



רשות ניירות ערך

ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

מחלקת תאגידיים www.isa.gov.il

י"ט בסיון, תשפ"א

30 במאי 2021

הודעה למשקיעים

דגשים למשקיעים בנוגע להשקעה בשותפויות מו"פ

בשנה האחרונה הוצעו לציבור ונרשמו למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב (להלן - "הבורסה") יחידות השתתפות של מספר שותפויות מחקר ופיתוח (להלן - "שותפויות מו"פ"). בנוסף, על שולחן הרשות מונחות בקשות של שותפויות מו"פ נוספות למתן היתר לפרסום תשקיף שעל פיו יוצעו ניירות הערך שלהן לציבור.

רשות ניירות ערך (להלן - "הרשות") מבקשת להסב את תשומת לב ציבור המשקיעים למאפיינים הייחודיים ולסיכונים הכרוכים בהשקעה בשותפויות מו"פ המנפיקות לראשונה יחידות השתתפות לציבור. להלן יובאו מספר פרטים ומאפיינים של שותפויות המו"פ, וכן הגילוי שנכלל בעניינן במסגרת תשקיף הנפקה ראשונה לציבור, אליהם מומלץ לשים לב ולהביאם בחשבון בעת קבלת החלטת השקעה בניירות ערך של שותפות מו"פ, הן במועד הנפקתן לראשונה לציבור והן במהלך המסחר בבורסה.

מודל הפעילות של שותפות מו"פ:

שותפות מו"פ מתאגדת על מנת להשקיע בחברות הפועלות בתחום המו"פ (מחקר ופיתוח), תחום שמעצם טיבו מאופיין בסיכונים משמעותיים. ככלל, פעילות בתחום המו"פ כרוכה בסיכון לא מבוטל לכישלון ואובדן כספי ההשקעה, לצד סיכוי קטן יחסית להצלחה ולקבלת תשואה משמעותית. מודל הפעילות של שותפות המו"פ כולל השקעה במספר חברות מטרה, כך שהפיזור של כספי ההשקעה בין אותן חברות מטרה, מאפשר הפחתה מסוימת של הסיכון לאובדן כספי ההשקעה עקב כישלון של מי מהן. מודל פעילות זה מקביל למודל הפעילות בתעשיית קרנות הון סיכון. עם זאת, בעוד שקרנות הון סיכון מגייסות כספים ממשקיעים מתוחכמים בלבד, בשותפויות מו"פ יכול גם הציבור הרחב להשקיע, ובכך לקחת חלק בהשקעות פיננסיות בתעשיית המחקר והפיתוח.

הסיכון הבסיסי בהשקעה בשותפות מו"פ:

היזמים של שותפות המו"פ משמשים, על פי רוב, כמנהלים שלה והם אלה המכווינים את פעילותה. הכוונה זו נוגעת בעיקר לבחירת חברות מטרה שהשותפות תשקיע בהן, היקפי ההשקעה ותנאיה. כדי לממן את פעילות השותפות, היזמים לא משקיעים בהכרח סכום כספי משמעותי מכיסם בהון השותפות.¹ בה בעת, היזמים זכאים לקבל תגמולים מהשותפות עבור שירותי הניהול שלהם (דמי יוזמה ודמי ניהול אשר פרטים לגביהם יתוארו בהמשך). כלומר, המשקיעים מקרב הציבור הם אלו שנושאים במרבית הסיכון ההוני של השותפות לאובדן כספם במקרה של כישלון השותפות; לעומתם, היזמים נושאים בסיכון הוני נמוך יותר ביחס לנכסי השותפות, ולמרות זאת, הם ייהנו מפירות ההצלחה של השותפות, כאשר היקף התגמולים שלהם יגדל ככל שהשותפות תצליח יותר. לאור חלקם הנמוך של היזמים בסיכון ההוני של השותפות, קיים חשש שהיזמים ייטלו סיכונים גבוהים בעת קבלת ההחלטות בדבר ניהול השותפות, וזאת, לנוכח העובדה שבמידה וסיכונים אלו יתממשו הם יובילו להפסד כספי מוגבל מצדס ביחס להפסד המשקיעים מהציבור, בעוד שבמידה והסיכונים לא יתממשו וההשקעה תצליח, הם יזכו לחלק משמעותי מהרווחים ביחס לחלקם בהון השותפות. כלומר, השקעה אפשרית של שותפות מו"פ בחברות כושלות, אשר עלולה להוביל לירידה ניכרת בשווי ההשקעה של משקיעים מהציבור בשותפות, לא דווקא תפגע באופן דומה ביזמים.²

לאור האמור יוצגו להלן מספר מאפיינים של שותפויות מו"פ אליהם מוצע להתייחס ולתת משקל בעת קבלת החלטת השקעה בניירות הערך של שותפות מו"פ. היבטים אלה משליכים ברובם על עוצמת החשש לניגודי עניינים בין היזמים לבין המשקיעים מהציבור ועל רמת הסיכון הגלומה בהשקעה בשותפות מו"פ.

א. **הניסיון העסקי ומהימנות היזמים שמנהלים את שותפות המו"פ** - חלק ניכר מההצלחה הפוטנציאלית של שותפות המו"פ נובע מהיזמים ומהיכולת שלהם לנהל את כספי שותפות המו"פ בהצלחה ולבחור באיזה חברות ופרויקטי מו"פ היא תשקיע. כדי להעריך את היכולת ואיכות הניהול של היזמים, מוצע לקרוא בעיון את הגילוי שניתן במסגרת התשקיף על הניסיון העסקי הקודם שלהם ועל ובפרט על ניסיונם, או חוסר ניסיונם, בניהול השקעות בתעשיית קרנות הון סיכון שהינו רלבנטי לניהול שותפות המו"פ.

ב. **דמי הניהול האפקטיביים ששותפות המו"פ תשלם ליזמים ונושאי המשרה** - דמי הניהול האפקטיביים כוללים את דמי הניהול שתשלם השותפות ליזמים ואת התשלומים שתשלם השותפות לנושאי המשרה שלה. על פי רוב, דמי הניהול המשולמים ליזמים נקבעים כשיעור מנכסי השותפות או כתשלום סכום רבעוני או חודשי, קבוע. שיעור דמי הניהול האפקטיביים, בעת ביצוע ההנפקה הראשונה לציבור, מחושב לפי היחס שבין דמי הניהול האפקטיביים לבין

¹ על פי הוראות תקנון הבורסה, נכון למועד זה, היזמים המחזיקים בשותף הכללי, נדרשים להשקיע גם בהון השותפות בהתאם להיקף ההנפקה הראשונה לציבור. ככלל, שיעור ההשתתפות של היזמים נע בטווח של 15% עד 20% מהיקף הגיוס של שותפות המו"פ מהציבור, מקום בו היקף הגיוס נמוך מ-100 מיליון ₪. ככל שהיקף הגיוס מהציבור עולה על 100 מיליון ₪, שיעור ההשקעה של היזמים עומד על 10% מהיקף הגיוס (עד לתקרה השקעה של 20 מיליון ₪).

² יובהר, כי חשש זה קיים גם בתעשיית קרנות הון סיכון. אלא, שלצד החשש האמור, יש גם יתרונות להשקעה במודל של שותפות, בפרט בתחום המחקר ופיתוח בו הכרחי שליזמים תהיה התמחות מתאימה ויכולת לנהל את השותפות באופן שייב רווחים, כאשר יזמים אלה אינם בהכרח בעלי הון אשר באפשרותם להשקיע בהיקף משמעותי בהון השותפות.

היקף הגיוס מהציבור. שותפויות המו"פ נדרשות לכלול נתון זה גם בכריכת התשקיף ואופן החישוב של דמי הניהול האפקטיביים אחיד בין כל השותפויות. עובדה זו, מאפשרת ביצוע השוואה בין שותפויות המו"פ השונות גם בכל הנוגע לתגמולים ליזמים ונושאי המשרה.

נציין, כי בשנים האחרונות, דמי הניהול השוטפים הממוצעים המקובלים בתעשיית ההון סיכון הפרטית (Management Fees) הבינלאומית, עמדו על שיעור של כ- 2% לשנה מסך גיוסי הקרן.³ תשומת לב המשקיעים מופנית לכך שישנן שותפויות מו"פ בהן שיעור דמי הניהול האפקטיביים מגיע לשיעורים **גבוהים הרבה יותר** מהשיעור הממוצע של 2% (עובדה זו תשפיע בהכרח על התשואה שיקבלו המשקיעים, בסופו של דבר).⁴

ג. **דמי היוזמה ששותפות המו"פ תשלם ליזמים ומנגנון החישוב שלהם** - מדובר בתגמולים נוספים ליזמים שנגזרים מהכנסות, נכסים או רווחים שנובעים לשותפות. השותפויות נדרשות לכלול גילוי אודות היקפי התגמולים ומנגנון החישוב שלהם, לרבות בפורמט טבלאי. גילוי זה מאפשר לערוך השוואה בין שותפויות המו"פ השונות והתגמולים המשולמים על ידן ליזמים.

מנגנון חישוב דמי היוזמה של השותפויות מגוון, וישנם מקרים בהם חלף חישוב רווחי או הפסדי השותפות כמכלול, כמדד לזכאות לקבלת דמי היוזמה, החישוב נעשה רק ביחס להשקעות בחברות מטרה מוצלחות הממומשות על ידי השותפות ברווח ומבלי שנלקחים בחשבון ומקוזזים הפסדים שנבעו לשותפות מהשקעות בחברות מטרה אחרות. במקרים מסוג זה עלול להחריף ניגוד עניינים בין מערך התמריצים של יזמי השותפות ומנהליה ובין המשקיעים בשותפות, שכן, עלול להיווצר מצב במסגרתו יזמי השותפות ומנהליה זכאים לתגמול בדמות דמי יוזמה, בגין מימוש שהניב רווח, בעוד השותפות בכללותה, ומכאן שגם המשקיעים בה, מופסדים. נציין, כי בשנים האחרונות, דמי היוזמה הממוצעים המקובלים בתעשיית ההון סיכון הבינלאומית עמדו על שיעור של כ- 20% מהתשואה של הקרן בכללותה.⁵

ד. **סכום הגיוס של השותפות** - סכום הגיוס המזערי של שותפות מו"פ, בהתאם להוראות תקנון הבורסה, עומד על כ-25 מיליון ₪. בימים אלה במסגרת הליך לתיקון של תקנון הבורסה, סכום הגיוס המזערי צפוי להתעדכן ולעמוד על 50 מיליון ₪. הגדלת הסכום צפויה לאפשר סינון טוב יותר של הגורמים המנפיקים שותפויות מו"פ ולהגדיל את הסבירות להשתתפותם של משקיעים מוסדיים בהנפקות אשר עשויה להוות איתנות לציבור המשקיעים ביחס לטיב ההנפקה והגברת יכולת השותפויות לפיזור נרחב יותר בהשקעות בחברות מטרה.

ה. **סכום ההשקעה של היזמים** – בהתאם להוראות תקנון הבורסה כיום היזמים נדרשים להשקיע בהון השותפות סך של 10%-20% מסכום הגיוס, בשיעור פוחת ביחס לסכום הגיוס. בהתאם לסכום הגיוס המינימלי של שותפות מו"פ כאמור לעיל, היזמים מחויבים להשקיע כיום סכום

³ על פי נתוני "Preqin Pro" (ראו: [The 2020 Preqin Private Capital Fund Terms Advisor | Preqin](#)) דמי הניהול החציוניים בקרנות VC שהוקמו בשנים 2019-2020 שגודלן מתחת 50 מיליון דולר הינו 2% והממוצע הינו 1.91%.

⁴ כך למשל, במקום בו שותפות המו"פ גייסה במסגרת הנפקה ראשונה לציבור סכום של 25 מיליון ₪ והיא משלמת דמי ניהול שנתיים של 0.8% מהיקף נכסיה ליזמים, לצד תשלום שכר שנתי מצרפי של כ-2 מיליון ₪ לנושאי המשרה שלה, אזי שיעור דמי הניהול האפקטיביים, במועד ההנפקה הראשונה לציבור, מגיע לכ-8.8% מתמורת ההנפקה.

⁵ על פי נתוני "Preqin Pro" (ראו: [The 2020 Preqin Private Capital Fund Terms Advisor | Preqin](#)) דמי ההצלחה החציוניים בקרנות הון סיכון פרטיות שהוקמו בשנים 2019-2020 הינו 20% והממוצע הינו 19.2%.

מינימלי של חמישה מיליון ₪. עם עדכון סכום הגיוס המינימלי לסך של 50 מיליון ₪, סכום ההשקעה המינימלי של היזמים יעמוד על עשרה מיליון ₪. דרישה זו מטרתה להבטיח כי היזמים המנהלים את השותפות בפועל יישאו גם בסיכון הכלכלי הכרוך בהשקעה בשותפות, באופן שיקרב בין האינטרסים של היזמים לבין האינטרסים של המשקיעים מהציבור.

1. **מגבלות על מכירת ניירות הערך על ידי היזמים** – נכון להיום, תקנון הבורסה קובע הסדר לפיו בעלי עניין בשותפות ומחזיקים בה לפני ההנפקה לרבות היזמים מנועים מלמכור בבורסה את יחידות ההשתתפות שרכשו במסגרת ההנפקה. חסימה זו היא לתקופה של שלושה חודשים (להלן - "חסימה מוחלטת"), ולאחר מכן ישנה חסימה חלקית לתקופה של 15 חודשים נוספים (במהלכה רשאים היזמים למכור בבורסה, מדי חודש, עד 2.5% מההחזקה שלהם). בעניין זה, מקדמת הבורסה בימים אלה תיקון לתקנון שעניינו הארכת תקופה זו כך שהיזמים יוגבלו מלמכור את יחידות ההשתתפות שרכשו בהנפקה במהלך תקופה ארוכה יותר של 36 חודשים - מתוכם 12 חודשים של חסימה מוחלטת ועוד 24 חודשים של חסימה חלקית. מטרתה של יוזמה זו היא להגביר את הקרבה בין האינטרסים של היזמים לאלו של המשקיעים מהציבור.

2. **פרטים אודות חברות המטרה המתוארות בתשקיף בהן צפויה שותפות המו"פ להשקיע** - קיימת חשיבות רבה, טרם קבלת החלטת ההשקעה, לקריאת התיאור שניתן במסגרת התשקיף ולהערכת טיבן ואיכותן של חברות המטרה שבהן השותפות תשקיע חלק מכספי ההנפקה. מאפיינים שמומלץ לקחת בחשבון, כוללים בין היתר, את המאפיינים שלהלן:

- (1) תחום הפעילות של חברת המטרה והמוצרים העיקריים שלה;
- (2) שלב הבשלות העסקית שלה (כגון: האם היא מצויה עדיין בשלב המחקר; האם היא כבר פיתחה את המוצר העיקרי או את המוצרים העיקריים שלה; האם המוצר העיקרי קיים וכבר נמכר על ידה; האם נדרשים אישורים רגולטוריים עבור המוצר העיקרי שלה, והאם אישורים אלה קיימים בידה; האם היא גייסה כספים ממשקיעים נוספים; ועוד).
- (3) פוטנציאל הצמיחה והחדירה לשוקי היעד והסיכויים והסיכונים הקריטיים להצלחת הפעילות;
- (4) נתונים כספיים של חברת המטרה (נתונים שיכללו במסגרת התשקיף בהתאם למידת המהותיות של ההשקעה בחברת המטרה עבור שותפות המו"פ).

ח. **השקעות מפורטות בתשקיף ומדיניות ההשקעה של שותפות המו"פ**
שותפויות המו"פ מפרטות בתשקיף את מדיניות ההשקעה שלהן והשימושים המתוכננים בתמורת ההנפקה. באמצעות גילוי זה השותפות מבהירה את מאפייניהן של חברות המטרה בהן היא תשקיע, סכומי ההשקעה שהיא מתכננת להשקיע בכל חברת מטרה והיקף הפיזור שהיא מיעדת לכספי הגיוס. מידע חשוב אודות מדיניות ההשקעה של השותפות יכלול בעיקר גילוי אודות:

- (1) תחומי הפעילות של חברות המטרה המיועדות, כגון: היי-טק בכללותו, אגרו-טק, פוד-טק, מכשור רפואי וכו';

(2) שלב הבשלות העסקית של חברות המטרה המיועדות. המינוחים המקובלים המשקפים על פי רוב את מידת הבשלות של חברת המטרה הם על פי מדרג הנגזר מסבבי הגיוס שלה - Round C, Round B, Round A, Seed, Pre-Seed, וכן הלאה ;

(3) האם השותפות קובעת שיעור פיזור מובנה של סכומי הגיוס בין מספר מזערי או מרבי של חברות מטרה ;

(4) האם השותפות קבעה אסטרטגיית יציאה מהשקעותיה. כלומר, פירוט של הקריטריונים לפיהם תחליט השותפות לממש החזקות בחברות המטרה.

יצוין, כי מידת הסיכון הטמונה בהשקעה בכל שותפות מו"פ כרוכה במכלול מאפייניה, ולא ניתן בהכרח לדרג את רמת הסיכון הטמונה בהשקעה בשותפות מו"פ מסוימת, ביחס לשותפויות מו"פ אחרות, על בסיס מאפיין בודד.

בנוסף, שותפויות המו"פ מתארות בתשקיף ההנפקה הראשונה לציבור גם השקעות ספציפיות בהן השותפות מתכוונת להשקיע בסמוך למועד ההנפקה, באמצעות כספי התמורה. שיעור ההשקעה של השותפויות שהונפקו עד כה, מתוך תמורת ההנפקה, בהשקעות מזוהות, עומד על כ-15%-20%. זאת, באופן שעולה בקנה אחד עם תיקון תקנון הבורסה המקודם בימים אלה לעיגון דרישה מסוג זה.

יצוין, כי בתשקיף ההנפקה הראשונה לציבור מתואר גם אופן השימוש ביתרת תמורת ההנפקה, עד לשימוש בה בפועל בהתאם למדיניות ההשקעה של השותפות. לאופן שימוש זה, ישנה חשיבות רבה כדי לוודא כי הכספים שגויסו מהציבור לא ישמשו למטרות החורגות ממדיניות ההשקעה ותכלית השותפות. מרבית שותפויות המו"פ שהונפקו במהלך החודשים האחרונים הגבילו את שימושים בתמורת ההנפקה להשקעה באפיקים סולידיים, בלבד. באופן זה תובטח שמירה על ערכם של כספי ההנפקה עד לשימוש בהם בפועל - באופן שעולה בקנה אחד עם התהליך לתיקון תקנון הבורסה לעיגון דרישה מסוג זה.

הרשות מבקשת להדגיש שחלק מהמאפיינים המפורטים לעיל יכולים להתקיים גם בתאגידים אחרים ואינם ייחודיים בהכרח רק לשותפויות מו"פ. בפרט, מאפיינים אלה יכולים להתקיים גם בחברות שפעילותן בתחומי מחקר ופיתוח וטכנולוגיה. לאור זאת, מוצע להתחשב בהם גם בעת קבלת החלטות השקעה בחברות ציבוריות נוספות (ככל שהם רלוונטיים באותו עניין).

האמור לעיל והסבת תשומת הלב על ידי הרשות לנושאים אלו, אינו מהווה תחליף לקריאת התשקיף של שותפות המו"פ הרלבנטית ובחינה קונקרטית של מאפייני הסיכון שלה לצורך קבלת החלטת השקעה בה.

אין באמור משום אימות פרטים המפורטים בתשקיפים ו/או אישור מהימנותם ו/או הבעת דעה על טיבם של ניירות הערך המוצעים על ידי שותפויות המו"פ.