



ר ש ו ת נ י י ר ו ת ע ר ך
ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

אפשרויות חדשות למימון עסקים קטנים ובינוניים באמצעות שוק ההון

יו"ר רשות ניירות ערך

פרופ' שמואל האוזר

יועץ בכיר ליו"ר הרשות ומנהל המחלקה הבינלאומית

עו"ד אופיר איל

חשיבותם של העסקים הקטנים והבינוניים לכלכלת ישראל עצומה. עסקים אלה גם מהווים הרוב המוחלט של העסקים בישראל, ומועסקים בהם רוב העובדים במגזר העסקי. ואולם, עסקים אלה נתקלים בקשיי מימון חמורים, בעיקר מפני שמימוןם נשען כמעט בלעדית על מימון בנקאי שתנאיו הוקשחו כלפיהם לאורך השנים. המימון הבנקאי הוא ערוץ המימון העיקרי כיוון שמצד אחד מדובר בעסקים שהם "קטנים" על המשקיעים המוסדיים, ומצד שני – שוק ההון "גדול" עליהם.

רשות ניירות ערך (להלן: "הרשות") יזמה ויישמה בשנים האחרונות, בתמיכת משרד האוצר ומשרד המשפטים, מעל 100 הקלות ברגולציה. ההקלות נועדו ליצור עבור כלל הגופים המפוקחים רגולציה מאוזנת שבבסיסה הגנה על המשקיעים, עידוד תחרות, הפחתת עלויות למשקיעים ולגופים המפוקחים ויצירת סביבה עסקית תומכת. ההקלות לא נבחרו באופן אקראי אלא נועדו – באופן מסודר ומקיף – להסיר חסמים רגולטוריים ולתמרץ כל סוג וכל גודל חברה ששוקלת לממן את פעילותה באמצעות שוק ההון.

ואולם כאשר בוחנים את קשת ההקלות שיושמו ואת מפת התמריצים הקיימים לחברות כדי שיפנו לגיוס הון באמצעות שוק ההון, עדיין ניכר הפער בכל הנוגע לאפשרויות המימון באמצעות שוק ההון של חברות שאינן קטנטנות אך אינן גדולות.

עמדת הרשות היא שחברות אלה עשויות לשמש מנוף צמיחה של ממש למשק הישראלי ולכן אסור לוותר על מימוןן באמצעות שוק ההון, ובעלויות אטרקטיביות יותר מאלה שמציעים הבנקים.

בהקשר זה הרשות קידמה ומקדמת שלל דרכי פעולה, בכללן קירוב החברות הקטנות ו(בעיקר) הבינוניות לבורסה בתל אביב, או שימורן בה, על ידי הקלה בכללים החלים עליהן; מתן אפשרות לחברות קטנות (ופחות) בינוניות לדגל מעל הרגולציה באמצעות "מימון המונים" או הלוואות P2P (Peer to Peer); השקת מוצרים חדשים בבורסה בתל אביב כדי שישקיעו בחברות קטנות ובינוניות; והאפשרות החדשנית מכולן – בחינת יצירת מסגרת מסחר חדשה עבור חברות קטנות ובינוניות, מופחתת רגולציה, שכללי המשחק בה יהיו שונים, הן בהיבט של חובות הגילוי והן בהיבט של ממשל תאגידי, על מנת לעודד חברות קטנות ובינוניות להירשם למסחר במסגרתה.

רקע

חשיבותם של העסקים הקטנים והבינוניים לכלכלת ישראל עצומה. הם מהווים גורם חשוב בהגדלת הצמיחה, בהעלאת כושר הייצור ובשגשוג הכלכלי. עסקים אלה גם תורמים לתחרות, והם מקור חשוב ביותר ליצירת מקומות תעסוקה חדשים באזורים גאוגרפיים מגוונים.

מבחינה מספרית – כיום פועלים בישראל כ-520 אלף עסקים המוגדרים עסקים זעירים, קטנים או בינוניים, הם מהווים 99.5% מהעסקים בישראל ומעסיקים כ-61% מהעובדים במגזר העסקי. תרומת העסקים הקטנים והבינוניים לתוצר בישראל היא 54%.

ולמרות הנתונים המרשימים הללו העסקים הקטנים והבינוניים נתקלים בקשיי מימון, בעיקר בשנים האחרונות. הסיבה לכך היא ככל הנראה שעסקים אלה נשענים כמעט אך ורק על מימון בנקאי. ואולם בשנים שלאחר המשבר הכלכלי העולמי (2008) נעשה המימון הבנקאי נוקשה יותר כלפי עסקים קטנים ובינוניים. הנתונים מראים כי עלויות האשראי הבנקאי לעסקים קטנים כפולות מעלויות האשראי לעסקים גדולים, אף שלא נראה כי הפסדי האשראי של הבנקים מעסקים קטנים ובינוניים מצדיקים את הפער הזה. יתר על כן, המערכת הבנקאית הישראלית ריכוזית מאוד; שתי קבוצות בנקאיות גדולות מחזיקות, יחד, כ-57% מכלל הנכסים, ו-5 הקבוצות הגדולות מחזיקות, יחד, בכ-94% מכלל הנכסים הבנקאיים. יצוין כי לעסקים הקטנים והבינוניים אין כמעט שום אפשרות לקבל אשראי ממקורות שאינם בנקאיים, כיוון שכאמור – עבור הגופים המוסדיים מדובר בהשקעות קטנות שאינן מצדיקות את המשאבים הנדרשים מהם, וחסמי הכניסה לשוק ההון לעסקים קטנים ובינוניים הם גבוהים.

חשיבות העסקים הקטנים והבינוניים, מצד אחד, וקשיי המימון או מחיר המימון הגבוה שלהם, מצד שני, מצדיקים חשיבה חדשה ויצירתית בנוגע לדרך הנכונה שבה ניתן להקל, לאפשר ולהסיר חסמים למימונם. הכוונה אינה כמובן למימון עסקים אלה בכל מחיר (תרתי משמע), אלא לכך שתתאפשר להם בחירה בין קשת של אמצעי מימון שבזכותה "מחיר" המימון שלהם ייקבע על פי עקרונות של שוק חופשי ותחרותי ולא על פי רצונותיו, העדפותיו, אילוציו או מגבלותיו של מגזר אחד דוגמת המגזר הבנקאי.

אין מדובר כמובן בסוגיה ישראלית בלבד. דוחות רבים – למשל של ארגון OECD – מציינים את החשיבות של העסקים הקטנים והבינוניים לכלכלה, את הקשיים שהם חווים בקבלת מימון ואשראי, את ההכרח שבפיתוח כלים נוספים למימונם ואת הדרכים הנפוצות שבהן ממשלות מתערבות בהקשר זה (בדרך כלל על ידי העמדת ערבויות, ובשנים האחרונות גם על ידי הקמת קרנות הון או הענקת הטבות להשקעות הוניות).

פעולות הרשות בשנים האחרונות והשפעתן על מימון העסקים הקטנים

בשנים האחרונות הרשות יזמה וגם יישמה, בתמיכת משרד האוצר ומשרד המשפטים, מעל 100 הקלות ברגולציה. ההקלות נועדו ליצור לכלל הגופים המפוקחים רגולציה מאוזנת שבבסיסה הגנה על המשקיעים, עידוד תחרות, הפחתת עלויות למשקיעים ולגופים המפוקחים ויצירת סביבה עסקית תומכת. חלק משמעותי מההקלות נועדו להשיב את העניין של חברות איכותיות במימון פעילותן הכלכלית על ידי שוק ההון והבורסה בתל אביב.

הקלות אלה לא נבחרו באופן מקרי, אלא הן נועדו להסיר באופן מסודר ומקיף חסמים רגולטוריים ולתמרץ כל סוג וכל גודל חברה ששוקלת לממן את פעילותה על ידי שוק ההון.

דוגמאות עיקריות להקלות אלה הן:

- (1) הקלות לחברות מחקר ופיתוח שמאפשרות, בין היתר, לדווח בשפה האנגלית ולפי כללי החשבונאות האמריקאיים, ולקבל אנליזה מסובסדת וכן תמריצי מס שונים.
- (2) קידום המודלים "מימון ההמונים" P2P (Peer to Peer) לצורך מימון חברות קטנות (יפורט להלן).
- (3) הקלות לחברות קטנות ובינוניות ובכללן: פטור מ-iSOX, פטור מדוח גלאי וביטול הדרישה לדיווחים רבעוניים.
- (4) הקלות לחברות ששוקלות להנפיק לראשונה בבורסה (IPO) בנוגע, בין היתר, לאישור תנאי כהונה והעסקה של בעל שליטה וקרובו וכן של נושאי משרה, פטור ממניוי ועדת מאזן, אפשרות פרסום תשקיף מדף במועד ההנפקה לראשונה, פטור מפרסום דוח בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית והתרת מפגשים עם משקיעים מסווגים טרם תחילת הליכי ההנפקה.

בהקשר של כל אלה ראוי להזכיר את השינוי המבני בבורסה שאושר לאחרונה בכנסת, שמטפל בהפרדה בין בעלי הבורסה (הבנקים והמשקיעים המוסדיים) לבין מי שנותנים שירותי מסחר ובכך מחזק את התשתית של פעילות הבורסה כמקור תחרות חשוב על מקורות ההון. תיקון החוק בנוגע לשינוי המבני צפוי לקדם את מעמדה ואת יעילותה של הבורסה, ואף מאפשר הקמת שוק משני חדש, אם אכן יוחלט על כך.

למעשה, הרשות קידמה ומקדמת פתרונות שיאפשרו מימון באמצעות שוק ההון מהשלב בו יזמים מתחילים לפתח מוצר בגראגי הביתי ועד לשלב בו החברה שהקימו יוצאת להנפקה בבורסה.

ואולם, כאשר בוחנים את קשת ההקלות שיושמו ואת מפת התמריצים הקיימים לחברות כדי שיפנו לגיוס הון באמצעות שוק ההון, עדיין ניכר הפער באפשרויות המימון באמצעות שוק ההון בין חברות שאינן קטנטנות אך אינן גדולות. חברות אלה עשויות להיות גדולות מדי בשביל מודל "מימון ההמונים", אך קטנות מדי בשביל המשקיעים המוסדיים.

אך לדעתנו אסור לוותר על מימון חברות כאלה באמצעות שוק ההון. אנו מאמינים כי אחת האפשרויות הישימות והשוויוניות ביותר למימון עסקים קטנים ובינוניים היא באמצעות שוק ההון.

לצורך כך נציג ארבע דרכי פעולה שכל אחת מהן עשויה לקדם את מימון העסקים הקטנים באמצעות שוק ההון. אין מדובר בדרכי פעולה חלופיות אלא בדרכי פעולה שניתן ליישם בו־זמנית, כך שהאפקט המצטבר שלהן ישיג את המטרה המקווה. כפי שיוצג, שתיים מתוך דרכי הפעולה האלה כבר יושמו לאחרונה או נמצאות בשלבי יישום מתקדמים; דרך פעולה אחת נמצאת בתהליך מתקדם לקראת יישום; ודרך פעולה נוספת היא בגדר כיוון מחשבה שמצוי בתחילת הדרך.

התפיסה העומדת בבסיס ארבע דרכי הפעולה דומה, ועיקרה – ההכרה בכך ש־ one size does not fit all ושהמסגרת הרגולטורית הקיימת אינה ידידותית מספיק כלפי חברות קטנות ובינוניות. לכן, כדי לאפשר לחברות אלה לגייס הון או חוב באמצעות שוק ההון, יש למצוא דרכים חדשות ויצירתיות להנגיש אותן לשוק ההון או את שוק ההון אליהן באופן שהתועלת בגיוס הון או החוב מהציבור תעלה על העלות הכרוכה בכך.

דרכי הפעולה המדוברות הן כדלקמן:

דרך הפעולה הראשונה – לקרב חברות קטנות ו(בעיקר) בינוניות לבורסה בתל אביב (או לשמר אותן בה) על ידי הקלה בכללים החלים עליהן

המטרה בדרך פעולה זו היא להפחית את עלויות הרישום למסחר בבורסה בתל אביב לחברות קטנות ובינוניות. בהקשר זה הרשות יזמה וגם יישמה לאחרונה מספר הקלות משמעותיות שמטרתן להפחית את עלויות הרגולציה באופן ספציפי על חברות קטנות ובינוניות על מנת לעודד אותן להירשם למסחר בבורסה בתל אביב.

חברות ציבוריות מקדישות חלק משמעותי מעיסוקן ומכסףן ליישום הוראות הרגולציה. אך חברות קטנות ובינוניות מקדישות לכך חלק יחסי גדול הרבה יותר מאשר החברות הגדולות. מחקרים מלמדים כי בחברות קטנות (שווי שוק של עד 300 מיליון ש"ח) עלויות הרגולציה יכולות להגיע לכ־9% משווי החברה, בעוד שבחברות גדולות עלויות הרגולציה הן רק כ־0.1% משווי החברה.

לכן הרשות עסקה בשנים האחרונות בדרכים לצמצום היקף העיסוק של חברות בנטל הרגולטורי ולביטול דרישות גילוי מסוימות, כדי לאפשר להנהלות החברות להפנות חלקים נכבדים ממשאבי החברה לפיתוח עסקי החברה.

לצורך כך הרשות יזמה שורה של הקלות ל"תאגידי קטנים". "תאגיד קטן" הוגדר כתאגיד שמניות או יחידות השתתפות שלו מוחזקות בידי הציבור ושוויין נמוך מ־300 מיליון ש"ח, והוא אינו נכלל באחד המדדים המובילים של הבורסה; וכתאגיד שהערך הנקוב של תעודות ההתחייבות שלו שבמחזור נמוך מ־200 מיליון ש"ח.

במסגרת זו הרשות קידמה, בין השאר, את המהלכים הבאים (שכבר יושמו):

(1) הרשות קידמה הצעת חקיקה לביטול הדרישה בחברות קטנות (כהגדרתן לעיל) לדיווח רבעוני ברבעונים הראשון והשלישי של השנה. הקלה זו רלוונטית ליותר מ־180 חברות, מתוך כ־530 חברות מדווחות שניירות הערך שלהן נסחרים בבורסה, וכבר בסמוך לאחר כניסת הוראה זו לתוקף יש חברות לא מעטות שמבקשות ליישם אותה.

בעניין זה נעיר כי נכון ליום 6.6.17 הודיעו 123 חברות ושותפויות שניירות הערך שלהן נסחרים בבורסה על יישום ההקלה בגין דוחות הרבעון הראשון של שנת 2017.

(2) הרשות קידמה הקלה של פטור מפרסום דוחות על אפקטיביות הבקרה הפנימית (ISOX) כך שתאגידי קטנים יחויבו בצירוף הצהרת מנהלים מצומצמת בלבד.

(3) הרשות קידמה מתן פטור מהגשת "דוח גלאיי" (פרטים בדבר חשיפה לסיכונים שוק ודרכי ניהולם) לתאגידי קטנים אשר החשיפה שלהם לסיכונים שוק הנובעים ממכשירים פיננסיים אינה מהותית, בהתאם לספי המהותיות שנקבעו.

(4) הרשות קידמה הקלה בחובה לצרף הערכת שווי לדיווחים על ידי העלאת סף המהותיות בקשר עם צירוף הערכת שווי ל־20% (חלף שיעור של 10%).

(5) הרשות קידמה הקלות בחובת צירוף דוחות חברות כלולות על ידי העלאת סף הצירוף לדוחות ביניים של דוחות חברות כלולות מהותיות ל־40% (אגב הותרת סף הצירוף לדוחות כספיים על 20%).

דרך הפעולה השנייה – לאפשר לעסקים הקטנים (ופחות לבינוניים) לדלג מעל הרגולציה

במסגרת דרך פעולה זו הרשות קידמה תיקון חקיקה שמאפשר לחברות לגייס באמצעות "מימון המונים" (crowd funding) או הלוואות P2P סכומי כסף בלתי מבוטלים בפטור כמעט מוחלט מדיני ניירות ערך. למעשה מדובר בהסדר שמוותר על רוברובה של הרגולציה בכל הנוגע לגיוסי הון או חוב קטנים. הסכומים שבסופו של דבר אושר לגייס במסגרת ההסדר (עד 6 מיליון ש"ח לשנה) עשויים להיות אטרקטיביים לא רק לחברות קטנטנות.

המודל של "מימון המונים" (שתהליך החקיקה בעניינו הסתיים) הוא מודל גיוס כספים מהציבור הרחב באמצעות פלטפורמה אינטרנטית. הרעיון העומד בבסיסו הוא גיוס סכומים קטנים מציבור גדול של אנשים.

לאחרונה אושרו התקנות שמסדירות את התנאים לפעילות של מימון המונים. התקנות כוללות הן אפשרות של גיוס הון על ידי תאגידים והן אפשרות של הנפקת חוב על ידם. התקנות מסדירות את תנאי המנגנון של מימון ההמונים, ובכלל זה היקפי השקעה מרביים המותרים למשקיעים, היקפי גיוס מרביים המותרים לתאגידים, פיקוח של הרשות על החברות המפעילות את פלטפורמות הגיוס האינטרנטיות (המכונים "רכז ההצעה"), הגילוי שיידרש מרכזי ההצעה על פעילותם ועל התאגידים המנפיקים, תנאי כשירות לרישום כרכז הצעה, ועוד.

לפי התקנות, חברה רשאית לגייס הון מהציבור באפיק זה בסך שלא יעלה על 4 מיליון ש"ח בכל תקופה של 12 חודשים, או 1 מיליון ש"ח נוספים (עד למקסימום של 6 מיליון ש"ח) אם החברה עברה בהצלחה את הבדיקה של הרשות לחדשנות – כאשר מדובר בסטארט-אפ; או של הרשות לעסקים קטנים ובינוניים – כאשר מדובר בעסקים אחרים או במשקיע מוסדי, בקרן הון סיכון או במשקיע אנג'ל (המכונה "משקיע מוביל") המשתתף בסיבוב השקעה בהיקף שלא יפחת מ-10%.

יצוין כי קיים מודל עסקי נוסף למימון הלוואות המונים. על פי מודל זה, המשקיע רק קובע לפלטפורמה את סכום ההשקעה שברצונו להשקיע ואת רמת הסיכון שבה הוא מעוניין, בעוד הפלטפורמה היא שבוחרת את הלוואות הספציפיות ומפזרת בשביל המשקיע את סכום ההשקעה בין מבחר הלוואות המצויות במאגר שלה (Peer to Peer Lending). מודל זה נמצא בשלבי חקיקה מתקדמים.

דרך הפעולה השלישית – להביא לבורסה בתל אביב מוצרים חדשים שישקיעו בעסקים הקטנים והבינוניים

במסגרת דרך פעולה זו הרשות מקדמת, מעורבת ותומכת בהקמתן של קרנות טכנולוגיה עילית ושל קרנות נסחרות למימון עסקים קטנים ובינוניים. קרנות אלה ינגישו את שוק ההון לעסקים הקטנים והבינוניים בלי שאלה יצטרכו להירשם למסחר לבורסה (על כל המשתמע מכך); יאפשרו למשקיעים המעוניינים בכך לגוון את ערוצי ההשקעה שלהם ולהיחשף להשקעות לא סחירות; ויגוונו את מוצרי ההשקעה בבורסה.

קרנות טכנולוגיה עילית הן קרנות שמטרתן לעודד השקעה של הון ישראלי בחברות היי טק בתחילת דרכן ולאפשר גם לציבור המשקיעים הישראלי ליהנות מהצלחתן של חברות אלה. לצורך הקמתן של הקרנות כבר נעשו תיקוני חקיקה כדי שיהיה אפשר להקים קרנות טכנולוגיה עילית שמתמחות בהשקעות בחברות הייטק ישראליות העוסקות במחקר ובפיתוח, גם כאלה שאינן נסחרות בבורסה. קרנות הטכנולוגיה

העילית עתידות לקום כקרנות נאמנות סגורות שניתן לסחור ביחידותיהן בבורסה, בכפוף להתאמות למיניהן.

בנוסף, ועדה בינמשרדית שהוקמה על ידי הרשות והחשב הכללי ומסיימת בימים אלה את עבודתה בחנה והמליצה על הקמת קרנות נסחרות ייעודיות שמטרתן תהיה ליצור מקורות אשראי נוספים לעסקים קטנים ובינוניים. המלצות הוועדה הן שקרנות כאמור יוקמו כחברות בע"מ וישקיעו את מרבית נכסיהן בהלוואות לעסקים קטנים ובינוניים על פי כללי פיזור שייקבעו. הוועדה המליצה גם כי בשלב הראשון יש לתמך את הקמת הקרנות באמצעות העמדת ערבות מדינה לחוב שתגייס קרן שתזכה במכרז שתפרסם המדינה.

המלצות הוועדה כוללת הסדרים רבים נוספים בנוגע לחובת השתתפות מנהל הקרן, להיבטי מס, לסוגי ניירות הערך שיונפקו, לכללי הרישום והמסחר בבורסה, ועוד. באופן כללי, המלצות הוועדה מבקשות לשכפל ולהתאים את המודל שכבר מיושם בהצלחה בכל הנוגע לקרנות "ריט" להשקעה בנדל"ן להשקעה בעסקים קטנים ובינוניים.

דרך הפעולה הרביעית – לקרב "בורסה" (כלשהי) אל החברות הקטנות והבינוניות

זהו כיוון מחשבה אחר לחלוטין מהמתואר בדרך הפעולה הראשונה, בבחינת "אם מוחמד לא יבוא אל החר, החר יבוא אל מוחמד". **המטרה של דרך פעולה זו היא ליצור עבור חברות קטנות ובינוניות מסגרת מסחר חדשה, מופחתת רגולציה, שעשויה לשמש כאינקובטור לחברות בורסאיות שתגעה בעתיד ל"ליגה הראשונה". במסגרת זו, ניתן יהיה ליזום הקמה של רשימת מסחר חדשה או בורסה ייעודית שבמסגרתה יהיו כללי משחק שונים, הן בהיבט של חובות הגילוי והן בהיבט של ממשל תאגידי, על מנת לעודד חברות קטנות ובינוניות להירשם למסחר במסגרתה.**

חברות ציבוריות מקדישות חלק משמעותי מעיסוקן ומכספן ליישום הוראות הרגולציה. כאמור, חברות קטנות ובינוניות מקדישות לכך חלק יחסי גדול הרבה יותר מאשר חברות גדולות, עד כדי כך שהרישום למסחר במתכונת הנוכחית אינו כדאי להן. ניתן להקל בכללים הקיימים, כפי שתואר לעיל, בתקווה שההפחתה בעלות הרגולציה שתיגזר מכך תשפיע על התנהלותן של חברות אלה.

אך גם ניתן לחשוב על דרך שונה לחלוטין על מנת לשמר חברות קטנות ובינוניות בשוק ההון או לעודד אותן להירשם למסחר. דרך זו עשויה להיות על ידי הקמת בורסה ייעודית שונה לחלוטין, או רשימה ייעודית בבורסה בתל אביב, שכלליה "ייתפרו" מלכתחילה למידתן ולצורכיהן של חברות קטנות ובינוניות ויאפשרו להן לגייס הון בדרישות סף נמוכות וברגולציה מופחתת בלי לוותר על ההגנה הראויה על המשקיע.

יצוין כי בעולם פועלים מודלים של בורסות ייעודיות לחברות קטנות ובינוניות. הנתונים מלמדים על גידול של 92% במספר החברות הנסחרות בשווקים משניים בעולם מאז שנת 2002, בזמן שמספר החברות הנסחרות בבורסות הראשיות גדל בכ-13.5% בלבד בתקופה המקבילה.

אפשרות הקמתה של בורסה ייעודית מעוררת כמובן מספר רב של שאלות וסוגיות:

(1) **האם תהיה זו בורסה חדשה לחלוטין לחברות קטנות ובינוניות, בעלת מיתוג נפרד, או שתהיה זו רשימה חדשה תחת הבורסה הקיימת?**

(2) **מהם הלקחים שאפשר ללמוד וליישם מהקמתן ופעילותן של בורסות לעסקים קטנים שהוקמו במקומות אחרים בעולם ושאחדות מהן לא הגשימו את הציפיות שתלו בהן?**

(3) **מה צריכה להיות רמת הפיקוח על הבורסה הייעודית?**

יהיה צורך לעצב מודל פיקוח מאוזן שיהיה אפקטיבי ויספק הגנה למשקיעים בשוק ההון ובד בבד לא ישית על החברות עלויות גבוהות יתר על המידה באופן שלא יאפשר את קיומו של השוק. בכמה מהבורסות הייעודיות בעולם אומץ מודל שבו יועץ מלווה הכפוף לרשות ניירות ערך המקומית או לבורסה הוא המצבע את הפיקוח. היועץ המלווה מעניק לחברות שירותי ייעוץ עסקי, משפטי וחשבונאי ומלווה אותן לכל אורך חייהן העסקיים, החל בהליך הרישום למסחר וכלה בדיווח השוטף והרישום המשני של ניירות הערך.

(4) **מי מורשה להשקיע בבורסה הייעודית? האם מוצדק להטיל מגבלות על כניסת משקיעים בשל הפיקוח המופחת?**

ומנגד – ייתכן שמוצדק לאפשר לכל אחד להשקיע בחברות שייסחרו בבורסה הייעודית, על מנת להגדיל את הביקושים. ייתכן גם שמוצדק לתת תמריצים שונים למשקיעים בבורסה הייעודית, ועם זאת להגביל את סכום ההשקעה המותר לכל משקיע.

(5) **איך יוצעו לציבור ניירות הערך שיונפקו בבורסה הייעודית – האם באמצעות תשקיף או באמצעות מסמך "רזה" יותר, שיחתם על ידי החברה ושאליו יצורף אישור ביחס לבדיקה שביצע היועץ המלווה?**

(6) **מה יהיו חובות הגילוי והדיווח של החברות בבורסה הייעודית; האם הדיווח יהיה רבעוני או אולי חצי-שנתי; ומה יכללו דוחות אלו; ולפי אילו כללי חשבונאות הם ייערכו?**

אולי יהיה מוצדק לצמצם את החובה לצרף מסמכים או דוחות שונים לדיווחים. ייתכן שגם מבחינת החובה לפרסם דיווחים מידיים יהיה מוצדק לשנות את הכללים המקובלים היום.

(7) **ומה באשר לכללי הממשל התאגידי?**

אפשר שיהיה מוצדק להקל גם בכללי הממשל התאגידי שיחולו על החברות שיירשמו ברשימה הייעודית בכל הנוגע למינוי דירקטורים בלתי תלויים (ולהגדרתם), לאישור עסקאות בעלי שליטה, למספר הוועדות הבלתי תלויות, למינוי מבקר פנים, ועוד.

(8) האם משקיעים מוסדיים צפויים להשקיע בבורסה הייעודית, ואם לא – מה צפויה להיות רמת הנזילות בה?

(9) ייתכן שיש הצדקה גם לערוך שינויים באמצעי האכיפה שתנקוט הרשות כנגד הפרות דין שיבוצעו בחברות אלה. בהקשר זה תעלה השאלה מה תהיה נקודת האיזון הנכונה בין רמת האכיפה לבין הסיכון שיהיו חשופים אליו המשקיעים לנוכח ההקלות האחרות שיוצעו?

כל אלה ייבחנו במסגרת ועדה שהקימו שר האוצר ושרת המשפטים לבחינת האפשרויות להקמת בורסה נוספת.