

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של "פורום שווי הוגן" מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 10.05.2021

נושא המפגש: מבול ההנפקות ודילמת מודל ה-SPAC: סימני התאוששות או סיגנל למשבר עתידי בשוק ההון?

לחומר הרקע [לחץ כאן](#)

לרשימת המשתתפים [לחץ כאן](#)

צוות מקצועי: ניב אלמוג, עדן בוכריס, יואב אטיאס, מיכל ברק, נתנאל חכמי-לוי

שלומי שוב

בוקר טוב,

אנחנו עוסקים הבוקר בנושא מבול ההנפקות ותופעת הספאקים. משבר הקורונה וסביבת הריבית הנמוכה דחפו את שוק המניות ובמצבים כאלה עולה השאלה האם לא דחפו את המכפילים יותר מדי והאם, כפי שניסחנו בשם של המפגש היום, אנחנו לא עומדים לפני המשבר הבא. יש כאן מצד אחד תופעה כללית ורחבה של התחממות דרמטית של השווקים והמחירים (אפילו של נכסים שאינם בשווקי ההון), ומצד שני יש כאן את תופעת הלואי הקשורה, שהיא טרנד ה-SPAC.

הנתונים מטורפים: בשנת 2020 כ-27 חברות ביצעו הנפקה ראשונה (IPO) בבורסה בישראל, גידול משמעותי ביחס לשנת 2019 שבה בוצעו כ-7 הנפקות ראשוניות בלבד. שיא ההנפקות עוד לפנינו כאשר ברבעון הראשון של שנת 2021 כ-34 חברות חדשות ביצעו הנפקה. וזה רק חברות ישראליות בישראל. יש שורה ארוכה (כ-35) של חברות ישראליות – רובן אטרקטיביות שנמצאות בתהליכי הנפקה רגילה או באמצעות ספאק בארה"ב, כאשר השתיים בעלות השווי הגדול שהודיעו על מיזוג עם ספאק בחודש מרץ הן איירון סורס ואיטורו לפי 11.1 ו-10.4 מיליארד דולר, בהתאמה. אגב יוני אסיא – מנכל איטורו דיבר אתמול עם הסטודנטים לחשבונאות שלנו במסגרת הסדנא ביזמות על הגיוס שעשה – הם שאלו

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אותו על הספאק לא מעט והוא באופן טבעי הגן על המודל אבל גם בראיה הליברטנית שלו הוא חושש מניצולו.

עם כל הכבוד, ישראל היא רק חלק קטן משיגעון הספאק בארה"ב – רק ברבעון הראשון של 2021 היו שם 276 הנפקות באמצעות ספאק שזה יותר מכל מה שהיה ב-2020. חברות המטרה לאותם ספאקים הן חברות שרובן ללא הכנסות עדיין, כאשר הסקטור של הטכנולוגיה מוביל במספר הטארגטים. אגב, הספאק משתרש מהצד השני שלו גם לחברות ציבוריות ישראליות מסורתיות – בדלק רכב למשל הקפיצה במחיר המניה לאחרונה נובעות מהשקעה בשני סטארט-אפים שמוזגו לספאקים ולא מהפעילות הרגילה.

אי אפשר להתעלם מכך שיש כאן כל מיני סממנים שמזכירים את הבועות שלפני המשברים הגדולים בעשורים הקודמים. המחירים גבוהים – מה שכן שימו לב שזאת לא בועה כללית - השוק כן יודע למשל לייצר דיפרנציאציה לתמחר כלפי מטה את חברות התעשייה הישנה – תסתכלו למשל על מכפילי ההון של הבנקים והביטוח לעומת חברות הפינטק למיניהם – השאלה האם לא מדובר כאן בתגובת שוק קיצונית מדי.

ברקע של כל התהליכים האלה לא ניתן להתעלם מכך שיש חולשה גדולה בכל הנושא לגילוי – שהוא הבסיס לכל גיוס מהציבור ביחס לחברות העולם החדש. דיברנו למשל בעבר בפורום, שדוח ברנע קצת מיושן ולא כל כך התאים את עצמו לעולם החדש – מדווחים הרבה מידע שפחות רלבנטי ודווקא מידע רלוונטי למשקיע כמו למשל מטריקות שיווקיות שמתייחסות לערך של הלקוחות או עלות הרכשתם. אגב המידע הזה גם לא קיים בארה"ב. יש עוד הרבה פריטי מידע חסרים וחולשת הגילוי הזאת תורמת לחשש ממניפולציות.

במצב הזה, כל עניין קטן לכאורה מקבל משמעות גדולה – קחו למשל מצבים של חברות האנרגיה הירוקה החדשות שבהם לעיתים לא ברורה ההבחנה בין הדיווח שלהן על פרויקטים ביזמות לבין פרויקטים קיימים. ההשפעה של כל לאקונות מידע כזאת מתעצמת לאור הטירוף בשווקים אחרי החברות האלה.

מה גם שמזווית דיווחית טכנית, אני חייב להגיד לכם שאני מאד מודאג מנושא איכות הביקורת. יש טונה של תשקיפים במשרדים ויש מצוקת כוח אדם בתחום – לא יודע אם כולם סביב השולחן מודעים לה אבל הקפיצה המהירה הזאת בהפיכה של חברות פרטיות לציבוריות דורשות להקים מחלקות כספים וזה מושך את האנשים הצעירים החזקים מהמשרדים ותוסיפו לזה שמצד שני, גם לרשות נייע שינוי הכיוון החד הזה הוא לא קל ולראייה ההודעה של הרשות לאחרונה על "הפקק" בתשקיפים.

החשש בשוק ההון הוא תמיד מניצול – כלומר שחברות שלא מתאימות ירכבו על הגל ויטעו את המשקיעים – אותו הדבר גם בנושא הספאק שהוא לא מודל חדש בארה"ב אבל קיבל תאוצה אדירה

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בשנה האחרונה בארה"ב בעקבות כניסת ספונסרים טובים יחסית לעבר. גם לא מעט סלבריטיז למרות שאני לא בטוח מה זה אומר... לי בכלל זכורה הסצינה מהסרט "דה ביג שורט" על המשבר של 2008 שבו בנקאי ההשקעות הבכיר מגיע לכנס ומנסה לדבר עם אנשים כדי להבין איך זה יכול להיות - אבל כשכולם מרוויחים לאף אחד לא באמת אכפת. בסרט הופיעו מי שזוכר גם נערות ליווי שהשקיעו בהרבה נכסים. כשכולם משקיעים זה יכול להיות סימפטום מדאיג. כשאנחנו שומעים נהגי המונית שמדברים על ספאק זה כבר מלחיץ. הפנינו בחומר הרקע למחקר שממחיש את הירידה במחירי השוק של שהנפיקו באמצעות הספאקים - ממה שאני מבין אין עדיין מחקר מקיף על הספאקים מהשנה האחרונה.

הפוטנציאל לבעייתיות במודל של הספאק זה קודם כל העובדה שאין היסטוריה: החסמים נמוכים לכאורה לכניסה לשוק בעת ההנפקה כי הרי לא צריך היסטוריה של רווחיות או היסטוריה בכלל וגם קל מאוד לתמחר את ההנפקה - לפי מזומן כי אין שום פעילות; יש כאן גם סיכון מוסרי של הספונסרים לגזור קופון; לחץ להביא עסקאות שגובר עם הזמן; ומעבר להכל - גם רעש ציבורי טרנדי שיכול להשפיע על המשקיעים. יש כאן אלמנטים שמזכירים את הרקע למשבר הסאב פריים ולכן לרגולציה יש חשיבות גדולה.

אם ננסה לנטרל את פשטות הטכניקה של מודל הספאק, בהינתן שהיקף הגילוי בעקבות המיזוג הוא זהה, הפער המהותי הוא פרסום תחזיות. במודל השגרתי של הספאק מתפרסמים לציבור תחזיות וכאן החשש במיוחד לאור ניצול לרעה של חברות עם אפס הכנסות שנותנות תחזיות אופטימיות לעתיד הרחוק ומסתמכות על פטור מאחריות שכן התחזיות ניתנו כחברות פרטיות לכאורה. וזה חתיכת הבדל במיוחד כשאין כללים לאלו תחזיות אפשר להכניס ותוסיפו לזה את האינסנטיב של הספונסרים למיזוג בתוך טווח הזמן של השנתיים. צריך תמיד לזכור שהתחזיות האלה גונבות את ההצגה מהדוחות הכספיים ומהנתונים המוצקים - ואנחנו מכירים את תיאוריית הרפלקטיביות של מלך השורט - גורג' סורוס, כלומר שהמצגות מתאימות את עצמן בכדי להצדיק את השווי..

ה- SEC כנראה הבינה את הבעייתיות של מודל ה- SPAC והיא מנסה להביע את דאגתה מהתופעה בצורות שונות ולאחרונה גם בחרה בדרך מעניינת וקצת מתוחכמת לעכב את מבול הנפקות הספאק וזאת דרך החשבונאות: ה- SEC הודיעה כי אופציות ה- WARRANT שניתנות לספונסרים ולמשקיעים יסווגו כהתחייבות ולא כהון. האמת שזה היה אמור להיות ברור הרי מדובר בסכומים שיוחזרו למשקיעים אם יחליטו בסופו של דבר לא לאשר את ההשקעה בחברת המטרה, מה גם שלא מדובר ביחס המרה קבוע מאחר וישנם מצבים בהם מחיר המניה בטווח מסוים או במצב בו יש tender offer ואז יחסי ההמרה משתנים שלא לפי השתנות מחיר המניה.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לדעתי היתה כאן פשוט פשלה דיווחית בגלל שבעבר נתנו לכך פחות משקל וזה לא היה בפקוס של ה-SEC. אגב, הרוב המוחלט של הספאקים בארה"ב לא מבוקר על ידי הביג 4 – שזאת גם נקודה מעניינת למחשבה. כמובן שלאחר תהליך ה-DESPAC החברות עוברות לביקורת של אחד מה-4 BIG.

אבל בואו נגיד את האמת איך יראו בדיוק הדוחות של הספאק – אם זה ירשם בהתחייבות או כהון הוא לא פקטור כאן – אבל זה גורם מעכב לאור שורה ארוכה של ריסטייטמנטים שיהיו כעת בדרך וזה יאט את מחזור ההנפקות החדשות. כך ה-SEC תרוויח זמן גם אולי בכדי שהשוק קצת יירגע ויבשיל וגם בכדי לשפר לבנתיים את המודל הדיווחי שלה בנושא - אולי יותר מידע על הספונסרים ותנאי ההשקעה המדויקים שלהם ובעיקר הסדרת נושא פרסום התחזיות.

הרבה אנשים רציניים שאנו מעריכים מודאגים כיום מהנושא. שמענו את ווארן באפט בשבוע שעבר. יש כאן התנגשות חזיתית עם האולד סקול. אגב, הזמנתי לאחרונה את זיו אבירם ממייסדי מובילאיי לדבר בפני הסטודנטים של התוכנית בחשבונאות על יזמות והוא אמר שהוא מאד מודאג מהתופעה של הספאק ובכלל דיבר על כך שמהניסיון שלו כדאי לא להיכנס לבורסה במחיר גבוה מדי ושהוא העדיף להיכנס יותר בצניעות כי החוכמה היא לשמור ולייצר ערך לאורך זמן.

אנחנו נשמע עוד מעט את שרה מרשות נייע שתציג את המתווה החדש של הרשות בנושא שמנסה לצמצם את בעיית ה-MORAL AZARD של הספונסרים ולהבטיח את איכות הספונסרים וחברות המטרה – וננהל על כך דיון. השאלה המרכזית היא עד כמה שוק ההון הישראלי יישאר רלבנטי במצב שנוצר לפעילות הזאת. בכל מקרה יש כאן גם שאלה קריטית לגבי האחריות של המוסדיים ואנחנו נשמע בהמשך את העמדה של משה ברקת – שלא יכול היה להגיע – נמצא הבוקר בוועדת הכספים של הכנסת אבל העביר לי תגובה מפורטת שאקריא בהמשך.

### אמיר ברנע

אני רוצה להעיר כמה הערות קצרות לפני דברי הרשות לניירות ערך. קודם כל אני מסכים עם שלומי לגבי הצורך בשיפוץ הגילוי העסקי בדוחות הכספיים ובתשקיפים. עבר זמן רב מאז הועדה המקורית לגילוי העסקי והאיפיון של החברות השתנה, באופן שהמדדים המסורתיים להערכת שווי כמו מכפילי הון או מכפילי רווח איבדו הרבה מהמשמעות שלהם ולכן יש צורך בריוויזיה בדרישות הגילוי. אקשור נושא זה לנושא שלפנינו. שואלים את השאלה הפשוטה הבאה: למה שחברה פרטית תימכר לספאק בעלות של לפחות 15-20% שזה שיעור הדילול של יזם הספאק שלוקח 20% מהמניות של החברה הנרכשת בדי-ספאק, 20% ולפי הספרות המקצועית בארה"ב IPO עולה 5% ודרך ספאק עולה 15-20%, למה שחברה פרטית תסכים ספאק? בספרות מדברים על שתי סיבות, הסיבה הראשונה זה מהירות ההנפקה, אם IPO לוקח שנה, הנפקה בספאק לוקחת כמה חודשים. והסיבה השנייה, קשורה לנושא התחזיות שאני קושר לנושא הגילוי ב-IPO. כנראה שיש משקל משמעותי בשווי לתחזיות

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שפרסומן מותר בספאק ואסור ב-IPO. אפשר לראות את זה בצורה השלילית מאותה הסיבה שאתה אמרת, שיש ניפוח תחזיות, אמנם צריך לקחת בחשבון שכל ניפוח כזה הוא בא על חשבון מוניטין. הכותב יכול להציג פעם אחת, פעמיים, אחר כך כבר בודקים אותו. אבל אפשר גם בראייה חיובית, אולי באמת כל הנושאים השיווקיים שאתה העלית כמו צבר לקוחות, פלטפורמה וכו' מוצאים ביטוי בתחזית ולא בדוחות. זקוקים למתכונת ראוייה לפרסם תחזיות כי כנראה שזה מרכיב שווי משמעותי. הנה העובדה, מדוע חברה פרטית הולכת לספאק. עכשיו, אני אומר הרשות בטח תציג את העמדה שלה. בארה"ב אגב מותר לזום לקחת 20%. לפי העיתון הבוקר קראתי שבישראל רק 10%. מכל מקום, הזים נותן הנחות במיוחד בשלב של הדי-ספאק. הרי מי שהשקיע בספאק מלכתחילה רשאי למשוך את הסכום לפני הרכישה, את הסכום המלא, עם ריבית. כדי למתן משיכות הספאק נותן הנחות. שימו לב לדיפרציאציה בהנפקה כאשר הזים מוותר על חלק מה- 20% לחלק מהרוכשים על מנת שישארו דרך הדי-ספאק ולא יברחו עקב הדי-ספאק, אז נוצר בעצם מחיר דיפרנציאלי בהנפקה. בזמנו זה נחשב לאסור... וכנראה עכשיו גם הרשות כנראה דרך ה-10% הנחה מאפשרת לזים לתת הנחות לגופים שהוא חושב שימשיכו עם הפרויקט הזה גם אחרי הדי-ספאק. אבקש מהרשות להתייחס לכך. עכשיו, הנושא של ההון העצמי של הספאק, אתה דיברת על רישום אופציות כהתחייבות, אני הבנתי מתוך ספרות מקצועית בארה"ב שאם מניה בספאק עולה \$10, יש אופציות ב-\$1.5 או משהו כזה אבל עקב זכות המשיכה המניה עצמה היא התחייבות. ובמילים אחרות, אם אני יוצא בספאק, יש זכות למיעוט ובהנחה שהרוב מחליט ללכת לתהליך של הרכישה, אז למיעוט יש זכות להגיד אני לא הולך ולקבל חזרה את ההשקעה שלו ועוד ריבית. נוצרת תעלומה שקשה להבין אותה, בספרות המקצועית נאמר שאתה שנכנס לספאק כשהוא מוקם ויוצא מהספאק ערב הרכישה אתה מרוויח 9% בממוצע, למה 9%? כי המינימום הוא 102 המינימום הוא 2% ויש גם אפשרות אולי שה merger הזה דווקא יביא לעליית ערך. על כל פנים, 9%. לעומת זאת, משקיע שמחכה וממשיך עם ההליך של ה merger מפסיד 15%. אין הסבר הגיוני למצב כזה. שאולי יש פה איזה side payments תראו את שני המספרים האלה, רווח למי שפורש מהספאק ערב המיזוג והפסד למי שממשיך וכאשר חלק גדול מההפסד נובע מדילול ההון, הלא בעצם ה-warrants האלה מממנות את כל ההליך, עם הזים כי הנאמן צריך מזומנים כדי להחזיר אם צריך להחזיר אותם צריך מזומנים בקופה לכל התקופה. תחשבו על הסיטואציה הזו. הספרות שאני מכיר היא די מעודכנת, מציגה את זה כתעלומה, איך ייתכן שבמקביל יהיה תשואה כזו לאסטרטגיה של כניסה לספאק ויצאה ערב הספאק, לעומת אסטרטגיה של כניסה לספאק ולהישאר איתו. בשלב הדי-ספאק מופיעים משקיעים חדשים, קרנות הון סיכון ופרייבט אקוויטי שמקבלים תנאי כניסה נוחים כאשר לספאקים אין מספיק מזומנים כדי לאפשר את המיזוג. התשואה השלילית בעיקר מתמקדת בספאקים קטנים, דווקא בספאקים הגדולים יותר התשואה השלילית קיימת אבל היא יותר קטנה. עוד שתי נקודות לסיום, דורשים ברשות לפי העיתון 70% השקעה מוסדית. עכשיו אני שואל,

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

איך אתם מתגברו על הנושא של ניגוד עניינים מוסדי שבארץ הוא ממש תופעה שאי אפשר להתעלם ממנה, אותו מוסד שנכנס לספאק הוא גם אולי החתם, אולי גם יש לו קשרים עסקיים עם היזם במקומות אחרים והוא גם מצביע, אני לא מבין איך יצאו מנושא ניגוד העניינים הזה. יש הרבה מה להגיד על זה אבל נחכה אחרי שהרשות תגיב. נקודה אחרונה תראו, עניין ריבוי ההנפקות, והשאלה אם ריבוי הנפקות זו אינדיקציה לשוק שעומד לפני משבר מחזורי. יש כאן איזה שהיא מכת מוות לקונספט של שוק יעיל, אז מי שמאמין בשוק יעיל באקדמיה לפחות בזמני אז אני אומר בזמני זה היה המסד לספרות המקצועית. מדוע הנושא הזה של ריכוז הנפקות בשוק עולה ומיעוט הנפקות בשוק יורד. זו תעלומה למי שמאמין שבכל נקודת זמן השוק מייצג את השווי הכלכלי. אולי זה קשור לנוילות אולי למשקיעים מוסדיים שחוששים ממישכות. נדבר על כך בהמשך המפגש.

### אלון גלזר

אמיר היו בהמון תקופות עליות ב-15 שנה האחרונות ולא היו הנפקות, זה לא רק...

### אמיר ברנע

אני חושב שהקשר בין רמת מחירי השוק וכמות ההנפקות הוא בעייתי בספרות המקצועית. אני לא ראיתי הסבר מתודולוגי מדוע ריבוי הנפקות קורה בשוק עולה להוציא אולי הסבר מאקרו כלכלי שקושר הנפקות עם גיאות כלכלית. לדעתי לא נכון לראות את זה במונחים של ביקוש והיצע, אם למשל מחיר הדירות עולה, מתחילים לבנות, לוקח זמן עד שבונים, יש תקופת מעבר, ההיצע מתאים את עצמו. ניתוח זה לא מתאים לנכס מסוג מניה או נכס שנסחר בשוק ההון. מובן שאם אתה חורג מהיפוטזת השוק היעיל אז אפשר להסביר כל דבר בסטיות של השוק מהערך הכלכלי, סטיה שמביאה לסיטואציה הזו. בבקשה רשות ניירות ערך.

### שרה קנדלר

בוקר טוב נעים מאוד. הבאתי איתי את הצוות המוביל של המחלקה, את צפנת מזר לייסט היועצת המשפטית של המחלקה ואת אלי דניאל, סגן מנהל מערך הגילוי והדיווח וגם מי שמרכז הנושא הזה. תשובה אחת אני חייבת לשלומי על הדברים שאמרת בהתחלה. זה נכון שאנחנו מוצפים בתשקיפים ונכון שברבעון הנוכחי אפילו לא יכולנו לבדוק את כל התשקיפים שהגיעו אלינו, על אף ה"גיוס למילואים" של כל מי שאפשר היה מתוך הרשות לבדוק תשקיפים, אבל אנחנו לא מוותרים על שום דבר בבדיקה. ההפך, בגלל שאנחנו יודעים שגם בשומרי הסף יש לחץ מאוד מאוד גדול אנחנו מקפידים מאוד מאוד על הבדיקות, לא וויתרנו על שום דבר, להפך אתם ראיתם מה קרה בשותפויות המו"פ, שם חשבנו שאין מספיק גילוי והעמקנו את נושא הגילוי וגם אנחנו יוזמים תיקון תקנון הבורסה על מנת להחמיר את התנאים. זאת אומרת אנחנו לא בקטע של "לנקות את השולחן" ולתת לכל מי שבא לצאת עם התשקיף אלא באמת עושים את כל הבדיקות, כמו שאנחנו עושים בזמן שגרתי ויותר. דבר

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שני, אני אתחיל בספוילר אני לא הולכת להיות אדבוקאט של ספאקים, לא הולכת לצאת עכשיו בקמפיין "בואו להנפיק ספאקים", ממש לא. הייתה בקשה שהגיעה מהשוק וכתוצאה ממנה אנחנו בדקנו את הנושא, באנו וראינו מה קורה בחנו את מה שקורה בעולם, וכשהגענו למסקנה שאנחנו יכולים לאפשר למכשיר הזה לצאת תוך כדי מתן הגנה מקסימלית לציבור המשקיעים, אז בגלל זה אנחנו מאפשרים ומשחררים את המכשיר הזה, שאולי קוראים לו ספאק אבל הוא שונה מהספאק האמריקאי מבחינת תנאים. הייתי חייבת להתחיל מדברים אלה אחרי כל ההערות ששמענו עכשיו. אני אתחיל מההתחלה. אז באמת בשנים האחרונות אנחנו ברשות פעלנו הרבה להעמיק את השוק הציבורי וכן להביא חברות ונכסים חדשים. במשך שנים רבות לא ראינו שחברות הטכנולוגיה באות לבורסה בישראל ולכן פעלנו יחד עם הבורסה ועם רשות החדשנות ועם משרד האוצר, כדי לעשות את מה שקראנו לו חיבור של ההייטק לשוק ההון, חשבנו שזה משהו מאוד מאוד נכון לעשות גם לטובת ציבור המשקיעים שהם יוכלו להיות שותפים להצלחה של ההייטק הישראלי וגם לטובת החברות כמקור מימוני. נעשו הרבה מאוד פעולות בין אם זה רשות החדשנות עם התכניות שלה, למשל תוכנית האנליזה ובין אם זה שותפויות המו"פ שהזכרתי קודם, ובין אם זה tase up של הבורסה. ואכן באמת אנחנו רואים בתקופה האחרונה את ההייפ בכל העולם של ריבוי הנפקות אבל פה בישראל באמת ראינו משהו שהוא שונה ממה שקורה בעולם, בקטע של החברות הטכנולוגיה הרבות שמגיעות לשוק ההון, ומבחינתנו זה מצוין. הספאק בא אולי מכיוון קצת אחר כי הוא בעצם בא להתחרות עם private equity. הרבה מאוד כסף שבכל שוקי ההון המוסדרים בעולם מתמודדים עם התחרות הזאת שיש מול ה-private equity שלוקח את הכספים בעצם מחוץ לשוק המוסדר ולבורסה ולכן הניסיון של להכניס את הספאקים לשוק ההון בישראל הוא באמת אולי ניסיון להביא את אותו הכסף של private equity. אז כמו שאמרתי בהתחלה, קיבלנו בקשות והתחלנו לבחון את הנושא. אני מניחה שכל מי שיושב פה בחדר יודע מה זה ספאק אבל בכל זאת אני אתחיל מהבסיס כדי לעשות יישור קו על מה זה ספאק ומה קורה בשוק האמריקאי. אז באמת ספאק בגדול זה כשיש יזם בעל מוניטין שמגייס, בארצות הברית מדובר על כמה מאות מיליוני דולרים, לחברה שהיא ריקה. הוא מגייס על סמך המוניטין שלו, על סמך היכולת שלו מהעבר, ומגייס לחברה שאין בה כלום, אין בה פעילות, כשהוא מייעד בעתיד הקרוב הוא מקווה לרכוש חברת מטרה. בדרך כלל זו עסקה של החלפת מניות עם חברה ריאלית כלשהי. הרציונל אני חושבת שהביא למכשיר הזה, קצת אמיר דיבר על זה גם, קודם כל חברות ריאליות לא רוצות "להתפשט" הרבה פעמים ולתת מידע לפני שיש להן וודאות שההנפקה תצליח. הספאק נותן להן וודאות, הן באות לשוק ההון אחרי שכבר יש להן קופת מזומנים ברורה וידועה ולכן זה פחות מפחיד לעשות את הצעד הזה. זה נכון בעיקר לחברות הטכנולוגיה. היזמים מצדם כמובן לא עושים את זה למטרות פילנתרופיה אלא כדי לגזור את הקופון שלהם, וגם להם יש פה הזדמנות לגייס כסף כדי שהקופה "תהיה מוכנה" כשתגיע ההזדמנות העסקית

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

האטרקטיבית הנכונה. עוד יתרונות, שגם כבר הזכירו פה, זה בעצם חיבור של אותם יזמים שיש להם מוניטין לחברת המטרה שהם יכולים לתת מניסיונם ולהשביח את החברה, העובדה שהכסף כבר מוכן אז זה חוסך הרבה מאוד זמן בהנפקה, זה גם חוסך ללכת לכתת רגליים בפגישות עם כל מיני משקיעים וחיסכון בדרך כלל בעלויות ההנפקה והשיווק.

ההסתכלות שלנו כמובן כרגולטור היא הסתכלות על ציבור המשקיעים, אנחנו רואים לנגד עינינו סיכון, מאוד מאוד גדול לציבור המשקיעים זאת אומרת יש פה מכשיר כשבday one כשאתה רוכש מניות ב-IPO אתה לא יודע במה אתה בדיוק משקיע, אתה סומך על אותו יזם, על המוניטין שלו ולא ברור לך לאן הכסף שלך הולך ובמה באמת הולכים להשקיע. לכן המפתח מבחינתנו לבניית המודל היה באמת איך אנחנו מאזנים כמה שיותר בין האינטרסים של אותם יזמים לאינטרסים של המשקיעים, כדי שהם יהיו באותו level וכך ציבור המשקיעים, האינטרס שלו יישמר.

אז קצת מה קורה בארצות הברית. כמו שאתם יודעים זה משהו כמו 20-18 שנה לספאקים בארצות הברית, זאת אומרת זה לא תופעה חדשה. אבל יש שהגדירו את ה-18 חודשים האחרונים כ"מגפת הספאקים", ובאמת בארצות הברית בשנת 2020 הספאקים גייסו למעלה מ-83 מיליארד דולר אנחנו מדברים על 55% מכלל ה-IPO שהיו בארצות הברית או אם תרצו 47% מכלל הגיוסים בארצות הברית היו באמצעות הספאקים, שזה נתון די מדהים. השגעון הזה לא הפסיק בשנת 2021 אלא נהיה עוד יותר, אנחנו יודעים שכבר גייסו למעלה מ-100 מיליארד דולר מתחילת השנה. אם נסתכל על ה-18 שנים האחרונות אנחנו נראה שיש למעלה מ-420 חברות ספאק שמחפשות עכשיו לעשות עסקת מיזוג, 130 כבר הודיעו על כוונה ספציפית עם חברת מטרה ספציפית שהם צריכים ללכת ולקבל עכשיו אישור של האסיפה הכללית שלהן. עד היום הושלמו כמעט 300 עסקאות בארצות הברית, והיו יחד עם זאת 90 מקרים של הנזלה, זאת אומרת שהספאק לא הצליח למצוא חברת מטרה והחזיר למשקיעים את הכסף והספאק בעצם התמוגג. כמו שגם הזכירו קודם, הניסיון מלמד שזה לא דווקא מביא עסקאות טובות למשקיעים. היו הרבה מאוד מקרים שלא היו תשואות חיוביות, בין היתר בגלל ההוצאות הרבות והתשלומים ליזמים- אותה עמלת הצלחה שבארצות הברית מגיעה עד ל-20%, וכמו שאמיר אמר, אנחנו ראינו באמת שהספאקים הגדולים יותר יש להם סיכוי יותר גבוה להצליח. על רקע של השגעון הזה האמריקאי ראינו שה-SEC התחיל לצנן, והוא פרסם בין היתר את האזהרה הזאת שאתם רואים פה שמדברת על הסלבריטאים, שמזהיר את ציבור המשקיעים ואומר להם אל תתפתו להשקיע בספאק רק בגלל שיש פה איזה מישהו ידוע מוכר שהוא או היזם או המשקיע או סתם מפרסם אותו, אז אל תלכו אחריו, תבדקו מה אתם עושים ואל תיכנסו להנפקה סתם כי יש פה מישהו מוכר, וכמו ששלומי תיאר קודם יש פה גם את הנושא הזה של כללי החשבונאות שהאמריקאים הבהירו עכשיו בנוגע לנושא של רישום האופציות כהתחייבות, ובכלל אם מסתכלים על האמירות של ה-SEC, אנחנו



## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מרגישים שיש פה איזה לחץ מסוים, מההייפ הזה וממה שקורה שם. יש שם גם את הקונספציה על המידע, שאנחנו לא יודעים עד כמה היא נכונה, עד כמה באמת זה מאפשר לפרסם יותר מידע רך בלי אחריות, אבל זה נכון שזה מביא הרבה מאוד פעילות מהכיוון הזה. ופה גם המקום לציין את מה שכבר גם אנחנו יודעים, שהרבה מאוד חברות ישראליות מנסות את מזלן מעבר לים בניסיון להיכנס לספאקים אמריקאים- אם זה איטורו או חברת האוטו-טק REE ועוד הרבה מאוד חברות שאנחנו שומעים עליהן.

אז כאן אנחנו מגיעים אלינו לארץ, אנחנו שואלים את עצמנו האם זה נכון, האם זה נכון להכניס את החברות האלה לארץ? האם זה נכון שאנחנו נאפשר את הספאקים בשוק ההון הישראלי? וכמו שאמרתי קודם זה נכון שאנחנו כבר כמה שנים בוחנים ונעשתה עבודה ברשות כבר לפני הרבה מאוד זמן אבל אז המצב היה אחר, אז חיפשנו כלים להביא הנפקות לשוק ההון, אבל לא המשכנו בקידום הנושא. הקידום בנקודה הזאת הגיע בגלל בקשות ספציפיות שהונחו על שולחנו, ולכן החלטנו לבדוק את המצב, לבדוק מה קורה בעולם. אנחנו רואים שרגולטורים מקבילים לנו בכל העולם מתעסקים עם זה גם בסינגפור ראינו וגם באנגליה, כאן המקום גם לציין שבארצות הברית זה נבנה עם השנים ז"א אנחנו פה נמצאים במצב טוב, שאנחנו כמו שאמרתי קודם "גמד על גב ענק" נעשתה פה עבודה מאוד רצינית. בארצות הברית הכללים הם לא רק כללים של ה SEC דווקא, חלק זה באמת כללים רגילים של ה SEC חלק זה כללים של הבורסה וחלק כמו הנושא של ה PIPE שהתגבר בשנה האחרונה, אלה מנגנוני שוק שעם השנים הלכו והשתכללו. ושניסו לשכלל את המנגנונים אז השוק ביקש ודרש כל מיני דברים כדי להצליח. אז אנחנו במצב שאנחנו בעצם למדנו את כל מה שקורה, גם אם זה הכללים וגם אם זה מנגנוני השוק וניסינו לבנות מנגנון שהוא מיטבי לציבור המשקיעים. כמו שאמרתי קודם, אנחנו מדברים בעיקר על האינטרסים של המשקיעים מול האינטרסים של הזימים. אז קצת אני חייבת לתת לכם נתונים על ההנפקות ולמה כל כך התלבטנו. כמו שגם ציינו פה קודם אנחנו לא מרגישים שאנחנו צריכים לתת בוסט לשוק כי באמת במחשבה ראשונית הספאקים הם בדרך כלל פונים לחברות טכנולוגיה אבל פה אנחנו רואים מה שקרה בגלל ההנפקות בשנה האחרונה זאת אומרת משנת 20 פתאום 25 הנפקות ראשוניות ב 33 הנפקות ראשוניות, זה באמת מספרים שלא ראינו. יש פה השוואה של העשור האחרון אנחנו רואים שבשנת 2020 מספר ה IPO היה פי 3.5 מהשנים הקודמות זאת אומרת שהממוצע של ההנפקות היה 7 IPO בשנה פתאום הגענו ל 25 ב 2020. ברבעון הראשון של 2021 יש לנו יותר מכל שנת 2020 אז זאת אומרת שאנחנו באמת מדברים פה על מצב שונה מבעבר.

**אמיר ברנע**

חלון הזדמנויות.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שרה קנדלר

אנחנו לא מרגישים שאנחנו צריכים לעודד כרגע את השוק כי זה קורה מהשוק עצמו, אם תעברו לשקף הבא אז באמת רואים שתברות ההייטק, חברות הטכנולוגיה אנחנו באמת רואים שיש הרבה מאוד הנפקות ראשוניות מאז שנת 2020 ואנחנו מרגישים שזה נכון שהספאק יכול להיות לתת פתרון אבל בוא נגיד ככה, כל חברת טכנולוגיה שניסתה עד היום הצליחה לבוא בדרך המלך ב"דרך הרגילה", זאת אומרת החשש הזה מ"התפשטות" בתשקיף כנראה שהיא כבר פחות קיימת היום עם המעבר לשיטה הלא אחידה. ובאמת בשנה וחצי האחרונות היא הפכה להיות השיטה המרכזית שבה מגייסים, אז גם לפי שיטה הזו יש לחברה הרבה מאוד וודאות עוד לפני פרסום טיוטת התשקיף, ולכן הבעיה הזו פחותה. בכלל אנחנו חושבים שבארץ כל הנושא הזה של המהירות והתמריצים האחרים לקצר את הלוז על ידי תשקיף ספאק, אנחנו חושבים שהיא פחות נכונה, כי גם השוק וגם אנחנו פועלים במהירות גם בIPOים הרגילים, אבל שוב כמו שאמרתי - קיבלנו את הבקשות ובחנו את הנושא ועכשיו אני אציג בעצם מה התנאים שאנחנו קבענו, מהם תנאי הסף שאנחנו קבענו לגיוסים של הספאק. אז קודם כל, כמו שהזכרתי אנחנו רוצים שיגיעו רק החברות הגדולות ביותר, גם בגלל הניסיון האמריקאי, שמראה שתשואות אפשר להשיג בעיקר בחברות גדולות אנחנו נדרוש מינימום של 400-450 מיליון שקל לפחות, לחברה ללא פעילות עסקית שרוצה לבוא להקים פה ספאק, כמובן שאנחנו נרצה שיזמים בעלי שם בעלי מוניטין עם ניסיון עסקי ברור. והנקודה החשובה שאולי זה הדבר, השוני הגדול ממה שקורה בארצות הברית, למה שלמדנו מהניסיון אנחנו מבקשים skin in the game, רוצים שהיזמים יהיו ביחד עם הציבור, ולכן אנחנו דורשים מינימום של 40 מיליון שקל שהיזמים עצמם ישקיעו בתוך הספאק כבר בday one ואנחנו נדרוש גם חסימה מאוד ארוכה, החסימה תהיה על סכום ההון הראשוני חלקו עד להכנסת הפעילות ועוד חלק עד חצי שנה מרגע הכנסת הפעילות, וכל upsides כלומר האופציות שמקבלים בחברה אחרי המיזוג, יהיה חסום לתקופה של שלוש שנים, שנה ראשונה חסימה מוחלטת ועוד שנתיים של טפטופים כמו שאתם מכירים בנושאים אחרים, אז בעצם ההון שהם יצטרכו להשקיע בעצמם יחד עם תקופת החסימה, אנחנו חושבים שזה מביא אותנו למצב הרבה יותר טוב. אחת הביקורות שקראנו בארצות הברית הייתה על העובדה שהרבה פעמים יזמי הספאק מנסים ויהי מה, להכניס חברת מטרה כי רק אם הם מכניסים את חברת המטרה הם מקבלים את התמורה שלהם, הרי שבביל זה הם הקימו את הספאק, ולכן פה אנחנו מקווים מאוד לא להגיע למקום כזה כי ברגע שהם מושקעים ביחד עם הציבור אז יהיה להם אינטרס שהחברה הזאת באמת תצליח. אנחנו גם קובעים תקופה של שנתיים שזו התקופה שבה חייבים יהיו להכניס את הפעילות של חברת המטרה עם אפשרות לעשות אסיפה ולהאריך בעוד חצי שנה, זאת אומרת בעוד שנתיים וחצי מקסימום ואחר כך בחברה יש את הרידמשן, זאת אומרת החברה תפורק. כל חברי הדירקטוריון יהיו חברים בלתי תלויים והאישור של הכנסת חברת המטרה תהיה ברוב שלא כולל את היזמים. עוד פרט

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שחשוב להזכיר, זה שאת חברת מטרה צריך לרכוש במינימום של 80% מהכסף של תמורת ה-IPO, זאת אומרת אנחנו לא נסתפק בזה שהם ייקחו איזה 100 מיליון ויכניסו איזו פעילות נדלן מניב ככה. לא, זה צריך להיות פעילות רצינית שלוקחת את מרבית הסכום. שוב אנחנו רוצים להרחיק את זה כמה שיותר מהשלדים, מהחברות מעטפת, מבעיות שהיו פה בעבר, אז זה גם הגודל של חברה וגם התנאים הנוספים. בנוסף, סדר גודל של כמעט 97% מהכסף צריך להיות מופקד בנאמנות, זאת אומרת לשמור עליו ויש רק אחוזים בודדים שיכולים להוציא עבור הוצאות שיש ליזמים עד הכנסת הפעילות של חברת המטרה, אבל הרוב המוחלט של הכסף יהיה מוחזק בנאמנות לטובת המחזיקים. היזמים גם לא יוכלו לקבל שכר מהחברה עד להשלמת העסקה, ושוב עם עד התקופה שנקבעה הם לא הכניסו חברת מטרה החברה תפורק מרצון, בעצם מנגנון השמדה עצמית כולם מקבלים חזרה את הכסף והולכים הביתה.

### שלומי שוב

זאת השאלה האם המתווה הזה והאם אותם יזמים שפנו אליכם שהצגתם להם את זה האם זה עדיין אטרקטיבי מבחינתם שברגע שהצגתם להם את המתווה הזה...

### שרה קנדלר

אני רק רוצה להוסיף משהו אחד ששכחתי והוא מאוד חשוב - זה התנאי הנוסף, אנחנו דורשים כבר מהתחלה 70% השקעה של גופים מוסדיים. עכשיו זה משהו שבארצות הברית התפתח עם הזמן כי לא היה להם את זה ואז נוצר מצב הרבה פעמים שדווקא חברות שהם לא משהו ביקשו להתמזג עם ספאקים כי החברות הטובות פחדו מהנושא הזה של הרידמשן שאתה יכול לבחור חברת מטרה ובסוף המשקיעים יכולים להצביע נגד ולמשוך את הכסף שלהם, ולכן הכניסו את המנגנון של PIPE, שזה בעיקר קרנות גידור שבאות ומשקיעות ביחד עם הספאק בחברת המטרה. אז אנחנו מקדימים את השלב הזה כבר לשלב ההנפקה, זאת אומרת כבר בשלב ה-IPO אתה צריך גופים מוסדיים כשהמטרה היא באמת גם למנוע את מה שקרה בשוק האמריקאי וגם שגופים מוסדיים יוכלו לתת שכבת הגנה נוספת לציבור המשקיעים, כבר ב-IPO. זאת אומרת אם יש לגוף מוסדי אמון ביזם, הם יוכלו גם לעשות את הפיקוח על היזמים עצמם ולראות שהם באמת גופים רציניים, וגם כשתגיע חברת מטרה ותעלה שאלת התמחור וכל הבסיס של הכנסת חברת המטרה אז אנחנו חושבים שזה ייתן את ההגנה המקסימלית לציבור המשקיעים. עכשיו לשאלתך, אני אגיד את זה בשיא הפתיחות, אנחנו מבחינתנו גם אם לא יהיו ספאקים אנחנו לא מוכנים לעשות מסלול שיהיה לטובת היזמים ושיציבור המשקיעים לא יהיה מוגן, לכן אנחנו קבענו את הסטנדרט הגבוה באמת, מאוד מאוד גבוה בעיני, זאת אומרת הוא הרבה יותר גבוה ממה שקורה כרגע בעולם, ואנחנו לא מוכנים להתפשר על הסטנדרט. כן יש לנו יזמים שאיתנו בתהליך ושיודעים בדיוק מהם התנאים ואנחנו בהליכים מתקדמים מולם.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### צפנת מזר-לייסט

אני חושבת שבמידה מסויימת המודל שאנו מציעים יכול לתקן עיוות. הדרישות שאנחנו מציבים יכול להיות בהחלט שמנטרלות את אותם יתרונות "לא לגיטימיים" אפשריים, שנראה שאף אחד לא יודע להצביע עליהם בוודאות, לאורם יש מגמה בארצות הברית להעדיף הנפקה באמצעות מיזוג עם ספאק מאשר הנפקה בדרך המלך על פי תשקיף. יכול להיות שבאמצעים שאנחנו מציעים במסגרת המודל אנו מתמודדים עם אותם יתרונות לא לגיטימיים תיאורטיים ובדרך כזו או אחרת אנחנו מנטרלים אותם מה שיכול להיות בהחלט שיוביל לחוסר אטרקטיביות של הספאק על פני הנפקת IPO. זו כמובן לא תוצאה רעה מבחינתנו – אנחנו רוצים שהספאק יתקיים רק אם יש לו תועלת וערך לשוק ולמשקיעים במקרים מסויימים על פני הנפקת IPO בדרך המלך. ככל שאין בו תועלת והוא קיים רק בשביל לנצל פירצות – אנחנו לא רוצים אותו.

### אמיר ברנע

כשיש IPO בד"כ מוכרים חלק מהחברה לציבור, אומנם כל המניות הן סחירות אבל בעל השליטה נשאר היזם. הוא בעל הידע שולט בחברה לאחר ההנפקה. האם פה מדובר על מהפכה מהבחינה הזאת שבעל השליטה עובר. יש פה הבדל מהותי מבחינת מי שולט בחברה אחרי המיזוג. האם מי שפיתח את הידע הולך ומתפוגג?

### אלי דניאל

ההערכה היא שמי ששולט בחברה, לאחר המיזוג, זה בעלי השליטה בחברת המטרה.

### ירון בלוח

הרי לא מדובר פה ברכישת שליטה בהכרח, מדובר פה בהשקעה כמיעוט. מיעוט לא משמעותי בחברה ולכן אמיר מה שאתה אומר זה לא מדויק. הספאק לא הולך ומשתלט על חברה, הספאק הולך ומשקיע כסף בתוך חברה הוא הופך להיות משקיע ותזכור שזה לא משקיע אחד זה קבוצה של משקיעים, זאת אומרת לא יושב מישהו אחד שפתאום משתלט על חברה, יש פה חבורת משקיעים שמכניסה כסף לתוך החברה והופכת להיות קבוצת משקיעים.

### אמיר ברנע

מי שולט בחברה.

### ירון בלוח

היזמים של החברה מי ששולט.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### רונן מנשס

התנאי שרשות ניירות ערך בישראל הציבה זה שהשווי של חברת המטרה (ה"טרגטי") יהיה לפחות 90% מהסכום שגויס על ידי הספאק. ואם הספאק גייס את הסכום המינימלי, יש לו קופת מזומנים של 400 מיליון ש"ח.

### שרה קלנדר

לא 80%.

### רונן מנשס

סליחה, 80% ולא 90% כפי שאמרתי. אבל התנאי הזה פחות רלוונטי כשמסתכלים על עסקאות הספאק בארה"ב. בעסקאות הספאק בארה"ב חברות המטרה שוות הרבה יותר מהמזומן שהספאק גייס. במרבית העסקאות שקורות בארה"ב, הכסף שגויס מהציבור ויושב בספאק, נשאר בספאק והוא בכלל לא יוצא החוצה לצורך תשלום עבור רכישת חברת המטרה, אלא העסקאות הן עסקאות מיזוג שחברת המטרה מתמזגת בעסקת החלפת מניות עם הספאק. ברוב העסקאות של הלקוחות, שאנחנו רואים כמשרד, השווי של חברת המטרה הוא הרבה יותר גדול מהמזומן שגייס הספאק ויש לו בקופה (בד"כ זה 200 מיליון דולר בספאקים). יתרה מזאת, אנחנו רואים אפילו שבמקביל וכתנאי להשלמת עסקת המיזוג בין הספאק לחברת המטרה, יש שילוב של גיוס פייפ (הנפקה פרטית נוספת על ידי הספאק). כלומר, חברת המטרה אומרת לספונסרים של הספאק שהמזומן בקופה שגויס מהציבור על ידי הספאק, שעומד בד"כ על 200 מיליון דולר לא מספיק לי ואני רוצה עוד גיוס של פייפ של כמה מאות מיליוני דולרים. בסופו של דבר, יחס המיזוג יהיה בדרך כלל יהיה 30:20/70:80 לטובת חברת המטרה, והמנהלים והמייסדים של חברת המטרה הם אלו שימשיכו לנהל את החברה לאחר השלמת המיזוג עם הספאק. אגב, בחלק מהעסקאות יש גם שילוב של עסקת סקנדרי. כלומר, בעלי המניות של חברת המטרה (מייסדים, מנהלים בכירים והקרנות הון סיכון שהשקיעו בחברת המטרה) מוכרים כחלק מהשלמת המיזוג עם הספאק חלק מהמניות שלהם בתמורה למזומן, אבל עדיין המייסדים וההנהלה הבכירה של חברת המטרה ממשיכים לנהל את החברה הממוזגת..

### אמיר ברנע

הבנתי. איך זה עקבי עם דירקטוריון לא תלוי. מה הממשק בין הדירקטוריון בחברה לבין הדירקטוריון או היזם מי שפיתח את החברה הפרטית, מי שניהל את החברה הפרטית איך הם משתלבים יחד ?

### רונן מנשס

בסופו של דבר זה תחליף ל IPO וגם ב-IPO, מי שמשקיע את מרבית הכסף זה הרבה גופים מוסדיים.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### צפנת מזר-לייסט

כדי להשלים את הנקודה של הטענה לפיה מודל הספאק מקנה וודאות לחברה שמעוניינת להתמזג עם ספאק. הטענה לפיה במקרה כזה יש לאותה חברה וודאות שלספאק יש אמצעים כספיים מספקים להשלים את העסקה ועל כן יכולת וודאית שהיא תבוצע כך שלא יהיה מצב שאותה חברה תחשוף מידע רב לגביה כפי שהיא נדרשת בהנפקה ב-IPO ובסופו של יום לא תצליח להיכנס לשוק ההון. היתרון הפוטנציאלי הזה בעיני חברת המטרה לא יתקיים במודל שאנחנו מציעים - עצם הצורך באישור האסיפה הכללית לעסקת הכנסת הפעילות ועצם היכולת לבעל מניות שמתנגד לעסקה לקבל חזרה את השקעתו מותיר בכל זאת רמת אי ודאות מסוימת לאותה חברה בדבר יכולת השלמת העסקה.

גם מבחינת הטענה לפיה יתרון פוטנציאלי שגורם להעדפת מודל הספאק לחברות הוא קיצור לוח הזמנים בכניסה לשוק ההון לעומת לוח הזמנים הקיים במקרה של הנפקת IPO מאחר שלא נדרש היתר של הרשות לפרסום תסקיף - גם פה המודל שאנחנו מציעים לא בהכרח יאפשר זאת. החובה לכנס אסיפת בעלי מניות לצורך אישור הכנסת הפעילות תחייב גם גילוי בדוח זימון האסיפה הכללית על חברת המטרה - גילוי שייבדק על ידי הרשות שתיתן הערותיה לגביו, ככל שיהיה בכך צורך, לרבות למתאר, למקבילה ל"דוח ברנע", לדוחות הכספיים של החברה ולהערכות השווי. ככל שיהיה בכך צורך והגילוי לא יושלם להנחת דעת הרשות החוק מקנה לרשות גם סמכות לדחות את מועד האסיפה עד להשלמת הבדיקה וטיוב הגילוי. גם פה הדרישות שלנו יצרו בפועל אקווילנט לתהליך שכרוך ב-IPO. ועוד פעם - זהו רק מצב רצוי מבחינתנו.

### שלומי שוב

אם אני חברה טכנולוגית טובה למה שאני ארצה לבוא לישראל שהתנאים שלי יותר קלים בארה"ב?

### צפנת מזר-לייסט

התחלתם את הדיון היום בשאלה האם המצב בשוק ההון בארה"ב משקף בועה או לא והובעו עמדות שזו אכן בועה. אם זו בועה והנפקות הספאק יניבו הפסדים למשקיעים אנחנו לא רוצים לייבא או להגביר את הבושתיות גם אצלנו רק מתוך החשש שחברת טכנולוגיה תעדיף את השוק האמריקאי המקל יותר על פנינו. למדנו מהניסיון בארה"ב ומטרתנו לגבש את המנגנון הטוב ביותר שיספק הגנה למשקיעים. החברות הטובות - לא המנגנונים האלה הן שירתיעו אותן לטעמי.

### ירון בלוח

אני רוצה לשאול אם אפשר לחדד. מה בעצם הסיכון פה למשקיע? משקיע שמשקיע ב-IPO.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

**אמיר ברנע**

לא ב-IPO, בספאק

**ירון בלוד**

בספאק. ב-IPO של הספאק. למה אני שואל את זה, אני רוצה לחדד את זה בעיקר בהשוואה לאותו משקיע בוא נניח שזה אותו משקיע שמחליט לשים את כספו בקרן פרייבט אקוויטי לא סחירה סגורה עם דמי ניהול מהיום הראשון שהוא גם לא יודע איפה היא תשקיע. אני רוצה לחדד את זה כי בעיני לפחות המשקיע פה נמצא במקום הרבה יותר בטוח ונזיל לעומת כל אלטרנטיבה אחרת שלו בעולם הפרייבט אקוויטי. אז איפה זה בדיוק הסיכון הגדול של המשקיע פה אני לא הצלחתי להבין את זה?

**שרה קנדלר**

אני משווה את זה לא להשקעה בפרייבט אקוויטי, לא להשקעה במשהו לא מפקח אלה בהשקעה ב-IPO, שאתה יודע בדיוק במה אתה משקיע. פרייבט אקוויטי זה משהו אחר.

**ירון בלוד**

לא רגע רגע שרה שניה, אני רוצה לחדד את זה כשאתה משקיע ב-IPO אתה משקיע בחברה אתה משקיע בהתאם למצגים בהתאם להרבה דברים אבל אתה יודע מהיום הראשון שאתה שם. נפתחה באותה חברה ולוקחת דמי ניהול ומתנהלת וזה בסדר יש פה אי ודאות וככה אתה משקיע פה בסך הכל אתה מקבל אופציות כי הרי אנחנו מדברים על ארביטראז' כזה שאם בהיום שלמחרת פתאום אותו ספאק שהונפק נניח ב 10 ש' יסחר בדיסקאוונט למה? כי השווקים נפלו וכו' זה דבר שקורה הרי יכנסו פה שחקני ארביטראז' כי הרי אנחנו מדברים פה על תקופה לא ארוכה של שנתיים שהם יודעים שאחרי שנתיים בכל מקרה יש להם זכות להיפגש עם הכסף פלוס ריבית, כך שהסיכון באותם שנתיים לאותו סוחר לאותה קרן שרכשה בהנפקה, הוא סיכון מאוד מאוד נמוך סך הכל היא מקבלת אופציה שביום מן הימים יגיעו אליה בתוך השנתיים ויגידו יש פה הצעה למיזוג, את יכולה להחליט אם זה מתאים לך או לא. אם זה לא מתאים לך אין שום בעיה את מקבלת את הכסף של חזרה עם ריבית. איפה פה הסיכון של המשקיע? אין פה שום סיכון. הרבה פחות סיכון מאשר להשקיע בהנפקה של חברה ציבורית.

**שרה קנדלר**

פה אתה בעצם משקיע ביזם מעבר לזה אתה לא יודע כלום, אתה צריך לשים את מבטך ביזם.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### ירון בלוד

אז אני אומר שאתה משקיע בחברה, אתה שם את מבטחה באותה חברה שמנוהלת כי אין להם שום מחוייבות, לא לדעת מה היא תעשה בדיוק עם הכסף שהשקעת בה למחרת ואין לך דרך לצאת מזה פה. לא מתאים, את נפגשת עם קרן+ריבית במהות אני לא מצליח למצוא השקעה יותר בטוחה למי שנכנס ל-IPO כזה אמיתי אלא אם כן לא הבנתי פה משהו.

### צפנת מזר-לייסט

המודל שאנחנו מציעים בהחלט מפחית משמעותית את מידת הסיכון שטמונה למשקיע בהשקעה בספאק. ראשית – עד למועד הכנסת פעילות וכינוס אסיפה כללית של בעלי המניות לצורך כך – הכספים מחוייבים להימצא בנאמנות שתהיה רשאית להשקיע אותם בנכסים סולידיים בלבד. במועד כינוס האסיפה למשקיע תהיה האפשרות לקבל החלטה האם מעוניין להישאר בעל מניות בחברה שתכלול את אותה פעילות או שהוא מעדיף לקבל את כספו בחזרה.

### ירון בלוד

זה שלייקס על שלייקס אבל המהות פה, היא מהות הרבה יותר בטוחה מכל דבר אחר זה אופציה בחינם.

אם הרוב מחליט ללכת הוא יכול ללכת ? האם למיעוט באסיפה שמתנגד אין זכות פדיון?

### אלי דניאל

בארה"ב יש שתי הצבעות. הצבעה אחת, לצורך העניין, היא על ביצוע העסקה - כן או לא. חוץ מזה יש לך הצבעה על Redemption - האם אתה רוצה את הפדיון המוקדם או לא. כלומר, אתה יכול להחליט אם אתה רוצה את הכסף חזרה או לא.

### אמיר ברנע

האם יש אפשרות אני חוזר לשאלה שלך. האם יש אפשרות שאדם שמשקיע לא יקבל את כספו חזרה אם הוא רוצה את כספו חזרה ?

### ירון בלוד

התשובה היא לא !

### אמיר ברנע

אז בהבחנה הזאת, חברה פה מדובר על החמרה יחסית משמעותית את אומרת במילים אחרות מי שמשקיע 10 ש"ח או 10 דולר או מה שלא יהיה בספאק אין לו ביטחון שיקבל את הכסף חזרה, כי יכול



## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

להיות מיעוט באסיפה הכללית ואתם קונים את המיזוג והוא לא רוצה הוא קיבל את זה גם אם הוא לא רוצה.

### ירון בלוד

הוא כן עושה התשובה היא כן!

### אמיר ברנע

המיעוט מקבל את כספו.

### צפנת מזר-לייסט

במודל שאנחנו מקדמים בעל מניות שיתנגד באסיפה הכללית יוכל לקבל את כספו חזרה. בעל מניות שיתמודך בעסקה לא יוכל.

### ירון בלוד

התשובה היא כן. יש לו אופציה בחינם.

### שמואל ווינשטיין

שאלה בקשר לאחד הדברים שהצגת. הצגת דרישה שגם היזם ישים כסף אפילו בסכום משמעותי, עכשיו הייתי רוצה שתרחיבי בהשוואה למצב הקיים היום האם זה נכון שהיום היזם גוזר לעצמו 20% מהאחזקה בספאק בלי שהוא יכניס את הכסף ואתם רוצים לשנות את זה. לא הבנתי האם זה יבוא במקביל.

### שרה קנדלר

אתה מדבר על ארה"ב? בארה"ב אני חושבת שאין חובה. אני חושבת שהם בדר"כ משקיעים בין 2%-4% איזור ה 3% פלוס מינוס.

### שמואל ווינשטיין

מעמד של היזם כפי שהוא קיים היום והשינוי שאת מנסה, כי לא ברור לי אם זה בא במקום או במקביל שהוא גם יזכה ל 20% וגם יאלץ להשקיע עוד 40 מיליון כלומר הוא יהיה בשני כובעים אם את יכולה קצת להרחיב בעניין.

### אלי דניאל

היזם ב- day one של הנפקת חברת הרכש הייעודית שם 40 מיליון ₪. במקרה של הנפקה של 400 מיליון ₪ זה 10%.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

**ירון בלוד**

בהצעה שלכם ?

**אלי דניאל**

בארה"ב מה שמקובל מצד הספונסר זה להשקיע סדר גודל של 1.5%-3% פלוס מינוס מהיקף הגיוס ב-IPO.

**שמואל ווינשטיין**

בישראל זה 8%-10%. זאת בעצם עלות ההנפקה.

**אלי דניאל**

זה היקף ההשקעה שלו. זו השקעה במניות, כמו שהוא צריך להביא מוסדיים שישקיעו במניות.

**שמואל ווינשטיין**

זאת השקעה חסומה מה גם שיש שותפים שהם לא חסומים זאת השקעה נחותה, כי הוא מקבל מניות נחותות בעצם זה חשוב להדגיש. זאת אומרת זה לא בדיוק מניות.

**אלי דניאל**

היזם מקבל בהנפקה מניות שיהיו חסומות עד ה- business combination ואחר כך, נאפשר לו להחזיר את הקרן של ההשקעה הבייתה. כלומר, יש לו מניות והוא יוכל לממש אותן, כולן או חלקן, ב-40 מיליון ש"ח, ואם יש יתרה של מניות שלא מומשה, היא תהיה חסומה עד חצי שנה מהשלמת המיזוג.

**שמואל ווינשטיין**

וכל אחד אחר שהשתתף באותה הנפקה הוא יכול לרכוש מניה ?

**שרה קנדלר**

הוא גם צריך לשלם 40 מיליון ש"ח והוא גם חסום זה שני דברים שלא קיימים בארה"ב.

**שמואל ווינשטיין**

אבל ההשקעה הזאת בהון היא תהיה בנוסף ל 20% שהוא שם ?

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### אלי דניאל

קודם כל, האופציות שהיזם יקבל זה לא 20%. אני רוצה לחדד אנחנו מדברים על מקסימום של לא יותר מ-10% מהחברה הממוזגת. אנחנו רוצים לקבוע פה תקרה.

### שמואל ווינשטיין

מתי יש break even שהיזם יגיד זה לא היוזמה שאני רוצה.

### אלי דניאל

אותם יזמים שעכשיו מצויים מולנו בדיאלוג - נניח שהם יעברו אותנו ויקבלו היתר לפרסום תשקיף. הם לא סיימו את "דרך הייסורים" שלהם. אתה יודע למה? כי הם צריכים להביא את המוסדיים ואתה חושב שהמוסדיים יוותרו ויגידו כל מה שהרשות דרשה זה מה שאנחנו רוצים, וזהו. לא! היזמים יצרכו לקיים תהליך גם מול המוסדיים כדי לשכנע אותם ליטול חלק בהנפקה. ויש לי חדשות בשבילך - גם כאשר יהיה business combination עם חברת מטרה, הרי גם לה יש בעלי מניות, הנהלה ועורכי דין שגם הם ירצו לדאוג לאינטרסים שלהם והם לא יקבלו כל מה שהיזמים של חברת הרכש הייעודית יציעו להם. כלומר, זה לא שהיזם עכשיו הולך בדרך המלך ועוד שנתיים יש לו 10% בחברה ממוזגת ששווה מיליארדים. אין הרבה וודאות שזה אכן מה שיקרה. שרה כבר הדגישה את זה מבחינת רשות ני"ע חברת רכש ייעודית, או אם תרצה SPAC, זה לא בגדר Must have, אלא יותר בגדר Nice to have. שוק ההנפקות עכשיו במצב טוב, ובגדול, מי שרוצה היום יכול להנפיק ב-IPO ומי שרוצה ללכת במסלול הזה, שזה אולי מסלול ייסורים, אני לא יודע, אולי ינפיק חברת רכש ייעודית (SPAC) וזה בגדול מה שאנחנו מציעים.

### משה ברקת<sup>1</sup>

לגבי הספאקים בשוק הישראלי - קודם כל צריך להבין על מה רשות ניירות ערך מדברת כשהיא מדברת על ספאקים. המודל האמריקאי שהוא מאוד ספציפי זה לא חברות הבלאנק צ'ק שהונפקו בישראל. שני דברים שונים בתכלית. זה גם שונה משלד בורסאי או מה שקרוי אצלנו "חברת מעטפת". אני חושב שבהתבטאויות הפומביות שהיו בנושא עשו קצת סלט מכל הדברים הללו. בחודשים הראשונים שלי בתפקיד הצעתי לרשות ניירות ערך לייחד הנפקות בלאנק צ'ק לגופים בעלי ניסיון ורקורד מוכח בניהול השקעות כמו הגופים המוסדיים. להשתמש במכשיר הזה כאמצעי גיוס סחיר

<sup>1</sup> הדברים נכתבו לצורך הדיון והוקראו במהלכו

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

להשקעות שינוהלו על ידי מוסדיים וגורמים בעלי ניסיון דומה. היתרון של המוסדיים שהם מפקחים מהותית גם בצד ההתנהלות – הן מול הצרכן ולא רק בממשל התאגידי, וגם בצד היציבותי. מסיבות שאתם יכולים לנחש ההצעה הזו כנראה נזרקה לפח. לתת גישה לציבור למכשירי ניהול השקעות שמנהלים גורמים חסרי ניסיון וחסרי פיקוח הוא גישה נחותה בעיני ומסוכנת יותר לציבור מאשר להפקיד את כספו בידי במנהלי השקעות מנוסים ומפקוחים כמו הגופים המוסדיים. בנוסף לכך, יתרונות כלכליים ברורים של הגופים המוסדיים כמו סינרגיה ויתרונות לגודל יובילו לעלות ניהול השקעות נמוכה יותר עבור הציבור. אז זול יותר, בטוח יותר, מפקח יותר נשמע לי כמו נוסחה טובה לציבור. אבל יש מי שחושב אחרת ושולף טיעוני הפחדה של ריכוזיות ומנסה לפגוע בהטבות המס של חלק ממכשירי החיסכון, כל זה כדי לדכא את המוסדיים הישראלים. התופעה הזו היא חסרת הגיון בעיני והרסנית לציבור. אני בעד הכנסת שחקנים חדשים ומגוונים למגרש ואנחנו מעודדים שחקנים כאלו. לא אפרט כאן את כל מה שאנחנו עושים. אבל אנחנו עושים זאת בדרך של עידוד ותמרוץ חיובי ולא בדרך של דיכוי ופגיעה במוסדיים המקומיים שהם ליבו של שוק ההון המקומי. מי שפועל לצעדים כאלו – יפגע בשוק ההון ויגרום באופן ישיר ועקיף להסטת השקעות לחו"ל מהסיבות הלא נכונות. לגבי שוק ההנפקות – לטעמי יש ככלל ברכה גדולה למשק הישראלי מריבוי הנפקות, מהגדלת היצע המכשירים הנסחרים, מפיתוח והרחבת השוק – כל אלה מגדילים פוטנציאלית את השכלול התחרותי, העומק, הנזילות, והשקיפות של שוק ההון. תכונות שמאפשרות אלוקציה רחבה וטובה יותר של הון לתאגידים המהווה מנוע להתרחבותו וצמיחתו של המשק הישראלי. עם זאת, צריך לחשוש מאלוקציה מעוותת של הון לתאגידים, שנגזרים ממנה גם תמחורים שגויים למכשירים הפיננסיים הנסחרים. אלוקציה מעוותת כזו תפגע גם ביעילות של שוק ההון וגם בחוסכים לפנסיה. אלוקציה מעוותת כזו יכולה לנבוע ממנגנונים לקויים בשוק, מתמריצים מעוותים, ומאכיפה ופיקוח חסרים. צריך להבטיח שכל הרגולטורים יתנו את דעתם לעניין. שוב, לא בדרך שמדכאה את הפעילות בשוק, אלא בדרך חיובית שתורמת להתנהלות שקופה ואחראית יותר של החברות, החתמים, המתווכים, ושחקנים אחרים. בכלל זה, המוסדיים המנהלים חלק ניכר מכספי הציבור. הציפייה מהמוסדיים היא שיבצעו את תפקידם באחריות ובהירות, תוך שמירה על חובות האמונים בכל שדרת ניהול ההשקעות עד אחרון מנהלי הדסקים והמבצעים. זה אומר שהשקעות צריכות להיות מלוות בתהליכי קבלת החלטות סדורים שבוחנים את כל ההיבטים הכלכליים, המשפטיים, הרגולטוריים והאחרים. תהליכים שכוללים בקורות מתאימות והתבססות על אנליזות כלכליות מתאימות. גורמים ולחצים זרים לא יכולים להיות חלק מהתהליך הזה. הזמן שמוקדש לקבלת ההחלטות צריך להיות ראוי וההצדקות הכלכליות צריכות להיות ברורות, מנומקות ומתועדות. רק בדרך הזו נבטיח שההתפתחות של השוק ותיקי ההשקעות הם בריאים ויציבים לאורך זמן ולא פרץ התלהבות לא רציונאלי המנוצל על ידי גורמים שונים לקצירת רווחים מהירים על חשבון הציבור.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### יאיר לפידות

אז שלום לכולם, אני חושב שהרקע להתפוצצות הספאקים שאנחנו רואים בשנה ומשהו האחרונות הוא עוד יותר רחב. הסיפור מה קרה בשנת הקורונה, למעשה זה היה עוד קודם התופעה של מניות הטכנולוגיה ובראשן מניות הטכנולוגיה הגדולות. לפני הקורונה הן אלה שהובילו את תשואות השוק בצורה ברורה, הדבר יצר תיאבון לסיגמנט הזה יותר ויותר ומה שקרה בשנת הקורונה זה שרק או כמעט אך ורק חברות טכנולוגיה רבות נהנו מעסקיהן במעבר ל e-commers תשתיות ענן וכל הטכנולוגיות הללו וראינו בשנה שעברה התפוצצות עצומה גם בעסקים של חלק מהחברות ולבטח במניות שלהן, המניות הניבו תשואות מופלאות בשנת הקורונה אז מעבר לעניין הזה כל העבודה מהבית והחזרה מהלימודים לבית החזירו בענק בשנה שעברה וזה נמשך עכשיו. אני קורא לזה חזרתם של ה day traders כך קראו להם בבוטת 2000 ב-1998-1999 ועד תחילת שנת 2000 הייתה התפוצצות הגיעו מיליונים חדשים של סוחרים בדרי"כ צעירים ללא השכלה אבל עם הנאה נורא גדולה בעיסוק בדברים, שאתה מסביר לאנשים כאלה שאם תחזיק תיק של 100% מניות לא 30% מניות, בממוצע רב שנתי התשואה שאתה תעשה בין 7%-9% ואולי הנאסדק זה דו ספרתי קצת אז הם שהם שואלים כמה אמרת בשנה 10% ? אני רוצה 10% בחודש ועדיף בשבוע. החברים האלה עם האפליקציות הקלות והנרחבות שיש היום התנפלו על השווקים. דרך אגב אתה רואה את זה באזורים אחרים למשל במטבעות הוירטואלים החברה שמחפשים את ה10% בשבוע הם הפעילים הגדולים מאוד בחברות חלום. במקומות האלה כאמור מסתובבים המון day traders עד שלא יוכו הם שחקנים גדולים כמו שאתה יודעים בטח במודל האמריקאי. זה שכל המערכות מאפשרות לך מארגינים, ממנפות אותך ואם השווקים יעברו זעזוע גדול כלפי מטה אז רבים מאוד מהחברים האלו ימחקו כל עוד זה לא קורה אז אנחנו רואים את התופעה הזאת של מרדף אחרי יוניקורס. אגב לפני איזה חודשיים שלושה היה מאמר שציין שחוששים שעוד רגע לא ישארו יוניקורנס עבור הספאקים שבאים אחד אחרי השני. אז אמרתי, אז זאת בעיה פתירה בקלות היה סיבוב ב 500 מיליון לפני 3 חודשים עכשיו יש סיבוב ב 2 מיליארד היוניקורנס נולדים כל הזמן בדרך הזאת. התופעה הזאת היא תופעה לא בריאה, לכן צדק מי שאמר יצרו שם מנגנון שמי שמשקיע בעת IPO באמת לא יכול להפסיד, הוא הולך על בטוח, כיוון שהוא יכול בארה"ב להחזיר את המניה לפדות אותה תמיד ביום העסקה או בחלוף הוא יודיע אני רוצה את ה 10 דולר שבנאמנות והוא יקבל אותם, אבל יש לו עוד חצי אופציה לכל מניה שאותה הוא מותיר אצלו גם אם הוא מחזיר את המניה לכן הוא הולך על בטוח ולכן זה סוג של אג"ח להמרה שבקטע האג"חי הוא ללא סיכון או אין בו ריבית. גם זה מנגנון שאפשר להרבה שחקנים לקנות ב IPO אבל הסטטיסטיקה באמת של המשקיעים מרגע המיזוגים ואילך היא איומה ונוראה. זה אומר שזה חבורת סאקרים שמסתובבת שם ומחזיקה דברים. אני לא מדבר על פיפים שנעשים ע"י מוסדיים ודברים כאלה שהם

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

יכולים להיעשות בתנאים אחרים, אבל הסטטיסטיקה כאמור שבודקים את כל התיק של המיזוג אז רואים פה שחיקות רציניות ביותר, בגדול נמוך מביצועי הנאסדק וכו'. השאלה מתי לפראיירים נופל האסימון שאסור להיות שם בעת המיזוג או מתחילים לשנות את המשוואות. עכשיו המוטיבציה של הספונסרים עם 20% מההון זה אומנם לא 20% מההון אם יש מיזוג. זה רק ביחס להון שמונפק בספאק עצמו. מישהו עשה שם אנלוגיה לפרייבט אקוויטי זה 20% זה מה שפרייבט אקוויטי אוכל לך ב 10 שנים. לפחות מה גם שפה הרבה פודים אני חושב שבסטטיסטיקה יש 50%-60% פדיונות מה שאומר שה 20% שנותרו הופכים ל 40% על אלה שנשאר מהספאק ב IPO, שזה נטל עצום וכמובן יש להם מוטיבציה עליונה לרוץ ולחפש את הדברים הכי סקסיים שהמשקיעים מאוד אוהבים. בטווח הקצר ואני לא רואה את המנגנון הזה כמנגנון נכון בשוק ההון הישראלי ואני לא רואה אותנו נכנסים למנגנונים כאלה בהשקעות. אם יש יזם מוכשר שיבוא עם מטרות כולל סיכון מסוים של כספו שלו, יציע לנו עסקה משותפת נלך איתו. זאת עסקה ספציפית עם יזם מוכשר, מה שאני צריך לשים פה כסף מראש בתוך דברים כאלה כדי שאולי הוא ימצא ושיש לו מוטיבציות כאלה גדולות. אז אני אומר בגדול מה שמניע את זה ביום שה day traders יחטפו מכה אנחנו נראה. אני בכלל חושש מהסיגמנט הזה, הסיגמנט של חברות החלום הרבה מזה זה בזכות הספאקים עם ביקוש של ה day traders הם אלה שמנפחים לנו בועה כזאת או אחרת ורואים את זה באופן מידי בחודשים שלאחר עסקאות מיזוג בממוצע.

### שלומי שוב

כלומר יאיר אתה היום כגוף מוסדי לא נמצא בהשקעות כאלה נכון? ממה שאני מבין.

### יאיר לפידות

אתה יכול למצוא עסקת מיזוג שהיא גם אמיתית ואתה גם מאמין בה, שזה קורה אבל אתה צריך להיות מאוד זהיר וסלקטיבי כיום בקשר לזה. כי כאמור יש מוטיבציה עליונה לדחוף את המחירים למעלה. היום יזמים הולכים עם החברות כי העמלה שלהם הזאת היא מטורפת, ולכן אף אחד לא חושב על המשקיעים ביום של אחרי המיזוג.

### שלומי שוב

אתה רוצה גם להגיד משהו על גל ההנפקות בישראל?

### יאיר לפידות

תראה הנושא של טכנולוגיה - עשינו סימולציה לא מזמן, איך היה נראה תל אביב 125 לו כל החברות הישראליות הטכנולוגיות לא היו מדלגות על השוק הישראלי בדומה לנייס וטאואר היו רשומות גם פה. היינו מקבלים שת"א 125 היה עם משקל טכנולוגי מעל 50% בפנים. ללא אח ורע למדד ראשי

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בעולם בארה"ב מלכת הטכנולוגיה והמקום של כל חברות הענק היא ביחד 30% ב P&S 500 במדד הראשי ש 25% זה חמשת הגדולות. ישראל בגדול היא מוטת טכנולוגיה בכלכלה רואים את זה בבירור. בדרך הזאת אם כרגע תגיי המחיר ומה שקרה בקורונה אין ספק שזה נתן בוסט והתקדמות להנפקות טכנולוגיה והגדלה מסוימת בפוזיציות טכנולוגיה שיש גם בעולם המוסדי.

### דורון צור

אני רוצה להגיב למה שאמיר אמר. השתמשת בשתי מילים לשוק יעיל, בחרת באמונה והנחה שמי שמאמין בשוק יעיל ומי שמניח שהוא קיים. אז האמונה הזאת שגויה וההנחה הזאת אין לה על מה להתבסס. שוק ההון יעיל כמו משרד ממשלתי במדינת עולם שלישי. עכשיו, ברגע שמבינים שהאמונה הזאת לא נכונה וההנחה הזאת אין לה על מה להתבסס אז הרבה תעלומות נפתרות, כולל התעלומה למה יש גלי הנפקות כשהשוק הוא חם וגבוה, ולמה יש הרבה הצעות רכש כשהשוק בדיכאון ובדפרסיה, ולמה אותו אדם שעושה הצעת רכש לפני כך וכך שנים בשלב מסוים, יכול להנפיק את אותה חברה בדיוק במחיר שגבוה פי 5, כי השוק פעם היה בדיכאון והיום הוא באופוריה. עכשיו אומר מה אני חושב לגבי נושא הספאקים.

### אמיר ברנע

האם השוק מגלה לדעתך סימפטומים של מחלת נפש?

### דורון צור

כן. חד משמעית. זה לא השוק, השוק הוא בסך הכל פלטפורמה של מחשבים. המשקיעים נתונים למצבי רוח.

### יורם עדן

אתה לא מתרגם נכון את הנחת השוק היעיל.

### דורון צור

יכול להיות.

### יורם עדן

הנחת השוק היעיל משמעה שאתה לא יכול להרוויח יותר מאחרים. זה לא אומר שבכל רגע השוק משקף את המחירים נכון. זה אומר שאתה לא יכול להרוויח יותר מאחרים.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### דורון צור

נכון. עכשיו ראשית, אני רוצה עוד דבר. אתם ממשיכים להגיד את המילה יזם ויזם זה לא ספונסר. יזם זה מי שמקים חברה ומקים עסק, ספונסר זה או נותן חסות או אמרגן, שבמקרה הזה כשנגמרת ההופעה לוקח את הקופה הביתה והולך. אז אני חושב שכדאי להשתמש גם במצגת במילה אמרגן, ספונסר זה לא יזם. המילה באנגלית והתרגום הוא נכון, ספונסר זה נותן חסות או אני אפילו מעדיף להשתמש במילה אמרגן. עכשיו צריך להבין, אתה שאלת גם לגבי התעלומה הזאת, למה יש יזמים שמוכנים לוותר באמת ולשלם 15%-20 ב SPAC במקום 5%-7 ב-IPO. התשובה היא באמת מעולם השיווק time to market. כשהשוק הוא חם מאוד, ואני משתמש עכשיו בביטויים של השוק, לא של האקדמיה, יש ביטוי בעברית להכות על הברזל בעודו חם, אז כשהשוק הוא חם מאוד המנפיקים אומרים לעצמם, אני רוצה להכות על המשקיעים בעודם חמים ואז time to market הוא קריטי. בא יזם ואומר אני יכול להנפיק את החברה שלי ולגייס לפי שווי שוק פי 3 מהשווי האמיתי. היום יש לי חלון הזדמנויות מאוד ברור, לפני שהחלון נסגר לי על האצבעות, לכן באים גלי ההנפקות האלה. כשאתה מסתכל, באמת אפשר לראות את זה מ 1992 1993 בארץ, 1999 2000 בארה"ב, 2007 2008 בחברות נדל"ן בארה"ב והיום.

יש מחזוריות בשוק ההון, ויש ימים של גאות ושפל. בזמן הגאות מפלס הציניות עולה ואז צריך להגן על המשקיעים. לא רק מפני היזמים צריך להגן על המשקיעים/מהמרים אלא בעיקר מפני עצמם, אלא שזו רגולציה מאוד קשה כי לא עוזר כאן שום גילוי נאות. אני לא יכול לתת לבן אדם גילוי נאות על עצמו. הגל הזה, כמו גלים קודמים וכמו הגלים הבאים שיקרו, ואני מאחל לכולנו שבעוד 10 20 שנים כולנו נשב פה, זה חלק ממהלך העניינים התקין או הלא תקין של שוק ההון, תלוי איך רואים את זה. קשה מאוד לרגולציה להתמודד עם זה. אני שמח מאוד שהרגולציה הישראלית הרבה יותר מחמירה מהאמריקאית ודורשת הרבה יותר מהאמרגנים הישראלים מאשר האמרגנים האמריקאים בוול סטריט. עולם האמרגנות האמריקאית מוטה חזק מאוד לטובת האמרגנים והוא לא מגן טוב על המשקיעים. אנחנו לוקחים את הדוגמא מוול סטריט, וזה תמיד מין אורים ותומים וה-SEC. רמת ההגנה ומפלס הציניות שמאפשרת וול סטריט ומאפשרת הרגולציה האמריקאית גבוהים בהרבה מאשר בארץ. כל התרבות הכלכלית כולל הקונגרס, והמעורבות הפוליטית שמתאפשרת בארה"ב היא מופרזת. היא גבוהה מאוד, ואני שמח שהרשות בארץ, וזה נכון מאוד לגבי האופי שבו אפשר לעשות הנפקות, דרך עסקאות בעלי עניין, אופן הגילוי הכספי והאופן שבו מגלים דוחות כספיים, מחמירה יותר.

לצערי, בחלק מהמקרים בישראל אנחנו לומדים מהדברים האלה ואני שמח שהרשות הישראלית הרבה יותר מחמירה. האם זה יכול להביא למצב שבו לא יהיה עסק של SPAC, כי זה לא משתלם



## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לאמרגנים הישראליים? בסדר גמור. יבוא האמרגן ויגיד - אתם דורשים ממני כסף, אתם דורשים ממני חסימה, הרסתם את כל ה FUN. ה FUN הזה הוא בדרך כלל על חשבון המשקיעים ולכן בסופו של דבר מי שנשאר עם ה FUN זה האמרגנים ומי שנשאר בלי שום דבר זה המשקיעים. מה שקורה היום זה חלק מרוח התקופה. אי אפשר לנתק אותה מתופעות כמו רובין הוד, אי אפשר לנתק את זה מתופעות כמו גיים סטופ, אי אפשר לנתק את זה מהדוג'קויין שיוורד 20% עולה 20% כי אילון מאסק מציץ איזה משהו ומעלה אותו למעלה. זה בסופו של דבר מגיע מנסיבות מאקרו כלכליות נורא פשוטות, שיש המון כסף זול אנשים מתחרפנים ושוקים מתחרפנים כולם מתחרפנים בכל מיני צורות, אחד מהם זה הספאקים, אחד גיים סטופ ואחרים. אחרים זה day traders וכן הלאה. מתישהו תחזור הריבית, העסק הזה יירגע ואנשים יפסידו את מה שיפסידו. עולם כמנהגו נוהג.

### יורם עדן

תמיד יש את הבדיחה, למה המבצעים בוול סטריט הם מתחת לגיל 30? כי הם לא זוכרים את המשברים הקודמים. הספאק נותן ממד מעניין בהשוואה לקרנות הפרייבט אקוויטי. אחת הבעיות בקרנות הפרייבט אקוויטי היא שמשקיע מהשורה לא יכול להגיע אליהן. הקרנות פונות רק למשקיעים מוסדיים או משקיעים שמסוגלים להשקיע 10 מיליון \$ או 10 מיליון דולר, אבל המכשיר עצמו הוא מכשיר מצוין. בעלי השליטה בחברות המטרה לא אוהבים את הפרייבט אקוויטי כי הם מאבדים שליטה. הקרנות דורשות מעורבות עמוקה בניהול, ובספאק בעלי חברות המטרה משמרים את השליטה. אבל אין לי ספק שהפרייבט אקוויטי הוא המכשיר המתאים להנפקת חברות חלומות ולו גם מהסיבה שמשקיעי פרייבט אקוויטי יודעים להפסיד, לוקחים בחשבון שהנפקות חלום לא תמיד יצליחו. משקיעים מהציבור לא מעריכים נכון את הסיכון ולכן אני חושב שספאקים זה מכשיר שבכלל לא נדרש בשוק ההון. זאת בניגוד לאופציות או מכשירים פיננסיים אחרים שהופכים את השוק ליותר יעיל. אני אישית שמח על הרגולציה הזאת. דרך אגב על מה שנאמר פה, בוא נסתכל על התמורה שמקבלים היזמים אל מול הנתח של מנהלי קרנות הפרייבט אקוויטי. למנהל הקרנות יש רף של 8%-10% שרק מעבר לו מתחיל מנגנון של catch up והם בוודאי מקבלים תמורה הרבה יותר נמוכה. נכון שהשקעה מוגבלת למוסדיים, אבל מכשיר הנפקת החלומות צריך להיות פרייבט אקוויטי ולא הספאק.

### אמיר ברנע

בדברים שלי הזכרתי את כל הנושא של מחירים דיפרנציאליים, העמלה של אמרגן הספאק מאפשרת לו באופן די ברור ופשוט לתת מחירים דיפרנציאליים, דרך חלוקת העמלה למי שהוא רוצה. בספאק המשקל שלה הוא מאוד משמעותי כמו שנאמר, והשאלה היא מה הם חושבים על מחיר אחיד בהנפקה, אין דבר כזה? יש לנו אמרגן שאם ההנפקה לא יוצאת לפועל הוא צריך להחזיר את הכסף, הוא הפסיד

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הרבה מאוד כסף בהליך ולכן הוא צריך להחזיר. אם ההנפקה יוצאת לפועל הוא מקבל עמלה משמעותית. סביר שישתמש בה להבטיח את הדי-ספאק.

**אלי דניאל**

אם לצורך העניין יש לך יזם או אמרגן שהוא קשור לגוף מוסדי אחד לפחות שמחזיק בניירות ערך של חברת הרכש הייעודית, אזי אותו גוף מוסדי, מן הסתם, ייחשב כבעל עניין אישי בהצבעה על עסקת המיזוג. כלומר, הוא ינוטרל.

**אמיר ברנע**

השאלה שלי היא פשוטה

**צפנת מזר-לייסט**

אם אתה מתכוון למקרה שבו היזם יחליט לחלוק את התמורה שלו מהעסקה עם בעלי מניות אחרים, אז אותם בעלי המניות יחשבו גם הם כבעלי עניין אישי בהצבעה באספה הכללית ולכן בחישוב הקולות של בעלי מניות שהצביעו לאישור העסקה לא יובאו בחשבון המניות שלהם.

**אמיר ברנע**

הבנתי, נניח שהם יהיו מנועים להצביע, השאלה היא האם המתכונת שבה ב-IPO אין מחיר אחיד יהיה גילוי להנחות האלה? זאת אומרת אני אדע שזה קיבל 2% פחות, זה ב-5% פחות, אני אדע את זה?

**צפנת מזר-לייסט**

על פניו במסגרת הגילוי בזימון האסיפה הכללית אנו נוכל לחייב גילוי שכזה.

**אמיר ברנע**

בארה"ב הבעיה הזו קיימת ונובעת מהאחוזים הגבוהים מאוד שמקבל האמרגן הזה ובגלל החשש שאם אין הנפקה הוא בסיטואציה של הפסד כבד. לפי הנתונים בארה"ב מי שמשך את הכסף קיבל 9% תשואה ממוצעת, ומי שהשאיר את הכסף קיבל 15% לא כולל.

מיצינו את נושא ה-SPAC, עכשיו לגבי נסיקת ההנפקות האם גל ההנפקות שיש איזה יכולת חיזוי לגבי השוק הלאה מבחינת מחזוריות בשוק? האם זה התאמת ההיצע? איך אתם רואים את זה? למיטב ידיעתי הספרות המקצועית לא עונה על השאלה הזו, מדוע יש אי סדירות בהנפקות?

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

דן גלאי

בוקר טוב לכם, מה שאמיר אמר בסוף לגבי הנפקות זה דורש דיון בהחלט נפרד. לגבי שתי נקודות שאני רציתי להעיר: אחת מהן נוגעת לחצי משפט שיאיר לפידות ציין, זה הנושא של ה-PIPE. תבינו שה-SPAC לא עומד בתור דבר בפני עצמו, זה לא מספיק בפני עצמו, אלא ה-SPAC נתמך ע"י PIPES שמזרימים עוד כסף לחברות וגם יוצרים את השוק של המשקיעים ולכן לא ניתן להסתכל על ה-SPAC בנפרד מה-PIPE. והיום מה שקרה בגלל מערכת התמריצים "העקומה" של ה-SPAC, (ןזה כן דורש דיון בנושא של התמריצים) בגלל המבנה המשונה שלהם, והארביטראז' הרגולטורי שלא דורש תשקיף המחברות הממוזגות שנמנעות מ-IPO. ל-SPAC יש תמריץ עצום לגייס את ה-UNICORNS אבל מה שהם לא דאגו מספיק זה להבטיח את ה-PIPES, ושם נוצר "פקק תנועה" אדיר, וכל התהליך הזה נעצר בארה"ב. כיוון שהפיפיס, חברות כמו: Goldman Sachs, Merrill Lynch, צריכים למצוא את משקיעי הקצה, והם שולחים את האנליסטים שעושים אנליזה של כל הנפקות, וברגע שיש Over Valuation, כמו שאמיר ואחרים ציינו, שלכאורה חלק מה-SPAC הם במחירים מופרזים, האנליסטים של הפייפיס לא בהכרח קונים את זה, ואז נוצר שם פקק תנועה גדול מאוד. אני חושב שיאיר התייחס לזה בדבריו אבל לא בצורה ישירה ומלאה. ועל כן גם בארץ אם יהיו רק SPAC אך לא יהיה פייפיס יהיה פה "ברוד" די גדול. ועל כן צריך להסתכל על כך בתור מערכת שבמידה מסוימת גם מאזנת את עצמה, כי אמרתי הפייפיס וכן משקיעים התבססים על אנליזות של החברות הפיננסיות, הפסיקו לקנות את החלומות. כלומר, יש איזה התפקחות בשוק הספאקים, ואם תבחנו את התהליך בארה"ב תראו שהרבה SPAC נתקעו, התחייבו כלפי חברות אבל אין כרגע את ההמשך ולכן חלק מהם התפרקו, ולכן אני חושב שצריך להמשיך כרגע את הדיון SPAC / PIPE או מי קולט אחר כך את הסחורה שמו לשוק דרך ה-SPAC.

אמיר ברנע

מתי ה-PIPE נכנס לסיפור?

דן גלאי

מייד, זה לפעמים קשור בחלק מההסכמים של ה-SPAC הם אמורים להבטיח את ה-PIPE, כיוון שזה חלק מהזרמת ההון הנוספת מעבר ל-SPAC.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

**אמיר ברנע**

לאמרגן יש הסכמים מול PIPE?

**דן גלאי**

יש לרוב הצהרת כוונות, אך לא הסכמים, ה-PIPE חייבים להיות עצמאיים, הם צריכים לעשות את האנליזה שלהם. יש להם אחריות מול המשקיעים שלהם, אין להם את אותם תמריצים של ה-SPAC, ל-SPAC יש תמריץ ברור לחלוטין, ה-PIPE הם לכאורה מחויבים למשקיעים שלהם שלא תהינה שם בעיות.

**אמיר ברנע**

מונפקים להם שם אופציות במהלך התקופה לכיסוי העלויות השוטפות של כל המהלך הזה?

**דן גלאי**

כן, אבל ל-PIPE אין מחויבות משפטית לגבי ה-SPAC שהם תומכים בהם.

**אמיר ברנע**

גל ההנפקות, איך אתה רואה אותו? האם יש לו איזה יכולת חיזוי לגבי מה שהולך לקרות?

**דן גלאי**

פעם נוספת-בגלל התמריצים של ה-SPAC הם יצרו הערכת יתר של הרבה חברות, חברות ה-SPAC גייסו סכומים של 200-300 מיליון דולר, כל אחד, חייבות שיהיה להם יוניקורן, ואם אין להם כזה הם יוצרים אותו בצורה מלאכותית. אם אותן חברות מטרה היו הולכות ל-IPO הן היו מקבלות חצי או שליש מהשווי. לפי דעתי להרבה מהחברות האלה אין הצדקה לשווי שניתן להם במיזוג. מה שקורה ב-SPAC - אין לך תשקיף של החברה, וזה בדיוק הסיפור של העמימות של החברה שנכנסת ל-SPAC. ב-IPO אתה חייב לפרסם הכול מראש. IPO זה תהליך ההתפשטות וחשיפה; אתה חשוף יותר לאנליסטים ששיכולים להעריך טוב יותר את השווי. בחברות טכנולוגיה קשה להחשף, הרבה פעמים מוכרים חלומות. אך אנליסטים פחות נמשכים לחלומות, מנסים להשוות לחברות דומות. להערכתך אם תיקח אותה חברה שהלכה ל-SPAC אם היא הייתה הולכת ל-IPO היא הייתה מקבלת שווי נמוך יותר.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

אלו אמירות מאוד משמעותיות

אסף סגל

קודם כל גילוי נאות אנחנו מקימים SPAC בנאסד"ק כפי שדיווחנו לבורסה, ולכן היה לי חשוב לבוא לשמוע מה הדעות לגבי ה-SPAC בעיקר על המוניטין שנלווה להקמת SPAC. אז קודם כל אני חושב כמשהו שמקים SPAC בנאסד"ק, שהרבה מאוד מהדברים שנאמרו פה ומה שרשות ניירות ערך עושה בישראל בעצם מקדימה תרופה למכה, הקלות בהקמת SPAC ב-Nasdaq היא גדולה מאוד. הזכרנו את השנים 2007, 2008 ומתברר שכל תופעה המונעת בעיקר ע"י בנקאים וגופים שמפמפמים את השוק, הינה תופעה בה חשוב שיזהר הקונה. אני גם אציין שחלק מהדברים מאוד נכונים אבל מצד שני ישנה התערבות רבה בפרמטרים מסחריים, שאני באופן עקרוני פחות אוהב, גם עם כל אחד מהסעיפים הוא הגיוני. למשל, למה ה-promote, שזה ה-upside של הספונסר הינו 10%? יזם/ספונסר לוקח סיכון של כמה מיליוני דולרים בהנפקת SPAC ולכן יזם צריך בסופו של דבר להרוויח. אך ברגע שיש אינפלציה של תופעה מסוימת, דיברנו על 2020 שזה כמו 8 שנים קודם, זו תופעה שהיא לא בריאה, אני לא בטוח שכולם מבינים בציבור את הנושא של ה-Redemption, הרבה אנשים שקנו SPAC אני מדבר איתם וכשנכנסים לפרטים אני מבין שהם קנו חלק בתופעה בדיוק כמו רכישת Dodgecoin. שני דברים טכניים אני רוצה להגיד: אחד זה חשיבות ה-PIPE, הוא הדבר הכי חשוב בתהליך, למה הוא חשוב? כי חשוב להסתכל על איזה גופים משקיעים? זה גופים חדשים שמשקיעים ב-Target ולא ב-SPAC, אם אילו גופים מקצועיים שמשקיעים בחברה עצמה והאינטרסים שלהם זהים עם המשקיעים, אז לחקות אותם זה דבר טוב אני חושב שלראות את הרכב ה-PIPE זה מאוד חשוב בהחלטה אם לעשות Redemption או לא. אם ייכנסו, לדוגמא, Baker Brothers במחיר שהם קבעו אותו אתם יכולים לסמוך שזה בדיוק אותו מחיר של IPO, ואם נכנסו גופים מסוג אחר אתם צריכים מאוד להיזהר, אני רוצה להגיד עוד משהו שלא דיברנו עליו, בהנפקות יש אי וודאות גם לגבי המחיר, הוודאות של החברה ה-Target הוא סופר חשוב, אם תראו את הטבלה בארה"ב בין מחיר יעד להנפקה לבין מחיר ההנפקה בפועל, אתם יכולים לראות שהמחיר בפועל נמוך ב-15%-30%, ואתה יכול להנפיק גם ביום שהשוק נופל והירוק היחידי שתראה זה של מדד ה-VIX, אז זה גם קורה ולכן הוודאות הזו סופר חשובה, ולפעמים לא צריך להסתכל על הדילול שלוקח הספונסר אלא להסתכל על התמונה הכוללת של היעד עצמו.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### שלומי שוב

תגיד אסי אחרי ששיבחת את רשות ניירות ערך אתה לא מעביר את ה-SPAC לישראל?

### אסף סגל

לא. אז אני אגיד שאני הסתכלתי על ההתערבות של ה-SEC בנושא החשבונאי, והבנתי שה-SEC שם את הספאקים ב-spotlight. ברור שהפיצ'רים של הון או חוב זה לא משהו חדש ל-SPAC, זאת התערבות ספציפית ב-SPAC, הם, למעשה, אמרו שיש תופעה שיש להאט או אף לעצור אותה. אני חושב שהרשות לניירות ערך נכנסה מהדלת הראשית ולא דרך תירוץ אחר, לדעתי, ההקשחה של רשות ניירות ערך בישראל ביחס ל-SEC תאיין את התופעה הזו בישראל, וייתכן שזאת כוונתה.

### שלומי שוב

הם היו בתוך פוזיציה כבר.

### רון הדסי

שלוש הערות קצרות למודל: קודם כל אני חושב שאחת הדרכים לחסום את בעיית "החתולים והכלבים" בקטע של ההחלפה וקביעת מחירים, זה לחייב גיוס של צד ג, אפרופו מיזוג מול ה-SPAC. הנושא של מתן מחיר מצד ג שייכנס תוך כדי התהליך מעבר לכסף שיש ב-SPAC ברגע הנתון זה מקדם הגנה והוא מאוד חשוב והוא לא מופיע בהנחיות. דבר שני שלא בדיוק עיקבי בעיניי, בשותפויות המו"פ הלכתם בצורה מאוד רחבה לכיוון של חברות קטנות לעודד אותן לגייס הון, ופה קבעתם סכומי גיוס מאוד גבוהים שבתעשייה המסורתית עזבו רגע את ההייטק זה הופך להיות כמעט לא אקטואלי. והערה שלישית קשורה לגופים המוסדיים, גם 400 מיליון שקל עם כל הכבוד אנחנו רואים מבחינת רמת העניין זה עדיין סכום לא מספיק משמעותי בדבר הזה. הגדרתם תנאי הכרחי של 70% גופים מוסדיים שזה איכשהו סביב הגבול שהם באים להסתכל, נראה לי קצת בעייתי הדרישה הזו, או לשם מה צריך אותה בשעה שיש שחקנים אחרים בשוק. מילה על הקדחת אמיר שאמרת, אני עכשיו מסתובב בשוק בנושא השלדים, שזה הצד השני של התעשייה הזו רק בחברות הקטנות. עולים לרגל כל יום ויש לא מעט יזמים שמחפשים עדיין את דרך הקיצור איך להיכנס לבורסה באמצעות עסקאות מיזוג וכל מיני שלדים כאלו ואחרים, מחירי השלדים מרקיעי שחקים בוודאי אם הם נקיים, זה אחד ההסברים מהצד השני של העניין. עדיין יש תפיסה בקרב חברות פרטיות לא מבוטלות שההליך דרך מיזוג לשלד או ל-SPAC הוא יותר יעיל ומהיר מאשר הנפקה ראשונית.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### אמיר ברנע

אמרת אי וודאות, ב-IPO יש אי וודאות בערכים שתקבל, האם חיתום לא פותר את זה?

### רון הדסי

אין חיתום היום בשוק.

### עומר וונש

שאלה על מינימום השקעת יזם של-40 מיליון ₪. האם המגבלה לא תסנן צעירים מוכשרים מהקמת ספאק? נניח יש בחורה מבריקה מהאקדמיה שרוצה להנפיק ספאק ויש מי שרוצה לסמוך עליה, שתיבחר את החברה הטכנולוגית הנכונה. המגבלה הנ"ל תמנע ממנה. האם ראוי?

בגלל המגבלה הנ"ל סביר להניח שגופי חיתום יביאו את ה"טלנט" השיווקי. הם ישלטו וירוויחו מההליך. אני מגיע מגוף מוסדי, אנחנו נצטרך להתארגן על זה גם מבחינת רגולציה. מצד אחד החלטה כמו חברה סחירה רגילה ומצד שני כמו PE.

### צפנת מזר-לייסט

על פי המודל יהיה צורך בהשקעה מינימלית של 40 מיליון ₪ של היזמים ממקורותיהם העצמאיים. יחד עם זאת, תהיה האפשרות גם ליזמים חסרי הון לצרף אליהם או להצטרף לקבוצה של יזמים שיפעלו במשותף – שביניהם גם יזמים עם ההון הנדרש להשקעה עצמית שכזו. הרציונאל בדרישת ההשקעה הזו הוא להבטיח שהיזמים ישאו גם הם בסיכון הכלכלי ובכך להגביר את הקשר שבין האינטרסים של היזמים לאלו של כלל המשקיעים.

### עומר וונש

גם ברוב מיוחד יש מדיניות, ויש ויועצים, אם זה ברמת אנליסט ופחותה אם ברמת ועדת השקעה.

### אמיר ברנע

הוא בא ואומר אף וועדת השקעות בגוף מוסדי היא לא יודעת מה ה-Target איך היא תחליט?

### גיא טביביאן

בעיניי לא יכול להיות אחרת, פעם אחת אתה בוחן את הספונסרים ומנגנוני ההגנה, ופעם שנייה את חברת המטרה והשווי שלה.

### אמיר ברנע

אז תתאר את הדיון של וועדת ההשקעות, הדיון מתחיל האם להשקיע ב-SPAC עם יזם א או ב?

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### גיא טביביאן

כן, קל לראות מה מנגנוני ההגנה ואם עומדים בכל התנאים של הרשות. ההיגיון שלי אומר שוועדת השקעות שעושה השקעה בהלוואה המירה בהנחה שהיא מהותית, אז קודם כל צריך וועדת השקעות להחלטה על ההלוואה המירה, ואחר כך אם להמיר או לא.

### אמיר ברנע

בדינמיקה הזו, נניח אני מחליט להשקיע ב-SPAC כי זה בטוח עד מועד ה-DSPAC.

### גיא טביביאן

אני לא מסכים שהיא חסרת סיכון, היא לכאורה חסרת סיכון.

### אמיר ברנע

מה זאת אומרת, אבל יש נאמן שמחזיק בכסף מלא, היא חסרת סיכון נקודה.

### דליה טל

אכן, אין סיכון עד הרגע שמחליטים להשקיע בחברת המטרה והמשקיע מחליט כן להשקיע, אז הוא נכנס לסיכון, כי מאחר והוא לא ידע מראש מהי חברת המטרה הוא לוקח סיכון. צריך להבין שהמשקיע הזה נכנס להשקעה בשביל להשקיע בחברת המטרה ולא כדאי לתת הלוואה לשנה וחצי או שנתיים. לכן לדעתי במה שצריך לטפל זה ביזמים, כי זו הבעיה שלנו. אם נזכור מה שכתב ברקת ושהוקרא על ידי שלומי ברקת כתב שהוא רוצה שהיזמים יהיו הגופים המוסדיים, כלומר לתת את המכשיר ה-space הזה לגופים המוסדיים משום שהם יודעים להשקיע, לדעתי זו הצעה ראויה.

### אמיר ברנע

אבל זה לא יהיה אוטומטי עקב דרישת 40 מיליון?

### דליה טל

אולי אבל עדיין זה לא מבטיח את איכות היזמים, צריך לאפשר את המכשיר הזה לציבור כדי להנגיש את יכולת הציבור להגיע להשקעות בפרייבט אקוויטי ולא כדי שהציבור ישקיע אצל כל מיני יזמים בלתי ידועים, אז אולי הפתרון הוא בהגדרת היזמים כפי שהציע ברקת, נכון שהמשקיע יכול תמיד לצאת לפני ההשקעה בחברת המטרה, אבל אז היזמים לא יודעים כמה כסף נשאר להם להשקעה וזו עולה להיות תקלה ולכן אולי לא זה הפתרון הנכון.



## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### ירון בלוד

אז קודם כל אני חושב שדני צדק, ואני חושב שזה מה שהרשות עשתה, שהקימה איזו חומה כזו שהתוצאה תהיה בדיוק מה שתיארת עכשיו. אני רוצה דווקא לשאול משהו אחר, אם אתם יכולים לחדד מה בדיוק המנגנון שכאשר SPAC מזהה חברת מטרה ורוצה להוביל מיזוג כזה, תוכלו רק לתאר בקצרה איך עובד התהליך של המיזוג הזה?

### אלי דניאל

הערה לגבי השלדים הבורסאיים. אם משהו חושב שעדיף להיכנס לשלד על פני IPO אז הוא טועה טעות מרה. שוכחים לקחת בחשבון שבשלדים בורסאיים לפעמים מגלים, רק אחרי החתימה על העסקה, שיש נגד השלד הבורסאי תיק מנהלי או פלילי. עכשיו לגבי מה שאמרנו, מן הסתם ייצא דיווח מיידי של חברת הרכשת הייעודית על כך שהגענו להסכם מחייב לבצע עסקה עם חברת המטרה. בסופו של דבר תהיה אסיפה כללית, ויתבצע פרסום כמו שעושים היום במיזוג של חברה פרטית עם שלד בורסאי: יפורסמו דוחות כספיים עדכניים של חברת המטרה, מתאר של הפעילות שלה, הערכת שווי, דוחות דירקטוריון. אנחנו גם שואפים לכך שכבר בתשקיפי ה-IPO של חברת הרכש הייעודית תיכלל רשימה של מעריכי שווי פוטנציאליים שמהם יבחרו בעתיד מי יעשה את הערכת השווי לצורך המיזוג.

### צפנת מזר-לייסט

מבחינת תהליך וגילוי אנחנו לא מתכוונים להמציא את הגלגל, יש חוק ויש תקנות שמכתיבים גילוי שנדרש בעת זימון אסיפה כללית שמטרתה מיזוג, הקצאת מניות, הכנסת פעילות לחברה ציבורית ואנחנו נפעל להבטיח שבמסגרת התשקיף, בשלב הראשון, הספאק יתחייב לכלול גילוי שכזה בזימון האסיפה.

### אמיר ברנע

מכיוון שאנו חיים בארץ הזו, אתם יודעים את המצב, היו מקרים שהאספה הכללית הוכרעה עם 10% מההאלה, וכל ה-90% היו נגועים. ובנקודה שדיברנו עליה אני מאוד חושש, אם באמת כמו שדליה אומרת אתם מכוונים דרך 40 מיליון גוף מוסדי, הקשר שלו עם כל הגופים האחרים, לא יודע איך זה יבוא לידי ביטוי, ומי זכאי להצביע? בפזה השנייה שהולכים לרכוש את חברת המטרה, מי זכאי להצביע? ולמי אין אינטרס עם חברת המטרה והיזם? כל כך הרבה אינטרסים פה ישנם.

### דליה טל

היא פתרה את הבעיה, כי מי שמתנגד יכול לצאת, זה לא שרוב של 75% כופים עליו כמו במיזוג רגיל.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### אמיר ברנע

אבל תחשבי על הסיטואציה, אדם הולך לקנות חברת מטרה, והוא לא יודע כמה כסף יש לו.

### אלי דניאל

כמו שיש בארה"ב את מנגנון ה-PIPE אז אני מזכיר, שתשקיף ההנפקה הוא גם תשקיף מדף, זאת אומרת, שבסופו של דבר אם חברת המטרה יודעת שמתוך 450 מיליון שקל שגויסו לחברת הרכש הייעודית בהנפקה לציבור, יישארו בקופה רק 250 מיליון שקל עם ביצוע עסקת המיזוג, היא יכולה להביא לכך שסמוך למועד השלמת העסקה יפורסם דוח הצעת מדף למשקיעים כשירים ו/או מוסדיים, ובכך בעצם להשלים את הגיוס של המשאבים הפיננסיים החסרים.

### ירון בלוח

אבל אתם מתארים תהליך טבעי שקורה ב private equity בשוטף, כשאתה עושה עסקה ב private equity ואתה רוצה לקנות חלק מחברה, הרבה פעמים אתה בונה על כך שיבואו איתך משקיעים נוספים, אז מה שאתם מתארים זה חלק מהחיים. זה נכון לגבי כל עסקה.

### שלומי שוב

אוקיי, אז אנחנו רוצים לסכם, היה לנו דיון מעניין היום עם אמירות משמעותיות ויחסית תמימות דעים שאנחנו לא רגילים אליה בדיונים שלנו בפורום ואפילו ביטויים חדשים כמו "אמרגן" וכמו ה"איון" של רשות ניירות ערך בישראל את המודל.

### אמיר ברנע

אין לי הרבה לסכם, יש מכשיר ונראה איך הוא יופעל הלכה למעשה, יש פה סיכונים שאנו מודעים אליהם, ויפה שרשות ניירות ערך נכנסה לעומק של ההליך הזה, והתאימה אותו לשוק הישראלי.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (FVF) Fair Value Forum, הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה, היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בנושא. הפורום שמקיים מפגש חודשי, משמש קבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות שנמצאות על סדר היום ומשמש פלטפורמה לשיתוף ידע, זיהוי בעיות, תהליכים ומגמות וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשקיעים.

הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן, בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל וחיבור בין תחומי הידע השונים.

סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות.

אתר הפורום: [www.fvf.org.il](http://www.fvf.org.il)