igor Filatotchev & Abdul A. Rasheed, *Foreign IPO Capital Market Choice: Understanding the Institutional Fit of Corporate Governance*, 33 **STRATEGIC MGMT. J.** 914, 931 (2012); שלמה גרינברג "מה יש בניו יורק שאין כאן?" **גלובס** (10.4.2000) <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=196896>.

113 עמיר ליכט "רישום כפול של ניירות ערך" **משפטים** לב 561, 566 (2002).

114 שם, בעמ' 573. במחקר שנערך באירופה נמצא כי הסבירות שחברת הייטק תבצע הנפקה במדינה זרה היא גבוהה יותר בהשוואה לכל חברה אחרת, וכן שסבירות זו עולה כאשר קיים משקיע זר בחברה. ראו Jani Hursti & Markku V.J. Maula, *Acquiring Financial Resources from Foreign Equity Capital Markets: An Examination of Factors Influencing Foreign Initial Public Offerings*, 22 **J. BUS. VENTURING** 833, 843–844 (2007).

115 ליכט, לעיל ה"ש 113, בעמ' 569 ו-575. נמצא כי מדינות שמחילות כללי הגנה על משקיעים ועצמאות של הדירקטוריון, כגון אנגליה וארצות הברית, הן מדינות שביצוע IPO בהן יוצר אפקט חיובי על החברה, ועשוי אף לנבא הצלחה. ראו R. Greg Bell, Curt B. Moore & Igor Filatotchev, *Strategic and Institutional Effects on Foreign IPO Performance: Examining the Impact of Country of Origin, Corporate Governance, and Host Country Effects*, 27 **J. BUS. VENTURING** 197, 201–202, 210 (2012).

הנפקה בארצות הברית היא צעד טבעי מבחינתן.¹¹⁶

3. סיכום ביניים

אם כן, עד לנקודה זו הוצג הטיעון כי הפוטנציאל הגלום במטרותיו של חוק המו"פ אינו מוגשם, כתוצאה מתמריץ חסר לצמיחה של חברות הזנק. על אף ההתפתחות שחלה בשנים האחרונות, שבהן החלה תעשיית ההייטק הישראלית להתבגר, טענתי כי נדרשת הרחבה של מעגל הנהנים מפירותיה אל מחוץ לכותלי המגזר. הסברתי כי כדי להתמודד עם כפל האתגרים – תופעת ההנפק המוקדם ואי-הרחבת מעגל הנהנים – רצוי להכווין את התעשייה אל שוק ההון. שוק ההון, לגישתי, הוא מקור מימוני בעל השפעה שונה על אורח חייה של חברת ההזנק, ובמקביל הוא גשר פיננסי לאוכלוסיות שאינן חלק מהתעשייה. כדי להניע את הקטר לכיוון שוק ההון, אבקש להמליץ לרשות החדשנות לאמץ את המודל שיוצג להלן מכוח סמכותה להורות על מסלולי הטבה.

פרק ג: הפתרון המוצע – מעבר מהשקעה להלוואה

כדי להתמודד עם הקשיים שעליהם עמדתי לעיל, ברצוני להציע לרשות החדשנות מודל הטבה. התכליות העומדות בבסיסו של המודל המוצע הן עידוד צמיחה בתעשיית ההייטק, מניעת דעיכה של חברות הזנק והרחבת ההנאה במשק מפירות ההייטק. תכליות אלו מתיישבות עם מטרותיו של חוק המו"פ, וניתן להפעיל את סמכותה של רשות החדשנות על מנת ליישמו.¹¹⁷

מטרתו המעשית של המודל היא כפולה: מטרתו הראשונה, הממוקדת בתעשיית ההייטק, היא לקדם את הבשלתן של חברות הזנק ואת הפיכתן לחברות בוגרות שיהוו מרכזי ידע ותעסוקה במשק הישראלי; מטרתו השנייה היא כלל-משקית. אפרט. מצד אחד, המודל מביא לידי ביטוי לוגיקה שיסודה בתפיסות ליברטריאניות, שלפיהן המדינה צריכה להימנע מיצירת חסמים שוקיים.¹¹⁸ בהתאם לתפיסה זו, המודל שיוצע להלן נועד להסיר חסמי אסדרה מפני הנפקה ראשונית לציבור, ובכך לעודד פעילות שוקית "חופשייה" של פרטים. אומנם, המודל מבוסס על חוב, כפי שיובהר להלן, וחוב זה עלול להגביל את חירותו הכלכלית של היזם. עם זאת, כפי שטען פרידריך

¹¹⁶ ליכט, לעיל ה"ש 113, בעמ' 576.

¹¹⁷ ס' 1 א5(א)(1) לחוק המו"פ (ובשים לב לאיסור רכישת מניות על ידי הרשות בס' 5א(א)(3) לחוק).

¹¹⁸ התומכים בגישה הליברטריאנית טוענים כי על הממשלה להימנע מהתערבות במשפט הפרטי, ומתנגדים לרעיונות העומדים בבסיסה של גישת הצדק החלוקתי. על התאוריה הליברטריאנית ועמדתו של נוזיק ראו חגי ויניצקי ומיכל טמיר "מודלים לתחולת צדק חלוקתי קונקרטי במשפט הפרטי" המשפט יד 469, 474 (התשע"א).

האייק, דווקא שימוש במודל המבוסס על חוב, ולא מענק או השקעה, עשוי למנוע מצב של "השקעה שגויה".¹¹⁹ אנסה להתכתב עם רעיונותיו של האייק על "סדר ספונטני" באמצעות הצעת מודל שביכולתו להסיר חסמים אסדרתיים ואשר מתמודד עם קשיים תזרימיים מבלי להתערב באופי פעילותו של הפרט.

מן הצד האחר, יש להכיר בכך שהמודל המוצע יוצר התערבות ממשלתית בתעשיית ההייטק כדי להכווין לעבר אקו-סיסטם המבוסס על חברות ציבוריות שמרחיבות את מעגל הנהנים מפירות ההייטק אל מעבר לציבור המשקיעים והיזמים (שרבים מהם הם שחקנים חוזרים). כלומר, ציפיותיה של החברה מהטוב שיופק מהתאגידים יוצרות הצדקה להתערבות של המדינה בחופש הפרט, כדי להפיק השפעות חיוביות לפרטים שאינם בתוך "פקעת החוזים" של חברת ההזנק.¹²⁰

המודל המוצע מבוסס על שלושה רציונלים:

א. **סיכון מופחת לכספי הרשות** – מסלולי ההטבה של רשות החדשנות מכירים בסיכון הגלום בהשקעה בחברות הזנק, ועל כן נעשים בפיזור גבוה, מתוך רציונל של השקעות נמוכות בסבבי גיוס מוקדמים. כלומר, כספי משלם המיסים מושקעים בחברה במועד שבו שווייה הוא הנמוך ביותר, ונהנים מעליית שווי גבוהה ומתמלוגים.¹²¹ מכיוון שרוב החברות נכשלות, הריבית הגבוהה מאותן חברות שמצליחות מפצה על הסיכון לכספי משלם המיסים, ומצליחה לאזן ולהחזיר את השקעותיה המרובות של הרשות, בדומה למודל המקובל בקרנות הון הסיכון של השקעה בפורטפוליו מגוון. אולם ההיגיון של פיזור ההשקעות משאיר את כספי הציבור – להלכה ולמעשה – תלויים לחלוטין בשיקוליהם של בעלי מניות פרטיים בחברה, והחזרתם לקופת המדינה מבוססת על הצלחה סטטיסטית בלבד. מענקי הרשות נעשים כאמור בסכומים קטנים יחסית ולכן אינם מעניקים משקל לאינטרס של הרשות בשרשרת השיקולים של החברה. המודל המוצע מתמקד בשלב מאוחר יותר בסבבי הגיוס של חברת ההזנק ומבוסס על היקף כספי משמעותי יותר, ובכך הוא מצמצם את חוסר היציבות והסיכון הנשקפים מהשקעה בחברה וכן מקנה לרשות מעמד של נושה משמעותי ביחס לטבלת ההון של החברה. כלומר, המודל המוצע יוצר איזון בין הסיכון הכרוך בהשקעה גדולה ובפיזור כספים נמוך לבין

Jacob Swanson, *The Use of Money in Society: Friedrich Hayek's Social Work*, 49 POL. THEORY 801, 805–806 (2021). 119

עלי בוקשפן **המהפכה החברתית במשפט העסקי** 159–160 (2007). 120

רשות החדשנות השקיעה בשנת 2019 ב-1,606 פרויקטים של חברות הזנק באמצעות מסלולי ההטבה שלה, וגובה ההשקעה הכולל שלה היה 1.73 מיליארד שקלים. ראו דוח רשות החדשנות (2019), לעיל ה"ש 69, בעמ' 26. לדוגמה, מסלול תנופה, שנועד לסייע ליזמים מתחילים, מאפשר הטבה בצורת מימון בגובה של עד כ-400,000 ש"ח לחברה שלא ביצעה מכירות, ובתמורה לתשלום תמלוגים בגובה 3%–4.5% מהכנסותיה של חברת ההזנק מהמוצר או השירות שבגינם ניתנה ההטבה. ראו מסלול תנופה, לעיל ה"ש 27, בס' 4.7.3; ס' 3.1 ו-3.4 לנוהל רשות החדשנות 200-03 "דיווח ותשלום תמלוגים" (1.1.2021) (להלן: נוהל דיווח ותשלום תמלוגים).

- יכולתה של רשות החדשנות להשפיע בצורה אפקטיבית על החלטות החברה כך שיבטיחו, בין היתר, את החזר הכספים.
- ב. **תמריץ לצמיחה** – לנוכח המגמה המתרחבת של השקעה בחברות הזנק בשלבים מתקדמים יותר ולנוכח הירידה במספר המיזמים שנפתחים מדי שנה, המודל המוצע מתמקד בשלב שבו חלופות המימון הפתוחות לפני היזם מצומצמות והוא נדרש לרוב לגייס כספים מקרן הון סיכון.¹²² לשיטתי, נדרש יעד ראשוני של השקעה בחברה אחת בשנה כדי להתחיל להוביל שינוי באקוסיסטם של חברות ההייטק הישראליות. זאת, לנוכח הנתונים המעידים על מספר גדול של חברות שנסגרות מדי שנה וכן על ירידה במספר חברות ההזנק המוקמות מדי שנה.¹²³ השקעה במועד זה תאפשר לחברת ההזנק לצמצם את התלות בקרן הון הסיכון ולבצע מהלך של הנפקה ראשונית לציבור בבורסה.
- ג. **יציבות** – אי-היציבות הכלכלית של חברות ההזנק היא אחד הגורמים המרתיעים משקיעים.¹²⁴ לכן דרישה ליצירת נזילות היא פרמטר העומד בבסיס המודל. מיזם שיוכל לבצע הנפקה יוכל להחזיר את חובו למדינה, לאפשר נזילות למשקיעים וליצור מקור לגיוס הון חוזרים. חברות הייטק יציבות במשך הן כלי לחלוקת הפירות לציבור.¹²⁵

1. הלוואת המזנין (Mezzanine Debt) ואופייה

המודל המוצע הוא הלוואת מזנין היברידית בהיקף משמעותי, שתבוצע באמצעות מסלול הטבה מטעם רשות החדשנות. הלוואת מזנין היא הלוואה שמטרתה העיקרית היא השלמת הון לחברה לצורך ביצוע פעולות מסוימות, ולכן לרוב היא תהיה לטווח קצר ובריבית גבוהה. ייחודה של הלוואת המזנין הוא שבניגוד למנגנון של חוב מובטח (הלוואה הניתנת תחת שעבוד של נכס מוחשי), הלוואת המזנין אינה יכולה להיפרע מנכס משועבד, אלא מהון החברה בעת מועד הבשלת ההלוואה. לכן הלוואת המזנין משתלבת במקום גבוה בסדר הנשייה של החברה, כחוב בכיר עוקב (senior subordinated debt), וביחס המרה דומה למניות בכורה (preferred stock) בעת אירוע נזילות של החברה, כגון אירוע של המרת מניות הבכורה או חיסול החברה. כלומר, באירוע נזילות הלוואת המזנין נמצאת כמעט בראש סדר הנשייה, ומעל לבעלי המניות בחברה, אף

122 בשנת 2019 השקיעו קרנות הון סיכון כ-6,795 מיליון דולרים בחברות הזנק בכ-320 עסקאות. סך הכספים שגויסו באותה שנה על ידי חברות הזנק עמד על כ-7,799 מיליון דולרים ב-501 עסקאות. ראו דוח IVC ומשרד מיתר (מחצית ראשונה 2021), לעיל ה"ש 35, בעמ' 7 ו-12; דוח רשות החדשנות (2021), לעיל ה"ש 34, בעמ' 18.

123 נתוני הלמ"ס, לעיל ה"ש 5, בעמ' 3.

124 דוח ועדת המו"פ, לעיל ה"ש 75, בעמ' 16, פס' 2.2 ו-2.3.

125 ראו, למשל, את סיפורה של אפל, שכבר יותר מארבעים שנים צומחת והציבור נהנה מהמסחר במניותיה. שלומי כהן "קוק יוצא לקרב על הצמיחה הדו-ספרתית" כלכליסט <https://newmedia.calcalist.co.il/apple/stock.html>.

שבשגרה, מעצם היותה חוב, היא אינה שווה ערך למעמד של בעלי המניות בחברה בעת קבלת החלטות.¹²⁶ ההלוואה תינתן לחברת הזנק בשלבי צמיחה ולאחר ביצוע כמה סבבי גיוס מתקדמים (למשל, כתחליף לסבב גיוס C). המנגנון ההיברידי יעניק לרשות החדשנות את הזכות לבחור בין מימוש הזכות לפירעון מיידי (בתוספת ריבית) בעת עמידה בשלבי הסכם ההלוואה (redemption) לבין פריסת ההלוואה לתשלומים והחזר עם ריבית גבוהה יותר, כפי שיבואר להלן.

חדשנותו של מודל זה מתבטאת בשני אופנים. ראשית, מדובר במסלול הטבה המבוסס על חוב, בניגוד ליתר מסלולי ההטבה של רשות החדשנות, שמבוססים על מענקי השקעה. כידוע, חוק המו"פ אוסר על רשות החדשנות לרכוש מניות בחברות במסגרת מסלולי ההטבה,¹²⁷ ולכן הרשות בוחרת על פי רוב במנגנון של מתן מענקים. שנית, מדובר במודל שמאפשר לרשות להשפיע באופן מסוים על החלטות החברה, וכך להגן גם לאחר מתן ההטבה על האינטרסים שבגינם היא ניתנה. זאת, בניגוד למודל של מענקים, שבו לרשות יש יכולת להגן על האינטרס שבבסיס ההשקעה רק באמצעות בחינה מקדימה על פי אמות המידה והתבחינים לקבלת ההטבה.

גביית התמלוגים על מענקיה של רשות החדשנות נעשית על בסיס מנגנון דיווח, המושתת על ציות מצד החברה.¹²⁸ לפיכך, במסלול ההטבה ה"מסורתי" יכולת הגבייה של רשות החדשנות מתבססת על אכיפה פרטית והפעלת מנגנוני ביקורת שוטפים. המודל המוצע מקדם את היציבות הפיננסית בכך שהחוב נרשם בספרי החברה ומשוקף במאזן, ולכן ערכה ופעולותיה העסקיות של החברה כפופות ליכולתה להיפרע ממנו. נתון זה מקטין קשיי אכיפה וגבייה.

קרנות הון סיכון, שמסתמכות כאמור על השקעה באמצעות רכישת מניות, "גובות" את שרכן באמצעות קבלת דיווידנדים או מימוש שווי מניותיהן בעת ביצוע מכירה או הנפק מלא. מנגנון זה מאפשר בקרה רבה והכוונה ישירה של פעולות החברה, באמצעות השתתפות בעלי המניות והפעלת זכויות יתר (כגון מינוי חברי דירקטוריון) שאותן רכשו בעת השקעתן, כפי שיפורט בהמשך. עם זאת, מנגנון זה מכיל קשיים הנגזרים מבעיות הנציג הקלסיות בדיני התאגידים. קרן הון הסיכון היא שחקן שסוכניו הם הנהלת החברה המקצועית. החשש לניגוד אינטרסים בין הדרג המקצועי והיזמי של החברה לבין בעלת המניות, שנהנית מתשואה בנקודות זמן ספציפיות, הוא חשש מהותי. המודל המוצע מאזן את החשש האמור על ידי אפשרות מוגבלת להשפעה על החלטות החברה באמצעות הכנסת חוב בכיר במסגרת הסכם הלוואה כשיקול שעל החברה (על כל בעלי מניותיה) לשקול בכל צומת החלטות.¹²⁹

126 Corry Silbernagel & Davis Vaitkunas, *Mezzanine Finance 2* (Bond Capital 2012)

127 ס' 5א(א)(3) לחוק המו"פ.

128 נוהל דיווח ותשלום תמלוגים, לעיל ה"ש 121, בס' 3.8.1.

129 ראוי לציין כי המודל המוצע, המבוסס על חוב, יוצר בעיית נציג שכיחה אחרת בדיני התאגידים – בעיית הנציג שבין החברה, בעלי מניותיה ונושיה. בבעיית נציג זו גלומים קשיים מסוימים, אך היא

כאמור, הלוואת המזנין היא הלוואה בעלת אופי מסוכן יותר מאשר הלוואות מובטחות, דהיינו הלוואות שהלווה משעבד תחתן נכס נזיל, שכן פרעונה של הלוואת המזנין מתבצע מהון החברה בהבשלת מועד הפירעון או על בסיס תשלומי ההחזר המתפרסים לאורך זמן. כלומר, בהתאם למעמדה של הרשות כנושה, יוכל החייב (במקרה זה חברת ההזנק) להיפרע ממנה מקום שהחוב הבשיל ויש לו תזרים שמאפשר לו לבצע את תשלומי הקרן. לפיכך נוצר לחברת ההזנק תמריץ לחפש גישה למקור מימון שיאפשר נזילות (דוגמת שוק ההון) בתנאים נוחים יותר, עקב גדילת הונה העצמי במסגרת שאינה מדללת את בעלי המניות הקיימים. במקרה שבו החברה נכשלת ונכנסת למעשה למצב של מכירה או פירוק, לרשות יש כאמור מעמד של נושה, שמאפשר לה להגיש תביעת חוב באמצעות הוצאה לפועל במקרה של כניסה לחדלות פירעון ולהיפרע מנכסי החברה. לחלופין, במקרה של מכירת החברה (גם אם בשווי תת־אופטימלי) תוכל הרשות להיפרע כנושה בעל חוב בכיר, קרי בראש סדר הנשייה, לגבי חלקה היחסי.¹³⁰ אומנם, בהעדר מנגנון של שעבוד נכס נזיל נשקף סיכון משמעותי לכספי הרשות, אך יש לזכור כי בניגוד לסיכון המוחלט שבו מצויים כספי הרשות בעת שימוש במנגנון של מתן מענקים, המודל המוצע מבטיח יכולת פירעון מסוימת על בסיס ההון העצמי הקיים, בהינתן שהמודל המוצע מיועד לחברות בשלבי צמיחה בעלות היתכנות כלכלית ומשקיעים קיימים. נוסף על כך, ההלוואה תתבצע בכפוף לעמידה בתנאי סף ובהתאם לאמות מידה שיוצגו בחלק הבא.

כעולה מן האמור, מדובר בהלוואה בהיקף רחב מאוד, שתגביל את הרשות ליישום מוגבל של מסלול ההטבה בפועל. לדעתי, בהינתן נתוני ההשקעה של רשות החדשנות בזירת הצמיחה, ניתן להקצות למסלול זה תקציב של עד כרבע מיליארד שקלים בשנה, שיאפשר מתן הלוואה לשתיים או שלוש חברות בשנה.¹³¹ הנתונים מלמדים שגם השקעה אחת שעשויה להוביל להנפקה מהווה צעד מהותי באקו־סיסטם הישראלי.¹³² מטרות המודל המוצע יבואו לידי ביטוי במודל ההיברידי. כידוע, הלוואת מזנין משתלבת במקום גבוה במבנה ההון של החברה. היא נמצאת

מרככת בכל זאת את הקושי המרכזי הגלום בבעיית הנציג שבין בעלי המניות להנהלה באמצעות המסך התאגידי – המאבק על השליטה בהגה של החברה.

¹³⁰ מנגנון זה מופעל על ידי קרן ההלוואות לעסקים קטנים ובינוניים בערבות המדינה, מטעם משרד הכלכלה והתעשייה (הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים), ובהתאם להנחיות החשב הכללי במשרד האוצר. ראו את אתר הקרן <https://did.li/V0PIC>.

¹³¹ בזירת הצמיחה פועלת קרן המו"פ, שביצעה בשנת 2021 בלבד 521 השקעות בסך כולל של יותר ממיליארד שקלים (כ־2 מיליון ש"ח בממוצע להשקעה). נוסף על כך, במסלול עידוד השקעות מוסדיות השקיעה הרשות כ־800 מיליון ש"ח ב־10 חברות, קרי, ממוצע של 80 מיליון ש"ח לכל השקעה. ככלל, בשנת 2021 לבדה השקיעה רשות החדשנות בזירת הצמיחה יותר משני מיליארד ש"ח. ראו דוח רשות החדשנות (2021), לעיל ה"ש 34, בעמ' 65.

¹³² כאמור, בחמש השנים האחרונות התבצעו רק ארבע הנפקות של חברות הזנק בבורסה הישראלית. על כן יעד של הנפקה נוספת בשנה עשוי למעשה להכפיל את מספר ההנפקות בשנה של חברות הזנק בישראל.

אומנם מתחת להון (equity) בעת קבלת החלטות, ולפיכך אינה מציבה את המלווה במעמד של בעל מניות, אולם היא מהווה חוב עוקב לחוב בכיר (senior debt), ועל כן פעולותיה של החברה כפופות לפיקוחו של המלווה. בהפרה של הסכם ההלוואה מבשילה זכות של מלווה המזנין לפירעון מיידי, ולכן נהוג ליטול הלוואות מזנין לפרויקטים ספציפיים וליעדים מוגדרים וברורים.¹³³

מחקר אמפירי הוכיח כי מנהלים משתמשים במימון על בסיס הון לפרויקטים כאשר הם מאמינים שהמשקיע רואה את אותו פוטנציאל בפרויקט כמוהם.¹³⁴ לכן שילוב של השקעה בהיקף מהותי ושל חוב בכיר יאפשר לאינטרס החברתי שרשות החדשנות מייצגת לגבור על אינטרסים של משקיעים קודמים – דוגמת קרנות הון הסיכון – ביחס לפרויקט שבגיננו ניתנה ההלוואה.

המודל ההיברידי יתבטא בהתניית אפשרותה של החברה ליטול חוב בכיר נוסף בקבלת אישור מפורש לכך מטעם הרשות, ובזכותה של הרשות לבחור בין מימוש אופציית הפירעון במועד הבשלת ההלוואה לבין תשלומי החזר כאמור. מועד ההבשלה יכול שייקבע כלוח זמנים, כאבן דרך עסקית או כמועד הגעתה של החברה למחזור כספי או הון עצמי מסוימים, והכל בכפוף להוכחת החברה כי ביכולתה לייצר הכנסות או נזילות מתוך מקור קבוע. מבנה פריסת התשלומים ייקבע בהתאם למבנה החברה והכנסותיה בנסיבות המקרה, כלומר, לרשות תינתן הזכות לבחור בהחזרת כספי ההשקעה או בנטילת סיכון נוסף עם פוטנציאל רווח גבוה יותר, בהתאם להערכת מצב מחודשת של מצבה הפיננסי של החברה במועד ההבשלה.

הנזילות הפיננסית הנדרשת ניתנת להשגה באמצעות חדירה לשוק של המוצר של חברת ההזנק ויצירת תזרים קבוע; על ידי הנפקה לציבור בבורסה, שתאפשר גיוס הון חוזר לצורך עמידה בהתחייבויות החברה והמשך הרחבה של מעגל התקבולים שלה; או על ידי גיוס אג"ח בבורסה כדי לפרוע את ההתחייבות לרשות החדשנות. בכל שלושת התרחישים תוכל רשות החדשנות לבלום התערבות של משקיע קודם בהנהלת החברה (כגון סילוק המייסד מתפקיד המנכ"ל), ולקרן הון הסיכון שכבר מושקעת בחברה נוצר תמריץ לדחוף את החברה למציאת אסטרטגיית הנפק שאינה מכירת החברה בשווי נמוך משווייה, וכפועל יוצא מכך לאפשר לחברה לשפר את שווייה המוחשי (למשל, ביצוע הנפק באמצעות מכירת מניות בשוק המשני בבורסה).

באמצעות הלוואה זו תובטח יכולת החברה לשמר נזילות הן לשם הגשמת יעדים עסקיים והן לטובת המשקיעים. נזילות כזו תצמצם את נטיית המשקיעים לדחוף להנפק מוקדם באמצעות M&A (אשר מוביל לרוב לחיסול פעילותה של החברה בישראל),¹³⁵

J. Dean Heller, *What's in a Name: Mezzanine Debt Versus Preferred Equity*, 18 STAN. J.L. 133 (2012) BUS & FIN. 40, 42 (2012). (מציג בטבלה את זכויותיו של מלווה המזנין).

Amy Dittmar & Anjan Thakor, *Why Do Firms Issue Equity?*, 62 J. FIN. 1 (2007) 134

Richard A. Mann, *ראו* Michael O'Sullivan, Larry Robbins & Barry S. Roberts, *Starting from Scratch: A Lawyer's Guide to Representing a Start-Up Company*, 56 ARK. L. REV. 773, 849 (2004) 135

ועשויה אף להגדיל את שווי החברה וליצור אינטרס עצמאי של קרנות הון הסיכון להכווין חברות הזנק אל עבר הנפקה, כמעין אקט "חינוכי". יש לציין כי בהעדר גישה לשוק ההון לא תתבצע השקעה נוספת בחברה בהיקף כה רחב. כל השקעה נוספת מהמשקיעים הקיימים בחברה תוביל ככל הנראה לביצוע הנפק בהקדם, עקב העדר תמריץ מצד קרנות הון הסיכון לספוג את החוב הבכיר כלפי רשות החדשנות. אם כן, הדרך שבה תוכל חברת הזנק להחזיר את כספי ההשקעה וליצור נזילות שתהווה פתח להנפק לקרנות הון הסיכון היא באמצעות הנפקה.

טבלה 2: ההבדלים בין מקורות המימון הקיימים בשוק לבין המודל המוצע

הלוואה בנקאית	השקעה – קרן הון סיכון	השקעה – מסלול הטבה של רשות החדשנות	המודל המוצע – הלוואת מזני
חוב נכס מוחשי	הון מניה וזכויות תאגידיות	הון בחינת ועדה	חוב בכיר הון ונכסים
מועד פירעון דוחות כספיים של החברה	דיווידנד והנפק בדיקת נאותות מצד המשקיע	תמלוגי מכירות ועדת האישור בהתאם למסלול	פירעון היברידי ועדת האישור, דוחות כספיים, אנליזה
קיים	אין – קיימת מעורבות בניהול	קיים	פיקוח שוטף חלקי שגובר בעת ההבשלה ובעת אי-עמידה בתנאי ההלוואה
לא מומחה	מומחה, בעיית נציג עקב שונות אינטרסים	מומחה	מומחה

מטבלה 2 עולה כי המודל המוצע מאפשר לרשות החדשנות להתגבר על חסמי הכניסה להשקעות בהייטק הישראלי באמצעות סמכויותיה של ועדת האישור לאסוף מידע על החברה ולערוך אנליזה בעת הצורך, כנגזר מהיקף ההשקעה המשמעותי. כך רשות החדשנות מתגברת על בעיות מומחיות ופערי מידע. נוסף על כך, תנאיה של הלוואת המזנין מאפשרים ריכוך של בעיות נציג וסיכון מוסרי והתגברות מסוימת עליהן. כלומר, סמכויות איסוף המידע ביחס לחברה מושא ההשקעה מגשימות את האינטרס של הרשות בהפחתת הסיכון לכספיה ובהגברת היציבות של השקעותיה. באופן דומה, יכולת הפיקוח על פעולות החברה עקב מעמד ההלוואה כחוב עוקב לחוב בכיר מקדמת גם היא את היציבות, ואף מהווה תמריץ לצמיחה, בשככה

אינטרסים נוגדים של בעלי מניות שונים בחברה. לכן המודל המוצע יוצר גיוון במקורות המימון הקיימים בשוק.

בהמשך אדון בהתאמתו של המודל למבנה ההון של חברת ההזנק, אך אקדים ואומר כבר כעת כי הפעלת המודל המוצע בשלבי הגיוס המאוחרים של חברת ההזנק עשויה להסיר חסמים המונעים את כניסתה של החברה לשוק ההון ולעודד צמיחה במקום הנפק מוקדם.

לסיום חלק זה, ובטרם אדון באמות המידה להפעלת המודל המוצע, אציין כי אני מודע למחקר משנת 2014 שהמליץ על הקמת קרן הלוואות מזנין בתמיכה ממשלתית.¹³⁶ המודל שאני מציע נבדל ממסקנותיו של אותו מחקר בעצם הצעתי ליצור בסיס משפטי לביצוע הלוואות המזנין. כמו כן, נייר זה מניח תשתית לביצוע הלוואות מזנין בחברות הזנק באמצעות סמכותה הייחודית של רשות החדשנות, ולא כהמלצה כלכלית כוללת.

2. תנאי הסף ואמות המידה להפעלת המודל

הלוואות המזנין, מעצם טבעה, היא הלוואה לטווח קצר, ולכן היא מיועדת להספקת ההון הדרוש כדי להשלים פעולה או פרויקט עסקיים מסוימים.¹³⁷ הסיכון הגלום בה, אם כן, הוא חוסר יכולת היפרעות של המלווה עקב כשלון הפרויקט, וזאת בצד העדר נכס משועבד. סיכון זה מתעצם בחברת הזנק, אשר אין לה לרוב נכסים מוחשיים שניתנים לשעבוד, ואשר שווייה נגזר לרוב מהמודל העסקי, מהקניין הרוחני ומההון האנושי שקיים בה.¹³⁸ עם זאת, הלוואות המזנין מהווה חוב בכיר, ולכן גם במצב של פירוק וגם במצב של ביצוע הנפק יוחזרו כספי הציבור שהולוו על ידי רשות החדשנות, גם אם באופן יחסי. אף על פי כן, לנוכח הסיכון ליכולת ההיפרעות קיימת חשיבות לקביעת תנאי סף ואמות מידה מהותיות, שעליהם אעמוד עתה. מבין החברות שיעמדו בתנאי הסף ואמות המידה שיפורטו להלן ייבחרו החברות המתאימות לקבלת הלוואה בהתאם למודל המוצע על פי תבחינים שתקבע רשות החדשנות ותציג במועד פרסומו של הקול הקורא לקבלת הלוואה. תבחינים אלו יהיו נתונים לשיקול דעתה של רשות החדשנות, ויגלמו אינטרסים חברתיים בתחומי ההשקעה.

(א) תנאי סף מהותיים

אציג תחילה את התנאים המוצעים, ולאחר מכן אסביר את המטרה העומדת מאחורי כל אחד מהם.

136 ימית נפתלי ואח' מעורבות ציבורית בקרנות מימון פרטיות לעסקים ובינניים (2014).

137 Silbernagel & Vaitkunas, לעיל ה"ש 126, בעמ' 2.

138 Kyle Tondo-Kramer, *Increasing Access to Startup Financing Through Intellectual Property Securitization*, 27 JOHN MARSHALL J. COMPUTER & INFO. L. 613, 618 (2010).

1. מגיש הבקשה אינו בעל חשבון מוגבל, ואינו נמצא בתהליך של כינוס נכסים, הקפאת הליכים, פירוק וכדומה.
2. התוכנית מושא הבקשה לא תבצע על פי הזמנה של אחר תמורת תשלום מלא או חלקי שניתן כנגד זכויות בעלות – חלקיות או מלאות – בידע או במוצר.
3. כאשר המבקש הוא יזם, עליו להיות תושב ישראל המתגורר בה דרך קבע או יזם זר שאושרה לו ויזת חדשנות ליזמים בחו"ל ואשר ישהה בישראל במהלך כל תקופת קבלת ההלוואה או עד למועד הבשלת הזכות לפירעון.
4. המבקש התחייב שהוא יהיה הבעלים של הידע שינבע ממחקר ופיתוח על פי התוכנית המאושרת ושל כל הזכויות שינבעו ממנו, לרבות זכויות קניין רוחני, מרגע היווצרותן.
5. כאשר המבקש הוא חברה פרטית בעירבון מוגבל שהתאגדה כדין בישראל ופועלת בהתאם לדיניה של מדינת ישראל – החברה היא בעלת המוצר מושא הבקשה והזכויות בו אינן משועבדות, והחברה מעסיקה את אנשי המקצוע הדרושים לייצור המוצר.
6. מניות החברה מוחזקות במישרין על ידי היזם, ולא באמצעות חברה שבבעלותו. על אף האמור, ייתכן שעד 50% ממניות החברה יוחזקו על ידי צד אחר.
7. יחולו הוראות בנוגע לידע, להעברתו ולהעברת הייצור אל מחוץ לישראל כפי שנקבעו במסלול הטבה 1 של רשות החדשנות.¹³⁹

תנאים 1, 2, ו-4 מקורם במסלול הטבה 1.¹⁴⁰ תכליתם היא הגנה על הנכס (המוצר) שבידי המיזם או היזם מפני השפעות חיצוניות ואינטרסים שזרים לחדשנות טכנולוגית. באמצעות תנאים אלו ניתן לבחון את השפעת התמריץ הכלכלי על היזם להמשיך להחזיק בחברה ולפעול לצמיחתה ולהרחבתה, ולוודא שהוא לא יהיה כפוף לזכויות של אחר.

תנאים 3, 5 ו-6 מבוססים על ההוראות של מסלול הטבה 9.¹⁴¹ תכליתו של תנאי 3 היא לסנן יזם שאין לו זיקה לישראל ואשר עלול להעביר את הקניין הרוחני ואת מרכז המו"פ לחו"ל, וכפועל יוצא מכך לגרום ל"בריחת מוחות" מישראל. תכליתם של תנאים 5 ו-6 היא לוודא שהחברה אכן בשלבי צמיחה ושהיזם הוא בעל השליטה (או שיש בידיו אחוז החזקות שמבטיח כי הוא אינו מוכפף לאינטרס של קרן הון סיכון וכי יהיה אפשר לבצע הנפקה מתוך החזקותיו), על מנת שיתאים לתוכנית המוצעת ויתומרץ לעבר ביצוע IPO.

תנאי 7 נועד ליצור קוהרנטיות עם נהליה של רשות החדשנות ולהחיל את המגבלות שהיא קבעה ביחס ליתר מסלולי ההטבה גם על המודל המוצע. בבסיסן של מגבלות אלה עומד הרציונל שחברה אשר נהנית ממענקיה של רשות החדשנות תתחייב להשאיר את נכסיה ומרכזי התעסוקה שלה בישראל, ובמקרה של מכירת הנכסים והעברתם אל מחוץ

139 מסלול קרן המו"פ, לעיל ה"ש 70, בס' 14–15.

140 שם, בס' 6.

141 מסלול תנופה, לעיל ה"ש 27, בס' 4.2–4.3.

לארץ, תיהנה הרשות מתמורה מוגדלת, אשר תפצה אותה על הסיכון שנטלה בכספי הציבור שהוענקו למיזם.

(ב) אמות מידה מהותיות

1. מספר העובדים שהמבקש מעסיק, קיומו של מודל עסקי להרחבת החברה, עצמאות של הנהלת החברה ויישום כללי ממשל תאגידי;
2. פוטנציאל הצמיחה העסקי-הכלכלי של המבקש עקב הצלחת התוכנית מושא הבקשה, ובפרט ההיתכנות שהמבקש יוכל להמשיך להחזיק במשרה ניהולית בחברה;
3. רמת החדשנות הטכנולוגית, האתגרים הכרוכים במימושה ומידת הייחודיות של התוכנית מושא הבקשה, האפשרות לפיתוחים נגזרים על בסיסה ופוטנציאל הגדילה בהיקף הפעילות מכוחה;
4. יכולות המבקש, ובכלל זה יכולות הניהול והיכולת להביא לידי השלמת התוכנית מושא הבקשה ומימושה העסקי.

תכליתה של אמת מידה 1 היא לבחון את היכולת והנכונות של המבקש והחברה להתרחב, ואת עצמאות השיקולים העסקיים העומדים בבסיס פעילותם. בחברת הזנק, שבה לרוב יש מעט בעלי מניות, שחלקם בעלי מניות בכורה וחלקם בעלי מניות רגילות, יש לוודא שההנהלה אכן מסוגלת לקבל החלטות מקצועיות שישרתו את האינטרס של החברה לטווח הארוך, ולא את האינטרס של בעלי מניות הבכורה לטווח הקצר. במסגרת אמת מידה זו ייבחנו כללי הממשל התאגידי שהחברה (בהיותה פרטית) בחרה להשית על עצמה באמצעות הסכמתם של בעלי המניות, כגון קיומו של דירקטוריון, ועדות בדירקטוריון וקיומן של זכויות מסוימות מכוח הסכמים בין בעלי מניות.¹⁴²

אמות מידה 2, 3 ו-4 מקורן במסלול הטבה 1 עם התאמות מיוחדות למודל המוצע.¹⁴³ תכליתן היא לבחון הן את פוטנציאל ההצלחה של המיזם מבחינה עסקית וטכנולוגית והן את המוטיווציה של היזם לנהל חברה בבעלותו ולבצע פיתוחים טכנולוגיים נוספים במסגרתה. אמת מידה 4 בפרט נועדה לבחון אם היזם עצמו, העומד מאחורי הבקשה, מתאים לרציונל העומד בבסיס המודל המוצע, דהיינו, ליזם יש יכולת ניהולית ומוטיווציה לפיתוח ולצמיחה. אמת מידה זו מבטאת ראייה רחבה של פוטנציאל הגשמתן של מטרות המודל המוצע בעת השקעה בחברה ספציפית המונהגת על ידי יזם או יזמים מסוימים.

142 הסכמים בין בעלי מניות בחברת הזנק עלולים להעניק זכויות שליטה למשקיעים מסוימים באופן שאינו תואם את אחווי החזקותיהם. על רשות החדשנות לוודא שלהנהלת החברה יש עצמאות מספקת כדי לנהל נכון את השימוש בהלוואה. על הסיכונים בהסכמי בעלי מניות ראו, בהרחבה, Jill E. Fisch, *Stealth Governance: Shareholder Agreements and Private Ordering*, 99 WASH. U. L. REV. 913, 931-932 (2021).

143 מסלול קרן המו"פ, לעיל ה"ש 70, בס' 6.2.

3. התאמתו של המודל המוצע למבנה ההון של חברת הזנק

בחירתה של הלוואת המזנין כמודל לתמיכה בחברות הזנק נעשתה מתוך הכרה ביכולתה לאפשר לרשות החדשנות לעמוד באופן אפקטיבי על האינטרסים שלה במסגרת ההחלטות המתקבלות בחברה. בדרך זו תוכל הרשות לייצג את אינטרס הצמיחה בחברת הזנק אל מול בעלי מניות או משקיעים עם אינטרס קצר טווח נוגד, ולהתמודד עם תופעת ההנפק המוקדם. מכיוון שחוק המו"פ אוסר כאמור על רשות החדשנות לבצע רכישה של מניות, הלוואת המזנין ההיברידית, כחוב בעל מעמד בכיר לטווח קצר ובכמות משמעותית, עשוי להיות אמצעי לחסימת החלטות נוגדות צמיחה ולגיבוי מדיניות של התרחבות בחברה. אומנם, זוהי התערבות בוטה של רשות החדשנות, כגוף מנהלי, בקניינו של הפרט ובהחלטות מסחריות. אולם התערבות זו נחוצה לטענתי במדינת ישראל, לנוכח הפערים החברתיים-כלכליים המשמעותיים הקיימים בה.¹⁴⁴ על ההצדקות שתומכות בקידום התערבות זו אעמוד בפרק הבא.

בטרם אדון בהשתלבותו של המודל המוצע במבנה ההוני של חברות הזנק, אקדים ואתאר בקצרה מבנה זה, אשר הכתיבה עליו בישראל אינה ממצה, אף שבספרות הזרה נכתב עליו רבות.¹⁴⁵

מבנה ההון של חברת הזנק נגזר מהאופי של גיוסי הכספים שנעשו לאורך חיי החברה. נהוג לחלק את סבבי גיוס הכספים של חברת הזנק לשבעה שלבים: pre-seed, seed, early stage, round A, round B, round C, later rounds. בשני השלבים הראשונים אין לחברה שום נכס נזיל או הכנסות, ולכן הכסף הראשוני מגיע לרוב מן היזם או משפחתו, ומטרתו היא לקדם את ההתפתחות העסקית הראשונית.¹⁴⁷ עקב העדר ההכנסות והנכסים הנזילים, חלופה מימונית של גיוס חוב (באמצעות הלוואה בנקאית, אשראי וכדומה) היא בלתי אפשרית, וכל גיוס בחברה נעשה על בסיס מכירת הון המניות.¹⁴⁸

מבחינת המודל העסקי של החברה, בשלבים הראשוניים (early stage) כבר יהיה לרוב פיתוח טכנולוגי מספיק להכנת המוצר לייצור וליציאה לשוק (מה שמכונה שלב

144 מנתוני הלמ"ס עולה כי משכורת ממוצעת של שכיר בהייטק גבוהה פי שניים ממשכורת ממוצעת של שכיר במשק. יש לזכור כי מדובר בחישוב ממוצע, שעליו יש להוסיף את העובדה שעובדי התעשיות המסורתיות מצויים מתחת לקו הממוצע. כמו כן, מספר העובדים השכירים המועסקים בחברה בשלה גדול פי עשרה מאשר בחברה בשלבי צמיחה, ועובדה זו מצדיקה באופן מקדמי את מעורבותה של המדינה. ראו נתוני הלמ"ס, לעיל ה"ש 5, בעמ' 6.

145 לכתיבה זרה ראו Pollman, לעיל ה"ש 13; Mann, O'Sullivan, Robbins & Roberts, לעיל ה"ש 135, ועוד. לתחילתו של מהלך בכתיבה המשפטית הישראלית ראו יפעת ארן "דיני חברות הזנק"

משפטים נג 31–36 (צפוי להתפרסם ב-2024).

146 Pollman, לעיל ה"ש 13, בעמ' 173–174.

147 שם, בעמ' 170.

148 Mann, O'Sullivan, Robbins & Roberts, לעיל ה"ש 135, בעמ' 817.

ה־go to market).¹⁴⁹ בשלב זה תיערך חברת ההזנק לגיוסים בהיקף משמעותי יותר מהגיוסים בשלביה המוקדמים. בבסיס הגיוסים כעת תעמוד התכלית של תחילת ייצור אמצעי ההכנסה לחברה או הגדלת שווייה. כלומר, הגיוסים שיתבצעו עתה יהיו בהיקף משמעותי, ללא יכולת להבטיח את החזרתם באמצעות הכנסות, והשימוש בהם יהיה למטרות תפעוליות שאינן משיאות רווח בשלב זה למשקיעים. מכאן שכל עוד לא יופקו רווחים, קיימת ציפייה סבירה שייכנס סבב נוסף של השקעה ללא חלוקת דייוידנד.

נובע מכך שבעוד שהמייסד והמשקיעים הראשונים בחברה קיבלו אחוזי החזקות מהותי בעבור סכום קנייה נמוך,¹⁵⁰ משקיעי השלבים המתקדמים יותר מכניסים סכום גבוה הרבה יותר בתמורה לאחוזי החזקה דומים או קטנים מהם, ומשכך האינטרסים שלהם שונים.¹⁵¹ כאמור, החברה לא תוכל על פי רוב להסתפק בסבב גיוס אחד, אלא תזדקק לשלושה סבבי גיוס בממוצע כדי להגיע לבגרות. ההיגיון המוצג לעיל נשמר בכל אחד מהסבבים, שכן שווי החברה עולה לאחר גיוס הון ובעקבות פיתוח עסקי, וסכומי ההשקעה עולים בהתאמה בעבור מספר דומה או אף קטן יותר של מניות.

גיוס סכומים כאלה בישראל נעשה ברובו, כאמור, מקרנות הון הסיכון. קרנות ומשקיעי הון סיכון פרטיים פיתחו מנגנונים שונים כדי להגן על הונם וכוחם בחברה, למנוע דילול ולהשפיע על החלטות מהותיות.¹⁵² מנגנונים אלו יוצרים את אופיו הייחודי של הריבוד ההוני בחברת ההזנק. ניתן להניח כי כל משקיע בחברת הזנק יבקש הטבות וזכויות מהותיות ו"חזקות" יותר מהמשקיע שלפניו. לפיכך המשקיע האחרון הוא בעל ה"כוח" הרב ביותר ומידת ההשפעה הגדולה ביותר על פעולותיה של החברה. על פי רוב, קרן הון סיכון תבצע השקעה בעבור מניות בכורה, שבאמצעותן היא מפחיתה את הסיכון להפסד על כספי ההשקעה במקרה של פירוק.¹⁵³ נוסף על כך, קרנות הון סיכון עשויות לדרוש זכויות כגון מינוי דירקטור בדירקטוריון החברה, יצירת חובות דיורח

149 Pollman, לעיל ה"ש 13, בעמ' 167–168.

150 אנג'ל, למשל, ישקיע לרוב בסכומים של 50,000–200,000 דולרים בתמורה ל-20%–25% ממניות החברה. ראו ענבל אורפז "מפת האנג'לים המלאה נחשפת: הכירו את האנשים שמתדלקים את ההיי-טק הישראלי" *TheMarker* (7.12.2015) <https://did.li/cliZH>. בארצות הברית סכומים אלו עשויים לטפס עד ל-2 מיליון דולרים, תלוי בגורם המשקיע ובאופי ההשקעה. על חשיבות האנג'לים וניתוח הרצינוגלים העומדים בבסיס ההכרה בהם ראו Darian M. Ibrahim, *The (Not So) Puzzling Behavior of Angel Investors*, 61 VAND. L. REV. 1405 (2008).

151 Fisch, לעיל ה"ש 142, בעמ' 928.

152 Pollman, לעיל ה"ש 13, בעמ' 173; Mann, O'Sullivan, Robbins & Roberts, לעיל ה"ש 135, בעמ' 827.

153 מעבר לזכויות היתר שמניות בכורה מקנות ביחס לדיווידנדים, במצב של פירוק הן נהפכות לחוב, ובכך מקדמות את בעלי המניות בסדר הנשייה. על ההבחנה בין מניות בכורה למניות רגילות ראו שם, בעמ' 818–819.

וגילוי ספציפיות על פעולות מהותיות ופריסת ההשקעה (staging), כדי להגביר את הבקרה והפיקוח על ההתנהלות של היזם והנהלת החברה.¹⁵⁴ המסקנה העולה מן האמור היא שמבנה ההון של חברת ההזנק הוא ייחודי, משתנה מחברה לחברה, ומושפע ממערכת היחסים בין בעלי המניות (קרי, המשקיעים). לכן, לשיטתי, הלוואת המזנין ההיברידית היא כלי שבאמצעותו תוכל רשות החדשנות להטות את הכף של מערכת האינטרסים ולהכווין את חברת ההזנק לצמיחה.

4. היבטי השימוש בהלוואת המזנין לנוכח מבנה ההון הייחודי של חברת ההזנק

ראשית, הלוואת המזנין אינה מדללת את היזם בתמורה למימון. נוסף על כך, מכיוון שמדובר בהלוואה הניתנת באמצעות מסלול הטבה, היזם אינו נאלץ לשעבד את קניינו הרוחני או את נכסיו הפיזיים, תחת המגבלות המפורטות לעיל. מכאן שהיזם יוכל להשקיע בפיתוח החברה ובהרחבתה, ואף לפנות לחיפוש אחר מקור ליצירת נזילות קבועה. לעומת זאת, ובשונה מהאפקט הנוצר עקב דילול, המודל המוצע משאיר סיכון מוסרי אינהרנטי הנגזר מהמסך התאגידי, וכן אינו מעלים לחלוטין את החשש מחוסר יכולת פירעון.

שנית, סבב גיוס C או סבב גיוס מאוחר נעשים בהיקף משמעותי ובעבור אחוז החזקות שהופך את היזם למיעוט בקרב בעלי המניות. על פי רוב, בסבב כזה יגויס הכסף ממשקיע שכבר קיים בחברה ומעוניין להגדיל את החזקותיו לקראת מועד מימוש התשואה על השקעתו. הלוואת המזנין מנטרלת אם כן את השפעתו של המשקיע הפוטנציאלי, כי היא משאירה את אחוז החזקות הקיים כפי שהוא. נוסף על כך, כניסתה של הלוואת המזנין עשויה לקדם את החברה, להעלות את שווייה במהירות (ולכן היא תהיה מוסכמת גם על קרן הון הסיכון, שאינה נדרשת להוציא לשם כך עוד כסף מכיסה) ולסייע בקבלת מימון נוסף בתנאים נוחים יותר על בסיס הון עצמי גדול יותר של החברה.¹⁵⁵

שלישית, בשלב זה יתקשה היזם לגייס מימון נוסף שאינו מקרן הון הסיכון שהשקיעה בחברה קודם לכן, משום שהעדר יכולת לגייס כסף נוסף מקרן הון הסיכון הקיימת מאותת ליתר הקרנות בשוק על העדר פוטנציאל למימוש התשואה בטווח הקרוב או לחלופין על מערכת יחסים בעייתית בחברה שמקשה את מְרוּב הרווח.¹⁵⁶ לכן מתן

154 שם, בעמ' 827. באמצעות ההשקעה בשלבים קרן הון הסיכון מגדילה את החזקותיה בחברה כל עוד היא צופה פוטנציאל לתשואה. ראו ארן, לעיל ה"ש 145, בעמ' 13–14.

155 Silbernagel & Vaitkunas, לעיל ה"ש 126, בעמ' 3.

156 קרנות הון סיכון מסוגלות לבצע איתות לשוק, אשר בלייר וסטאוט מגדירות אותו "סנקציה שוקית". ראו, בהרחבה, Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, *Trust, Trustworthiness, and the Behavioral Foundations of Corporate Law*, 149 U. PA. L. REV. 1735, 1748 (2001).

הלוואת מזנין בשלב זה על ידי רשות החדשנות עשוי להשאיר את החברה בחיים ולמנוע את חיסולה או מכירתה.

טענה זו מעלה ספק שמא חברה שאינה מושכת השקעות אינה מצדיקה התערבות מצד המדינה, בוודאי לא בסדר גודל רחב. אם המיזם אינו מצליח עקב חוסר יכולת ניהולית או עסקית של היזמים או בשל אופי הטכנולוגיה – דינו להיסגר. יתר על כן, ייתכן שמתן הלוואה לחברה שנועדה להיכשל יגרור השקעות נוספות מצדדים שלישיים, אשר יוטעו עקב התערבות הרשות. טענה זו נכונה, לדעתי. עם זאת, כפי שצייתי לעיל, האינטרס של המשקיע הפרטי הוא לזכות בתשואה בזמן קצר; הוא אינו מונע משיקולים שוקיים לטווח הארוך. על כן התערבות המדינה בשלב זה היא קריטית, ויכולה להוביל בטווח הארוך לקיומה של חברה המעסיקה עובדים רבים ומקיימת מרכזי ידע ופיתוח. אינטרס זה אינו מיוצג על ידי בעל מניות השואף לראות תשואה מיידית. לחלופין, מתן הלוואה יכול לאפשר את יציאתם לשוק של מוצר או טכנולוגיה נחוצים ובעלי חשיבות לציבור. כלומר, בדומה להטבות שרשות החדשנות נותנת למגזרים ספציפיים בהייטק,

מתן הלוואה יוכל להגן על אינטרס חברתי מסוים שאינו בעל ערך כלכלי בלבד.¹⁵⁷ אולם טבעי שהרשות – בדומה ליתר המשקיעים הקיימים בשוק, דוגמת קרנות הון הסיכון – תזהה חברות הזנק בעלות פוטנציאל הצלחה גבוה ותצפה לתת להן הלוואה. אין ביכולתה של הרשות ליתן הלוואות בהיקף שיתר את קרנות הון הסיכון, ואף אין הדבר רצוי. הווה אומר, המודל המוצע אינו מהווה פתרון יחיד לתופעת ההנפק המוקדם, וביני לבניי איני סבור כי מתן מענה מוחלט הוא דבר רצוי, שכן ההנפק המוקדם מהווה גם ביטוי ואמצעי להשתכללות השוק. עם זאת, קיומו של מקור מימוני שמגלם בתוכו אינטרסים ארוכי טווח עשוי ליצור תחרות בקרב משקיעי הון הסיכון ולעודד יצירה של פתרונות נוספים שיתאימו לאינטרס זה, דוגמת "קרנות עֵד" (evergreen) שיחלו להיכנס לזירת ההייטק וליצור פתרונות השקעה חדשים.¹⁵⁸

לבסוף, יש לציין את פיזור הסיכון של כספי הרשות (הלוא הם כספי משלם המיסים) בין הרשות, החברה ויתר המשקיעים. עד כה פעלה רשות החדשנות בפורמט של מתן מסלולי הטבה בדמות השקעה ללא תמורה (או בעבור תמורה בתמלוגים במקרה של הצלחה) בכפוף לעמידה בתנאי סף. כלומר, הרשות פיזרה את הסיכון באמצעות מתן הטבות רבות אשר ברוב המקרים לא החזירו את עצמן עקב כשלון המיזמים. המודל המוצע מגן על כספי הרשות, שכן סיווגו כחוב בכיר מבטיח החזרה של חלק מסוים ממנו

157 על מסלולי התמיכה בחברות שמגשימות אינטרסים חברתיים וציבוריים ניתן ללמוד מאתר רשות החדשנות <https://innovationisrael.org.il/Startup>.

158 קרנות עֵד הן קרנות אשר פועלות לתקופת זמן בלתי מוגבלת ושומרות על נזילות תמידית באמצעות חלוקת דייווידנדים ו"מחזור" של השקעותיהן. זהו מנגנון שוקי שעשוי לקדם אינטרסים ארוכי טווח, וייתכן שדווקא תחילתה של תחרות על אינטרסים אלו עשויה לקדם את פיתוחו. ראו, לדוגמה, ערן סביר "מקרה הון סיכון לקרן על – האם שותפויות המו"פ הן חוליה בדרך לפתרון?" **גלובס** <https://did.li/dkplw> (13.12.2021).

גם במקרה של כשלון המיזם ופירוק החברה,¹⁵⁹ וכן את יכולתה של הרשות להשפיע על אופן קבלת ההחלטות בחברה ולגבות את מנהלי החברה בהחלטות בעלות תועלת ארוכת טווח, בהינתן שהחברות הזכאיות לקבלו הן חברות בשלבי צמיחה בעלות הון ונכסים בהיקף מסוים. נוסף על כך, מכיוון שמדובר בהשקעה בשלב מאוחר של צמיחת החברה, קיימת יציבות מסוימת ויכולת צפיות גבוהה יותר באשר לסיכויי הצלחתה. זאת, בהתחשב באינטרס השונה של רשות החדשנות לעומת משקיעי הון הסיכון – השאיפה לחברה בוגרת בעלת הכנסות ורווחים. במצב שבו הלוואת המזנין תינטל כדי להשלים את ההון הנדרש לביצוע הנפקה בבורסה, האפשרות לפרוע את החוב תהיה מהירה יחסית, ולכלל בעלי המניות בחברה תיווצר נזילות.

עם זאת, יש לשקול את היקף העלות המוטלת על רשות החדשנות במימוש מודל מוצע זה.¹⁶⁰ הלוואת מזנין בגובה של עשרות מיליוני שקלים היא בגדר העמדת כספי ציבור רבים בסיכון. במקרה כזה, ובניגוד לסכומים הקטנים יחסית שמושקעים עד כה, אם חברת ההזנק תיכשל, מדובר בהפסד של כסף רב ובתנאים שאינם מבוקרים כמו בחממות טכנולוגיות.¹⁶¹ נוסף על כך, מבחינה התנהגותית נוצר תמריץ חסר, שכן יזם אשר אינו מסכן את כספו או קניינו הפרטיים ומוגן על ידי עקרון האחריות המוגבלת עלול להשקיע פחות בהצלחת המיזם. העדר סנקציה כלכלית כלפי היזם במקרה של כישלון מגלגל למעשה את הנטל על כתפיהם של בעלי המניות האחרים בחברה.

לאחר שעמדתי על יתרונות שוק ההון, על המודל המוצע, על מאפייניה של הלוואת המזנין ועל התאמתה למבנה ההון של חברת ההזנק והשתלבותה בו, אפנה בתת-פרק הבא לבחון אם המודל של הלוואת מזנין היברידית אכן עשוי לספק את ההכוונה הרצויה של חברות הזנק להנפקה בבורסה הישראלית.

159 מכיוון שמדובר בהשקעה בסכב מאוחר, יש להניח שלחברת ההזנק כבר יש נכסים מסוימים בעלי שווי ממשי, כגון פטנטים, זכויות בקניין רוחני אחר או אפילו טכנולוגיה מסוימת שניתן למכור. לכן במצב של פירוק או מכירת הקרביים יתאפשר פירעון מסוים של ההלוואה.

160 לדוגמה, בשנת 2021 השקיעה רשות החדשנות כספים בסדר גודל של כ-184,750,000 ש"ח בזירת ההזנק וכ-1,485,800,000 ש"ח בזירת הצמיחה. איני מתיימר להבין את שיקולי התקציב ואת אופן חלוקת התקציב הנכונה, אך ויסות של רבע מיליארד ש"ח למודל המוצע, המהווים כ-15% בלבד מהסכום הכולל שהושקע בזירות ההזנק והצמיחה בשנת 2021 וכרבע מסכום ההשקעה במוסדיים (ראו ה"ש 131 לעיל), עשוי להוביל למתן הלוואה בהיקף מספק לשתיים עד שלוש חברות בשלבים מתקדמים. ראו רשות החדשנות דו"ח שנתי: מצב ההיי-טק 2022 53-69 (2022).

161 מודל החממה הטכנולוגית מאפשר מימון בסכומים משמעותיים יותר באופן יחסי אך תחת בקרה ופיקוח – היזם יכול לקבל מימון עד 1,700,000 ש"ח בתקופה של שנתיים, ובשנה השלישית לגייס מימון נוסף של עד כ-500,000 ש"ח. הפיקוח מתבטא, בין היתר, בדרישת המסלול לביצוע כל פעילות המופ בתוך החממה ובעבור 20% ממניות החברה. זכיין החממה רשאי, על פי כללי המסלול, לנהל משא ומתן עם היזם לגבי החזקת נוספות. ראו מסלול חממות טכנולוגיות, לעיל ה"ש 27.

5. התגברותו של המודל המוצע על אתגרי ההנפקה

כעולה מן הדיון בהתאמתו של שוק ההון כמקור מימוני לחברות הזנק, ¹⁶² על מנת שהמודל המוצע יהיה אמצעי להכוונת חברות הזנק לביצוע הנפקה בבורסה הישראלית, עליו להתמודד עם שלושה אתגרים מרכזיים: (1) אתגר כלכלי-ניהולי; (2) עמידה בתנאי הסף; (3) אטרקטיביות לביצוע הנפקה בישראל.

ראשית, המודל המוצע נותן מענה ראוי, לדעתי, לאתגר הכלכלי-ניהולי. הנימוק לכך הוא שהלוואת המזנין היא הלוואה בהיקף גדול שמתמודדת עם עלויות ההנפקה עצמה. נוסף על כך, מסלול ההטבה יינתן בכפוף להשקעה בפרויקט עסקי שיכלול הנפקה. משמעות הדבר היא שהחברה לא תוכל להשתמש בכספי הלוואה כדי לבצע פעולות תפעוליות שוטפות מבלי לייעד תקציבים לקידום פרויקט ההנפקה. זאת, עקב אמות המידה הנבחנות במסגרת מסלול ההטבה, מעמדה של הלוואת המזנין כחוב בכיר והמגבלה לגבי נטילת חוב בעל מעמד גבוה יותר. רשות החדשנות תוכל כמלווה לפקח על פעילות החברה וצמיחתה. מכיוון שההלוואה תינתן כתחליף לסיבוב גיוס מתקדם, היא תמנע למעשה את דילול החזקותיו של היזם ותשאיר בידי שליטה רבה יותר. שמירת אחוז החזקות תשאיר בידי היזם את הגמישות הניהולית לבצע הכנות עסקיות והתאמות של ממשל תאגידי לקראת הנפקה.

שנית, הלוואת המזנין תספק השלמת הון בהיקף רחב ותעלה את שווי החברה. לכן היא תאפשר לחברת הזנק המצויה בשלבי צמיחה לבצע הנפקה לכל הפחות בבורסה הייעודית. מכיוון שמדובר בחברה צעירה יחסית, ששווייה ככל הנראה אינו עולה על 300 מיליון ש"ח, תוכל החברה לבצע גיוס ראשון בבורסה הייעודית ובכך להגדיל במידה משמעותית את נזילות מניותיה. לאחר מכן תוכל החברה להיפרע מהחוב או לשמור על הונה תוך כדי החזרת הלוואה לרשות החדשנות בתשלומים, שבמהלכם תוכל החברה להמשיך להתרחב. הנפקה בבורסה הייעודית או הראשית תחשוף את החברה, ככל הנראה, לאפשרות של הנפקת אג"ח וקבלת השקעה מגופים מוסדיים. עובדה זו תפחית את התלות בקרן הון הסיכון.¹⁶³ מבחינתן של קרנות הון הסיכון, נזילות זו היא צעד רצוי, שכן החזקת מניות נזילות של חברה מתרחבת בפורטפוליו היא אמצעי להבטחת ודאות בקרנות למשקיעים שלהן עצמן. ניתוק התלות של החברה בהשקעות גדולות מצד קרן הון הסיכון מפחית את הסיכון הנשקף לכספי הקרן, ומשאיר לה את האפשרות לבצע הנפק של מכירת מניות בשוק ההון מבלי למכור את החברה ולהסיר את היזם.

¹⁶² ראו פרק ב לעיל.

¹⁶³ כאמור, קרן הון הסיכון מבצעת השקעה באופן מדורג לרוב, מה שמחייב את החברה להתיישר לפי האינטרסים של הקרן כדי לקבל את סבב הכספים הבא. משקיע מן הציבור, לעומת זאת, אינו יכול להתנות את השקעתו ואף אינו יכול להתמקח על מניות בכורה. ראו Darian M. Ibrahim, *Public or Private Venture Capital?*, 94 WASH. L. REV. 1137, 1164 (2019).

לבסוף, עולה שאלת האטרקטיביות של הנפקה בישראל. שאלת האטרקטיביות של הבורסה חורגת מיריעתו של נייר זה וגם מסמכותה של רשות החדשנות. לכן לא אידרש לניתוח השאלה אם מתן הלוואות לתעשיית ההייטק יגדיל את האטרקטיביות של הבורסה מבחינת החברות באותה תעשייה. עם זאת, אניח שחברת הזנק בעלת נושה שהוא מדינת ישראל עשויה להמשיך לפעול בישראל, כדי להפחית עלויות סוכן הקשורות לפרעון ההלוואה.¹⁶⁴ נוסף על כך, הפסקת גדילת ההחזקות של משקיע זר וקיומו של מקור מימוני משמעותי פוגעים בתמריץ של החברה להנפיק במדינה זרה.¹⁶⁵

פרק ד: ההצדקות להתערבות ממשלתית

תעשיית ההייטק תוארה כקטר הצמיחה של המשק הישראלי, לנוכח האקו־סיסטם הכלכלי והחדשני שהיא הביאה איתה. אולם הנתונים מלמדים שהקטר נשלט על ידי ציבור מסוים במשק הישראלי – התשואה מפירות ההייטק נקטפת על ידי שחקנים חוזרים וקרנות הון סיכון, ועובדי ההייטק הם נתח קטן בחברה הישראלית, שאינו מתרחב.¹⁶⁶ הנקודה שבה בחרתי כאמור להתמקד היא דילמת ההנפק המוקדם, שהפנייה במסגרתה לשוק ההון עשויה לתרום להתבגרותה של חברת ההזנק ולהוביל להשפעה רוחבית חיובית. הווה אומר, לתעשייה הפרטית יש השלכה רוחבית על המשק הישראלי – הפערים בין עובדי תעשיית ההייטק לעובדי התעשיות המסורתיות ניכרים ומוכרים לכל. לכן התמודדות עם תופעת ההנפק המוקדם עשויה להגשים את מטרותיו של חוק המו"פ במובן האיכותני.

על רקע אלה קמות ההצדקות להתערבות מדינית בשוק. המחוקק כבר הגדיל להתערב בעבר בשוק באמצעות החוק לעידוד השקעות הון, התשי"ט-1959, ומאוחר יותר באמצעות חוק המו"פ. החוקים הללו מגלמים את האחריות החברתית של המדינה כלפי אזרחיה, אשר נולדת מקום שיש פערים חברתיים-כלכליים ותעשייה מסוימת נהנית מפירות רבים אשר הגישה של יתר האוכלוסייה אליהם חסומה.¹⁶⁷ אחריות זו מצדיקה את התערבותה של המדינה בקניינו הפרטי של אדם, כדי ליצור תשואה עודפת למשק ולהרחיב את ההנאה מהתעשייה המסוימת. ביטוי לעיקרון זה ניתן לפגוש בסעיף המטרות של חוק המו"פ, שמציג כיעד את הרחבת מעגל הנהנים מפירות ההייטק

164 ליכט, לעיל ה"ש 113, בעמ' 566.

165 זאת, לנוכח ההיפותזה המוכחת כי קיומו של משקיע זר מתמרץ הנפקה במדינה זרה. ראו Hursti & Maula, לעיל ה"ש 114, בעמ' 843–844.

166 דוח רשות החדשנות (2021), לעיל ה"ש 34, בעמ' 43–45.

167 בוקשפן, לעיל ה"ש 120, בעמ' 82.

באמצעות מתן הטבות שמאפשרות למדינה (ובמקרה זה משרד הכלכלה והתעשייה ורשות החדשנות) להתנות קבלת הון בהגשמת יעדים עסקיים מסוימים.¹⁶⁸

1. רווחה מצרפית באקו־סיסטם הציבורי

ככלל, שוק הון משמש מנוע להצמחת הכלכלה ולעידוד ענפי תעשייה. מנקודת מבט של הפרט, שוק ההון מאפשר גיוון השקעות, נזילות נכסים, טיפול בבעיות של סיכון מוסרי ויצירת מוביליות.¹⁶⁹ מנקודת מבט חברתית, שוק הון יעיל עשוי להגדיל את התוצר הלאומי הגולמי (GDP), לסייע לממשלה לגייס הון לצורך פעולותיה, ולערב אנשים פרטיים בפעולות ורווחים הנובעים מהתנהגות של תאגידים.¹⁷⁰ כלומר, מעבר להיותו מכשיר פיננסי שמסייע בהצמחת חברות ובפיתוח תעשיות באמצעות גיוסי כספים, שוק ההון מהווה גם כלי לחלוקת העושר בחברה, שכן מעבר למעגל הנהנים הישירים מגיוסי הכספים קיים מעגל הנהנים מפירות המסחר בשוק ההון, וקיים גם מעגל נוסף של פרטים שנהנים מביצוע השקעות חוצות תעשיות. לגישתי, עידוד חברות הזנק לעשות שימוש במנגנון חלוקתי זה, תחת הסתמכות רחבה על הון סיכון, עשוי להגשים את המטרה של הרחבת התשואה העודפת ומעגל הנהנים מפירות ההייטק, ולהתמודד עם ההשלכות החברתיות של ההנפק המוקדם.

מעבר לכך, לאקו־סיסטם עם חברות ציבוריות רבות יש משמעות לגבי החדשנות במשק. מצד אחד, מחקרים מצביעים על כך שלאחר שחברת טכנולוגיה מבצעת IPO חלה ירידה משמעותית בפעילות המחקר והפיתוח שלה ויש עזיבה של מוחות ויזמים. אולם, מן הצד האחר, היתרון בהתנהגות זו הוא התמריץ שנוצר לחברה הציבורית לבצע רכישות ומיזוגים עם חברות טכנולוגיות נוספות, ולפתח מנגנוני משיכה של מוחות מדעיים חדשים.¹⁷¹ כלומר, חברה ציבורית יוצרת תמריץ יזמי לפעילות של M&A מקומי, ומהווה מרכז משיכה למוחות טכנולוגיים.

מן האמור עולה כי אקו־סיסטם עם חברות טכנולוגיה ציבוריות ובוגרות משמר את היוקרה של השוק (באופן שאינו מנתק בין הקטר לקרונוט), ובכך מאפשר התרחבות של חברות. יתר על כן, שוק כזה יוצר תשתית לפעילות יזמית ולצמיחה.¹⁷² עם זאת, כפי שתיארתי קודם לכן, לשוק ההון יש חסמי כניסה. תכליתם של חסמי הכניסה הללו היא שימור היציבות בשוק והגנה על ציבור המשקיעים. אולם תעשיית ההייטק ניצבת בפני

168 ראו ס' 1 ו-15 לה(ב) לחוק המו"פ.

Geert Bekaert & Campbell R. Harvey, *Capital Markets: An Engine for Economic Growth*, 169 5(1) BROWN J. WORLD AFF. 33, 34-38 (1998).

170 שם, בעמ' 39; דוד קליין "פיתוח השווקים הפיננסיים כתשתית חיונית לצמיחת המשק: המדיניות הדרושה של הממשלה" **רבעון לבנקאות** לח 49, 49 (2003).

Shai Bernstein, *Does Going Public Affect Innovation?*, 70 J. FIN. 1365, 1367, 1391, 1398 171 (2015).

Davide Ravasi & Gaia Marchisio, *Going Public and the Enrichment of a Supportive Network*, 21 SMALL BUS. ECON. 381, 381 (2003) 172.

קטגוריה נפרדת של חסמי כניסה אינהרנטיים הנובעים מאופיין של חברות ההזנק. בין החסמים האלה ציינתי את חובות הגילוי בהקשר הטכנולוגי, את הסיכון הגבוה הגלום בחברות אלו ואת הקושי במשיכת משקיעים הנובע מהעדר רווחים ומקיומם של הפסדים תפעוליים (אשר מגבילים נזילות).

רשות החדשנות עמלה על הקטנת החסמים האינהרנטיים האלה באמצעות יצירת תמריצים כלכליים לעידוד השקעות מצד גופים מוסדיים בחברות הזנק. נראה שמסלולי הטבה אלו הוכיחו את יעילותם לאחרונה בעידוד בנקים וקרנות פנסיה לבצע השקעות בחברות הזנק בשלבי צמיחה ראשוניים.¹⁷³ תמריצים אלו אומנם מגשימים חלק ממטרותיו של חוק המו"פ באמצעות קידום הצמיחה בתעשיית ההייטק, אולם הם משאירים את פירות ההייטק בידי אנשי התעשייה ומרחיבים אותה אך במעט לקהילה הפיננסית המוסדית. לגישתי, נדרשת התערבות נוספת כדי להרחיב ביתר שאת את "התשואה העודפת" ואת מעגל הנהנים מפירות ההייטק.¹⁷⁴

בישראל קיימים פערים קוטביים בין שכבות שונות בחברה.¹⁷⁵ רשות החדשנות נדרשת להפיק תועלת חברתית מעלייתה של תעשיית ההייטק כקטר הצמיחה של המשק הישראלי. חובתה זו נגזרת מחוק המו"פ, הקובע מפורשות את רציונל "התשואה העודפת", המגלם בתוכו תפיסה של צדק חלוקתי. לפיכך, כדי להגביר את השוויון באמצעות הכוונת התנהגות במסגרת המשפט הפרטי, המודל המוצע, אשר מתמרץ חברות הזנק לבחור במסלול עסקי מסוים, מנסה להוביל לשינוי חברתי-כלכלי.¹⁷⁶

ניתן ללמוד לענייננו מהתערבות המדינה בהגבלת שכר הבכירים במשק ובהתמודדות עם תופעת הריכוזיות. בשתי הסוגיות האלה הציבה המדינה מגבלות ותמריצים במשפט הפרטי כדי לשנות התנהגויות כלכליות שהשפיעו על הריבוד החברתי-הכלכלי בישראל.¹⁷⁷ ההתמודדות עם שכר הבכירים והריכוזיות תורגמה לשיח תאגידי של בעיות נציג, שבאמצעותו ניתן מענה פנימי בדיני התאגידים שהיה לו אפקט חברתי. אומנם, הבסיס להתערבות באמצעות חוק הריכוזיות היה שימוש בכספי ציבור על ידי בעלי הון לטובתם הפרטית – הצדקה שאינה חלה בנסיבותינו – אולם ניתן ללמוד ממנה כיצד מנגנון פנימי יוצר תועלת מצרפית. באופן דומה, קידום יזמות וחדשנות בקטר ההייטק עשוי, לטענתי, להגדיל ולהרחיב את התועלת המצרפית, בהתאם לקבוע בחוק המו"פ.

הכוונת ההתנהגות במודל המוצע באה לידי ביטוי בשינוי אופיו ודרישותיו של נותן המימון. עקב מבנה ההון של חברת ההזנק, שעליו עמדתי קודם לכן, יש חשיבות רבה למיהות המשקיע. יכולתו של המשקיע להתנות על יעדים עסקיים או לסכל/לקדם

173 דוח רשות החדשנות (2021), לעיל ה"ש 34, בעמ' 25.

174 עידוד גופים מוסדיים מסייע בעידוד צמיחה בתעשייה, בפיתוח חדשנות וטכנולוגיה ובשמירה על מקומות תעסוקה, בהתאם לס' 1(1), 1(3), 1(3א) לחוק המו"פ. עם זאת, גופים מוסדיים הם שחקנים פיננסיים חזקים, שאינם מרחיבים את חלוקת העושר בחברה.

175 מנחם מאוטנר "צדק חלוקתי בישראל" צדק חלוקתי בישראל 9, 32 (מנחם מאוטנר עורך 2000).

176 בוקשפן, לעיל ה"ש 120, בעמ' 88.

177 ראן, בהרחבה, עדי אייל "השימוש הציבורי בדיני התאגידים: הריכוזיות במשק ושכר הבכירים כסוכני-שינוי" דין ודברים 31 (2012).

החלטות ניהוליות בחברה משפיעה רבות על תוחלת החיים של חברת ההזנק. מכיוון שהמשקיעים בתעשיית ההייטק הם שחקנים חוזרים בעלי כוח כלכלי רב, הם יוצרים מסלול התנהגות ברור – זיהוי טכנולוגיה, פעילות עסקית שמובילה לזינוק בשווי החברה בטווח הקצר, והנפק. מחקר אמפירי שנערך בארצות הברית מראה כי לחברת הזנק שאחד ממייסדיה משמש מנכ"ל החברה יש סיכוי של 73% לבצע הנפקה ולהישאר חברה ציבורית שלוש שנים לאחר ההנפקה.¹⁷⁸ אולם הסיכוי של חברת הזנק שקיבלה מימון מקרן הון סיכון להגיע ל-IPO הוא 10% בלבד, וגרוע מכך – הסיכוי שבחברת הזנק שהגיעה ל-IPO יהיה מייסד-מנכ"ל הוא 3.3% בלבד.¹⁷⁹

נתונים אלו מלמדים שכדי ליצור אקו-סיסטם עם חברות ציבוריות בעלות תוחלת חיים ארוכה יש להחליף את קרנות הון הסיכון כמקור מימון או לכל הפחות להטות את "מאזן האימה". לדעתי, יש חשיבות רבה לקרנות הון הסיכון בפיתוח התעשייה ובעידוד המחקר והיזמות, ולכן איני טוען שיש למצוא להן חלופה מימונית מוחלטת. אולם תרומתן העיקרית של קרנות הון הסיכון לרווחה המצרפית הוא הפחתת שיעור התמותה של חברות הזנק בשלבים מוקדמים, ולא איתור וקידום של חברות שסיכויי הצלחתן לאחר ההנפקה גבוהים.¹⁸⁰ המודל המוצע נועד להשתלב במאמץ להטיית "מאזן האימה" ולקדם אינטרסים של רווחה מצרפית. בכך הוא מממש את הפוטנציאל הגלום בשוק ההון.

2. חברות בוגרות כשיקול תעסוקתי לטווח הרחוק

במדינת ישראל התפתחה כלכלה דואלית שבה יש מיעוט המרוויח מתוצר של תעשיות עתירות ידע ורוב ששייך לתעשייה המסורתית. חברות בוגרות שמייצרות תשואה לאורך זמן מסייעות בצורה כפולה במתן מענה לפערים החברתיים-הכלכליים בחברה.¹⁸¹ ראשית, חברה בוגרת ומתפתחת מעסיקה מספר גדול יותר של עובדים גם ממקצועות ההייטק וגם ממקצועות המעטפת.¹⁸² כלומר, חברה בוגרת שמשמרת את מרכז המו"פ

178 Broughman & Fried, לעיל ה"ש 38, בעמ' 69.

179 שם, בעמ' 76–77.

180 חדוה בר וישי יפה "האם קרנות הון-סיכון יכולות לזהות חברות מצליחות? עדויות על שיעורי ההישרדות של חברות ועל ביצועיהן לאחר ההנפקה בבורסה" סקר בנק ישראל 81, 115, 131 (2008).

181 המכון הישראלי לדמוקרטיה עתידו של מנוע הצמיחה הישראלי: חזרה להובלה של תעשיות עתירות ידע ולחדשנות מדעית-טכנולוגית 9–11 (2009); אדריאן פילוט "המהפך המטאורי בזהות כלכלת ישראל" כלכליסט (30.12.2021) <https://www.calcalist.co.il/calcalistech/article/s1txhrdik>

182 דוח רשות החדשנות (2021), לעיל ה"ש 34, בעמ' 46. נמצא מתאם בין התבגרות החברות במגזר ההייטק לבין העלייה בביקוש לעובדים – התבגרות המשק הישראלי בשנת 2021 הובילה לעלייה של 2% בביקוש לעובדים בכלל מגזר ההייטק, לרבות בחברות בין-לאומיות (ובתוך כך נפתחו במגזר זה בשנת 2021 כ-3,000 משרות לעובדים לא טכנולוגיים), ולעלייה של 14.3% בביקוש לעובדים בחברות הזנק ישראליות. ראו רשות החדשנות ו-Start-Up Nation Policy Institute הון אנושי בהייטק הישראלי: תמותה מצב 2021–2022, 6, 9 (2022) (להלן: דוח ההון האנושי 2021–2022).

שלה בישראל, ואף מפעילה בארץ מרכזי ייצור ומכירה של מוצרים, תעסיק היקף נרחב של עובדים הן בתחום הטכנולוגי והן במקצועות נוספים ומגוונים, כגון לוגיסטיקה, שיווק, תפעול וכדומה.¹⁸³ שנית, חברות הייטק בוגרות מהוות מעין מרכז הכשרה וחישיפה של עובדים למקצועות טכנולוגיים שונים. כך, ריבוי חברות הייטק גדולות וציבוריות מגשר על פערים חברתיים באמצעות יצירת מקומות עבודה נוספים והעלאת משכורותיהם של עובדים מהתעשיות המסורתיות באמצעות שילובם בחברות ממגזר ההייטק.¹⁸⁴

ניתן לטעון כי רשות החדשנות מגשימה את הרציונל של גישור על פערים חברתיים באמצעות קידום מטרותיו של חוק המו"פ, ובאופן ספציפי באמצעות יצירת משרות נוספות בתעשיית ההייטק. לפי פרשנות זו, המטרה של יצירת מקומות עבודה בתעשיית ההייטק עשויה להתפרש כמוגשמת על ידי רשות החדשנות כתוצאה מעידוד ומתן תמריצים להקמת מיזמים חדשים מדי שנה. ראייה לכך היא שבכל שנה מוקמות כמה מאות חברות הזנק, שכל אחת מהן מעסיקה בממוצע כ-7 עובדים.¹⁸⁵ אולם מן הנתונים של רשות החדשנות עולה כי מספר החברות הנפתחות בכל שנה קטן.¹⁸⁶ במקביל, מספר משרות ההייטק הפתוחות קטן גם הוא, ועל אף מגמת הצמיחה בשוק, ניכרת ירידה בגיוס עובדים גם בחברות קיימות וצומחות.¹⁸⁷

נוסף על כך, לפי נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, מספר העובדים השכירים בחברת הזנק בשלה גדול פי 10 ממספרם בחברת הזנק שאינה בשלבי בשלות. כמו כן, החברות הבשלות מחזיקות כ-65% עובדים שכירים מכלל העובדים המועסקים בתעשיית ההייטק. מעבר לכך, במהלך השנים 2011–2019 נסגרו כ-46% מכלל חברות ההייטק שנפתחו באותן שנים, ואותן חברות הזנק שנסגרו החזיקו בממוצע רק 1–3 עובדים, לעומת חברות אשר הגיעו לבשלות ומחזיקות כ-10–70 עובדים שכירים.¹⁸⁸ מכאן שכדי להשתמש בשוק העבודה לגישור על פערים חברתיים-כלכליים, יש להוביל את תעשיית ההייטק לכיוון אקו-סיסטם בוגר.

שאיפה זו אינה יכולה להסתמך, לגישתי, על אקו-סיסטם של חברות הזנק שנשמכות על מימון מקרנות הון סיכון בלבד. זאת, מכיוון ששוק כזה אינו מעודד צמיחה והבשלה

183 לנוכח המחסור בכוח עבודה מיומן נוצר תמריץ לחברות הזנק להציע הכשרות לעובדים בתפקידי מו"פ. העסקה של ציבורים נוספים במגזר ההייטק תוביל לחלחול של רמת הכנסה גבוהה יותר (המשכורת הממוצעת במגזר ההייטק עמדה בשנת 2021 על 26,628 ש"ח לחודש), ותשמש בכך אמצעי לקידום שוויון הזדמנויות בחברה. בת חן רוטנברג **כלי מדיניות אפשריים להגדלת משקל המועסקים במגזר ההייטק** 28 (הכנסת, מרכז מחקר ומידע 2021).

184 המכון הישראלי לדמוקרטיה, לעיל ה"ש 181, בעמ' 15–17; דוח ההון האנושי 2021–2022, לעיל ה"ש 182, בעמ' 12; רוטנברג, לעיל ה"ש 183, בעמ' 35.

185 מספר העובדים הממוצע חושב על פי נתוני שנת 2019 – 4,658 חברות הזנק במשק, שמעסיקות כ-33,000 עובדים. ראו נתוני הלמ"ס, לעיל ה"ש 5, בעמ' 3.

186 דוח רשות החדשנות (2019), לעיל ה"ש 69, בעמ' 48.

187 רשות החדשנות ו-Start-Up Nation Central **דוח הון אנושי בתעשיית ההייטק 2020** 13.

188 נתוני הלמ"ס, לעיל ה"ש 5, בעמ' 2 ו-5–6.

לטווח הרחוק. לעומת זאת, מימון ציבורי עשוי לתמרץ התרחבות וצמיחה, עקב היותו מקור מימון חוזר וזול יחסית. כלומר, באקו־סיסטם עם חברות בוגרות שנשמכות על מימון ציבורי ניתן ביטוי לאינטרסים ארוכי טווח, כגון העסקה והכשרה של עובדים וכן שילוב של אוכלוסיות שונות. כדי להגשים יעד זה, על רשות החדשנות לסייע בידי החברות לחצות את קו ההנפק המוקדם באמצעות כלי מימוני שמציב חלופה עסקית שמגדילה את תוחלת חייהן.

לגישה, המודל המוצע של הלוואת מזנין מסייע בהגשמת מטרותיו של חוק המו"פ, הודות ליכולתו להתערב באינטרסים הלוחצים על היזם לחתור למימוש ההשקעות בחברה. מבחינת היזם מדובר בתמריץ כלכלי בלבד ובמשיכה לעבר מקורות מימון שונים מקרנות הון הסיכון. אולם מבחינת המשק מדובר בחברה טכנולוגית ששווייה עלה ואשר מסוגלת כעת לפנות להמשך פיתוח והתרחבות. התרחבות זו תבטא בפתיחת משרות טכנולוגיות, אך גם בפתיחת משרות לעובדי מעטפת רבים (בעיקר בחברה ציבורית שנדרשת להעסיק אנשי מקצוע נוספים). לטענתי, אופק פעולה זה יוביל לצמצום הפערים המאפיינים את הכלכלה הדואלית הישראלית. לפיכך יש הצדקה להתערבות של המדינה בקניין הפרטי על בסיס אינטרסים של צדק חלוקתי ורווחה מצרפית.

מכיוון שהמודל המוצע מהווה פתרון אסדרתי שנועד לעודד הנפקות של חברות הזנק משיקולי רווחה מצרפית, אי־אפשר להתעלם מהקשיים העולים מהתערבות בשוק עקב שיקולי רווחה מצרפית ומהחשש ליצירת בועות פיננסיות במציאות הכלכלית. בשני החלקים הבאים אבקש לדון באופן מקדמי בקשיים אלו משני היבטים: הסיכון ביצירת בועות משקית עקב ריבוי ההנפקות; וטיעון "היד הנעלמה", שמקורו בכתביו של אדם סמית, שלפיו השוק משכלל את עצמו בהתאם לצרכיו.¹⁸⁹

3. החשש לבועותיות כתוצאה מהתערבות מכוח שיקולים חברתיים

מצב של בועותיות כלכלית נוצר כאשר נכסים פיננסיים מוערכים ונסחרים בשווי כלכלי שגבוה בצורה משמעותית משוויים האובייקטיבי (תועלת ותזרים). כך קרה בשנת 2008 במשבר הכלכלי, שהתחיל כבועה בשוק המשכנתאות בארצות הברית: ההלוואות שהתקבלו בגין הבטוחה (הבית) היו בסכום גדול יותר משווי הבית עצמו, וכנגדן שועבד הבית בלבד. כתוצאה מכך, במצב של חוסר יכולת פירעון מומש הבית של הלווה, אך מבלי שהמלווה היה יכול להיפרע.¹⁹⁰

189 טיעון "היד הנעלמה" הובא לראשונה על ידי אדם סמית כטענה שכאשר כל פרט פועל בצורה עצמאית ורציונלית ובהתאם לאינטרס האישי שלו, נוצר שיווי משקל בין פרטים בחברה ושוק משוכלל. כלומר, בהעדר התערבות מצד המדינה, הפעולה האינטרסנטית של כל פרט מייצרת איתותים ומנגנונים בשוק אשר בטווח הארוך מובילים, באופן בלתי מודע, לאיזון ויעילות בין פרטים. ראו ADAM SMITH, THE WEALTH OF NATIONS 184-185 (1776).

190 אוריאל פרוקצ'יה "אדם סמית והמשבר הכלכלי הגדול" **משפטים** מ 355, 358-360 (2011).

בזהירות רבה, ומבלי לקבוע מסמרות, ניתן להקביל את התרחיש הנוכחי הזה למצב כיום, המתואר על ידי רבים כמעין בועה שנגרמת עקב שונויים גבוהים של חברות הזנק. כלומר, כתוצאה מכך ששווייה של חברת ההזנק נמדד על בסיס הערכות שאינן מגובות בהכרח בשווי של נכסים אובייקטיביים שבבעלות החברה, מתגבש החשש שהסיכון הרב – אשר עד כה ניטל על ידי משקיעים מתוחכמים – יגולגל על המשקיעים מן הציבור. במצב כזה הנזק המשקי שייגרם מתנודתיות וקריסה של חברות ישפיע ישירות על הציבור, ולא ייספג על ידי משקיעי הון הסיכון. יש להוסיף כי מבחינה אמפירית נמצא כי חברות יעדיפו לבצע הנפקה של מניות כאשר שווי השוק שלהן גבוה יחסית.¹⁹¹ כלומר, כאשר חברה מבחינה בזינוקים בשווי מניותיה, ייתכן שהיא תפנה לקבלת מימון באמצעות הנפקה בבורסה במקום גיוס מימון פרטי. הווה אומר, אין לחברות ההזנק תמריץ כלכלי שוקי להנמיך את הערכות השווי של מניותיה גם כאשר הן פונות למימון ציבורי.

יש הטוענים כי זכות הקיום התאגידית אינה עומדת לחברות הזנק שאין להן מודל עסקי אשר מוכוון לייצור וליצירת הכנסות, עקב ציפיתן להימכר בשווי גבוה כבר במועד שבו קיים פתרון מעשי ומבלי להיזקק למנגנון יצרני. נראה שלנוכח הכסף הרב הזורם לתעשיית ההייטק הישראלית נוצר תמריץ להקמת חברות הזנק ללא מודל עסקי שמוכוון לייצור, מכיוון שהחברה ממילא תוכל להגיע להנפק מוקדם. כתוצאה מריבוי חברות בעלות שונויים שאינם נגזרים מהנכסים האובייקטיביים שברשותן, עלולה להיגרם תנודתיות רבה בשוויין של חברות הזנק, ונוצר סיכון כללי למערכת השוקית. יש להזכיר כי המשבר של 2008 הגיע לאחר תקופת שגשוג בשוק ההון על בסיס מודלים דומים של תשואה ללא יכולת ייצור הכנסה ועם בטחונות נמוכים. קיומו של אקו-סיסטם עם חברות בוגרות ציבוריות ורחבות יכול לסייע בריכוך התנודתיות ובהגברת יכולת השרידות של כלל האקו-סיסטם הכלכלי בעת משברים.¹⁹³

בישראל נראה שהעידוד הרב של הממשלה ומדיניות ברורה הובילו לשגשוג וצמיחה של תעשיית ההייטק.¹⁹⁴ כלומר, נוצרה העדפה אסדרתית להתערבות בפעילות השוק

191 איתן אבריאלי "תחזיקו חזק, בועה לפניכם: יש פוטנציאל מוגבר לאירוע של תמחור מחדש" *TheMarker* (9.5.2021) <https://did.li/twKCN>.

192 Dittmar & Thakor, לעיל ה"ש 134.

193 עמליה דואק "מדינת חדי הקרן": איך הפכה ישראל למעצמת סטארט-אפים ששוים מאות מיליוני דולרים" *N12* (19.7.2021) <https://did.li/2SETY>.

194 התערבות ממשלתית סייעה רבות להכנסת כספי הון סיכון לתעשיית ההייטק הישראלית בתחילת שנות התשעים, דבר שתרום רבות, כך נטען, לשגשוגה של תעשיית ההייטק בתחומים מגוונים. ראו Manuel Trajtenberg, *R&D Policy in Israel: An Overview and Reassessment* 5 (Samuel Neaman Inst. STE Working Papers Series, 2000); Gil Avnimelech & Morris Teubal, *Evolutionary Innovation and High Tech Policy: What Can We Learn from Israel's Targeting of Venture Capital?* 27 (Samuel Neaman Inst. STE Working Papers Series, Paper No. STE-WP-25-2005, 2005); Gil Avnimelech & Morris Teubal, *Venture Capital Start-Up Co-evolution and the Emergence & Development of Israel's New High Tech*

מכוח שיקולים חברתיים, כגון רווחה מצרפית. לכן קיומן של חברות "נעדרות זכות קיום" צריך להוות אזהרה מבחינה מקרו־כלכלית מפני הנזקים שעלולים להיגרם עקב אותה התערבות והבחירה לא להשתמש בפתרונות שוקיים. מחקרים מראים כי כאשר יש הרבה הנפקות לצורכי ציבור בשוק, גם חברות בעלות פוטנציאל רווח נמוך יותר נוטות להנפיק. כלומר, כאשר היזם רואה פעילות רבה בשוק ההון, תתעורר גם אצלו מוטיווציה להנפיק. זאת, בניגוד לזמנים שבהם שוק ההנפקות שקט ("cold market") ולא נוצר תמריץ להנפקה.¹⁹⁵ עובדה זו מעלה את החשש מפני בועותיות בפרץ ההנפקות המתואר.¹⁹⁶

המודל המוצע מבוסס על מימון באמצעות חוב, ועל כן, אף שהוא עשוי להוביל לזינוק בשווי החברה, הוא מהווה עדיין חוב שעשוי לצנן התלהבות של משקיעים משווי חברה גבוה יתר על המידה.¹⁹⁷ ייתכן שדווקא שימוש במנגנון של חוב, בשונה ממסלולי ההטבה הרבים של רשות החדשנות, עשוי להתאים לנקודת הזמן שמאמר זה עוסק בה, והיא ההנפק המוקדם בשלבי הצמיחה. הווה אומר, מענקי הרשות כיום תורמים לניפוח בועת השוויים בכך שהם מגדילים את הון החברה מבלי להגדיל את נכסיה, בדומה למנגנוני השקעה סטנדרטיים, ואף מבלי לנתב את ההגה של חברת ההזנק או לשקף תמונה מציאותית לציבור המשקיעים באמצעות הטיית מאזן החברה. כעת אבקש לעסוק בשאלת הפתרונות השוקיים הקיימים בנקודה זו, ואעמוד על הצורך – שנותר בעינו – במודל המוצע.

4. על הפתרון השוקי הקיים – הספאק

ספאק (SPAC) – או בשמו המלא "Special Purpose Acquisition Company" – הוא תאגיד ללא מודל או תוכן ספציפיים אשר כל מטרתו היא לעסוק בפעילות של מיוזג או רכישה עם חברה אחרת כלשהי.¹⁹⁸ חשוב להבין ששווי של הספאק בעת ההנפקה

Cluster, 13 ECON. INNOVATION & NEW TECH. 33, 51 (2004); Morris Teubal & Gil Avnimelech, *Foreign Acquisitions and R&D Leverage in High Tech Industries of Peripheral Economies. Lessons and Policy Issues from the Israeli Experiences*, 26 INT'L J. TECH. MGMT. 362, 364 (2003).

Aydoğān Altı, *How Persistent Is the Impact of Market Timing on Capital Structure?*, 61 J. 195 .FIN. 1681 (2006).

196 אותות הבועה כבר מתחזקים, ונראה שהערכות השווי של חברות ההזנק נחתכות ומקצצות את הכסף שמגיע אל החברות. ראו סוכנויות הידיעות "משקיע זום למייסדי סטארט-אפים: תשכחו משלוש השנים האחרונות – אתם שווים חצי ממה שהייתם" **TheMarker** (13.8.2022) <https://did.li/i57w5>.

197 על השתלבותו של המנגנון בריבוד ההוני של חברת ההזנק עמדתי בתת־פרק 4 לעיל.
198 Yochanan Shachmurove & Milos Vulanovic, *Specified Purpose Acquisition Company IPOs*, in THE OXFORD HANDBOOK OF IPOs 301, 301 (Douglas Cumming & Sofia Johan eds., 2018).

לצורכי ציבור נמדד באמצעות שווי ההון הנזיל הקיים בו והמוניטין שיש למנהליו במציאת חברה אחרת שהתאגיד יוכל להתמזג לתוכה או להירכש על ידה.¹⁹⁹ אף שהנפקה לציבור באמצעות מיזוג לספאק היא יקרה יותר בפועל מהנפקה לציבור בצורה ישירה, יש לה יתרונות שונים שיכולים לסייע לחברות ההזנק. ראשית, הנפקה באמצעות ספאק כפופה לדינים החלים על מיזוג, ולא לדיני ניירות ערך, ובכך מפחיתה את כמויות המידע שהחברה הממזגת נדרשת לפרסם לציבור.²⁰⁰ שנית, הנפקה באמצעות מיזוג לספאק מבטיחה ודאות כלכלית, הכפופה לעסקת המיזוג, בניגוד להנפקה ישירה לבורסה, שבה אין ודאות עד לרגע הביצוע.²⁰¹ לבסוף, יש גם הטוענים כי מדובר בהליך מהיר יותר מהנפקה ישירה לבורסה, בכפוף למהירות שבה נעשית בדיקת הנאותות לפני המיזוג.²⁰²

מן האמור עולה כי מדובר לכאורה בפתרון שוקי לצורך בגיוון מקורות המימון ובהנגשת המימון הציבורי לחברות ההזנק. הא ראייה, בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2021 ביצעו 11 חברות הזנק ישראליות הנפקה באמצעות ספאק.²⁰³ כלומר, "היד הנעלמה" של השוק היא שהובילה את חברות ההזנק למצוא מקור מימון בנקודה שבה טענתי במסגרת מאמר זה כי קיים קושי. כך, לכאורה, אמורה להימנע היווצרות של בועות עקב שינויים בשיווי המשקל הנובעים מהתערבות אסדרתית המונעת משיקולים חברתיים.

לפיכך נראה לכאורה כי השימוש בהנפקות באמצעות מיזוג לספאק מיתר את המודל המוצע. אולם פתרון הספאקים מבוסס על גיוס הון, בניגוד למודל המוצע, המבוסס על חוב. לכך יש משמעות מבחינת דילול היזם ועידודו להמשיך לנהל את החברה. נוסף על כך, גיוס על בסיס הון אינו מתמודד עם הקושי של הערכות השווי הגבוהות של חברות ההזנק, ולכן עלול להוות צלע נוספת במדרון לניפוח הבועה. דווקא מימון על בסיס חוב תורם מבחינה מעשית לביסוס שווי גבוה שאינו מבוסס על הערכות בלבד. מחקרים מראים שהנפקות באמצעות ספאק מגדילות את הסיכון של כניסה לבועה כלכלית, עקב הזינוקים בשווי הספאק בעת הודעה על מיזוג באופן שמנותק משווי החברה שהוא מתמזג אליה ומשווי נכסיה.²⁰⁴ כלומר, ההודעה על המיזוג מובילה לעלייה בשווי המניות הנסחרות, אך לאחר המיזוג תיתכן צניחה בשווי עקב מיזוג לחברה בעלת נכסים בשווי נמוך יותר.

נראה שהבועות הגלומה במנגנון הספאקים כבר הוכחה כאשר בסוף שנת 2021 איבדו החברות שהונפקו בארצות הברית באמצעות ספאקים 35% משוויים בממוצע.

James S. Murray, *The Regulation and Pricing of Special Purpose Acquisition Corporation IPOs* 3–4 (2014), <https://did.li/zfzaa>

Michael Klausner, Michael Ohlrogge & Emily Ruan, *A Sober Look at SPACs* 51–52 (ECGI 200 Finance Working Paper No. 746/2021, 2021), <https://did.li/8Btrl>

201 שם, בעמ' 55–57.

202 שם, בעמ' 59–60.

203 דוח IVC ומשרד מיתר (רבעון שלישי 2021), לעיל ה"ש 3, בעמ' 28.

204 Klausner, Ohlrogge & Ruan, לעיל ה"ש 200, בעמ' 76.

רק 2 חברות מתוך 280 חברות ההזנק שהונפקו ב-NASDAQ נהנו מעלייה בשווי עקב המסחר.²⁰⁵ לכן מוקדם לטענתי לשפוט ולקבוע מסמרות ביחס לפתרון מימוני זה, וראוי לבחון מנגנונים נוספים שמטרתם היא הנגשת המימון הציבורי לחברות ההזנק וצמצום תופעת ההנפק המוקדם.

אדגיש כי להנגשת תעשיית ההייטק לשוק ההון יש פוטנציאל להניב תועלת כלכלית ודמוגרפית לכלל המשק, ולא רק לאנשי התעשייה עצמה. מעבר לכך, הכנסת חברות ההייטק לשוק ההון מגלמת בתוכה אידיאל של יצירת אקו-סיסטם הנסמך על חברות ציבוריות שכפופות לדיני ניירות הערך, לדיני המיסים וכן לאסדרה שמטרתה לקדם רפורמות שוקיות בעלות תכליות חברתיות.²⁰⁶

הינה כי כן, אף שהיד הנעלמה הציגה פתרון שוקי, נראה שעל מנת להוביל לשינוי בר קיימא נדרשת הכוונה מדודה וארוכת טווח כדי לממש את הפוטנציאל המשקי הגלום בתעשיית ההייטק בוגרת עם חברות ציבוריות.

סיכום

"ההנחה בדרך כלל היא כי 'היד הנעלמה', חופש הפעולה והתחרות הם הכלי המבטיח הקצאה יעילה של משאבים בחברה ולמעשה את רווחת הכלל. ברם במצבים בהם קיים חוסר איזון ונחיתות יחסית, מנגנון השוק החופשי עשוי להוביל לפגיעה בציבור בכללותו, בעיקר בחלשים שבו, ובמצב זה נדרש משטר אחר של פיקוח והקצאה, כזה המגביל את חופש הפעולה..."²⁰⁷

דברים אלו של השופטת ארבל נאמרו בהקשר של שוק השירותים המשפטיים, אך הם יפים גם לענייננו. תעשיית ההייטק, שנתפסת על ידי רבים כקטר משקי, מתאפיינת בהשקעות כספיים רבות, בגלופליות ובמעורבות אסדרתית נמוכה. בזכות אלה הצליחה התעשייה לפרוח ולשגשג גם בעיתות משבר, דוגמת מגפת הקורונה. עם זאת, שגשוג זה הותיר תהום כלכלית בין מעגל הנהנים הישירים מתעשיית ההייטק לבין יתר האוכלוסייה במדינה. הדבר מתבטא, כפי שציינתי קודם לכן, בפערים גדולים במשכורות, בהשכלה ובתעסוקה.

205 יוסף חרש "הספאקים של הישראליות בוול סטריט איבדו 8 מיליארד דולר משוויים" TheMarker <https://did.li/FYnIw> (15.11.2021).

206 רפורמות במשפט הפרטי בכלל ובדיני התאגידים בפרט משמשות מנגנון לעריכת שינוי "מלמטה למעלה", שמטרתו היא השפעה על התנהלות הפרט היומית שתוביל להסדרה פרטית ולהשלכות רוחביות. ראו אמנון להבי "תרבות, זכויות קניין וכלכלת שוק: על רפורמות במשפט הפרטי ושינוי תרבותי" משפט ועסקים כ 65, 89 (2017).

207 ע"א 4223/12 המרכז למימוש זכויות רפואיות בע"מ נ' לשכת עורכי הדין בישראל, פס' 37 לפסק הדין של השופטת (בדימ') ארבל (אר"ש 25.6.2014).

חוק המו"פ – ובפרט תיקון מס' 7 לחוק – היווה ניסיון של המדינה לנקוט פעולת הקצאה אשר מאפשרת כניסת כספים זרים לישראל אך מגבילה יציאה של הון כספי ואנושי ממנה החוצה. הקמת רשות החדשנות היא למעשה פעולה אסדרתית למען רווחת הכלל. עם זאת, הראיתי בחיבור זה כי הרשות מיקדה את פועלה בשגשוג התעשייה על פי תבחינים שאינם מתמרצים זליגה של עושר מתעשיית ההייטק אל שאר החברה. את טענתי זו הדגמתי על בסיס תופעת ההנפק המוקדם, שבה מתבצע הנפק בחברת הזנק שרווחיו מגיעים ברובם לידיים פרטיות של מעגל נהנים מצומצם.

הטענה המרכזית שהעליתי היא כי רצוי לנקוט התערבות אסדרתית נוספת בתעשיית ההייטק, כדי להרחיב את מעגל הנהנים מפירות ההייטק ומהתשואות בחברות ההזנק. הצעתי מודל השקעה מבוסס חוב (הלוואת מזנין היברידית) אשר מאזן, בין היתר, בין עידוד הצמיחה והתבגרות התעשייה, מחד גיסא, לבין הרחבת מעגל הנהנים באופן בלתי ישיר מפירות ההייטק, מאידך גיסא. המודל המוצע נבדל ממקורות המימון השונים בהיותו חוב בכיר. ככזה, הוא מאפשר לרשות החדשנות להיות פעילה במערכת קבלת ההחלטות של חברת ההזנק מבלי לרכוש מניות, ומשפיע על מאזן האינטרסים של יתר בעלי המניות בחברה. בזכות מאפיין זה, המודל המוצע מתגבר על החסמים הכלכליים המסורתיים המקשים על יתר המשקיעים בתעשייה, כגון אסימטריה במידע, סיכון מוסרי ומומחיות. מצאתי כי שימוש בכלי שמתמרץ את חברות ההזנק לפנות למימון ציבורי עשוי לסייע בהגשמת יעדיו של חוק המו"פ במובנם הרחב ובאופן שמתיישב עם הסמכויות שהוקנו בחוק לרשות החדשנות.

מסקנתי זו מתבססת על הבחינה שערכתי בנוגע למציאות הכלכלית שבה פועלות חברות ההזנק בישראל ובנוגע למבנה ההון הדינמי והייחודי שלהן, הנבדל מזה של תאגידים מסורתיים. במסגרת בחינה זו שקלתי את החסמים הניצבים בפני יזם-מייסד בעת גיוס הון מהמקורות המימוניים הקיימים, ובפרט בעת פנייה למימון ציבורי בבורסה הישראלית (ובאופן תאורטי גם בבורסה הייעודית). הסברתי כיצד המודל המוצע של הלוואת מזנין מתמודד עם חסמים אלו ומשתלב במבנה ההון של חברת ההזנק, הצגתי את הצדקות למסלול הטבה דוגמת המודל המוצע, לרבות הצדקות שמקורן בתאוריות של רווחה מצרפית, והתייחסתי לחששות העולים מתמיכה במסלול כזה, דוגמת החשש מפני בועתיות.

אני מקווה כי מאמר זה יוביל להעמקת הדיון המשפטי בסמכויותיה של רשות החדשנות ובמטרותיו של חוק המו"פ על רקע המציאות הכלכלית בשוק הישראלי. פריחתה הראשונית של תעשיית ההייטק בישראל נוצרה על רקע מעורבות ממשלתית, ולכן ייתכן בהחלט שרתימת הקטר תיעשה פעם נוספת על ידי מעורבות ממשלתית. מהניתוח המובא בחיבור זה עולה כי בעבר נדרשה ההתערבות לצורך עידוד הקמתן של חברות הזנק ופיתוח שוק הרעיונות, ואילו כעת היא נדרשת בשלביה המאוחרים יותר של חברת ההזנק וכנגד מגמת ההנפק המוקדם. כצעד ראשון מוצע להוסיף את המודל שהוצג כאן – מודל ההשקעה באמצעות חוב – אל ארגו הכלים של רשות החדשנות, ככלי מעשי שיתמרץ חברות לגוון את מקורות המימון שלהן ולפנות לשוק ההון.