

האם הגיעה השעה לדה-רגולציה בשוק ההון בישראל?

מאת

יואב מר • עו"ד ד"ר צבי גבאי¹

פורסם ב-"תאגידים" כרך ט/2 (מאי, 2012), עמ' 34.

א. מבוא

מאז 2008 אנו מצויים בעיצומו של משבר כלכלי. משבר זה, אשר אחד מביטוייו הינו הקושי לגייס כסף או לקבל אשראי, נוצר, בין היתר, עקב פעילות פיננסית בלתי אחראית אשר לא זכתה לפיקוח ראוי על-ידי הגורמים האמונים על כך. מכיוון שכך, ובהתחשב בעובדה שרבים מפנים אצבע מאשימה כלפי המחוקק והרגולטור האמריקאים, מפתיע לגלות שבתקופה האחרונה חל שינוי בשיח הציבורי בארה"ב. המחוקק האמריקאי פועל לאחרונה להקל את הרגולציה הקיימת על שוק ההון, וזאת בתגובה לעודף הרגולציה שחוקקה מאז פרוץ המשבר. באופן דומה, גם במחוזותינו נשמעים יותר ויותר קולות הקוראים להפחתת הרגולציה בשוק ההון בשל העלויות הכבדות והמגבלות הקשות שהיא מטילה על פעילותן של חברות ציבוריות ובתי השקעות בישראל.²

במאמר זה, אנו מבקשים להעלות לדיון את הטענה שהרגולציה הקיימת בשוק ההון בישראל מכבידה ביותר, במיוחד על חברות קטנות שאינן יכולות להרשות לעצמן ליווי צמוד של רואי חשבון ועורכי-דין מהשורה הראשונה, ובעיקר במקום הכואב ביותר - גיוס כספים. לטענתנו, יש לשקול הקלות ברגולציה זו, בין היתר באמצעות אימוץ חלק מהרפורמות שנחקקו בחודש אפריל האחרון בארה"ב. המאמר ימשיך כדלהלן: בחלק ב' נדון במודלים אפשריים לרגולציה של שוק ההון, נבחן את ההצדקות לרגולציה ואת מטרותיה. בתוך כך, נדון ברגולציה הקיימת בתחום שוק ההון בישראל ונטען שלעתים מדובר בנטל בלתי-סביר ובבחינת גזירה שהציבור אינו יכול לעמוד בה. בנוסף, נצביע על הצורך בבחינת שיקולי עלות-תועלת ובבחירת האמצעי שפגיעתו פחותה ביותר במסגרת הפעלת סמכותו של הרגולטור לגבי האופן שבו מקודמים הסדרים רגולטורים. חלק ג' יעסוק ברפורמות המקילות שהונהגו לאחרונה בשוק ההון בארה"ב ובהשפעתן על גיוס הון, רישום למסחר בורסאי, הנפקת ניירות ערך ועוד כיו"ב. במיוחד נציין את הפוטנציאל הגלום ברפורמות הללו מבחינתן של חברות קטנות או צעירות. בחלק ד' נסכם ונביא המלצות, תוך שאנו לוקחים בחשבון את המציאות הישראלית ואת הצורך בביצוע התאמות נדרשות לצורכי יישום הרפורמות האמריקאיות במשק הישראלי. בתוך כך, נעסוק גם בהצעת חוק פרטית בעניין זה הנדונה בימים אלו ממש בכנסת.

ב. רגולציה של שוק ההון - מודלים, הצדקות ומטרות

דומה כי לא ניתן לחלוק על כך שההסדרה הרגולטורית של פעילות שוק ההון כרוכה בעלויות כספיות לא מבוטלות ועל פי רוב מגבילה את חופש פעילותם של השחקנים בשוק ההון. מכיוון שכך, לא ניתן להתחמק מהשאלה מדוע בכלל יש צורך ברגולציה זו ומהי ההצדקה לה? מקובל למנות שלוש סיבות עיקריות: (1) הצורך בניהול השפעות חיצוניות, כגון: סיכונים סיסטמיים או סיכוני נזילות; (2) הצורך בהגנת משקיעים המתבטא, בין היתר, בשקיפות רבה יותר בכל הקשור במידע המוזרם אל השוק; וכן (3) הצורך במניעת עיוותי עלויות כתוצאה מפגיעה בתחרות.^[3]

1.1. הנימוקים לרגולציה של שוק ההון

רגולציה הקשורה בטיפול בהשפעות חיצוניות לגוף המפוקח מוצדקת כאשר העלויות החברתיות של כשל השוק עלולות על העלויות הפרטיות שבהן אותו גוף צריך לשאת בגין הכשל, בתוספת עלויות ההסדרה הרגולטורית הרלוונטית. חוסר יכולתו של גוף יחיד להתמודד עם סיכונים אלה באופן עצמאי, בשילוב עם ההשלכות המהותיות העלולות להיגרם כתוצאה מכשל שוק שכזה על שוק ההון, ואפשר שאף על הכלכלה כולה, מביאים לכך שלדעת רבים, מדובר ברציול החשוב והמרכזי ביותר לקיומה של רגולציה בשוק ההון.^[4] כל מי שחזה באופן שבו גרמה בועת הנדל"ן האמריקאית, שהתפוצצה בשנת 2008, למשבר אשראי עולמי, שגם בשנת 2012 לא ניתן לומר כי העולם התאווש ממנו, מבין היטב את משמעותה וחשיבותה של הצדקה זו.

ההנמקה השנייה - הגנה על ציבור המשקיעים - מובנת ומוכרת גם היא. על פי הנמקה זו, ההצדקה לרגולציה בשוק ההון מבוססת על שני אדנים. האחד, לאפשר זרימת מידע מספק בין חלקי השוק השונים על מנת שבסופו של יום, משקיעים יהיו מסוגלים לקבל החלטות השקעה מושכלות ככל שניתן. השני, לצמצם את סיכוני התיווך הנובעים מכך שבשוק ההון משקיעים מאבדים במידה מסוימת את השליטה על השקעתם עקב הצורך בהסתמכות על מתווכים פיננסיים ועל ביצועיהם של המנהלים בחברות שהנפיקו את ניירות הערך שרכשו המשקיעים.^[5] גם כאן, מדובר בהצדקה שנועדה למעשה להתמודד עם העלויות הכרוכות בפערי המידע והשליטה של הגורמים השונים הפועלים בשוק ההון, ועל כן יש חשיבות רבה לכך שהרגולציה תהיה כפופה לשיקולי עלות-תועלת.

ההנמקה השלישית - מניעת ריכוזיות ועידוד תחרות - הינה פחות מוכרת ופחות טריוויאלית בהקשר של רגולציה של שוק ההון. באופן מסורתי, סיכוני הריכוזיות ופגעי אי-התחרות מטופלים על ידי רשות ההגבלים העסקיים. יחד עם זאת, ניתן למצוא יותר מרמזים לרציול זה בהוראות הרגולטוריות המסדירות את חובות האמונים והזהירות, כמו גם בהוראות שמטרתן צמצום המצבים שבהם מתווך פיננסי פועל מתוך נגוד עניינים כלשהו. דומה כי הדוגמה המובהקת ביותר לרגולציה המבוססת על הנמקה זו היא "רפורמת בכר", במסגרתה, בין היתר, הוצא תחום ניהול קרנות הנאמנות וקופות הגמל מתוך הפעילות הבנקאית השוטפת.^[6] מובן, כי רציול זה נועד לתת מענה לעיוותי תמחור ולעלויות המגולגלות, בסופו של דבר, למשקיע, ומכאן כי גם טעם זה מחייב כי הסדרה רגולטורית תיעשה רק אימתי שהעלויות הכרוכות בהפעלתה נמוכות מהנזק הכלכלי הנגרם כתוצאה מהיעדר התחרות.

מאידך, יש גם אלו החולקים על ההנמקות והרציולנים העומדים בבסיס הרגולציה בשוק ההון. יש הטוענים, כי אם אנו דוגלים בכלכלה חופשית ובסחר חופשי, כשיטה וכעיקרון, אין הצדקה לסטייה מעיקרון זה כאשר מדובר בשוק ההון.^[7] יש אף שהרחיקו לכת עד כדי הטלת אחריות להתרחשותם של משברים כלכליים על הרגולציה עצמה.^[8] גם מבלי ללכת כה רחוק, ניתן לטעון כי רגולציה עלולה לפגוע ביכולת הבקרה העצמית וניהול הסיכונים של גופים מפוקחים,

ובנוסף, כי היא עלולה לעוות נתונים פיננסיים, כגון: רווחיות ופוטנציאל צמיחה, עקב השתתפות הכרוכים בעלויות קבועות שאינן משתנות בהתאם לגודל הפירמה, ההון העצמי שלה, רווחיותה ויכולתה להתמודד עם עלויות אלה.^[9]

חשוב לציין, כי אין בכוונתנו לטעון כי אין מקום לרגולציה בשוק ההון. אנו סבורים כי ההנמקות אשר פורטו לעיל מצדיקות פיקוח ומעורבות רגולטורית בשוק ההון, אולם אין פירוש הדבר כי הרגולטור רשאי להטיל על הגופים המפוקחים על ידו כל הגבלה שהוא סבור שיש בה כדי לקדם את הערכים והרציונלים שאותם הזכרנו. ראשית, ראינו כי הבסיס העקרוני לרגולציה הינו תועלתני במהותו. בהתאם לכך, על כל הסדר רגולטורי לעמוד במבחן עלות-תועלת. שנית, עצם העובדה שהתערבות רגולטורית מוצדקת - כשלעצמה - אינה מכשירה בהכרח את כל דרכי הפעולה האפשריות. במילים אחרות, יש דרכים שונות ומודלים שונים - אשר עומדים במבחן עלות-תועלת - שעל בסיסם ניתן לבצע הסדרה רגולטורית. על הרגולטור להכיר מודלים אלה ומתוכם לבחור בדרך היעילה והראויה ביותר בכל מקרה ומקרה. למעשה, טענתנו היא, כי לנוכח הקריאות בשוק ההון כי העומס הרגולטורי הגדיש את הסאה, על הגורמים הרלוונטיים לבחון מחדש את אופן פעולתה של הרגולציה של שוק ההון בישראל, הן בכל הקשור לעמידתה במבחני עלות-תועלת והן באופן הקונקרטי שבו היא מבקשת להשיג את מטרותיה, ולהקל מקום שניתן לעשות זאת.

2.2. רגולציה העומדת במבחני כדאיות כלכלית

על מנת להמחיש כיצד משתלבים שיקולי עלות-תועלת בפעולות רגולציה, ניתן להתבונן באופן שבו מבקרת מערכת השפיטה הפדרלית את רשות ניירות הערך האמריקאית, ה-U.S. Securities and Exchange Commission (להלן: "ה-SEC"). כך למשל, בשנת 2004 ערכה ה-SEC רפורמה ברגולציה החלה על בתי השקעות. בתוך כך, הותקנו מספר תקנות חדשות, וביניהן גם תקנה הקובעת שדירקטוריון של בית השקעות העוסק בניהול קרנות נאמנות חייב לכלול לפחות 75% דירקטורים עצמאיים, לרבות יו"ר הדירקטוריון.^[10] מטרות התקנה החדשה כללו חיזוק עצמאות הדירקטוריון, יצירת סביבה שתאפשר לדירקטורים למלא את חובות האמון שלהם באופן טוב יותר והגנה על הציבור.^[11] לאחר תקופת דיונים, בה ניתנה לציבור אפשרות להשתתף בשיבות ולהגיב על התקנות הנדונות, נתקבלו התקנות החדשות ברוב של 3 נציבים (Commissioners) מול שניים. נציין, שמדובר בתקנה אשר החמירה את הדרישה שתוקנה רק שלוש שנים קודם לכן, ב-2001, במסגרתה נדרשו מנהלי קרנות נאמנות לרוב רגיל של דירקטורים עצמאיים בדירקטוריון.^[12] בתגובה, הגישה לשכת המסחר האמריקאית (Chamber of Commerce of the U.S.A) עתירה נגד ה-SEC שבה דרשה הלשכה להביא לבטלותה של התקנה מטעמים שונים.^[13] החשוב לענייננו הוא, כי בסופו של דבר, קיבלה ערכאת הערעור הפדרלית את טענות העותרת, תוך שהיא מוצאת שה-SEC לא בחנה אלטרנטיבות אפשריות לדרישת עצמאות יושב-הראש, לא שקלה כנדרש את משמעות התקנות החדשות ולא הביאה הצדקות ונימוקים מספקים לדרישות החדשות.^[14] בנוסף, תשומת לב מיוחדת הוקדשה לעובדה שה-SEC לא שקלה כראוי את העלויות הכרוכות בעמידה בדרישות החוק, אשר אפשר שתגולגלנה, בסופו של דבר, אל הציבור. בית המשפט ציין כי ל-SEC חובה, על פי חוק, לשקול ולקחת בחשבון, כמיטב יכולתה, את ההשלכות הכלכליות של התקנות המוצעות.^[15] בית המשפט אף הרחיק לכת וקבע כי:

"...uncertainty may limit what the Commission can do, but it does not excuse the Commission from its statutory obligation to do what it can to apprise itself - and hence the public and the Congress - of the economic consequences of a proposed regulation before it decides whether to adopt the measure."^[16]

מעניין לציין שאותם נימוקים ממש, קרי, העלויות הגבוהות, הועלו במהלך דיוני ה-SEC על ידי שני הנציגים שהתנגדו להצעות (להלן: "נציגי המיעוט"), אך נדחו ברוב קולות. [17] נציגי המיעוט סברו שיישום התקנות החדשות ידרוש עלות משמעותית אשר תגולגל בסופו של דבר אל ציבור המשקיעים, שכן איתור והעסקה של דירקטורים עצמאיים, ובייחוד יו"ר דירקטוריון, כרוכים בהוצאות לא מבוטלות וכי ה-SEC לא נתנה משקל של ממש לעלויות אלה. עוד נטען, כי לעניין מינוי היו"ר, יש להשאיר את הדבר ל"כוחות השוק". כמו כן, סברו נציגי המיעוט כי התקנות הקיימות הנוגעות לעצמאות הדירקטוריון מספקות ואין צורך להחמירן. בעניין זה צידד בית המשפט דווקא בעמדת ה-SEC, תוך שהוא קובע שניתן להתייחס לתקנות החדשות כאמצעי מניעתי צופה פני עתיד, אם כי היה על ה-SEC לשקול חלופות שנראות על פניו סבירות ("reasonable facially"). [18] בסיכומו של דבר, קבע בית המשפט, כי על ה-SEC לשוב ולדון בתקנה מחדש.

בעקבות החלטת בית המשפט, דנה ה-SEC בתקנה בשנית אך החליטה שלא לשנותה, בטענה כי עמדה בחובות החלות עליה מכוח המשפט המינהלי וכי התקנה נדרשת וראויה. שלא במפתיע, עתירה מינהלית הוגשה שוב כנגד ה-SEC בשנת 2006, והנושא נדון בשנית בפני אותה ערכאה בבית-המשפט הפדרלי לערעורים. [19] הפעם, קיבל בית המשפט את טענות ה-SEC כי הפעילה את שיקול דעתה כמתחייב על פי כללי המשפט המינהלי, קרי שלא באופן קפריזי או שרירותי. [20] אולם, בית המשפט דחה את טענות ה-SEC, כי העלויות המושתות על מנהלי הקרנות אינן גבוהות כפי שנטען וכי המדובר בדרך פעולה לגיטימית לצורך הגנה נחוצה על ציבור המשקיעים, ופסל, בפעם השנייה - ולאחר שנמצא שההסדר המוצע אינו עומד במבחן עלות-תועלת - את התקנה שאותה ביקשה ה-SEC להתקין.

31. רגולציה מבוססת-עקרונות מול רגולציה מבוססת-כללים

כפי שהובהר לעיל, על כל הסדרה רגולטורית לעמוד במבחן הכדאיות הכלכלית. אולם, אין במבחן זה, כשלעצמו, כדי להכשיר כל פעולה רגולטורית. מבין האפשרויות העומדות בפניו (אלו העומדות במבחן הכדאיות הכלכלית), על הרגולטור לשאוף לנקוט באמצעי שהטמעתו בשוק ההון תגרום להכבדה הפחותה ביותר. כיום, רגולציה בארץ נעשית באמצעות הכתבת כללי התנהגות המגדירים את המותר ואת האסור. כללים אלה מוטלים על הציבור באמצעות חקיקה ראשית, חקיקה משנית, הנחיות וחוזרים של הרגולטורים השונים, עמדות סגל משפטיות וחשבונאיות וכיוצא באלה. כך למשל, ברבעון הראשון של 2012, פרסמה רשות ניירות ערך כ-20 פרסומים, ובהם הנחיות, שאלות ותשובות, עמדות סגל, טיוטות של הצעת חוק ותקנות להערות ציבור ועוד. [21] במקביל, גם אגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון במשרד האוצר לא טמן ידו בצלחת, ובמצטבר פרסמו המחלקות השונות באגף כמות דומה של חוזרים, תקנות, צווים, וטיוטות של חוזרים, תקנות וניירות עמדה. [22] לכאורה, רגולציה המבוססת על כללים ברורים, המגדירים את המותר והאסור, אמורה לספק לגופים המפוקחים את הוודאות המשפטית המקסימלית לצורך ניהול פעילותם. עם זאת, יכולתם של הגופים המפוקחים ללמוד את הכללים המתווספים בקצב של כלל בכל ארבעה וחצי ימים, להפנים אותם ולהטמיע מנגנונים פנימיים אשר יבטיחו את ביצועם - במקביל לניהול פעילותם באופן שיניב להם רווח - אינה בלתי מוגבלת, בייחוד כאשר מדובר בגופים קטנים. כאשר קצב יצירת כללי ההתנהגות מגיע לרמה כה גבוהה, מתרחשת תוצאה הפוכה לזו שביקש הרגולטור להשיג. במקום להגביר את הוודאות המשפטית ולהקל על הגוף המפוקח בכך שיובהר לו בדיוק כיצד מצופה ממנו להתנהל, קטנה הוודאות המשפטית, שכן הגופים המפוקחים עסוקים באופן כמעט תמידי בלימוד והטמעת כללים חדשים ובציפייה דרוכה לכלל החדש הבא אשר יצא תחת ידיו של הרגולטור המפקח עליו.

לא זו אף זו. ישנן פירמות הנתונות לפיקוח של יותר מרגולטור אחד ועובדה זו מגבירה עוד יותר את תחושת חוסר הוודאות המשפטית בהן הן נתונות, שכן בנוסף לקצב כפול של יצירת כללים חדשים, אותן פירמות נאלצות להתמודד עם חוסר אחידות בדרישותיהם של הרגולטורים השונים ועם קשיים ביישום מנגנוני בקרה פנימיים אשר יאפשרו להם לעמוד בדרישות השונות.

במצב דברים זה, מן הראוי לזכור כי רגולציה מבוססת-כללים, בדומה לזו שתארנו לעיל, אינה המודל היחיד הנוהג בעולם להסדרת פעילותו של שוק הון. באנגליה למשל, אומץ מודל של רגולציה המבוסס על 11 עקרונות-על, מהם נגזרת שורה של כללים ספציפיים אשר קובצו יחדיו במסגרת ה-FSA Handbook [23]. במקביל, שואף הרגולטור האנגלי לרכז את מאמציו בפיקוח שהינו מוכוון תוצאות, תוך הותרת האופן שבו ישיגו הגופים המפוקחים את התוצאה הרצויה לבחירת אותם גופים, ובהתאם לעקרונות-העל והכללים שנוסחו על פיהם [24]. עקרונות-העל מנוסחים כדרישות מחייבות עבור כל הגופים העוסקים במתן שירותים פיננסיים ומשקפים, למעשה, את התוצאה הרצויה אליה שואף כל רגולטור בתחום הפיננסי. יתרה מכך, ה-FSA הצהיר כי לא ישנה את עקרונות-העל ולא יוסיף אליהם עקרונות חדשים. בדרך זו תרם ה-FSA רבות לחיזוק הוודאות המשפטית ממנה נהנים הגופים המפוקחים בתחום שוק ההון באנגליה. ואלה הם 11 עקרונות העל:

- (1) על כל פירמה לנהל את עסקיה ביושר ובהגינות (integrity);
- (2) על כל פירמה לנהל את עסקיה במיומנות, בזהירות ובהתמדה הראויים;
- (3) על כל פירמה לגבש לעצמה בקרות פנימיות ומנגנונים הולמים לניהול סיכונים;
- (4) על כל פירמה להקפיד על קיומם של משאבים פיננסיים מתאימים לפעילותה;
- (5) על כל פירמה להקפיד על עמידה בסטנדרטים שהתגבשו בשוק לביצוע עבודתה;
- (6) על כל פירמה להגן על האינטרסים של לקוחותיה ולהתייחס אליהם בהגינות;
- (7) על כל פירמה לתת את דעתה לצורך של לקוחותיה בקבלת מידע, ולהעביר אליהם מידע זה בצורה ברורה, הוגנת ולא מטעה;
- (8) על כל פירמה לנהל מצבים של ניגוד עניינים בהגינות, הן בינה ובין לקוחותיה והן בין לקוחותיה השונים;
- (9) על כל פירמה להקפיד ולוודא, כי ייעוץ והחלטות המתקבלות עבור לקוחותיה מתאימים לצרכיהם, וכי הלקוח יכול להסתמך עליהם;
- (10) על כל פירמה לנקוט באמצעים הולמים להגנה על נכסי לקוחותיה, כאשר היא אחראית לנכסים אלה;
- (11) על כל פירמה לשתף פעולה ולנהוג בפתירות עם הרגולטורים המפוקחים על פעילותה, ולשתף את ה-FSA בכל פריט מידע שסביר לצפות כי ה-FSA יהיה מעוניין לקבל [25].

באופן דומה, גם ה-U.S. Commodity Futures Trading Commission (להלן: "ה-CFTC"), שהינו הרגולטור האמריקאי המפקח על מסחר בחוזים עתידיים וחוזי אקדמה, אימץ שיטת פיקוח דומה. על-פי מודל זה, על-מנת להמשיך לפעול נדרשים הגופים המפוקחים על-ידי ה-CFTC לעמוד ב-18 עקרונות מנחים. לגישת ה-CFTC, מודל רגולטורי זה מקנה לרשות את הגמישות הנדרשת לעמידה בקצב ההתפתחויות הטכנולוגיות המשפיעות במישרין על פעילות שוק ההון, תוך שהוא מאפשר לגופים המפוקחים לבחור בעצמם את דרך הפעולה היעילה ביותר לעמידה בעקרונות המחייבים אותם [26].

מעניין לציין, כי ועדה מיוחדת שמונתה על ידי נשיא ארה"ב לצורך בחינת אופן פעולתם של השווקים הפיננסיים (President's Working Group on Financial Markets) אימצה בשנת 2007 מודל רגולטורי המבוסס על עקרונות לצורך הסדרת השקעות משותפות כגון קרנות גידור.^[27] ברם, זמן קצר לאחר מכן פרץ משבר האשראי העולמי, אשר הביא עימו, בין היתר, דרישה ציבורית להקשחת הרגולציה בתחום שוק ההון ולהקפאת יוזמות רגולטוריות אשר עשויות להתפס בעיני המתבונן מן הצד כהסדרים "רכים" מדי.^[28] נראה, כי דווקא הקפאת יוזמה זו מהווה דוגמה טובה לבעיה נוספת הקשורה במודל רגולטורי אשר במסגרתו נוצרים כללי התנהגות חדשים כדבר שבשגרה וכחלק בלתי נפרד מעבודת הרגולטור, והיא הקשר בין רגולציה ופוליטיקה. לכאורה, אם סברה הוועדה המיוחדת (שהורכבה ממומחים בעלי שם ויודעי דבר) כי המודל הרגולטורי הראוי והטוב ביותר להסדרת פעילותן של קרנות הגידור הינו כזה המבוסס על עקרונות ולא על כללים, הרי שהקפאת היוזמה רק מכיוון שהאקלים הפוליטי אינו נוח הינה תוצאה בעייתית העלולה לפגוע בציבור המשקיעים. ניתן לטעון, כי דוגמה טובה עוד יותר לקשר בין רגולציה לפוליטיקה הינה חקיקת סרביינס-אוקסלי בשנת 2002 (להלן: "SOX").^[29] במסגרת ה-SOX, הוחמרה הענישה על עבירות צווארון לבן בעשרות אחוזים, הווארכה תקופת ההתיישנות על עבירות ניירות ערך, נאסר על חברות להלוות כספים למנהליהן הבכירים ונקבעו הליכים מפורטים לבקרת הנתונים שעל בסיסם נבנה הדוח הכספי.^[30] SOX נחקק במענה לקריסת אגרון בשלהי 2001 ו-WorldCom באמצע 2002, אשר בשני המקרים קרתה כתוצאה מפעילות בלתי חוקית שבוצעה על ידי מנהליהן הבכירים ביותר של חברות אלה. הליך החקיקה המהיר יחסית, כמו גם העיתוי (זמן לא רב לפני הבחירות לבית הנבחרים, בנובמבר 2002), מעלים את החשד כי המחוקקים הושפעו במידה רבה מדעת הקהל הציבורית. סביר להניח שהם היו מעוניינים להתייצב בפני ציבור הבוחרים לאחר שנתנו מענה נחוש לפרשיות הענק אשר זעזעו את ארה"ב בשעתו. בנסיבות אלה, ניתן להניח כי לא התקיים דיון מעמיק ויסודי בדבר נחיצותו של החוק והשפעתו על שוק ההון והכלכלה האמריקאית. פרופ' רוברטה רומנו מאוניברסיטת ייל תיארה זאת כך:

"SOX stands as an exemplar of low-quality legislative decision-making in the context of a crisis..."^[31]

רגולציה של שוק ההון אינה אמורה להיות מבוססת על אופורטוניזם פוליטי. היא אינה אמורה גם להיות נתונה למגמות פופוליסטיות אשר אינן מבוססות בהכרח על הבנה מעמיקה של האופן בו פועל שוק ההון. לא מן הנמנע שרגולטור עליו מופעלים לחצים פוליטיים כבדים יפעל, בסופו של דבר, בהתאם לאותם לחצים, ולא דווקא כתוצאה מהסתכלות רחבה על האופן שבו מוסדר שוק ההון ועל העקרונות המנחים את פעולתו של השוק.

לסיכומו של חלק זה ברצוננו להבהיר כי אין אנו סבורים כי יש לשנות את המודל הרגולטורי בישראל מן הקצה אל הקצה. יחד עם זאת, בשיח הציבורי המתקיים כיום בארץ לגבי העומס והקשיים שמערימה הרגולציה על הגופים הפועלים בשוק ההון, יש חשיבות לבחינת יעילותם של ההסדרים הרגולטורים הקיימים ובכלל זה עמידתם במבחני עלות-תועלת, כפי שהודגם לעיל, וכן לבחינת האופן שבו בוחר הרגולטור לבצע את ההסדרה. בהתחשב בכל אלו, נבקש בחלק הבא לתאר את הרפורמות המונהגות בימים אלו בארה"ב, אשר ייתכן שיש מקום לשאוב מהן השראה גם לצורך ביצוע הקלות רגולטוריות בארץ.

ג. הקלות אפשריות ברגולציה - מהנעשה מעבר לים

כאמור, בתקופה האחרונה נדונו בארצות הברית, כמו גם במדינות אחרות מעבר לים, מספר רפורמות אפשריות של הרגולציה על שוק ההון. אחד הרעיונות שעלו, ואפשר שאף הפופולרי ביותר ביניהם, הוא יוזמת ה-crowdfunding (להלן: "CF"). רעיון ה-CF בא לעולם מתוך ניסיון לפתור בעיה נפוצה (ויש האומרים שאינהרנטית) הקיימת אצל יזמים רבים בתחילת דרכם. מכיוון שהיזמים הם חסרי נכסים, ניסיון ומוניטין, מרבית הבנקים יסרבו להעניק להם הלוואות או קווי אשראי. באופן דומה, גם משקיעים וקרנות הון סיכון עלולים לחשוש מכניסה להתקשרות עסקית עם אותם יזמים מתחילים. בשל כך, יסבלו היזמים ממחסור בהון נזיל ומקושי לגייס כספים. למעשה, מעבר למעגל המצומצם של משפחה וחברים, קשה לדמיין כיצד יוכלו לגייס הון בשלבים הראשוניים. גם האפשרות של גיוס הון מהציבור אינה ריאלית לעסקים קטנים בשל החסמים הרגולטוריים הרבים הנקרים בדרכם ובשל העלויות הגבוהות הקשורות בהנפקה לציבור. כידוע, הצעה לציבור דורשת עמידה במגוון דרישות חוקיות ורגולטוריות אשר מהוות מעמסה עצומה והן בבחינת גזירה שחברות קטנות בתחילת דרכן אינן יכולות לעמוד בה. במילים אחרות, החקיקה הקיימת, גם בישראל וגם בארה"ב, מונעת מעסקים קטנים נגישות אל ההון הציבורי.

לאחרונה, החלו יזמים רבים בעולם לנסות לגייס כסף באמצעות פנייה לציבור (crowd) במקום למוסדות פיננסיים, למשקיעים פרטיים, או לקרנות הון סיכון. במה דברים אמורים? ה-CF הוא הצעה לקבוצה קטנה ובלתי-מוגדרת מהציבור, מבלי שהדבר ייחשב ל"הצעה לציבור" במובן של דיני ניירות ערך. באופן כללי, CF מתאר דרך לגייס הון שבה קבוצת אנשים מעניקה סכומים קטנים יחסית על מנת לתמוך ביוזמה חברתית או להשיג יעד מסוים. בשונה מהמצב הרגיל, שבו מספר מועט של משקיעים מספק לחברה סכומי כסף גדולים, ב-CF מספר המשקיעים גדול בהרבה אך סך ההשקעה האישית הוא קטן יחסית. במילים אחרות, התוחלת הפיננסית היא זהה - מקום שמספר המשקיעים גדל, יקטן סך ההשקעה האישית של כל אחד מהם בהתאמה. במקור פותחה השיטה כדי לגייס כספים עבור אמנים, סרטים, ספרים, מופעים ויוזמות צדקה ורווחה מסוגים שונים, כגון: סיוע לנפגעי אסון או פליטים. האינדיבידואלים שהעבירו כספים קיבלו בתמורה "מתנות": עותק ראשון מהספר, כרטיסים למופע או חולצה שהודפסה במהדורה מוגבלת. הואיל ולא היה מדובר ברכישת נייר ערך או בעסקה שבצידה פוטנציאל רווח, לא חלו על "העסקה" דיני ניירות ערך.^[32]

בהקשר אפשרי נזכיר, כי במסע הבחירות האחרון שלו גייס הנשיא המכהן אובמה קרוב ל-750 מיליון דולר באמצעות רשת האינטרנט. חלקו העיקרי של הסכום הגיע מתורמים פרטיים, דרך רשת האינטרנט, באמצעות CF.^[33] יש הטוענים שיכולתו של אובמה לעשות שימוש ברשת האינטרנט, בין היתר לגיוס תרומות באמצעות CF, היוותה גורם משמעותי בניצחונו על המועמד הרפובליקני ג'ון מקייין.^[34] במקרה זה מדובר ב-CF שאינו נעשה בתמורה כלשהי אלא מתוך אמונה ב"מוצר" ומתוך רצון להשיג מטרה כלשהי. להקת הרוק הבריטית הידועה Radiohead מימנה את הקלטתו של האלבום In Rainbows באמצעות CF: הלהקה העניקה זכות ראשונים לאפשרות להוריד באופן דיגיטלי מהדורה מוגבלת של האלבום תמורת תשלום סכום שייקבע על ידי המוריד.^[35] נכון לינואר 2012, אתר ה-CF המוביל בעולם, Kickstarter.com, גייס קרוב ל-130 מיליון דולר. ההצלחה הגדולה ביותר הייתה, ככל הנראה, גיוס יותר מ-3 מיליון דולר לצורך פיתוח משחק המחשב Double Fine Adventure.^[36] קטיגוריות ההשקעה המובילות באתר הן קולנוע ומוזיקה. קרוב לחצי מיליון בני אדם השקיעו כספים בכ-4,500 סרטים וקיבלו בתמורה זכות ששם יוצג ברשימת הקרדיטים של הסרט, חולצת טי-שירט או DVD במהדורה מוגבלת, או הזדמנות לצפות בסרט בהצגת הבכורה שלו.^[37] 17 סרטים שמומנו באמצעות האתר הוצגו בפסטיבל סאנדנס האחרון.^[38] גם בפסטיבל קאן (2011) הוצגו מספר סרטים שמימנם התאפשר באמצעות CF.^[39] דוגמה קלאסית לשימוש ב-CF הוא סיפורו של אוון שינרס, סטודנט צעיר בבית הספר ג'וליאד למוזיקה בניו יורק, אשר הצליח לגייס סכום של קרוב ל-7,000 דולר באמצעות אתר ה-CF RocketHub.com. הסכום שימש להפקת תקליט הבכורה שלו: הקלטות של הופעות חיות בהן הוא מנגן את מיטב יצירותיו של יוהן סבסטיאן באך.^[40] בגרמניה, אתר ה-Sellaband CF פועל באופן הבא: כל אמן (או קבוצת אמנים) מציב יעד גיוס של 50,000 דולר. סכום הגיוס מחולק ל-5,000 יחידות השקעה שערךן 10 דולר כל אחד ובמחיר זה הן נמכרות לציבור. הכספים שגויסו מוחזקים בחשבון נאמנות מיוחד המנוהל על ידי צד שלישי, בכפוף לדין הגרמני. בכל שלב עד ההגעה ליעד הפיננסי יכול המשקיע למשוך את השקעתו. כאשר חשבון הנאמנות מגיע לסך של 50,000 דולר, הכסף מועבר ל-Sellaband. על פי ההסדר בין

Sellaband לאמן, לאתר האינטרנט זכויות בלעדיות על היצירה והזכויות המסחריות הנובעות ממנה למשך 5 שנים. לאתר יש זכות לדרוש מהאמן להתקשר באופן מסחרי לצורך הפצת היצירות ושיווקן. במשך אותו זמן נחלקים הרווחים כך שהאמן זכאי ל-50%, Sellaband ל-40% והמשקיעים ל-10%. [41] עוד יוזמה מעניינת היא אתר ה-CF המדעי Microryza המתמחה בגיוס הון למחקרים מדעיים. [42] יוזמות אחרונות כללו מימון פרויקט חפירת עצמותיו של דינוזאור והבאת העצמות למוזיאון בסיאטל, כמו גם מחקר על התפתחותו של מין של פרפרים. [43]

הפופולריות הרבה של ה-CF הביאה לכך שבמדינות רבות בעולם נעשה כעת שימוש ב-CF. כך לדוגמה, הוקם לאחרונה אתר CF ראשון בצרפת. [44] אתרים דומים קיימים גם במדינות נוספות, לדוגמה אנגליה, אוסטרליה, שוויץ וקנדה. [45] באנגליה, הצליח אתר האינטרנט Crowcube לגייס יותר מ-2.5 מיליון ליש"ט אשר הביאו ליצירה של מאות מקומות עבודה. [46] אריק מיגיובסקי, מעצב ויצרן שעונים קנדי, גייס סכום של כ-4 מיליון דולר באמצעות CF, וזאת לאחר שנדחה על ידי קרנות הון סיכון ומשקיעים אחרים. [47] בהקשר זה נציין, כי לאחרונה מתקיים בקנדה דיון ציבורי על האפשרות לאמץ רפורמה בשוק ההון הדומה לזו שנערכה בארה"ב. [48]

גם בישראל נעשה שימוש ב-CF: בשנת 2011 גייס הזמר דיוויד ברוזה כ-65,000 דולר באמצעות אתר ה-Kickstarter CF. כפי שתיארנו לעיל, "המשקיעים" באלבומו של ברוזה זכו להטבות שונות, החל ממכתב תודה אישי (תמורת תרומה של 5 דולר), דרך שיחת סקייפ אישית עם הזמר (תמורת תרומה של 100 דולר), ציון שם התורם בחוברת שתצורף לדיסק (תמורת 3,000 דולר), וכלה בזוג כרטיסי VIP למופע הזריחה שלו במצדה (תמורת 5,000 דולר). [49] יוזמות מקומיות אחרות כללו את צילומי האחרונים של ספנסר טוניק בים המלח, אשר גייס בדרך זו יותר מ-100,000 דולר, [50] כמו גם הפקת המופע השלישי של אנסמבל ציפורלה. [51]

בפנייה לקונגרס בספטמבר 2011 הכריז הנשיא אובמה כי הממשל בראשותו מנסה להסיר את הסחבת הבירוקרטית שמונעת מחברות סטארט-אפ רבות לגייס הון ולהפוך לציבוריות. [52] ב-State of the Union Address האחרון ציין אובמה כי ברצונו:

"[to] tear down regulations that prevent aspiring entrepreneurs from getting the financing to grow." [53]

חוק ה-Jumpstart Our Business Startups (להלן: "חוק ה-JOBS") אושר לאחרונה בארה"ב, תוך שהוא זוכה לתמיכה חסרת תקדים בגבעת הקפיטול. [54] אשרור החוק על ידי הנשיא אובמה בא לאחר תקופה ארוכה בה ניסה הממשל בראשותו להסיר חסמים בירוקרטיים המעכבים את הצמיחה במשק. כחלק מה-JOBS Act, חתם הנשיא אובמה גם על ה-Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act of 2012 (להלן: "חוק ה-CF" וביחד: "החקיקה החדשה"). [55] כאמור, החקיקה החדשה הושלמה במהלך חודש אפריל 2012 עם חתימתו של הנשיא אשר העניקה תוקף מלא וסופי ליוזמה.

החקיקה החדשה מאפשרת להחריג במקרים מסוימים CF מה-1933 Securities Act (להלן: "החוק מ-1933") - העוסק בהנפקות וברישום למסחר בשוק הראשוני, כמו גם מה-1934 Securities Exchange Act of 1934 (Emerging Growth Companies) אשר הכנסותיהן קטנות מ-1 מיליארד דולר בשנה תזכינה להקלות רבות לתקופה של עד 5 שנים. חוק ה-CF מוציא מגדרו של החוק מ-1933 השקעות בסכומים קטנים יחסית, כך שיזמים

יוכלו לגייס עד 1,000,000 דולר במצטבר בתקופה של 12 חודשים. מאידך, מצדם של המשקיעים, יוגבל סכום ההשקעה כך שניתן יהיה להשקיע עד 2,000 דולר או 5% מהשכר השנתי או ההון האישי, מקום שמדובר במשקיע ששכרו השנתי או הונו האישי נמוך מ-100,000 דולר. כאשר מדובר במשקיע בעל שכר שנתי או הון אישי גבוהים יותר, ניתן יהיה להשקיע עד 10% מהשכר השנתי או ההון האישי או עד 100,000 דולר.

חשוב לציין, כי חוק ה-CF מטיל חובות מסוימים על הברוקרים-המתווכים או על אתרי האינטרנט שמהווים פלטפורמה ל-CF. מקום שמדובר באתר אינטרנט, יהיה עליו להירשם אצל ה-SEC. על האתר גם להעמיד לרשותו של המשקיע הפוטנציאלי את כל המידע הרלוונטי, כפי שהדבר ייקבע על ידי ה-SEC, ובמקביל לקיים מנגנונים המבטיחים שכל משקיע יקרא חומרים מסוג investor-education ודואגים באופן אקטיבי לכך שכל משקיע מבין את הסיכונים הטמונים בהשקעה. כל משקיע ייאלץ לענות על שאלון שמטרתו לוודא הבנה של המהות ושל רמת הסיכון המתלוות לרוב להשקעות מסוג זה, משמעות האפשרות של חדלות פירעון של החברה המושקעת ועוד עניינים נוספים, כפי שיוחלט על ידי ה-SEC. על האתרים מוטלת החובה לנקוט באמצעים שמטרתם הקטנת הסיכוי להונאה, כפי שייקבע על ידי ה-SEC, לרבות ביצוע בדיקות רקע על החברה המושקעת, חברי הדירקטוריון והמנהלים שלה, ובנוסף, גם על בעלי מניות שחלקם בחברה גדול מ-20%. בתוך כך, יידרשו האתרים גם לוודא שההשקעות אינן מהוות הפרה של הכללים הקודמים שתיארנו החלים הן על המשקיעים והן על החברות המושקעות. נזכיר עוד, כי חוק ה-CF אוסר על מעורבות אישית של אנשי האתר בהשקעות מחשש לניגוד עניינים וכי הוא מכיל גם מספר סעיפים הקשורים להגנה על פרטיות וסודיות המידע המועבר.

מנקודת מבטם של מנפיקי ניירות הערך (ה-issuers), הרי שהם מחויבים למסור למתווך מידע בסיסי על הישות המושקעת ובמקביל לאפשר למשקיעים הפוטנציאליים לצפות במידע הכולל, בין היתר: שם, סטטוס משפטי, כתובת פיזית וכתובת אתר האינטרנט של החברה, תיאור עסקי החברה ותוכנית עסקית, מטרת הגיוס הנוכחי והשימוש שעתידי להיעשות בהון, סכום היעד ותאריך היעד לגיוס, מחירו של נייר הערך והאופן שבו נקבע המחיר ועוד כיו"ב. בחלק מהמקרים, המנפיק (ה-issuer) ייאלץ לספק גם דו"חות פיננסיים ודיווחי מס עדכניים, ובמקביל גם נתונים ביחס לדירקטורים ולנושאי המשרה, בעלי מניות המחזיקים למעלה מ-20% בחברה, מבנה החזקות בתאגיד וההון שלו (מספר ניירות הערך מכל סוג וההבדלים העיקריים בין הסוגים, ערך נקוב, כמה ניירות ערך מוקצים ומונפקים), הזכויות הקיימות לבעלי המניות העיקריים מכוח החזקתם וכיצד מימוש זכויות אלו עלול להשפיע לרעה על שאר בעלי המניות, אפשרויות העומדות לרשות החברה לדלל את בעלי המניות, להנפיק ניירות ערך נוספים, מכירת נכסים ומניות, עסקאות עם בעלי עניין וכל מידע אחר כפי שתחליט ה-SEC. באופן טבעי, ככל שמדובר בהצעה גדולה יותר, ייאלץ המנפיק (ה-issuer) לספק מידע רב יותר.

במסגרת ההקלות החדשות בחוק ה-JOBS, שונו ההגדרות ל-mini-offerings (הצעות "קטנות" לציבור אשר אינן מצריכות עמידה בדרישות רגולטוריות מחמירות) כך שכעת ניתן לגייס עד 50 מיליון דולר בתקופה של 12 חודשים מבלי שהדבר ייחשב להצעה לציבור. בעבר ניתן היה לגייס כך 5 מיליון דולר לכל היותר. עובר לתיקון החוק, חברה שהיקף נכסיה היה למעלה מ-1,000,000 דולר ומספר בעלי המניות שלה היה (ברוב המקרים) למעלה מ-750, נדרשה להירשם אצל ה-SEC. בעקבות תיקון החוק שונו הדרישות וכעת נדרש שווי נכסים של למעלה מ-10,000,000 דולר ומספר בעלי מניות של למעלה מ-2,000 או למעלה מ-500 שאינם מוגדרים כ-Accredited Investors (בספירת בעלי המניות לא נלקחים בחשבון עובדי החברה שקיבלו את המניות במסגרת תוכנית הטבות לעובדים).

את הפופולריות הרבה של רעיון ה-CF ניתן להסביר גם מנקודת מבט פסיכו-סוציולוגית ומתוך הבנה של התרבות האמריקאית. ה-CF מאפשר לכל אדם, ללא קשר למעמדו ולהשכלתו, להשקיע ביוזמה עסקית של אחר, וזאת מבלי להזדקק לתיווכם של בנקים או מוסדות פיננסיים אחרים. מה יותר

"החלום האמריקאי" מזה? באמצעות CF, יכול כל אדם להקים עסק, לגייס כספים ולהצליח. מאידך, כל אחד רואה עצמו כמי שעשוי להיחפץ בעקבות ההשקעה (ולאחר אקזיט) למיני-אנג'ל, וזאת שוב, באופן עצמאי, ללא תיווך ומתוך שליטה מלאה על גורלו. בשולי הדברים נציין, כי רבים בארה"ב מאשימים את הבנקים במשבר הכלכלי שאירע ב-2008 ואשר את תוצאותיו אנו חשים עד היום. מתוך שכך, האמון לו זכו הבנקים בעבר נסדק ורבים מעדיפים לנהל את כספיהם באופן עצמאי. זאת ועוד, מחקר שנערך לאחרונה מגלה כי בניגוד להשקעות "רגילות", ב-CF יש חשיבות מועטה בלבד למרחק. בעוד שבהשקעות בשלבים מוקדמים, המשקיעים (בין אם קרנות הון סיכון ובין אם אנג'לים) נוטים לגור בקרבת מקום לחברת הסטארט-אפ, ב-CF המרחק הממוצע בין משקיעים ליזמים הוא 3,000 מייל. [56] ניתן לראות כיצד היעלמות המשתנה הגיאוגרפי מרחיבה בהרבה את אפשרויות המימון העומדות בפני היזם. דברים אלה מקבלים משנה תוקף מקום שמדובר בשוק קטן כמו ישראל. עסקים ישראליים המרוחקים אלפי מיילים מארה"ב נתקלו עד כה בקשיים רבים כשניסו לגייס הון ממשקיעים מעבר לים. כעת, משום שהמרחק הגיאוגרפי אינו מהווה פקטור עוד, ה-CF מגיש להם אפיקי השקעה רבים ומגוונים בכל רחבי העולם.

ד. סיכום והמלצות

במאמר זה עמדנו על הקשיים העומדים כיום בפני השחקנים הפועלים בשוק ההון בישראל. אנו כוללים בכך חברות ציבוריות, בתי השקעות ומוסדות פיננסיים אחרים. חשוב לציין, כי גם הרגולטורים השונים נאלצים להתמודד מדי יום ביומו עם קשיים רבים. על פי רוב, הם נמצאים בצבת מתמדת של כוחות מתנגדים ונאלצים לאזן בין הרצון להגן על ציבור המשקיעים מחד ובין הרצון לאפשר חיי מסחר תקינים וכלכלת שוק חופשי מאידך. כל זאת, תוך תמרון בין לחצים פוליטיים מקבוצות-אינטרס שונות ותוך התחשבות ביעדים הרצויים של אותה רגולציה וההגיונות המנחים שלה.

בחלק ב' הצבענו על האופי הבעייתי של הרגולציה של שוק ההון, בארץ ובכלל, ודנו בקשיים העומדים בפני גופי הרגולציה מחד, והחברות הציבוריות והמוסדות הפיננסיים מאידך. בתוך כך, הבאנו דוגמאות למספר מודלים אפשריים הנהוגים בעולם והראינו כיצד ניתן ליישם תוך שמירה על הרציונלים המונחים בבסיסה של הרגולציה והשגת היעדים הרצויים. עוד הראינו, כי הטענה כי הרגולציה בארץ מהווה מעמסה כבדה על שחקנים רבים במשק, כמו גם הטענה האפשרית הנשמעת לעתים, כי עלותה גבוהה מהתועלת שהיא מביאה, אינן, על פניו, חסרות יסוד. יפה לעניין זה אמירה המיוחסת לראש-ממשלת בריטניה לשעבר, סר ווינסטון צ'רצ'יל, כי "If you have ten thousand regulations you destroy all respect for the law" [57].

לאחר מכן, בחלק ג', הצגנו בהרחבה את החקיקה החדשה שאומצה לאחרונה בארה"ב. במיוחד עסקנו ב-CF, רעיון אשר טומן בחובו פוטנציאל רב אם ייושם נכונה. לדעתנו, ניתן ורצוי לשקול הקלות משמעותיות ברגולציה של שוק ההון בישראל, בין היתר, באמצעות אימוץ חלק מהרפורמות שנכנסו לאחרונה לספר החוקים האמריקאי, לרבות ה-CF. "תוצרת הארץ" יהיה כמובן שונה מהמודל האמריקאי ויש לשקול כיצד לבצע את ההתאמות הנדרשות על מנת לאפשר פיתוח של מנגנון כזה. עם זאת, אנו סבורים כי אין מניעה שבישראל - אשר זכתה לכינוי "מדינת הסטארט-אפ" והיזמות היא אחד ממנועי הצמיחה העיקריים שלה - יתאפשרו מימון ורכישת מניות באמצעות CF. כמובן, יש לנקוט זהירות רבה בעת יישום תהליך כזה, תוך החלת מגבלות סטטוטוריות ורגולטוריות. סמוך למועד חתימתו של המאמר התפרסם כי הצעת חוק פרטית, אשר תאפשר לחברות לגייס כספים באמצעות CF מבלי להגיש תסקיף ומבלי להנפיק מניות בבורסה בתל-אביב, אמורה להיות מוגשת לדיון בכנסת בקרוב. [58] בהצעת-החוק נכתב כי "על מנת לתמרץ יזמות צעירה וחדשנית, ולהרחיב את נגישות מקורות האשראי לעסקים בתחילת דרכם ולעסקים קטנים ובינוניים, ונוכח השינויים

הגלובאליים באופיו של גיוס ההון בעולם, מתחייב שינוי מתאים גם בשוק ההון הישראלי^[59] וכי "שינוי זה הכרחי על מנת שסביבת הכלכלה הישראלית תהווה, גם היא, קרקע פורייה לצמיחת מיזמים חדשים ולפיתוח עסקים קטנים ובינוניים ותאפשר נגישות טובה יותר למקורות מימון עבור גופים רבים אשר עד כה "הודרו" משוק האשראי, באופן אשר יתרום לפיתוח הכלכלה והחברה הישראלית, בין היתר, על ידי מניעת "בריחה" של יזמים לשווקים בינלאומיים".^[60] במודל ה-CF המתואר בהצעת החוק סכום ההשקעות אותו תוכל לגייס כל חברה באמצעות CF יוגבל ל-2 מיליון ש"ח בשנה. סך ההשקעה האישית לא יעלה על 5,000 ש"ח במשך תקופה של 12 חודשים. מגבלות נוספות תוטלנה על אתרי ה-CF, אשר בדומה למקבילותיהם מעבר לים, יאלצו לעמוד במגוון דרישות רגולטוריות על מנת להקטין את הסיכון לציבור. לדוגמה, יהיה עליהם לדאוג לאבטחת המידע באתר, קבלת מידע רלוונטי מהחברה המושקעת ופרסומו באתר, רישום האתר אצל הרגולטור ועוד כיו"ב. מבדיקה שערכה פירמת רואי-החשבון ארנסט אנד יאנג עולה כי אימוץ החקיקה עשוי להזרים לשוק הסטארט-אפ הישראלי עד 30 מיליון דולר מדי שנה.^[61]

כמו-כן, אנו ממליצים לשקול מתן הקלות בעת כניסה למסחר בורסאי לחברות קטנות ובצמיחה (Emerging Growth Companies), ולאחריה - מתן תקופת חסד רגולטורית שאורכה עשוי להשתנות לפי הנסיבות הספציפיות. לדעתנו, יש לשקול גם שינוי של הרגולציה החלה על mini-offerings בבורסה בתל-אביב, כך שהצעות בשווי קטן יחסית לא תצטרכנה לעמוד בתנאים המחמירים החלים כיום. גם לגבי כל אלו יש צורך לבצע התאמות לשוק הישראלי, אך אנו סבורים שניתן ורצוי לעשות כך, לאור האפשרויות הכלכליות והעסקיות המשמעותיות הטמונות, לדעתנו, ברפורמות המתוארות לעיל.

[1] הכותבים עובדים במשרד עו"ד גורניצקי ושות'. ד"ר צבי גבאי (J.S.D, Columbia) הוא שותף במשרד ושימש כממונה על האכיפה ברשות ניירות ערך. יואב מר מחזיק בתואר שני (LL.M) מ-NYU ובעל רישיון עריכת דין במדינת ניו יורק.

[2] לדין בנושא ראו, לדוגמה, דוד שפירא ואמיר עסלי "סוף הרומן של חברות זרות עם הבורסה בת"א" *The Marker* 23.4.2012 1.1691890 <http://www.themarker.com/opinion/1.1691890>; אלה לוי-ויינריב "חוסר הפרגון בארץ בלתי נסבל, אנשי עסקים בכירים בדרך החוצה" *גלובס* 25.4.2012 25.4.2012 1000743786 <http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000743786>; משה גורלי "רגולציה טעימה רק במינון נמוך", *כלכליסט* 1.2.2012 0,7340, L-1.2.2012 <http://www.calcalist.co.il/local/articles/0,7340,L-1.2.2012> 3560683,00.html. לדוגמה מהחקיקה, ראו הודעה לעיתונות מטעם ועדת הכספים, שכותרתה "הצעת חוק חדשה מגבירה את הרגולציה בשוק ההון" (23.1.2012).

<http://portal.knesset.gov.il/Com2ksafim/he-IL/Messages/23+1+2012a.htm>

[3] ראו לדוגמה:

Markus Brunnermeier et al., *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, available at <http://www.princeton.edu/~hsshin/www/Geneva.pdf> (last visited May 4, 2012).

[4] ראו לדוגמה:

Yesha Yadav, "Looking for the Silver Lining: Regulatory Reform After the "Credit Crunch"" 15 *STAN. J.L. BUS. & FIN.* 314, 319 (2010).

[5] שם, בעמ' 321-322.

- [6]. בעקבות מסקנות ועדה שבראשה עמד מנכ"ל משרד האוצר דאז, ד"ר יוסי בכר, חוקקה הכנסת את החוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל (תיקוני חקיקה), התשס"ה-2005. בין מטרותיה העיקריות של הרפורמה אשר קודמה באמצעות חוק זה היו הפחתת הריכוזיות של המערכת הבנקאית בשוק ההון ועידוד התחרות בכל הקשור באפיקי השקעה פנסיוניים, בתחום קופות הגמל וקרנות הנאמנות.
- [7]. ראו, לדוגמה, מאמרו של פרופ' קווין דאוד, מבית הספר למנהל עסקים באוניברסיטת נוטינגהאם, הדוגל בביטולה המוחלט של הרגולציה והפיקוח על המערכת הבנקאית:
- .Kevin Dowd, "The Case for Financial Laissez-Faire", 106 **ECON. J.** 679 (1996)
- [8]. ראו לעיל ה"ש 4, בעמ' 318 והמקורות המאוזכרים שם.
- [9]. שם, שם; וראו גם נאומו של חוזה מריה רולדן, הממונה על הרגולציה הבנקאית בספרד, מיום 4 בנובמבר, 2010:
- Finding the right balance in regulation, available at**
<http://www.bde.es/webbde/es/secciones/prensa/intervenpub/diregen/regula/regula041110e.pdf> (last visited May 4, 2012).
- [10]. The Investment Company Act, 15 U.S.C. § 80a-1 (1940).
- Chamber of Commerce of the United States of America v. Securities and Exchange Commission** [11]
- .412 F.3d 133, 137 (2005)
- [12]. שם.
- [13]. שם.
- [14]. דרישות אלה, הנוגעות לעקרונות בסיסיים של המשפט המינהלי, שאובות מה- Administrative Procedure Act, 5 U.S.C. § 551 (1946).
- [15]. ראו עניין ה-Chamber of Commerce, ה"ש 11 לעיל, בעמ' 143:
- "...statutory obligation to determine as best as it can the economic implications of the rule it has proposed..."
- [16]. שם, בעמ' 144.
- [17]. שם, בעמ' 137.
- [18]. שם, בעמ' 142; **Chamber of Commerce of the United States of America v. Securities and Exchange Commission**, 443 F.3d 890, 894 (2006).
- [19]. שם.
- [20]. שם, בעמ' 901.
- [21]. <http://www.isa.gov.il/>
- [22]. <http://ozar.mof.gov.il/hon/2001/general/mainpage.asp>
- [23]. Handbook- נמצא כולו באתר האינטרנט של ה-Financial Services Authority (להלן "FSA"), **available at** <http://fsahandbook.info/FSA/index.jsp> (last visited May 4, 2012); להרחבה ראו גם לעיל ה"ש 4, בעמ' 327-332.
- [24]. The Financial Services Authority, "Principles-Based Regulation: Focusing on the Outcomes that Matter" (April 2007), **available at** <http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/principles.pdf> (last visited May 4, 2012).
- [25]. שם, בעמ' 9.

Walter Lukken, **Walk Softly and Carry a Big Stick**, Speech at ISDA Energy, להרחבה ראו: [.126\]](#)

Commodities and Developing Products Conference (Nov. 29, 2007) **available at** <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@newsroom/documents/speechandtestimony/opalukken-31.pdf> (last visited May 4, 2012).

ראו לדוגמה: [.127\]](#)

Press Release, U.S. Treasury, President's Working Group Releases Common Approach to Private Pools of Capital: Guidance on Hedge Fund Issues Focuses on Systemic Risk, Investor Protection (Feb. 22, 2007), **available at** <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/hp272.aspx> (last visited May 4, 2012).

לעיל הי"ש 4, בעמ' 326. [.128\]](#)

.Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. No. 107-204 (codified at 15 U.S.C. § 7201 (2006)) [.129\]](#)

ראו לדוגמה: [.130\]](#)

Steven A. Ramirez, "The End of Corporate Governance Law: Optimizing Regulatory Structures for a Race to the Top", 24 **YALE J. ON REG.** 313, 321

Roberta Romano, **The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance**, 114 **YALE L.J.** 1521, 1544 (2005), כפי שאווכר במאמרו של Ramirez, לעיל הי"ש 30, בעמ' 323. [.131\]](#)

מתוך עדות של Meredith B. Cross, Director, Division of Corporate Finance, SEC ב-SEC בפני תת-ועדה של הקונגרס, **available at** <http://www.sec.gov/news/testimony/2011/ts091511mbc.htm> 15.9.2001. [.132\]](#)

(last visited May 4, 2012).

Tim Kappel, "Ex Ante Crowdfunding and the Recording Industry: A Model for the U.S.?", 29 **LOY. L.A. ENT. L. REV.** 375 (2009). [.133\]](#)

ש.ם. [.134\]](#)

<http://dailycrowdsource.com/20-resources/projects/179-radiohead-concert-crowdsourced> (last visited May 4, 2012). [.135\]](#)

<http://www.kickstarter.com/projects/66710809/double-fine-adventure> (last visited May 4, 2012). [.136\]](#)

<http://mediadecoder.blogs.nytimes.com/2012/01/30/at-sundance-kickstarter-resembled-a-movie-studio-but-without-the-egos> (last visited May 4, 2012). [.137\]](#)

ש.ם. [.138\]](#)

(last visited <http://www.reuters.com/article/2011/05/21/film-cannes-crowdfunding-idUSLDE74K0E120110521> May 4, 2012). [.139\]](#)

<http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2011/03/12/AR2011031204658.html> [.140\]](#)

(last visited May 4, 2012).

ראו: Kappel, הי"ש 33 לעיל, בעמ' 379-80. [.141\]](#)

[/http://www.gizmag.com/microrzyza-crowd-funding-scientific-research/22147](http://www.gizmag.com/microrzyza-crowd-funding-scientific-research/22147) [.142\]](#)

(last visited May 4, 2012).

ש.ם. [.143\]](#)

- <http://www.crowdsourcing.org/editorial/high-capital-crowdfund-investing-hits-france-a-brief-talk-with-anaxago/13566> (last visited May 4, 2012). [.144\]](#)
- <http://www.guardian.co.uk/culture-professionals-network/culture-professionals-blog/2012/feb/03/crowdfunding-belle-sebastian-arts-creativity> (last visited May 4, 2012); [.145\]](#)
- http://www.strategy-of-innovation.com/pages/List_of_Crowd_Funding_Web_Sites_and_Web_Sites_To_Find_Investors_4605700.html (last visited May 4, 2012).
- <http://www.bbc.co.uk/news/technology-17535660>. (last visited May 4, 2012). [.146\]](#)
- ; (last visited May 4, 2012) /<http://www.ctv.ca/CTVNews/SciTech/20120418/pebble-tech-watch-120418>/<http://www.business-standard.com/india/news/rejected-by-vcs-start-up-raises-38-mn-via-crowdfunding/471869> (last visited May 4, 2012). [.147\]](#)
- <http://www.nowtoronto.com/news/webjam.cfm?content=186150>. (last visited May 4, 2012). [.148\]](#)
- (last <http://www.kickstarter.com/projects/davidbroza/come-be-a-part-of-david-brozas-new-album?ref=card> visited May 4, 2012) [.149\]](#)
- (last <http://www.kickstarter.com/projects/nakedsea/naked-sea-spencer-tunick-dead-sea-installation?ref=card> visited May 4, 2012). [.150\]](#)
- <http://www.headstart.co.il/project.aspx?id=399> (last visited May 4, 2012). [.151\]](#)
- <http://abcnews.go.com/Politics/text-address-president-obama-joint-session-congress-american/story?id=14477156&page=5#.T4K8xdlTYng> (last visited May 4, 2012). [.152\]](#)
- http://articles.businessinsider.com/2012-01-24/politics/30658339_1_speech-hard-work-union-address/4 (last visited May 4, 2012). [.153\]](#)
- Amy Cortese, **Pennies from Many**, N.Y. TIMES, ; Jumpstart Our Business Act of 2012, H.R. 3606 (2012) Sept. 25, 2011, **available at** <http://www.nytimes.com/2011/09/26/opinion/a-proposal-to-allow-small-private-companies-to-get-investors-online.html> (last visited May 4, 2012) [.154\]](#)
- Many Scrappy Returns**, THE ECONOMIST, Nov. 19, 2011, **available at** <http://www.economist.com/node/21538770> (last visited May 4, 2012).
- The Crowdfund Act of 2012, H.R. 3606-10 (2012) נציין כי קצרה היריעה במאמר זה מלעסוק בכל היבטיו של חוק CF-ה. משכך, נבקש לדון רק בהיבטים הקשורים להקלות על הרגולציה בשוק ההון כפי שהעניין מחייב בגדרו של מאמר זה. [.155\]](#)
- Ajay K. Agrawal et al., **The Geography of Crowdfunding**, **available at** <http://www.nber.org/papers/w16820> (last visited May 4, 2012) [.156\]](#)
- visited May http://thinkexist.com/quotation/if_you_have_ten_thousand_regulations_you_destroy/150122.html (last 4, 2012). [.157\]](#)
- ענבל אורפז "הצעת חוק חדשה: גיוס כסף לסטארט-אפים מהקהל הרחב" (3.5.2012) **The Marker** <http://it.themarker.com/tmit/article/19426> [.158\]](#)
- ש.ם. [.159\]](#)
- ש.ם. [.160\]](#)
- ש.ם. [.161\]](#)