



י"ט אייר תש"פ

13 מאי 2020

לכבוד

שאול מרידור

ראש אגף התקציבים

משרד האוצר

שלום רב,

הנדון: שקיפות ובקרה בתוכנית סיוע לענף ההיי-טק באמצעות קרנות הון סיכון

א. רקע

1. במסגרת המאמץ להשיב את המשק לפעילות בעקבות משבר הקורונה, משרד האוצר מקדם השקעות כספי חוסכים בענף ההיי-טק באמצעות קרנות ההון סיכון ותחת ערבות מדינה על שיעור מסוים מערך הסכום המושקע. מרבית פרטי התוכנית טרם פורסמו, אך על פי מצגת של משרד האוצר, התוכנית כוללת כלי מימוני היברידי¹ המבוסס על השקעת כסף מוסדי בחברות היי-טק בינוניות, עם מכירות של עד 50 מיליוני דולרים.
2. כהערת פתיחה ראוי לציין כי מודל הסיוע מקודם באינטנסיביות על ידי תעשיית ההון סיכון וראש המועצה הלאומית לכלכלה במשרד ראש הממשלה לשעבר פרופ' יוגין קנדל, שלאור היותו מנכ"ל ארגון "סטארט אפ ניישן" (העוסקת בין היתר בחיבור בין תעשיית ההיי-טק הישראלית לארגונים ומשקיעים מהעולם) היה ראוי כי ייתן פומבי לאינטרסים אותם הוא מייצג. זאת על מנת למנוע חשש ולו למראית עין של ניגודי עניינים אפשריים.
3. ראוי להדגיש כי נושא זה של קרנות השקעה בהיי-טק שניתנו בעבר, נבחנו ונבדקו על ידי מבקר המדינה, בדו"ח מבקר המדינה (2020/א70)² אשר הציע לחשב הכללי לקבוע מדדים לצורך השקעה של מוסדיים בחברות היי טק, על מנת לבחון את יעילות התוכניות ולאפשר בקרה על השגת היעדים.
4. אין צורך להכביר מילים על כך כי דווקא בתקופה זו של חוסר וודאות, יש לנהוג במשנה זהירות בכספי החוסכים ולא לעודד ביצוע השקעות הטומנות בחובן סיכון גבוה ללא תרומה חיובית לתשואה, מתוך רצון להשיג מטרות שאינן מעניינים של החוסכים.
5. לפיכך, מן הראוי שתוכנית הסיוע המתבססת על השתתפות של קרנות הפנסיה תכלול:
 - i. הליך תקין של בחירת מנהל הקרן תוך ביצוע מכרז; שקיפות בכל הנוגע להתנהלות קרן ההשקעות, לתיק החזקות ולדמי הניהול הנגבים בעבור הניהול; וכן לבקרה על הליך הניהול והדיווח.
 - ii. יעדים מדידים בכל נודע למספר העובדים שהתוכנית תמנע את פיטוריהם; תוך התייחסות לחלוקה גאוגרפית, מספר האקזיטים שביצעו חברות בהן השקיעה הקרן בסוף תקופת ההשקעה; תשואה מינימאלית שתינתן לקרנות הפנסיה וכדומה.

¹ תכנית סיוע לענף ההיי טק – מצגת משרד האוצר. אפריל 2020

² מבקר המדינה / דוח שנתי 2020 / א70 – הבטחת היתרון והחדשנות הטכנולוגיים של המשק הישראלי (עמוד 21). [כאן](#)



.iii. מנגנון הגנה הולם המפצה על הסיכון הנלקח בתיקי החיסכון המנוהלים תוך שקלול, היבטים של חוסר הוודאות השורר כיום בכלכלה הגלובלית עקב משבר הקורונה ועיוות באופן הקצאת הנכסים בתיקים המנוהלים.

6. הניסיון בשנים האחרונות הראה, כי הגופים המוסדיים אינם ממהרים להשקיע בתעשיית ההיי-טק ואם הם בוחרים לבצע השקעות אלה, הם עושים זאת, באמצעות קרנות ההון סיכון. לכן, יש לייצר שקיפות מלאה בתנאי התוכנית, להציב לה יעדים ברורים וכן לקבוע תנאים להגנה על כספי החוסכים. זאת, כדי שהניסיון לסייע לענף ההיי-טק לא יתברר כתוכנית להעשרת קרנות ההון סיכון על חשבון הציבור.

ב. הליך תקין, שקיפות ובקרה

1. כאמור, התוכנית מבוססת על כספי ציבור – הן כספי משלם המיסים, המשמשים כערבות והן כספי החיסכון הפנסיוני המשמשים כהון המושקע. לפיכך, קיימת חשיבות רבה להליך בחירת קרנות הניהול ולשקיפות בהתנהלות קרן ההשקעות, בתיק ההחזקות ובדמי הניהול הנגבים.

2. לאור זאת ראוי להקפיד על ביצוע מוקפד של הנושאים המפורטים להלן:

i. בחירת מנהל הקרן:

ראוי כי הליך הבחירה יעשה במכרז על בסיס הסעיפים הבאים:

- גובה דמי הניהול.
- בחינת ביצועי העבר של מנהל הקרן.
- מספר 'אקזיטים' בהם היה מעורב מנהל הקרן באופן אישי.
- היקף גיוסי הון בחמש השנים האחרונות בהם היה מעורב מנהל הקרן באופן ישיר.
- מספר ההסכמים שיצאו לפועל הנוגעים לשיתופי פעולה כלכליים ופיננסיים עם משקיעים מקומיים ובינלאומיים.

ראוי כי בהליך בחירת מנהל הקרן יקבעו תנאי הסף הבאים:

- מנהל הקרן, בעליה ועובדיה הינם בעלי זיקה לישראל.
- קרן ההשקעות רשומה כחברה ישראלית ולא כחברה זרה במדינה המשמשת כמקלט מס.

ii. שקיפות:

ראוי כי לאורך חיי הקרן יחולו חובות הדיווח הבאים:

- זהות מנהל הקרן וכן הקריטריונים שהביאו לבחירתו צריכים להיות שקופים וידועים לציבור בכלל ולציבור חוסכים בפרט.



- קרנות ההשקעה יחויבו בפרסום חצי שנתי של שמות ופרטי החברות הנכללים בתיק ההשקעות.
- קרנות ההשקעה יחויבו בפרסום ניגודי עניינים של מנהלי הקרן ו/או השותפים/משקיעים אחרים בחברות המטרה.
- קרנות ההשקעה יחויבו בפרסום שנתי של שווי הקרן והתשואה המצטברת בתיק.

iii. בקרה :

יש למנות נאמן שיפקח על מנהל הקרן, על קיום הוראות החוק ועל עמידה בכל התחייבויותיו של מנהל הקרן כלפי המשקיעים.

על הנאמן יוטלו הסמכויות הבאות :

- לוודא שהתקיימו תהליכים תקינים וראויים במסגרתם התקבלו החלטות מנהל הקרן.
 - לבחון את המחיר שנקבע לנכסים המשווערכים בקרן.
 - לוודא כי העסקאות בקרן נעשות במחיר ראוי.
- הבחינה תעשה באמצעים שונים העומדים לרשות הנאמן, לרבות באמצעות קבלת חוות דעת חיצוניות בלתי תלויות.

ג. יעדים ברורים לתוכנית הסיוע

1. בעשור האחרון הושקו שתי תוכניות לעידוד גופי מוסדיים להשקעות בתעשיית ההון סיכון בישראל. הראשונה, משנת 2010, מתוקף החלטת ממשלה לעידוד השקעות של גופים מוסדיים בתעשייה עתירת הידע³. השנייה, בשנת 2016, באמצעות תקנות להשקעות משותפות בנאמנות (קרן טכנולוגיה עילית)⁴. על פי דו"ח מבקר המדינה שנת 2020⁵ שתי התוכניות הנ"ל לא השיגו את מטרותן, והשקתן לא תרמה להגדלת היקף ההשקעות של גופים המוסדיים בתעשיית ההי-טק הישראלית. נבהיר כי שתי תוכניות אלה עדיין תקפות.
2. כאמור, דו"ח המבקר מציין כי השקת התוכנית מתוקף החלטת הממשלה לא כללה יעדים מדידים בקשר למנגנון, להיקפי ההשקעות של הגופים המוסדיים, למשך הזמן של השקעות הגופים ולגידול הנדרש בהשקעות לעומת מצב המוצא. בנוסף מציע המבקר לחשכ"ל לקבוע מדדים לצורך יישום התוכנית להרחבת ההשקעות של הגופים המוסדיים המשקיעים כספי ציבור בחברות היי-טק. לדעתנו, המלצות אלו יפות גם לתוכנית המדוברת.
3. לפיכך, השקת תוכנית הסיוע צריכה לכלול יעדים מדידים בכל הנוגע למספר העובדים שהתוכנית תמנע את פיטוריהם, וזאת תוך התייחסות לחלוקה גאוגרפית, מספר 'האקזיטים' בסוף תקופת

³ החלטת ממשלה 1988 – עידוד השקעות גופים מוסדיים בתעשייה עתירת הידע. כאן

⁴ תקנות השקעות משותפות בנאמנות (קרן טכנולוגיה עילית) התשע"ז 2016. כאן

⁵ מבקר המדינה / דוח שנתי 70א / 2020 – הבטחת היתרון והחדשנות הטכנולוגיים של המשק הישראלי (עמוד 21). כאן



ההשקעה, תשואה מינימאלית לקרנות הפנסיה וכדומה. מהמצגת שפורסמה עולה, כי אף לא אחד מהקריטריונים הנ"ל מוגדר בה כיעד ו/או מטרה.

ד. הגנה על כספי החוסכים

1. עמדת רשות שוק ההון, כפי שנמסרה למבקר המדינה, הינה כי יש לנהוג במשנה זהירות בכספי החוסכים לפנסיה, המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים. ככלל, השקעות הגופים המוסדיים עבור עמיתיהם יהיו כאלו שיש בהן כדי לתרום באופן חיובי לתשואה שניתן להשיג בהתחשב בהשפעה על סיכון תיק ההשקעות, או השקעות שיש בהן כדי להפחית את יחס הסיכון – תמורה באמצעות מבנה יעיל ומפוזר יותר של תיק ההשקעות".

2. דוח המבקר קובע כי "על רשות שוק ההון לוודא שלגופים המוסדיים יש כלים הנדרשים לבצע השקעות בענף ההיי-טק, ונקוט את כל הצעדים הנחוצים כדי להקטין את הסיכון לקרנות הפנסיה ולכספי הציבור מההשקעה בתחום זה".

3. קביעת שיעור ההגנה מסך התיק המנוהל, שהמדינה תעניק כנגד הפסד שעלול להיווצר, צריך להתבסס בין היתר תוך שקלול ההיבטים הבאים:

i. **הטיית הביתיות (Home Bias)** - תוכניות עידוד ההשקעה בחברות היי-טק ישראליות, מגלמות העדפה של חברות וטכנולוגיות תוצרת ישראל, על פני השקעות הון סיכון בשאר השווקים הגלובליים. זאת, ללא כל מחקר המוכיח כי התשואה מהשקעות בסטרטאפים הישראלים גבוהה בהשוואה להשקעות בחברות טכנולוגיה זרות. נבהיר, כי הרציונל העומד מאחורי מדיניות הפועלת להבטחת היתרונות הטכנולוגיים של המשק הישראלי, התרומה למשק גם הינם נגלים. אולם, כל אלה אינם שיקולים הרלוונטיים להחלטות ההשקעה הכפופות לעקרון השאת התשואה ביחס לסיכון. נדגיש כי כאשר מדובר בהשקעות שוות יחס בין תשואה לסיכון אזי בהחלט ניתן להעדיף את החברה הישראלית על פני זו הזרה.

ii. **אי וודאות גבוהה** - משבר הקורונה מגלם בתוכו חוסר וודאות - לא רק באשר לעתיד השווקים הגלובליים, אלה גם באשר לסדרים החברתיים, הרגלי הצריכה, והטכנולוגיות חדשות שיווצרו ויתקיימו לאחר צאת הכלכלה הגלובלית מהמשבר. חוסר הוודאות לגבי ההשפעות העתידיות של המשבר ניכרת אפילו בדיווחי החברות הגדולות (60% מהחברות במדד ה-S&P שפרסמו תחזיות רווח לשנת 2020 ודיווחו את תוצאותיהן לרבעון הראשון של השנה, משכו את פרסומיהן⁶). ועל אחת כמה וכמה בסביבה העסקית של חברות סטראט-אפ מבוססת טכנולוגיה ומודלים עסקיים חדשים.

לפיכך, מן הראוי כי המנגנון להשתתפות המדינה בחלק מהסיכון הגלום בהשקעות בתעשיית ההיי-טק הישראלית בתקופת משבר, תכלול הגנה גבוהה יותר בגין הפסד. זאת, ביחס לשיעור ההגנות שהוענקו בתוכניות שהושקו בעבר.

4. עפ"י המצגת שפורסמה, תוכנית הסיוע כוללת שילוב הגופים המוסדיים בהשקעות בחברות בינוניות עם הכנסות של מעל ל- 50 מיליוני דולרים בשנה. מודל ההשקעה המיועד, מוגדר כ'היברידי' ומבוסס על הסכמי (SAFE (Simple Agreement for Future Equity ו- CAL (Convertible Loan

⁶ [Here](#) – Are More S&P500 Companies Withdrawing or Providing SPS Guidance For 2020? FACTSET



Agreement) – הסכמי השקעה המיועדים בעיקר לגיוס ראשוני של כסף ובעיקר לסטארט-אפים בתחילת דרכם, כגון, בגיוס ממעגל המשפחה והחברים (Friends and Family Round) או גיוס ראשוני מאנג'ל.

המודל ה'היברידי' המוצע לוקה בשני חסרונות:

i. שני הסכמי ההשקעה המוצעים (CAL ו-SAFE) לא מתאימים לגיוסי הון בחברות עם בינוניות אחרי תשלוב המו"פ ועם הכנסות. **מודלים אלו מותאמים למיזמים בתחילת דרכם כאשר לא קיימת כל יכולת להעריך את שווי הפרויקט ואת סיכויי ההצלחה של שלב המו"פ.** עוד נציין, כי ההצעה של מודלים מסוג זה, רק מחזקת את טענתנו שהמתווה מושק בתקופה המאופיינת באי ודאות גדולה, כך שדרוש מנגנון הגנה גבוה יותר בפני הפסד כדי לא לפגוע ביחס סיכון סיכוי בתיק החוסכים.

ii. החזר ההשקעה בחברת סטארט אפ צעירה הוא לרוב בינארי – אפס במקרה של כשלון או תמורה גדולה במקרה של 'אקזיט'. לפיכך, השקעה פסיבית באגד חברות, תוך יצירת פיזור רחב על פני מספר גדול של חברות ותחומי פעילות, עם מנגנון הגנה מהפסד מעבר לשיעור מסוים, הינה למעשה סטרקצ'ר הניתן לתמחור ולכימות הסיכון ביחס לתשואה. **לאור זאת, הצורך במתווכים, בדמות קרנות השקעה המשיתים עלויות בגין ניהול והשותפים לרווחים במעל לשיעור מסוים, איננו נגלה.**

ה. לסיכום, אנו מבינים את החשיבות הגבוהה בסיוע לענף ההיי-טק, בתקופה של משבר כלכלי. עם זאת, נצבר ניסיון על האופן בו מבצעים המוסדיים את השקעותיהם בענף זה. הבחירה לסייע לחברות באמצעות כספי החוסכים, מחייבת זהירות ושקיפות וקביעת יעדים מדידים. זאת כדי לוודא שכספי החוסכים אינם חשופים לסיכון עודף והסיוע הממשלתי, אכן מסייע לתעשייה ואינו מעשיר את כיסיהם של מנהלי קרנות ההון סיכון.

ו. מכתב ברוח זו, נשלח גם לממונה על שוק ההון.

ז. נשמח להיפגש אתכם, ולענות על כל שאלה ככל שנדרש.

בברכה,

משה קאשי	מרב דוד	עו"ד נילי אבן חן
לוביסט ציבורי	סמנכ"לית	מנכ"לית
לובי 99	לובי 99	צדק פיננסי

העתק: עידו סופר – רכז תעשייה ומסחר, אגף התקציבים משרד האוצר.