

צילום: אבי לוי



חשתתפי העגול שלמה גרדמן מנחה הדיון

- 1 **חני שטרית-בן**
סמנכ"ל בכיר ומנהלת המחלקה הכלכלית בבורסה לניירות ערך. אחראית, בין היתר, על רישום למסחר של ני"ע ומכשירים פיננסיים מגוונים, דיווחי החברות רשומות, השעינות מסחר ושימור, וכן יחידת המחקר. שימשה כיו"ר משותף לצד נציג רשות ני"ע בוועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח.
- 2 **עו"ד חנן חביב**
שותף חנן מתמקד בדיני חברות ובדיני ניירות ערך בדגש על ייצוג חברות טכנולוגיה - החל בחברות סטארט אפ ועד חברות ציבוריות. חנן מייצג גם משקיעי הון סיכון ומשקיעים אחרים בחברות טכנולוגיה ומתמחה בעסקאות רכישה (M&A) של חברות טכנולוגיה. לקוחותיו כוללים חברות כדוגמת Cortica ו-Sisense, קרנות כדוגמת Horizons Ventures ו-Apex Partners, וחברות בינלאומיות כדוגמת Facebook, Cadence ו-VMWare.
- 3 **רו"ח מיקי בלומנטל**
הינו שותף מנהל בפאהן קנה ושות' Grant Thornton Israel, פירמת ראיית חשבון מס' 6 בארץ. לרו"ח בלומנטל ניסיון רב שנים בראיית חשבון וביקורת חברות ציבוריות ופרטיות, ניתוחים כלכליים, הערכות שווי, תוכניות עסקיות, בדיקות נאותות, חוק ני"ע, תשקיפים וליוי הנפקות בארץ ובעולם, ליווי עסקאות ועוד. רו"ח בלומנטל בעל מעורבות רבה בהוראה האקדמית ובהכשרה המקצועית, במסגרתה מקיים פעילויות מגוונות, כגון: ליווי עסקי וחשבונאי ליוזמים הפיננסיים בתחרות "ביזטק" - תחרות היוזמות הארצית של ישראל, חבר הוועדה המייעצת של מרכז היוזמות ומנטור בקורס יזמות של המסלול האקדמי, המכללה למנהל ועוד.
- 4 **שלמה גרדמן**
משמש גם כדירקטור בחברות טכנולוגיה שונות. בין השאר שימש כיו"ר פעיל של חברת I COM Mobile, דירקטור בחברה הציבורית "כלנית כרמון". יום בשנת 2012 את iINNOVEX - כנס החדשנות הלאומי. יום את הקמתו של TapeOut - עיתון תעשיית השבבים הישראלית ואת Chiportal - פורטל המתמקד בתחומי האלקטרוניקה והטכנולוגיה. בשנת 2008 יום את - ChipEx הכנס הבינלאומי של תעשיית המיקרואלקטרוניקה בישראל.
- 5 **ענת סגל**
היא מנכ"ל קסניה ונצ"ר קפיטל, חברת השקעות ציבורית שהוקמה ב-2003 ונשחרת בבורסת ת"א מאו 2006, אשר עוסקת בהשקעה במיזמים טכנולוגיים ורפואיים בשלבים מוקדמים. ענת היא בין מייסדי קסניה, ובעלת ותק של 20 שנה בתחום ניהול ההשקעות וגיוסי ההון לחברות. בשנת 2000 הקימה ענת חברת ייעוץ אסטרטגי ובנקאות השקעות, שסיפקה שירותים ליותר מ-20 חברות שונות. בנושאי מיוזמים ורכישות, תכנון עסקי, פיתוח ארגוני וגיוסי הון ממשקיעים פרטיים ומשקיעים מוסדיים בבורסות נאסד"ק, תל-אביב ואירופה. לענת תואר MBA עם התמחות במימון מאוניברסיטת תל-אביב.



כיצד תהפוך הבורסה לאטרקטיבית יותר עבור גיוסי הון בהייטק?

בעקבות הטענה כי גיוס הון מהציבור באמצעות הבורסה בישראל לא אטרקטיבי לחברות הייטק צעירות, כינס מגזין "אחד העם" בכירים בשוק ההון המקומי ל"שולחן עגול" בנושא השינויים הנדרשים בשוק ההון המקומי. נקודה למחשבה: "מורה באריזונה נהנתה מהאקזיט של waze יותר ממורה בישראל המפקידה את כספי הפנסיה שלה פה בבנק ישראלי".

השוק, לבורסה מקומית בישראל קשה להתחרות בכל הפרמטרים שאפשר להשיג בנאסד"ק מבחינת שווי, החשיפה לעולם והנראות. לדעתי, יש גם בעיה עם הטענה שתל אביב מתאימה לחברות הייטק קטנות כי המשמעות של חברות כאלה בדרך כלל הן חברות מפסידות, האופק לרווחים ולהכנסות הוא ארוך ולא בהכרח ברור, והשאלה אם זה חברה שצריכה להפוך לחברה ציבורית? **שלמה גרדמן:** הבעיה של הרבה חברות בתעשיית הייטק, היא בעיית סחירות. יש מספר חברות לא מבוטל שהנפיקו בעבר בתל אביב והיום הן סובלות מסחירות נמוכה. חלקן אף הגיעו למצב בו מופסק המסחר במניה שלהן למרות שבחלק מהמקרים מדובר בחברות רווחיות, אבל לנוכח הסחירות הנמוכה בתל אביב, שווי המנייה יורד בהתאם. בעלי החברות חושבים לעצמם, מדוע עשינו את השטות הזאת, בואו נוציא את המנייה ואפילו נצא מהמסחר. כדי לשנות את המצב הזה, הבורסה והרגולטור צריכים לבצע כמה שינויים כי היום המצב הוא מאוד לא טוב.

חני שטרית-בן: אנחנו רוצים לראות איך אנחנו מושכים חברות חדשות ואיך אנחנו מעלים את המודעות השוק לחברות הייטק שכבר נסחרות בבורסה בת"א.

הייטק הולכות לבורסה לא כצעד של אקזיט לבעלי המניות אלא כאמצעי לגיוס כסף, והן צריכות לחשוב גם על הגיוסים הבאים.

מיקי בלומנטל: אם בוחנים את ההיבט של עלויות ההנפקה והתחזוקה של היותך חברה ציבורית, אז ההבדל בין נאסד"ק לתל אביב הוא עצום. בתל אביב הרבה יותר זול גם להנפיק וגם לתחזק חברה ציבורית. בנאסד"ק על החברה לדבר בשפה המשפטית האמריקנית ולדבר בשפה משפטית באמריקה זה יקר. צריך לקחת בחשבון דירקטורים, עלויות של יועצים משפטיים ורואי חשבון. המספרים פשוט אחרים בנאסד"ק. מצד שני, את כל החשיפה שהחברות האלה רוצות לעולם, הן מקבלות בנאסד"ק ולכן באופן טבעי נאסד"ק מושכת הרבה יותר. גם תנאי הסף בנאסד"ק מורכבים יותר מאשר בישראל. בישראל יחסית קל לעמוד בתנאי הסף של חברות הייטק.

חנן חביב: קודם כל ארצות הברית זה לא רק נאסד"ק, בערך חצי מההנפקות בהייטק היום זה מתבצעות בבורסה הראשית בניו יורק, ה-New York stock exchange. יש גם בורסות אחרות במזרח שכיום עוד לא מהוות אלטרנטיבה אמיתית לישראלים, אבל אין לי ספק שבקרוב זה יגיע לשם. מעבר לעומק



חנן חביב



ענת סגל



חני שטרית-בן

שלמה גרדמן: למעלה מ-25 שנה, אני עוסק בניהול חברות. כיושב ראש פורום מנכ"לי חברות הייטק בארץ, אני מכיר ומעורב בתעשיית הייטק החשובה לי מאד. הדיון המרכזי בנוגע לעתיד ההייטק בישראל יתמקד היום בנושא כדאיות ההנפקה של חברות הייטק הישראליות בנאסד"ק מול ההנפקה בישראל. האם נאסד"ק היא אכן הבורסה המתאימה ביותר להנפקת חברות הייטק ישראליות? **חני שטרית-בן:** נאסד"ק זו בורסה מאוד גדולה עם הרבה שנות ותק בהייטק, אבל חברות שהן קטנות יחסית בשווי שוק של עד 200 מיליון דולר, לא מתאימות לדרישות השוק האמריקאי. חברות בשווי של מיליארד שקל ויותר, כמו סודה-סטרים שהתחילה עם ערך גבוה ניפיקו בנאסד"ק ואין לבורסה בתל אביב כלים למשוך אותן. חברות קטנות לעומת זאת ימצאו את תל אביב כמתאימה ואני יכולה לציין למשל, את קמהדע ומזור שהתחילו בקטן בבורסה בת"א עם שווי שוק של כ-100 מיליון שקל ולאחר כמה מיליארד שקל הנפיקו גם בנאסד"ק ענת סגל: השאלה היא מה מתאים לחברה ישראלית צעירה. זה תלוי בחברה, בתעשייה שהחברה פועלת בה וכמובן שגם תלוי בתקופה. היו שנים שנאסד"ק היה סגור למגזר לחברות הייטק, בטח שלסטרט-אפים מישראל. סטארט-אפים זה יכול להיות גם חברה עם מעט מכירות ודווקא תל אביב הייתה פתוחה להודמנויות אלו. בשנה האחרונה עושה רושם שהגלגל התהפך, בייחוד לחברות ביוטק, יש הרבה אטרקטיביות בנאסד"ק ובישראל פחות. כל חברה צריכה להנפיק את עצמה בבורסה שגם תהיה מוכנה לקבל אותה וגם תספק לה משקיעים עם תיאבון לחברות כמות. הרבה מחברות



מיקי בלומנטל

מיקי בלומנטל: "לדעתי ההקלה צריכה להיות בצד השני של ההשקעה. הנוכחיות, רוצים בשיעור האחזקה של קופות גמל, כי בסופו של דבר כשאתה אומר מוסדיים אתה בעצם פונה לגמל, פנסיה והמשתתפות. צריך להאפשר להן להשקיע ביותר אחוזים מההשקעות שלהן כי שם יש כסף גדול, והכסף הגדול הזה יכול גם להגדיל את המחזורים וגם לספק להן ניתוח אמיתי. בסופו של דבר השילוב בין גוף עם כסף לבין אנליזה נותן בעצם את השוק. שלמה גרדמן: תשאל את ענת כמה משקיעים זרים כולל מוסדיים אמריקאים משקיעים בישראל ועושים פה הרבה כסף? בלי שקיבלו הקלות נוספות. ענת סגל: מורה באריונה נהנתה מהאקזיט של waze יותר ממורה שמפקידה את כספי הפנסיה שלה פה בבנק מסד. שלמה גרדמן: המציאות היא שיש אצל המוסדיים הישראלים הרבה מאוד כסף. אבל הכסף הזה לא מגיע להייטק. מבחינת הון סיכון, כל ההייטק הישראלי צורך בשנה בסביבות ה-2 מיליארד ורבע דולר. המוסדיים מנהלים כיום, כ-250 מיליארד דולר בהשקעות לטווח ארוך שרק גדלות משנה לשנה. זאת אומרת שכל ההייטק הישראלי צריך פחות מאחוז אחד מהכסף שיושב אצל המוסדיים. אגתנו מבקשים מהם שישקיעו רק חצי אחוז עם השאר נסתדר הבעיה היא שזה לא קורה וזה אבסורד! במיוחד כאשר 50 אחוז ממיצוא התעשייתי של ישראל זה הייטק.

ענת סגל: זו עשוריייה. ההשקעות של המוסדיים היו צריכים לפחות לשקף את משקל ההייטק בכלכלה הישראלית. שנים ארוכות ואני הרבה שנים בשוק ההון מכל מיני צדדים שלו, אין תחרות, אין תמריץ אמיתי למוסדיים, ללכת לחפש מאיפה הם יביאו את התשואה העודפת.



עושה רושם שהמטרה שלהם זה להישאר ב-main stream, לא לעשות שטויות. הם לא רוצים כותרות רעות בעיתונים. הרי מה שיש לך בנאסד"ק שמאפשר את הסחירות, זה שיש לך מכסה לכל סיר. פה המצב לא כך. אולי חלק מהסיבה היא בגלל שאין יש שוק שהוא סגור יותר, צריך אולי להביא מוסדיים מחו"ל, לאוורר פה קצת. זה היה עושה up grade לשוק הקניונים.

חני שטרית-בן: להביא את המשקיעים הזרים, זה מאוד חשוב. כדי להביא את המשקיעים הזרים אגתנו צריכים שני דברים. קודם כל שהחברות הישראליות דווחו באנגלית. חוק ניירות ערך עד היום לא אפשר להם לדווח באנגלית. החוק יתוקן כך שחברות הייטק ששווי השוק שלהן יהיה 200- מיליון שקל ומועלה, ושעשו IPO בת"א יוכלו להתחיל לדווח רק באנגלית, בלי עברית. הדבר השני הוא שיתוף פעולה עם עורך מודים בינלאומי על מנת ליצור מדד הייטק ישראלי שיכלול את חברות ההייטק הנסחרות בבורסה וחברות ההייטק הישראליות שנסחרות בבורסת בחו"ל. המטרה שיונפקו בחו"ל ETF על מדד זה כך שתהיה חשיפה למשקיעים מוסדיים זרים לחברות ההייטק הישראליות. בנוסף על מנת לקרב את החיבור לתחום, בוועדת לקידום השקעות ציבוריות בחברות העוסקות בתחום המו"פ, המלצנו על יצירת מכשיר חדש, קרן הון סיכון נסחרת, קרן נאמנות שתוכל להשקיע עד 50% מהסכומים שגויסו בחברות הייטק פרטיות שאינן נסחרות, כפוף לכך שהמדינה תשתתף בסיוע בבורסה, 50% בחברות הייטק שנסחרות בבורסה.

שלמה גרדמן: ענת, את היום מנהלת קרן שמשקיעה בהייטק ונסחרת בבורסה. אתם מנהלים גם חממה. היום כשיש

לך חברת חממה שרוצה לעשות גיוס, מה את ממליצה לה? לעשות גיוס פרטי מאנגלים, ללכת לקרנות הון סיכון או, ללכת לבורסה??

ענת סגל: זאת משימה מספיק קשה לגייס כסף וחברה שצריכה לגייס כסף היא קודם כל צריכה להבטיח את קיומה. רוב חברות הייטק הן בדרך כלל בלי הכנסות וגם אם יש להן הכנסות הן לא רווחיות ולכן הן עדיין תלויות בגיוסים לצורך המשך ההתפתחות שלהן. לכל ערוץ גיוס יש כמובן יתרונות וחסרונות. חברת חממה ללא מוצר עובד, ברור שהיא צריכה ללכת לגייס כסף בשוק הפרטי. זאת אומרת בדרך כלל היא אפילו לא מספיק בשלה ל-VC. אני קוראת לזה שלב הקדם VC. זה גם תלוי בתחום וזה תלוי בזמן. יש יומים שיכולים לגייס 20 מיליון דולר ישר בשלב הסיד, אבל הם היוצאים מהכלל ולא הכלל. בשלבים מאוחרים יותר יש חברות שבהחלט מגיעות עם פוטנציאל להפוך לחברות עצמאיות. יש להן מוצרים שהן יכולות למכור. אלה חברות שאני בהחלט הייתי שמחה לראות חברות ציבוריות. אם חברה יכולה להנפיק בנאסד"ק אז היא תנפיק בנאסד"ק, אבל אני חושבת שהאופציה של תל אביב היא טובה מאוד.

שלמה גרדמן: יש הרבה מאוד מדינות בעולם, וגם כנראה הרבה מאוד בורסות. אך אתם בטח יודעים בישראל היא המדינה השנייה מבחינת מספר החברות בנאסד"ק.

מיקי בלומנטל: ישראל גילתה את נאסד"ק מאוד מוקדם. היא התחילה מאוד מוקדם, היא נכנסה כשעוד היה יותר קל להיכנס. הרבה חברות נכנסו לנאסד"ק בשלבים מאוד ראשוניים של סטארט-אפים, של חברות טכנולוגיה. חברה שיכולה להנפיק בנאסד"ק, מנפיקה בנאסד"ק וחברה שלא יכולה מגייסת בישראל למוכרים. מדינה כמו שלנו צריכה לעשות גם את הרישום הכפול, מישראל לנאסד"ק. אבל בדרך להנפקה יש עוד מקורות מימון. אלו כספים שלא מדללים, למשל מהמען הראשי של משרד התמ"ת ועד ל-BIRF, מהקרן הדו לאומי ישראל קנה והקרן הדו-לאומית ישראל-סינגפור ועד ל-Horizon 2020 שהיא המערכת האירופאית שדרכה אפשר לגייס המון כסף. זה כסף שבתפיסה שלי, ממש צריך להביא אותו אל החברות הללו. אני חושב שהרבה חברות הייטק לא לוקחות את הכסף שמומן לפתחן.

שלמה גרדמן: קודם כל, כל מי שמביא כסף יבורך, אבל זה לא כל כך פשוט לקבל כסף מהמקורות שהזכרת. יש גם הרבה גופים בסין שישמחו שחברות ישראליות תבואנה לשם. אבל זה אומר שצריך לעבור לגור בסין באיזה פארק תעשייתי שנמצא בסוף העולם וצריך להקים שם מפעל וצריך לעשות כל מיני דברים שזה פשוט לא מתאים לחברות ישראליות.

מיקי בלומנטל: באפשרויות הגיוס יש שלבים. ישנן חברות בשלב ראשון שהיום

בכלל לא יכולות לפנות לא לבורסה הישראלית ולא לנאסד"ק כמוכרן. כאן ייכנס בעתיד הנושא של ה-crowd funding, כל הגיוס באמצעות מימון המונים, וזהו גם משהו שיכול באמת להתקדם מהחקיקה.

חני שטרית-בן: המלצות הועדה שטיפלה בגיוס המונים היא צעד ראשון נכון, אבל כדי שההצעה הזאת תהייה ישימה ובאמת תאפשר לגייס כספים, היא צריכה לעבור עוד שיפורים. בכל הנוגע לגיוסי הון ציבוריים בישראל לחברות הייטק יש לנו בעיה של ביצה ותרנגולת, כמו כל תהליך של יצירת שוק. אתה צריך קונים ואתה צריך מוכרים, והיום אין לא את זה ולא את זה ואין ספק שזה קשה לטפל בשני הצדדים. אולי אפשר לחשוב על המודל האמריקאי של ה-IRA האמריקאי שכל משקיע מחליט לבד היכן להשקיע את כספי החיסכון הפנסיוני שלו. אם קיימים חסמים מבניים שמונעים השקעה משמעותית של גופים מוסדיים ישראליים בהייטק, אז צריך לתת לאנשים את האפשרות להחליט לאן הכסף שלהם הולך.

שלמה גרדמן: שאלה אחרונה. ראינו פה הרבה משקיעים זרים ודיברנו על זה קודם, שמצד אחד, זו תועלת כבוד כי הם החליטו להשקיע פה ולא במקומות אחרים ומצד שני, זהו סיכון גבוה לתעשייה שלנו כי אין להם מחויבות לתעשייה הישראלית וכמו שהם משקיעים כאן היום הם יכולים להשקיע מחוץ למקום אחר. השאלה היא האם הועדה שהמשקיעים הזרים משקיעים בישראל היא חדשות טובות לכלכלה שלנו או חדשות רעות לכלכלה הישראלית?

מיקי בלומנטל: זה חלק מהסיכונים. אין ספק שהטענה תמיד אומרת שיש במדינה קצת רעש, קצת מהומה ביטחונית ושהזרים עוזבים. מדינה כמו שלנו צריכה לקבל באהבה את המשקיעים הזרים. כן צריך ימשיך וייכנס לפה והחברות תעשנה חייל. מס הכנסה יקבל את החלק שלו וכל אחד ייהנה מההשקעה הזרה כאן - תקציב המדינה יחיה. בעיניי זה מצויץ, גם במחיר שמפעם לפעם הם בורחים. כתוצאה מהמצב בארץ ונוצר שפל מסוים. זה חלק מהתהליך.

שלמה גרדמן: חנו, אתה חושב שהממשלה צריכה להיות מעורבת בכל התהליך הזה או לתת לשוק להתנהל בצורה חופשית? **חני שטרית-בן:** אני חושב שהמעורבות של הממשלה צריכה להיות ביצירת תשתית וביחידן שייצור את הדור הבא של חברות הייטק. תוכניות התמיכה של המדען הראשי מהוות מקור מימון חשוב, אבל כמות הכסף שהממשלה יכולה להקדיש להשקעות מסוג זה מוגבלת ביחס לצרכים. ה-impact הגדול יקרה אם יהיו יותר סטודנטים להנדסה או סטודנטים למתמטיקה שאחר כך יקימו את החברות הבאות ויגדילו את כל המגזר של הייטק.

שלמה גרדמן "יש הרבה מאוד חדינות בעולם, וגם כנראה הרבה מאוד בורסות. אך אתם בטח יודעים שישראל היא המדינה השנייה בחבינת מספר החברות בנאסד"ק"



שלמה גרדמן

