

האוניברסיטה העברית ירושלים

הפקולטה למדעי החברה

בית הספר למדיניות ציבורית ע"ש פדרמן

נייר מדיניות בנושא:

'מימון-המונים' מבוסס השקעה כאמצעי

להרחבת היצע מקורות המימון במשק

מוגש לידי: יו"ר הרשות לניירות ערך, פרופ' שמואל האוזר

מגיש: יוחאי ברנשטיין

מטלה בקורס סדנה לניתוח מדיניות

ירושלים, יולי 2013, אב התשע"ג

2.....	1. תקציר מנהלים	1.
2.....	2. הלקוח – פרופ' שמואל האוזר, יו"ר רשות ניירות ערך	2.
3.....	3. רקע ותופעות בלתי רצויות	3.
4.....	3.1 עסקים קטנים ובינוניים בישראל	4.
5.....	3.2 קשיים וחסמים העומדים בפני עסקים קטנים ובינוניים	5.
5.....	3.2.1 קשיי המימון של עסקים קטנים ובינוניים	5.
7.....	3.2.2 כלי סיוע לעסקים קטנים ובינוניים	7.
7.....	3.2.3 השקעה כחלופת מימון לעסקים קטנים ובינוניים	7.
8.....	4. הבעיה	4.
9.....	5. מימון-המונים	5.
10.....	6. חלופות	6.
10.....	6.1 חלופה א: גיוס של משקיע מתוחכם לצד ההמון	10.
11.....	6.2 חלופה ב: "תשקיף מוקטן" - הליך מקוצר ברשות ניירות ערך	11.
11.....	6.3 חלופה ג: חוכמת ההמון	11.
12.....	6.4 סיכום החלופות	12.
12.....	7. הערכת החלופות	7.
13.....	7.1 תועלת	13.
14.....	7.2 סיכון	14.
15.....	7.3 עלות תקציבית	15.
15.....	7.4 ישימות פוליטית	15.
16.....	7.5 ישימות ארגונית	16.
17.....	7.6 השפעות עקיפות	17.
18.....	7.8 שקלול החלופות	18.
18.....	8. המלצת המדיניות	8.
19.....	9. נספחים	9.
19.....	נספח 1: הגדרת עסקים קטנים ובינוניים בישראל	19.
19.....	נספח 2: תעשיית מימון המונים בישראל	19.
20.....	נספח 3: הגדרת משקיע מתוחכם והמלצה להגדרה חדשה לעניין מימון-המונים	20.
22.....	נספח 4: חכמת ההמון, מיקור-המונים ומימון-המונים: התכנסות של רבים סביב מטרה יחידה	22.
23.....	10. ביבליוגרפיה	10.

1. תקציר מנהלים

נייר זה מבקש להתמודד עם קשיי המימון של עסקים קטנים ובינוניים בישראל על-ידי יצירת מנגנון שיאפשר מימון מבוסס השקעה (equity) בסכומים קטנים ובינוניים, בשיטת מימון-המונים (Crowdfunding). קשיי המימון העומדים בפני עסקים קטנים ובינוניים מהווים חסם משמעותי להתפתחות של מגזר זה, ופוגעים בפוטנציאל הצמיחה של המשק כולו. תופעה זו אינה חדשה, והיא זכתה למגוון של פתרונות המבוססים על הרחבת זמינות האשראי (debt). עם זאת, ההתפתחויות הטכנולוגיות של השנים האחרונות פתחו חלון הזדמנויות להגדלה משמעותית של היצע המימון במשק באמצעות פתיחת אפיקים חדשים המבוססים על השקעה ישירה של הציבור בעסקים.

המלצת המדיניות היא לבצע תיקונים בחוק ניירות ערך כך שיאפשר לעסקים קטנים ובינוניים לגייס הון ישירות מהציבור הרחב, באמצעות פלטפורמות מקוונות, בהליך פשוט שאינו מצריך פרסום תשקיף. במקום ההגנות אותן מקנה החוק כיום יסופקו למשקיעים הגנות חלופיות: הגבלת סכומי הגיוס וההשקעה (כתמריץ שלילי להונאה) ובדיקת נאותות של ההצעות (המבוססת על בודקים מרובים לכל הצעה) – שיפורטו בהרחבה בנייר זה, והגנות נוספות בתחום הטכנולוגי.

2. הלקוח – פרופ' שמואל האוזר, יו"ר רשות ניירות ערך

נייר זה מוגש לידי פרופ' שמואל האוזר, יו"ר רשות ניירות ערך. הרשות לניירות ערך היא גוף סטטוטורי הפועל מכוח חוק ניירות ערך התשכ"ח-1968, ותפקידה המרכזי הוא "שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך, כנקבע בחוק זה" (סעיף 2 לחוק). שר האוצר ממנה את ראש הרשות וחברי המליאה, אולם הרשות מתנהלת באופן עצמאי ואינה כפופה בהכרח למדיניות משרד האוצר. בין התחומים בהם מטפלת הרשות: מתן אישור לפרסום תשקיפים להצעות לציבור, מעקב אחר דיווח שוטף של תאגידים להם ניירות ערך המוחזקים בידי הציבור, פיקוח על ניהול תקין והגון של הבורסה לניירות ערך ורישוי יועצי השקעות. בנוסף פועלת הרשות לעדכון דברי חקיקה בתחומי פעילותה. ביטוי ליוזמה של הרשות בתחום מימון המונים, ניתן למצוא בדוח הוועדה לקידום השקעות ציבוריות בתחום המחקר והפיתוח, בה הוצע שימוש באפיק זה לחברות בשלבי חייהן המוקדמים.

הסמכות לפעול בתחומים אלו, ובפרט הסמכות לפעול לעדכון הרגולציה, הופכים את רשות ניירות ערך, והעומד בראשה, לגורם הרלוונטי ביותר לביצוע המלצת המדיניות של נייר זה.

3. רקע ותופעות בלתי רצויות

היצע נאות של מקורות מימון במשק הוא אחד מאבני היסוד לצמיחה כלכלית. מחקרים שונים הראו לאורך השנים כי קיים קשר חיובי בין מערכות פיננסיות מפותחות לבין קצב הגידול בתוצר (King & Levine, 1993; Yuan & Gupt, 2009). כסף זמין להשקעה, אם כן, הוא הדלק של מנועי הצמיחה במשק.

זוהי נקודת המוצא לתופעות הבלתי רצויות עמן מבקש להתמודד נייר זה. התופעה העומדת בבסיס הדיון היא חוסר המימון של פוטנציאל מקורות המימון במשק, תופעה שברקע לה הטענה כי החיבור בין הביקוש להיצע מקורות המימון בישראל אינו אופטימלי. התופעה השנייה, שתידון בהרחבה, היא הקושי של עסקים קטנים ובינוניים לגייס מימון לצורך השקעה.¹ ניתן אמנם לבחון כל אחת מהתופעות הללו בנפרד ולהציע לכל אחת הסברים שונים ודרכי פתרון חלופיים, אולם הדיון שלהלן ינקוט בגישה הפוכה ויכרוך את שתי התופעות יחד – קשיי המימון של עסקים קטנים ובינוניים כביטוי לחוסר המימון של היצע המימון במשק – ויראה כיצד שתיהן יחדיו מביאות לאותה פגיעה ברווחה החברתית בכך שהן פועלות כ"מקל בגלגלים" של הצמיחה במשק.

תופעות אלו מעוררות את הצורך לפעול, ועל היכולת לפעול כעת יעידו כמה גורמים שהתכנסו ופתחו חלון הזדמנויות ייחודי. חידושים טכנולוגיים מאפשרים גיוס הון באופן מקוון, יעיל, בטוח ופשוט; משבר האשראי שהעולם מתקשה להתאושש ממנו מאז 2008 מוכיח את הדחיפות שבצורך בשכלול וביזור השווקים הפיננסיים; השיח הציבורי נותן רוח גבית למהלכים שיחזקו את העסקים הקטנים והבינוניים; והמגמה של מדינות רבות לבצע תיקוני חקיקה שיאפשרו מימון-מונים מבוסס השקעה מלמדת הן על היתרונות שהן רואות בכך, והן על הדחיפות בה ישראל צריכה לפעול על מנת שלא לפגר מאחור, שכן פערים משמעותיים בין ישראל לעולם ביכולת לגייס

¹ יש לשים לב כי המושג "השקעה" יוזכר בשתי משמעויות מעט שונות. הראשונה, כמו במקרה זה, היא המשמעות המאקרו כלכלית של "השקעה במשק". במקרים אלו העסק שקיבל את המימון הוא זה שמבצע את ההשקעה (ציוד, מכונות, מבנים). המשמעות השנייה היא השקעה של פרטים לצורך קבלת תשואה או מסיבות אחרות (למעשה, זהו "חסכון" בשפה המאקרו כלכלית). המונח "משקיעים" הוא המונח המקובל בספרות הפיננסית ובשפת היומיום על מנת לתאר את הפרטים המעבירים את כספם לעסקים (המבצעים בפועל את "ההשקעה במשק"), ועל כן ייעשה בו שימוש גם בנייר זה.

מימון עשויים לדחוף יזמים רבים מישראל החוצה (בעיקר בתחום הטכנולוגיה העילית).² מעל כל אלו עומדת העובדה ששוק מימון-ההמונים בעולם צומח בקצב מהיר ביותר, ומכפיל את שווי מדי שנה מזה ארבע שנים ברציפות. כל אלו יוצרים שעת כושר לטיפול בתופעות שצוינו לעיל. כרקע לניתוח התופעות והחלופות תינתן תחילה סקירה קצרה על עסקים קטנים ובינוניים בישראל.

3.1 עסקים קטנים ובינוניים בישראל

עסקים קטנים ובינוניים בישראל הם עסקים המעסיקים עד 100 עובדים, ושהמחזור השנתי שלהם אינו עולה על 100 מיליון שקלים. מנתוני הלמ"ס לשנת 2012 עולה כי מתוך כ-490 אלף עסקים בישראל 99% הם עסקים קטנים ובינוניים.³ העסקים הקטנים והבינוניים פועלים כמנוע משמעותי לצמיחה כלכלית. בין היתרונות המיוחסים להם: יזמות, גמישות, תעסוקת מיעוטים ותעסוקה בפריפריה (כהנוב 2012); הכנסת מוצרים ותהליכי ייצור חדשניים לשוק (OECD, 2010); ואספקת מוצרים ושירותים שהעסקים הגדולים, מסיבות שונות, אינם מספקים (Lukacs, 2005).

במדינות ה-OECD עסקים קטנים ובינוניים מהווים, בממוצע, כ-99% ממספר העסקים, ותרומתם לערך המוסף במדינות השונות נאמדת בכ-50%-70% (OECD, 2010). באירופה מעל 98% מהעסקים הם קטנים ובינוניים, והם מעסיקים כ-67% מהעובדים במדינות אירופה ותורמים 58% מהערך המוסף (European Commission, 2012). בישראל בשנת 2010 העסיקו העסקים הקטנים והבינוניים כ-55% מהעובדים בסקטור הפרטי, חלקם בתוצר עמד על כ-45%, וחלקם בייצוא עמד על פחות מ-15% (הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים, 2011). מנתונים אלו עולה כי חרף חשיבותם של העסקים הקטנים והבינוניים, ועל אף שהם מהווים את רוב העסקים בישראל, תרומתם לכלכלה הישראלית במונחי תוצר נמוכה מהממוצע במדינות המפותחות. נתונים אלו עשויים ללמד על כך שמגזר זה אינו מממש את הפוטנציאל הטמון בו, והסרת חסמים שונים המקשים על פעילותו תוכל לתרום רבות למשק.

² באפריל 2012 נחתם בארה"ב חוק 'JOBS' שיצר את המסגרת החוקית לביצוע מימון-המונים מבוסס השקעה בארה"ב, וסימן את תחילת המגמה (בימים אלו הרשות לניירות ערך בארה"ב מתקינה את התקנות ליישומן). בעקבות חוק זה החלו מדינות שונות בעולם לקדם הצעות דומות, ביניהן כמה מדינות באירופה, כאשר בנוסף למהלכים ברמת המדינה מובילה הנציבות האירופית מהלך לבחינת האפשרות לפרסום דירקטיבה כלל אירופאית בנושא. חשוב לציין גם את הצעת החוק של ח"כ הפרופ' אבישי ברוורמן שנוסחה ברוח החוק האמריקאי, והונחה על שולחן הכנסת ביוני 2011 [הצעת חוק ניירות ערך (תיקון) – מימון חברתי לעסקים], התשע"ב-2012]. במרץ 2013 הוחל עליה דין רציפות והיא עתידה לעלות לדיון בקרוב.

³ בנספח 1 הרחבה על ההגדרות השונות לעסקים קטנים ובינוניים ואומדן מספרם בישראל.

3.2 קשיים והסמים העומדים בפני עסקים קטנים ובינוניים

את הקשיים עמם מתמודדים עסקים קטנים ובינוניים ניתן לקבץ תחת שלוש קבוצות (כהנוב, 2012): פערי ידע הנובעים מחוסר הניסיון ומהעדר מומחיות; בירוקרטיה – קושי בהתמודדות עם הרגולציה; ומימון – קשיים בגיוס אשראי או השקעות.⁴

החסם המימוני, בו יעסוק נייר זה, הוא המשמעותי ביותר. את אוכלוסיית העסקים הקטנים והבינוניים ניתן לחלק לשלושה סוגים: עסקים טובים, להם נגישות למימון; עסקים בעייתיים, ללא נגישות למימון אך עם פוטנציאל לבזבז משאבים בהינתן נגישות; ועסקים עם פוטנציאל עסקי המתקשים לקבל מימון, על אף שזה נחוץ להם על מנת שיוכלו לשרוד ולהתפתח (הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים, 2011). בעוד בשני הסוגים הראשונים ניתן להניח כי השוק מתפקד כראוי, ומפנה משאבים בהתאם לסיכונים, הסוג השלישי מבטא כשל שוק עמו יש להתמודד כך שתגדל הנגישות למימון לאותם עסקים שיוכלו לנצל ביעילות על מנת לשרוד ולהתפתח.

להלן כמה אינדיקטורים הממחישים את הקושי המימוני מולו עומדים עסקים קטנים ובינוניים בישראל, ולאחריהם סקירה של הכלים בהם נעשה שימוש על מנת להתמודד עם התופעה.

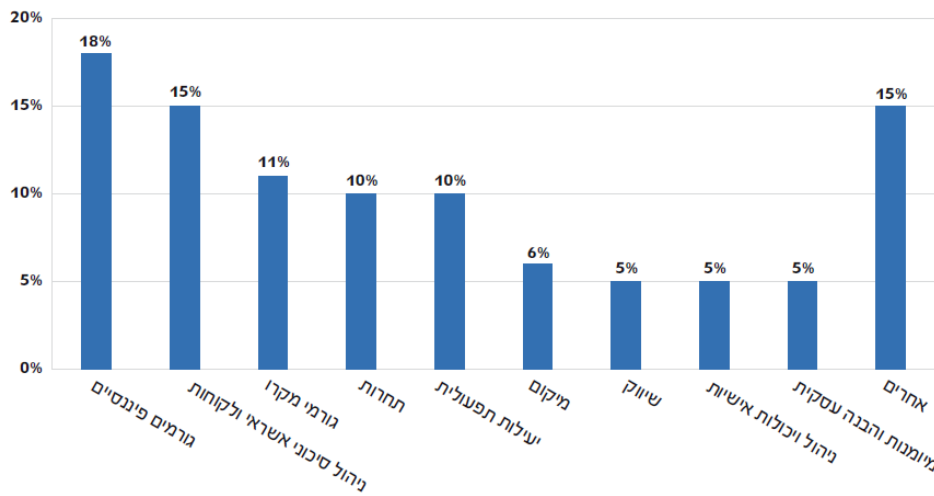
3.2.1 קשיי המימון של עסקים קטנים ובינוניים

התרשים הבא מציג התפלגות של הסיבות לכישלונם של עסקים קטנים ובינוניים, לפיו שליש מהכישלונות נגרמו בשל בעיות מימון:⁵

⁴ עסק המעוניין לקבל מימון יכול לעשות זאת בשתי שיטות עיקריות: כנגד חוב (debt) או בתמורה להשקעה (equity). קבלת מימון בשיטת החוב נעשית על-ידי נטילת הלוואה בסכום נתון עם תנאי החזר ידועים, או על-ידי מסגרת אשראי. ענף האשראי מחולק לבנקים ולגורמים חוץ בנקאיים – חברות כרטיסי אשראי, שירותי ניכיון שיקים, שירותי פקטורינג והלוואות בשוק האפור. בשיטת ההשקעה הכסף ניתן כנגד העברת אחוזי בעלות על העסק למשקיעים, ההופכים בכך להיות חלק מן הבעלים של העסק. בעולם ההשקעות ישנם משקיעים מוסדיים, קרנות השקעה פרטיות, קרנות השקעה ממשלתיות, משקיעים פרטיים (אנג'לים), וכמובן – הונו האישי של בעל העסק.

⁵ "גורמים פיננסיים" מבטאים קשיי מימון ישירים, ו"ניהול סיכונים אשראי ולקוחות" מבטאים גם כן קשיי מימון שכן מדובר בקשיים הנובעים מהיבטי האשראי של היחסים בין העסק ללקוח, דוגמת פריסת התשלומים (ארבל & לחמן-מסר, 2010).

תרשים 1: הסיבות לכישלונם של עסקים קטנים, התפלגות לפי משקל יחסי



מקור (ארבל & לחמן-מסר, 2010)

בדוח המסכם של הצוות לבחינת הגברת התחרותיות בענף הבנקאות מציינים כי היקף האשראי הניתן על-ידי הבנקים לעסקים קטנים ובינוניים נמוך ביחס לתרומתם לתוצר (בנק ישראל, 2013). בנוסף ציין הדו"ח כי שוק האשראי החוץ בנקאי בישראל אינו מפותח דיו בכדי להוות אלטרנטיבת אשראי לבנקים.

עבודות שונות מהשנים האחרונות בישראל תומכות בממצאים אלו. מסקר שנערך בשנת 2011 עולה כי על אף שכ-70% מהעסקים הקטנים והבינוניים מצליחים לגייס את המימון הנדרש לפעילות שוטפת, רק 42% מהעסקים מצליחים לקבל מימון שיאפשר להם התפתחות והתרחבות (הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים, 2011, עמ' 61). אותה תופעה נראית גם מצד ההיצע של האשראי במשק: בעוד העסקים הקטנים והבינוניים מהווים כאמור מעל 99% ממספר העסקים, וחלקם בתוצר עומד על כ-45%, יתרת האשראי הבנקאי לעסקים קטנים ובינוניים עמדה בדצמבר 2011 על 132 מיליארד שקלים – 20% מסך האשראי הבנקאי הניתן לציבור (בנק ישראל, 2013, עמ' 123). מדד נוסף ממנו ניתן לקבל אינדיקציה לבעיית האשראי של מגזר זה הוא שיעור ההלוואות לעסקים קטנים ובינוניים ביחס לתוצר. בישראל הנתון עומד על קצת פחות מ-20%, בעוד במדינות רבות השיעור גבוה יותר, לדוגמה גרמניה וצרפת בהן השיעור כפול – כ-40% (הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים, 2011, עמ' 63).

3.2.2 כלי סיוע לעסקים קטנים ובינוניים

מדינות רבות, ובהן ישראל, פועלות על מנת לסייע לעסקים קטנים ובינוניים להתמודד עם החסמים שלפניהם. הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים במשרד הכלכלה פועלת בתחומים שונים במטרה לעודד את פעילותם בישראל. חלק מכלי הסיוע שהופעלו פעלו לשיפור היכולות העסקיות (לוי מקצועי) וחלק התמקדו בשיפור הנגישות לאשראי, לדוגמה: קרנות להלוואות בערבות מדינה, תכנית תנופה (סיוע ליזמים בתחום הטכנולוגיה), קרן פיתוח עסקי לעולה העצמאי ועוד.⁶

3.2.3 השקעה כחלופת מימון לעסקים קטנים ובינוניים

המשותף לתמיכות הפיננסיות שניתנו עד כה הוא ההתמקדות באשראי, והעדר השימוש בחלופת ההשקעה. ישנן כמה סיבות המלמדות כי ההתמקדות בהלוואות מביאה לתוצאה לא אופטימלית מבחינת הנגישות של עסקים קטנים ובינוניים למימון, ושעידוד מימון בצורת השקעות עשוי להרחיב את היצע המימון.

סיבה אחת היא הישנותה של התופעה חרף הפתרונות המגוונים שנקטו בתחום האשראי בשנים האחרונות. עובדה זו כשלעצמה מרמזת שיש לחשוב על כיווני פתרון חדשים. סיבה שניה היא שמרנות המערכת הבנקאית, שלצורך מתן אשראי דורשת ביטחונות רבים, שאינם מאפשרים למנף את האשראי לצורך השקעה והתרחבות. יכולת המינוף הנמוכה נובעת גם מטווחי הזמן הקצרים בהם ניתן האשראי (היימן-רייש, 2011). ניתן ללמוד על קשיי המינוף מיחס הפיקדונות לאשראי במגזר העסקים הקטנים והבינוניים, העומד על 96% - על כל שקל שניתן כאשראי מוחזקים 96 אגורות בפיקדונות. יחס זה מעיד שהאשראי למגזר זה משמש כמעט ורק לשרידות העסק, ואינו מספיק לצורך התרחבות (הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים, 2011, עמ' 8-65).⁷ מימון מבוסס השקעה, לעומת זאת, מראשיתו מוטה כלפי צמיחה ולא להוצאות שוטפות.

סיבה שלישית היא העובדה כי אשראי והשקעה הן על פי רוב שיטות משלימות, ולא מתחרות, שכן הן עונות על צרכים שונים. שיטת המימון הרצויה תלויה בין היתר בסוג העסק, גילו והענף בו הוא פועל (Udell & Berger, 1988). עסקים קטנים ובינוניים, ובפרט עסקים חדשים, עשויים להפיק תועלת מקיומה של אופציה למימון כנגד השקעה. הדבר בולט בענף ההי-טק בו אשראי כמעט

⁶ לסקירה מלאה של כל כלי הסיוע שהופעלו על ידי המדינה לתמיכה בעסקים קטנים ובינוניים ראו כהנוב (2012) עמ' 7-13.

⁷ חשוב לציין שבמגזר העסקי כולו יחס זה עמד בשנת 2010 על 54%, המבטא יכולת למנף את ההון העצמי ביחס של 1/2 - לצורך השקעה והתרחבות (הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים, 2011, עמ' 68).

לעולם אינו משמש כמקור מימון בשלבים הראשונים של חייה של חברת הזנק, והמימון בשלבים אלו נסמך על הון עצמי, אנג'לים,⁸ ולעיתים גם קרנות הון-סיכון.

לבסוף ניתן לציין את העובדה כי במדינות רבות בעולם נוקטים בפתרון משולב לסיוע לעסקים קטנים ובינוניים, המבוסס על פיתוח ערוצי השקעה לצד האשראי. לדוגמה – בפינלנד, ניו-זילנד, הולנד ואיטליה מופעלות תכניות ממשלתיות הרותמות הון פרטי להשקעה בעסקים קטנים ובינוניים (כהנוב, 2012).

ניתן להיווכח, אם כן, שפיתוח תחום המימון לעסקים קטנים ובינוניים על-ידי הרחבת האופציה למימון באמצעות השקעה עשוי לתרום לצמצום התופעה, לצד שימור ופיתוח אפיקי המימון המבוססים על הלוואות.

4. הבעיה

הבעיה עמה מתמודדות החלופות שלהלן היא אחת מסיבות רבות באמצעותן ניתן להסביר את התופעות הבלתי רצויות. הבעיה היא העדר האפשרות של עסק לבצע "הצעה לציבור" בסכומים קטנים ובינוניים בשל חקיקה המטילה עלויות גבוהות.

החקיקה מגדירה את הקשרים המותרים בין הביקוש להיצע המימון. חוק ניירות ערך מגדיר כיצד חברה יכולה לבצע "הצעה לציבור" – קריאה לציבור להשקיע בתמורה לבעלות על אחוזים מהחברה. מטרת החוק היא להגן על המשקיעים על ידי חיוב בגילוי מידע רלוונטי באמצעות תשקיף, דיווח מתמשך, ועל ידי הגדרת היחסים העתידיים בין החברה למשקיעים. בשל מורכבות הפרוצדורה ועלויותיה, המבנה החוקי הנוכחי מתאים רק לחברות המבצעות גיוסים בסכומים משמעותיים (עשרות מלש"ח ומעלה).

בשנים האחרונות חלו התפתחויות טכנולוגיות המאפשרות לגייס הון מהציבור הרחב באופן מקוון ובסכומים קטנים. התפתחות הרשתות החברתיות והגברת האמון בפעילות כספית מקוונת, הביאו להקמתם של אתרים המתווכים בין גורמים המעוניינים במימון לבין הציבור הרחב. שיטה זו זכתה לכינוי "מימון-המונים" (Crowdfunding), והיא מאפשרת לעסקים קטנים ובינוניים גישה למימון מבוסס השקעה. אולם, חרף ההתפתחות הטכנולוגית, היכולת החוקית לגייס השקעות

⁸ אנג'לים הוא הכינוי שניתן למשקיעים פרטיים המשקיעים מכספם האישי בחברות הזנק בשלביהם המוקדמים, כנגד אחוזים מסוימים מהחברה. אנג'לים ממשקיעים עוד בשלב הפיתוח הראשוני של הרעיון, והם בדרך כלל השלב המימוני הקודם לקרנות הון-סיכון, שנכנסות על פי רוב בשלבים מאוחרים יותר.

באמצעות מימון-המונים אינה קיימת בפועל, שכן העלויות הכרוכות בעמידה בדרישות החוק גבוהות מאוד, פעמים רבות גבוהות מהסכום המבוקש.⁹

שלוש החלופות, אם כן, מבקשות למצוא את הפתרון המיטבי לבעיה, כך שיתאפשר מימון מבוסס השקעה בעסקים קטנים ובינוניים. שיטת מימון-ההמונים, שתשמש בתור "המרחב" בו פועלות החלופות, תוצג בקצרה טרם פירוטן.

5. מימון-המונים

מימון-המונים הוא תהליך גיוס כסף הנעשה באמצעות איגום כספים ממספר גדול של אנשים המשקיעים בסכומים נמוכים דרך פלטפורמות מקוונות (Milken Institute, 2012). נהוג לחלק את השיטה לארבעה סוגים (Neste, 2012): תמורה (לדוגמה רכישה מוקדמת); תרומה (פילנתרופיה); הלוואה (תשואה מוגדרת מראש); והשקעה (מכירת יחידות השתתפות במיזם).

במימון-המונים מעורבים שלושה שחקנים: היזם – מבקש המימון, הפלטפורמה – אתר האינטרנט המתווך, והציבור הרחב – הוא הגורם המממן. היזם יוצר הצעה – "קמפיין" – ומפרסם אותה בפלטפורמה. הציבור הרחב מעיין בהצעות ומשקיע בהתאם לשיקוליו. לכל קמפיין מוגדר הסכום ופרק הזמן לגיוס. קמפיין עשוי להיות בשיטת "הכול או כלום", בה העברת הכסף מהמשקיע ליזם תלויה בעמידה ביעד שהוגדר, או בשיטה בה כל סכום שמושקע מועבר ליזם.

תופעת מימון ההמונים תופסת תאוצה בשנים האחרונות. סך הגיוסים באמצעות מימון-המונים בעולם בשנת 2012 עמד על \$2.7 מיליארד - כפול מהסכום שגויס בשנת 2011 (\$1.47 מיליארד). עיקר הגיוסים נעשו בשיטת התרומה (\$1.4 מיליארד) וההלוואה (\$1.2 מיליארד). היקף הגיוסים מבוססי ההשקעה הגיע ל-\$116 מיליון (Massolution, 2013).

מבחינה חוקית, בישראל וברוב מדינות העולם, קמפיינים של תמורה או תרומה אינם נתקלים בקשיים. עם זאת קמפיינים של הלוואות עשויים להיתקל לעיתים בקשיים חוקיים, וקמפיינים מבוססי השקעה כמעט שאינם מותרים, להוציא מקרים חריגים, בשל המגבלות שדיני ניירות ערך מטילים על הצעות לציבור. חלקו הנמוך יחסית של מימון-המונים מבוסס השקעה מבטא היטב את הקשיים החוקיים של שיטה זו.

⁹ פרסום תשקיף מוערך בעלות מינימלית של כרבע מיליון שקלים, לה מתווספות העלויות הכרוכות בדיווח השוטף. העלויות נובעות בעיקר מתשלום למומחים העורכים את התשקיף והדיווחים – עורכי דין ורואי חשבון, וכן מתשלומי אגרות, תשלום לחתמים, עלויות "שיווק" של ההצעה ועוד.

6. חלופות

הסוגיה המרכזית במימון המונים היא שאלת ההגנה על המשקיעים – וידוא שההצעות אכן נאותות, ניתנות לביצוע, ושאינן הונאה. הגנת המשקיעים היא גם הסיבה לחובות שבחוק ניירות ערך, הכרוכות כאמור בעלויות גבוהות. משום כך – השאלה המנחה את החלופות תהיה כיצד ניתן להבטיח הגנה טובה מחד, ומאידיך לשמור על עלויות נמוכות כך שהשיטה תהיה נגישה לעסקים מוגבלי משאבים. פתרון סוגיית ההגנה על המשקיעים הוא הבסיס לכל השינויים הנדרשים ברגולציה.

על אף שיישום מלא של מימון-המונים דורש פתרונות חוקיים לסוגיות רבות, החלופות יתמקדו בסוגיית ההגנה, שהיא המהותית ביותר, כאשר יתר ההיבטים יוחזקו כקבועים או יושארו בצריך עיון.¹⁰ המשותף לכל החלופות הוא הגבלת הסכומים: יזם יוכל לגייס עד 2 מלש"ח ב-12 חודשים, ומשקיע בודד יוכל להשקיע עד 25,000 שקלים במיזם יחיד, ועד 50,000 שקלים בשנה. הגבלות אלו מהוות את שכבת ההגנה הראשונה: סכום הגיוס המוגבל מקטין את התמריץ להונאה,¹¹ וסכום ההשקעה המוגבל מקטין את החשיפה של משקיע בודד.

6.1 חלופה א: גיוס של משקיע מתוחכם לצד ההמון

בחלופה זו יזם המבקש לגייס כסף מההמון יאלץ תחילה לגייס לפחות 20% מהסכום ממשקיע מתוחכם.¹² משקיע מתוחכם הוא משקיע המתמצא בעולם ההשקעות, בקי בסיכונים ומחזיק בכלים לבדיקת ההצעה ולזיהוי סיכונים חריגים ורמאות. כלומר, אין אינטרס ציבורי להגן על משקיע מתוחכם שכן ביכולתו לקבל החלטות מושכלות (רשות ניירות ערך, 2007). בחלופה זו התנאי המקדמי הוא שמשקיע מתוחכם יבדוק את ההצעה ויסכים לסכן את כספו. שני תנאים אלו (הבדיקה וההסתכנות) משמשים כאינדיקציה לכך שההצעה טובה גם להשקעת הציבור.

¹⁰ בין העניינים המושארים להכרעה עתידית: היחסים בין היזם למשקיעים, שוק משני (העברת בעלות בין משקיעים), ניהול הכספים על ידי הפלטפורמה, אופן הרישום והדיווח של הפלטפורמות, סוג ניירות הערך המוצעות לציבור, היבטים טכנולוגיים (חתימה אלקטרונית, שקיפות) ועוד.

¹¹ על אף ש-2 מלש"ח הם סכום גבוה שלכאורה עשוי להוות תמריץ להונאה (לדוגמה – גיוס הסכום באמצעות מיזם פיקטיבי ו"היעלמות" עם הכסף), יש לזכור שתמית כרוכה גם בעלויות לא מבוטלות (בדוגמה שהוצגה – הכנת המיזם הפיקטיבי, שיווקו, בניית מערך פיננסי להעלמת הכסף, ועוד), וכמובן גם בסיכון גבוה, כך שההנחה היא כי סכום זה נמוך דיו בשביל להקטין בצורה משמעותית את הסבירות להונאה.

¹² השקעה של 20% עשויה להוות חריגה מהסכום המקסימלי שהוגדר למשקיע בודד (25,000). עם זאת המשקיע המתוחכם, כאמור, מחזיק בכלים להגן על עצמו ולכן לא מוגדר עבורו סכום מינימלי להשקעה.

המושג משקיע מתוחכם שגור בדיני ניירות ערך ואינו ייחודי לתחום מימון-ההמונים. על הרגולטור מוטלת האחריות להכריע מיהו משקיע מתוחכם. משקיע מתוחכם יכול להיות מוסד או אדם פרטי, והוא מוגדר בשני אופנים – על סמך ידע מקצועי וניסיון בהשקעות ו/או על סמך איתנותו הפיננסית. בנספח 3 פירוט הגדרתו של משקיע מתוחכם בישראל ובעולם, והצעה ליצירת הגדרה ייחודית לעניין מימון-המונים.

6.2 חלופה ב: "תשקיף מוקטן" - הליך מקוצר ברשות ניירות ערך

חלופה זו היא הקרובה ביותר למצב הקיים, ומטרתה לקצר ולהזיל את ההליך הבירוקרטי עבור הצעות לגיוס בסכומים נמוכים, תוך הותרת סמכות הבדיקה והאישור בידי הרשות לניירות ערך. לצורך כך ייפטרו גיוסים אלו מחובות חוק ניירות ערך החלות על הצעות לציבור, ויוגדרו עבורם תנאים בקנה מידה מצומצם – "תשקיף מוקטן". התנאים יגדירו מהו המידע שעל היזם לספק ואת הפורמט להצגתו. התנאים שייקבעו צריכים להיות כאלו שהיזם הסביר יוכל לספק באמצעות משאבים מוגבלים, אולם בו בעת מספיקים על מנת להבטיח רמת גילוי נאותה והגנה ראויה למשקיעים.

6.3 חלופה ג: חוכמת ההמון

חלופה זו מבוססת על העיקרון ממנו התפתחה שיטת מימון-ההמונים – ההנחה כי קיימת אינטליגנציה קולקטיבית המורכבת ממצרף הדעות של פרטים רבים.¹³ בשונה מחלופות א' וב', בהן נטל הבדיקה של ההצעה הוטל על יחיד או בודדים, במקרה זה נטל הבדיקה מונח על כתפיהם של רבים, היוצרים יחדיו מסקנה קולקטיבית לגבי טיב ההצעה.

נקודת המוצא לחלופה זו היא ההנחה כי עצם העובדה שישנם המוני משקיעים מעידה על איכות ההשקעה. הנחה זו מבוססת על ההיגיון שכל משקיע בוחן בעצמו את ההשקעה ומחליט אם להשקיע או לא, ועל כן קיומם של מאה משקיעים מעיד על כך שמאה פרטים בחנו את ההצעה והחליטו כי היא טובה, וראויה להשקעה.

בחלופה זו הגנתו של הרגולטור תבוא לידי ביטוי באופן עקיף, באמצעות הפעולות הבאות:

- הקמפיינים יוכלו להיות רק בשיטה של "הכול או כלום".¹⁴
- יוגדרו מדרגות לסכומי הגיוס, ולכל מדרגה תיקבע כמות מינימלית של משקיעים.¹⁵

¹³ הרחבה על "חכמת ההמון" בנספח 4.

¹⁴ בצורה זו ניתן להבטיח כי גם ההשקעות הראשונות מוגנות על ידי התקיימות התנאי של חכמת ההמון.

- הפלטפורמות יחויבו לפרסם אזהרות על הסיכונים הכרוכים בהשקעות מסוג זה.

6.4 סיכום החלופות

הטבלה הבאה מסכמת את תפקידו של כל שחקן בכל אחת משלוש החלופות:

טבלה 1: תפקידי השחקנים בחלופות השונות

חלופה \ שחקן	יזם	רגולטור	משקיעים	פלטפורמה
חלופה א: "משקיע מתוחכם"	יכול לפרסם מיזם בפלטפורמה, בהתאם לתנאים שלה	מחליט מיהו משקיע מתוחכם	משקיע מתוחכם משקיע בלפחות 20% מהסכום, לאחר מכן כל אדם רשאי להשקיע (בהתאם למגבלות למשקיע בודד בתקופת השקעה)	רשאית לקבוע בעצמה את התנאים לפרסום פרויקטים. מאמתת את השקעת המשקיע המתוחכם
חלופה ב: "תשקיף מוקטן"	נדרש להעביר פרויקט לבדיקה של הרשות	בודק את כל ההצעות ומאשרן לפרסום	כל אדם רשאי להשקיע לאחר פרסום ההצעה (בהתאם למגבלות למשקיע בודד בתקופת השקעה)	רשאית להעלות רק פרויקטים שעברו את אישור הרגולטור, בנוסף לקבוע הוראות עבור עצמה
חלופה ג: "חכמת ההמונים"	יכול לפרסם מיזם בפלטפורמה, בהתאם לתנאים שלה	מגדיר הגנות עקיפות	כל אדם רשאי להשקיע (בהתאם למגבלות למשקיע בודד בתקופת השקעה). ההשקעה תצא לפועל רק לאחר עמידה ביעד המשקיעים	רשאית לקבוע תנאים לפרסום פרויקטים. אחראית לכך שמיזם יגייס בהתאם למדרגות שהוגדרו על ידי הרגולטור

7. הערכת חלופות

על מנת לבחור את החלופה המיטבית תיערך השוואה בין החלופות השונות בהתאם לקריטריונים הבאים:

¹⁵ תנאי זה בא להבטיח כי חכמת ההמון אכן תבוא לידי ביטוי על-ידי הגדרת מינימום של משקיעים לכל הצעה, שכן קמפיין שיגייס את מלוא הסכום ממשקיעים מעטים לא יביא לידי ביטוי את היעד וההגנה הגלומים בבדיקה של ההצעה בידי משקיעים רבים. המדרגות מבטאות את הקשר שבין רמת הסיכון לרמת ההגנה – ככל שההצעה גבוהה יותר כך הסיכון גדול יותר, ועל כן ידרשו משקיעים רבים יותר להגברת ההגנה. כמות המשקיעים המינימלית שתוגדר תהיה גבוהה מכמות המשקיעים המינימלית שקמפיין יכול לגייס תחת סכומי המקסימום למשקיע. לדוגמה – קמפיין בגובה מיליון שקלים יכול להגיע ליעד באמצעות 40 משקיעים שישקיעו את הסכום המקסימלי (25,000), אולם יוגדר שבמדרגה זו, לדוגמה, קמפיין יהיה חייב לגייס לפחות 100 משקיעים.

- **תועלת:** מידת צמצום התופעות הבלתי רצויות – עד כמה החלופה משפרת את אפשרויות המימון לעסקים קטנים ובינוניים? עד כמה החלופה משפרת את מיצוי את פוטנציאל מקורות המימון במשק?
- **סיכון:** מה מידת הסיכון לציבור הרחב בכל חלופה?
- **עלות תקציבית:** מה העלויות התקציביות בכל חלופה?
- **ישימות פוליטית:** מהן העמדות של בעלי העניין הנוגעים בדבר?
- **ישימות ארגונית:** מהם השינויים הנדרשים מצדו של הרגולטור? מהו משך הזמן הצפוי להטמעת החלופה?
- **השפעות עקיפות:** שלוש השפעות חיוביות – מידת התועלת של הציבור מיצירת אפיק השקעה חדש; מידת הדמוקרטיזציה של השוקים הפיננסיים; יצירת תעסוקה.

7.1 תועלת

על מנת להמחיש את צמצום התופעות הבלתי רצויות ייעשה שימוש במטפורה הבאה: בין הביקוש והיצע המימון מחבר "צינור" דרכו עובר כסף להשקעה – ככל שהזרימה בצינור קלה יותר התועלת עולה. היקף התופעות הבלתי רצויות נמדד משני פתחיו של הצינור: "רוחב הפתחים" מעיד על גודל החיבור בין הביקוש להיצע. צידו האחד של הצינור הוא נקודת מבטו של המגייס, ומוגדר מקלות היישום של החלופה – עד כמה השיטה נגישה לשימוש על ידי עסקים קטנים ובינוניים? ככל שהחלופה מורכבת ויקרה ליזם, כך ה"פתח" של הצינור בצד זה צר יותר והתועלת נמוכה יותר. צידו השני של הצינור הוא נקודת המבט של הציבור הרחב: עד כמה ההשקעה נגישה עבורו? "פתח רחב" משמעותו נגישות גדולה יותר של הציבור להשקעה, ובהתאם – מיצוי טוב יותר של פוטנציאל מקורות המימון ותועלת גבוהה יותר.

בחלופת "משקיע מתוחכם" הפרוצדורה אינה מורכבת או יקרה במיוחד, אולם ההנגשה לציבור בינונית, שכן יש תלות בגיוס משקיע מתוחכם מתוך מאגר מוגבל של משקיעים מתוחכמים. על כן התועלת של חלופה זו היא בינונית-גבוהה.

בחלופת "תשקיף מוקטן" הפרוצדורה היא המורכבת ביותר, שכן היא מצריכה השקעת משאבים בהכנת מפרט ספציפי, כרוכה בעלויות שאין בחלופות אחרות (אגרות, עריכת ההצעה בידי איש מקצוע), ובנוסף היא תלויה בהליך אישור שעשוי להפוך לצוואר בקבוק. אולם, מרגע האישור נגישות הציבור גבוהה. על כן התועלת של חלופה זו היא בינונית.

בחלופת "חוכמת ההמון" שני "פתחי הצינור" רחבים: הפרוצדורה אינה מורכבת במיוחד, והציבור כולו רשאי להשקיע מרגע פרסום ההצעה. על כן התועלת של חלופה זו היא גבוהה.

טבלה 2: סיכום תועלת החלופות

קריטריון חלופה	משקיע מתוחכם	תשקיף מוקטן	חכמת ההמון
קלות היישום ("צד הביקוש") נגישות הציבור ("צד ההיצע") סיכום התועלת	גבוהה	נמוכה	גבוהה
	בינונית	גבוהה	גבוהה
	בינונית- גבוהה	בינונית	גבוהה

7.2 סיכון

המשתנה המגדיר את רמת הסיכון הוא איכות הבדיקה של ההצעה טרם יציאתה לציבור. בדיקה איכותית מגדילה את ההגנה ומקטינה את הסיכון.

בחלופת "משקיע מתוחכם" איכות הבדיקה תלויה באיכותו של המשקיע המתוחכם, שכן התנאים המגדירים משקיע מתוחכם עשויים לכלול מגוון של אנשים בעלי ידע וניסיון ברמות שונות.¹⁶ בנוסף, קיים חשש שיזם ומשקיע מתוחכם ייקשרו בקשר לא הגון ובכך יגדל הסיכון למשקיעים מהציבור הרחב.¹⁷ הסיכון בחלופה זו יוגדר כבינוני.

בחלופת "תשקיף מוקטן" ההגנה גבוהה שכן כל הצעה עוברת בדיקה של מומחה ברשות לניירות ערך, על כן הסיכון בחלופה זו הוא נמוך.

בחלופת "חכמת ההמון" הפיזור של הבדיקה על פני המון פרטים מקטין את הסיכונים הקיימים בבדיקה בודדת. עם זאת האיכות של הבודקים אינה ידועה, וקיים חשש לתופעות שיקטינו את איכות הבדיקה (לדוגמה – "אפקט עדר" של משקיעים). על כן הסיכון בחלופה זו בינוני.

טבלה 3: סיכום הסיכון בחלופות

קריטריון חלופה	משקיע מתוחכם	תשקיף מוקטן	חכמת ההמון
סיכון	בינוני	נמוך	בינוני

¹⁶ ניתן להגדיר זאת כך: המשקיע המתוחכם מבטיח רמת הגנה מינימלית, אולם ככל שיימצא משקיע "איכותי" יותר (בעל יותר ניסיון), כך תתאפשר רמת הגנה טובה יותר.

¹⁷ לדוגמה, יזם עשוי "להשקיע בעצמו" באמצעות משקיע מתוחכם. במקרה זה התנאי מתקיים כלשונו אך לא מממש את מטרתו, שכן לא מתקבל התוצר הרצוי של בדיקה מעמיקה של ההצעה. ניתן לצמצם תופעה זו על ידי הגדרת היחסים בין היזם למשקיע המתוחכם.

7.3 עלות תקציבית

קריטריון זה אינו רלוונטי לחלופות "משקיע מתוחכם" ו"חוכמת ההמון", שכן אלו כרוכות בשינויי חקיקה בלבד. בחלופת "תשקיף מוקטן" יש עלות הנובעת מהצורך בגיוס עובד שיעסוק בבדיקת הצעות.¹⁸ על כן העלות בחלופה זו תוגדר גבוהה, ובשתי האחרות נמוכה.

טבלה 4: סיכום העלות התקציבית של החלופות

קריטריון חלופה	משקיע מתוחכם	תשקיף מוקטן	חכמת ההמון
עלות תקציבית	נמוכה	גבוהה	נמוכה

7.4 ישימות פוליטית

קריטריון זה בוחן את עמדת בעלי העניין. השחקן המשמעותי ביותר הוא הרשות לניירות ערך. ככלל – הרשות מעוניינת לקדם את נושא מימון ההמונים,¹⁹ אולם בהיותה הרגולטור האחראי על הגנת המשקיעים סביר שתבכר חלופות פחות מסוכנות. השחקן השני בחשיבותו הוא הרשות לעסקים קטנים ובינוניים במשרד הכלכלה. הרשות חותרת למצוא פתרונות לקשיי המימון של עסקים קטנים ובינוניים, ועל כן צפויה לתמוך בחלופות בעלות תועלת גדולה. קבוצת שחקנים שלישית היא ארגוני המגזר העסקי: התאחדות התעשיינים, להב (לשכת ארגון העצמאים) ודומיהם. גם ארגונים אלו צפויים לתמוך בחלופות בעלות תועלת גבוהה. קבוצה עניין נוספת היא נבחרי הציבור, שיפעלו לקידום הנושא בשל הפרופיל הגבוה שלו והשפעתו על הציבור.²⁰ אולם, מלבד האמירה הכללית שנבחרי הציבור תומכים בקידום מימון-המונים, יש קושי בהערכת עמדותיהם בנוגע לתוכן ההצעות הספציפיות. על כן יונח כי אלו ישתפו פעולה עם עמדתם של גורמי המקצוע, עם נטייה לכיוון החלופות המגדילות את התועלת.²¹

החלופה הצפויה לקבל את התמיכה המועטה ביותר מצד הרשות לניירות ערך היא "חכמת ההמון", שכן יכולת ההשפעה שלה כרגולטור בחלופה זו היא הנמוכה ביותר, ואילו הסיכון הטמון בה הוא הגבוה ביותר. חלופת "משקיע מתוחכם" צפויה לקבל את התמיכה המרבית מצד הרשות,

¹⁸ עלות העסקה שנתית מוצעת של "עובד מדורג" ברשות לניירות ערך עומדת על 305,000 שקלים בקירוב (מרכז המחקר והמידע, 2012, עמ' 4).

¹⁹ מימון-המונים מוזכר במפת הדרכים של הרשות לניירות ערך שפורסמה בספטמבר 2012 בנושא שבכוונת הרשות לטפל בו (רשות ניירות ערך, 2012, עמ' 52). בנוסף, ביוני 2013 פורסם דוח הביניים של "הוועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח" שכמחצית מחבריה היו נציגי הרשות לניירות ערך. בדוח הצעה מפורטת לפתיחת האפשרות החוקית לביצוע מימון-המונים מבוסס השקעה בחברות מו"פ.

²⁰ לדוגמה – הצעת החוק בנושא "מימון חברתי" של ח"כ פרופ' אבישי ברורמן. ראו הערה 2.

²¹ ישנה קבוצת שחקנים נוספת שראוי להזכיר – הבנקים והמשקיעים המוסדיים – אולם אלו לא יילקחו בחשבון בנייתו החלופות. הסיבה לכך היא שעל אף שנדמה כי הם עשויים להביע התנגדות לקידום הנושא, שכן מדובר לכאורה במוצר המתחרה בהם, בפועל יונח כי העניין שלהם בו בשלב זה אינו גבוה. הנחה זו מבוססת על כך שמדובר בתחרות חלשה עבורם, שכן מימון-המונים מבוסס השקעה הוא בעיקרו מוצר משלים למוצר של הבנקים והמוסדיים, ולא חלופי, שכן הוא פונה לנישות שגופים אלו לכתחילה אינם מביעים בהם עניין.

שכן היא מבוססת על רציונל המוטמע בחוק כבר כיום (המתיר למשקיעים מתוחכמים להשקיע ללא תשקיף). חלופת "תשקיף מוקטן" משאירה בידי הרשות את הכוח לפקח, אולם מכיוון שמדובר בשינוי ארגוני ובהכנסת דפוסי עבודה חדשים היא עשויה להביע הסתייגות.²²

הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים צפויה להעדיף את חלופת "חוכמת ההמון" בשל התועלת הגבוהה שבה, ולאחריה את חלופה "משקיע מתוחכם". חלופת "תשקיף מוקטן" צפויה להיות העדיפה פחות בעיניה, בשל מורכבות התהליך והחשש מהיווצרות צוואר בקבוק. הגופים העסקיים צפויים לתעדף בצורה דומה לסוכנות. באשר לנבחרי הציבור, יונח כאמור כי הם ייטו לטובת החלופות בעלות התועלת הגבוהה יותר, אולם השפעתם על ניתוח זה אינה גבוהה. בשקלול השחקנים ניתן משקל מכריע לעמדתה של הרשות לניירות ערך.

טבלה 5: סיכום הישימות הפוליטית של החלופות

שחקן חלופה	משקיע מתוחכם	תשקיף מוקטן	חכמת ההמון
הרשות לניירות ערך הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים ארגונים עסקיים סיכום הישימות הפוליטית	גבוהה	בינונית-גבוהה	נמוכה
	בינונית	בינונית-נמוכה	גבוהה
	בינונית	בינונית-נמוכה	גבוהה
	בינונית-גבוהה	בינונית	בינונית-נמוכה

7.5 ישימות ארגונית

שני משתנים נמדדים בחלופה זו. הראשון הוא ההתארגנות הנדרשת מצד הרשות לניירות ערך לקראת מימוש כל חלופה,²³ והשני הוא משך זמן ההטמעה. בחלופת "משקיע מתוחכם" ובחלופת "חכמת ההמון" ההתארגנות הנדרשת מצד הרשות מסתכמת בניסוח החקיקה, לעומת חלופת "תשקיף מוקטן" הדורשת שינויים ארגוניים משמעותיים, לרבות יצירת תקן והטמעת דפוסי עבודה חדשים.²⁴ בנוגע למשך ההטמעה – חלופת "תשקיף מוקטן" צפויה לקחת את הזמן הרב ביותר בשל השינויים הארגוניים הנדרשים ברשות. הטמעת חלופת "משקיע מתוחכם" צפויה

²² כיום הרשות אינה בודקת את טיב ההצעות אלא רק אם התשקיפים המוגשים לה עומדים בכל תנאי הגילוי הנדרשים. חלופה זו מבקשת להכניס שיטת עבודה חדשה, של בדיקת התוכן של ההצעות המוגשות.

²³ הרשות לניירות ערך היא השחקן המרכזי ביישום החלופות, וההתארגנות שלה לקראתן משפיעה על כל מהלך היישום. יתר השחקנים הם שחקני שוק שיפעלו בתוך תנאי השוק שייוצרו עבורם. מכיוון שמדובר בשוק חדש יחסית, ההנחה היא כי לשחקנים אלו גמישות רבה, כך שלא יימצא הבדל מיוחד בהתארגנות בין החלופות, ועל כן ההתארגנות שלהם אינה נלקחת בחשבון.

²⁴ ראו הערה 22 בנוגע לשינוי שיטות העבודה ברשות.

להמשך פרק זמן בינוני בשל מורכבות הרגולציה הנדרשת.²⁵ הטמעת חלופת "חכמת ההמון" צפויה להיות הקצרה ביותר בשל פשטותה.²⁶

טבלה 6: סיכום הישימות הארגונית של החלופות

קריטריון חלופה	משקיע מתוחכם	תשקיף מוקטן	חכמת ההמון
התארגנות ברשות לניירות ערך משך ההטמעה סיכום הישימות הארגונית	מהירה	ארוכה	מהירה
	בינוני	בינוני-ארוך	מהיר
	בינונית-גבוהה	בינונית-נמוכה	גבוהה

7.6 השפעות עקיפות

שלוש השפעות עקיפות חיוביות נלקחות בחשבון. הראשונה היא התועלת שהציבור מפיק מיצירת אפיק השקעה חדשה. הציבור הרחב תר אחר אפשרויות השקעה לכספו, והוספת אפיקי השקעה חדשים מיטיבה עמו.²⁷ חלופת "חכמת ההמון" היא היעילה ביותר מבחינה זו, שכן היא הנגישה ביותר לציבור הרחב. חלופת "תשקיף מוקטן" נגישה אף היא לציבור הרחב, אולם תלויה בגורם סיכון שעשוי לצמצם את אפשרויות ההשקעה העומדות בפני הציבור (בשל צוואר הבקבוק). חלופת "משקיע מתוחכם" היא המוגבלת ביותר, שכן פחות אפשרויות השקעה נפתחות לציבור הרחב בשל התלות במשקיע מתוחכם.

השפעה שנייה היא הדמוקרטיזציה של השווקים הפיננסיים. זוהי תועלת בעלת ממד ערכי, הרואה ערך בביזור תהליך קבלת ההחלטות על הקצאת המשאבים במשק. כלומר – חלופה בה ההחלטה נתונה בידי כמות גדולה יותר של אנשים מבטאת מערכת יותר דמוקרטית. בהתאם לעקרון זה התועלת הדמוקרטית מחלופת "תשקיף מוקטן" נמוכה, בחלופת "משקיע חכם" – בינונית, ובחלופת "חכמת ההמון" גבוהה.

השפעה שלישית היא התרומה לתעסוקה. שני גורמים משפיעים על התעסוקה: הגדלת יכולתם של עסקים לגייס עובדים בזכות הגדלת הגישה למימון, והתפתחות שוק חדש סביב תעשיית מימון-ההמונים, בו יועסקו רבים. גם במקרה זה התועלת נגזרת ממידת החופש של השוק – ככל

²⁵ בין הדברים שדורשים התייחסות מצד הרגולטור בחלופה זו: הגדרת משקיע מתוחכם, קביעת האופן בו יאומתו זהותו ועמידתו של המשקיע המתוחכם בקריטריונים, הגדרת יחסים המותרים והאסורים בין יזם למשקיע מתוחכם וכדומה.

²⁶ בנקודה זו חשוב לציין כי ישנם משתנים רבים הדורשים התייחסות בניסוח הרגולציה החדשה, ועשויים להשפיע על משך ההטמעה. עם זאת - כל המשתנים שהושארו בצריך עיון הם זהים בכל החלופות, ומכיוון שכך הם אינם נלקחים בחשבון לצורכי ההשוואה, וזו נעשית אך ורק על סמך המשתנים שאינם זהים.

²⁷ יש לציין כי פתיחת אפיק השקעה מסוג זה היא יתרון שטמון בו סיכון שכן מדובר באפיק השקעה לא סולידי. קריטריון זה בוחן רק את היתרון, כשהסיכון מקבל ביטוי בקריטריון "סיכון".

שהמגבלות הרגולטוריות קטנות יותר כך השוק יכול להתפתח בקלות רבה, ופוטנציאל התעסוקה גדל. מידת התועלת התעסוקתית תהיה בינונית בחלופת "משקיע חכם", נמוכה-בינונית בחלופת "תשקיף מוקטן" וגבוהה בחלופת "חכמת ההמון".

טבלה 7: סיכום ההשפעות העקיפות של החלופות

קריטריון חלופה	משקיע מתוחכם	תשקיף מוקטן	חכמת ההמון
יצירת אפיקי השקעה לציבור דמוקרטיזציה של השווקים תעסוקה סיכום ההשפעות העקיפות	נמוכה	בינונית-גבוהה	גבוהה
	בינונית	נמוכה	גבוהה
	בינונית	נמוכה-בינונית	גבוהה
	בינונית	בינונית	גבוהה

7.8 שקלול החלופות

הטבלה הבאה מרכזת את הערכת החלופות. לכל קריטריון ניתן משקל בהתאם לחשיבותה. התועלת והסיכון מהווים יחד 50% מהמשקל והישימות הפוליטית תורמת עוד 20%. יתר הקריטריונים תורמים 10% כל אחד. ההערכות המילוליות תורגמו למדד מספרי בין 1 ל-5.

טבלה 8: שקלול הקריטריונים בחלופות

קריטריון	משקל	משקיע מתוחכם	תשקיף מוקטן	חכמת ההמון
תועלת	30%	4	3	5
סיכון	20%	3	5	3
עלות תקציבית	10%	5	1	5
ישימות פוליטית	20%	4	3	2
ישימות ארגונית	10%	4	2	5
השפעות עקיפות	10%	3	3	5
סה"כ	100%	3.8	3.1	4

8. המלצת המדיניות

משקלול הקריטריונים עולה כי חלופת "חכמת ההמון" היא החלופה המיטבית. על אף הסיכון הכרוך בה, והקושי הצפוי ברמת הישימות הפוליטית, התועלת העולה ממנה היא הגדולה ביותר, הן במונחי צמצום התופעות הבלתי רצויות והן בתועלות העקיפות. בנוסף היא נהנית מיתרון על פני החלופות האחרות במהירות יישומה מרגע קבלת ההחלטה.

9. נספחים

נספח 1: הגדרת עסקים קטנים ובינוניים בישראל

מקובל להגדיר עסקים קטנים ובינוניים על פי כמות העובדים בהם ולא המחזור השנתי שלהם. ההגדרה הנהוגה בישראל כיום מבוססת על החלטת ממשלה 2190 מתאריך 12.8.2007, שקבעה את הגבול העליון של עובדים ומחזור שנתי לעסק זעיר, קטן ובינוני, כפי שמוצג בטבלה הבאה:

טבלה 9: הגדרת עסקים קטנים ובינוניים

סוג העסק	כמות עובדים מקסימלית	מחזור שנתי מקסימלי (מלש"ח)
זעיר	5	10
קטן	50	50
בינוני	100	100

מקור: (משרד ראש הממשלה, 2007)

אין בנמצא נתונים המשלבים את שני התנאים המפורטים בהגדרה (מספר מועסקים ומחזור שנתי), על כן יוצגו שני אומדנים בנפרד. בפילוח על פי מספר המועסקים עולה כי עסקים קטנים ובינוניים מהווים מעל 99% מסך העסקים בישראל: על פי נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה בשנת 2011 היו רשומים בישראל כ-492 אלף עסקים, מתוכם רק 3,478 (כ-0.7%) העסיקו מעל 100 עובדים ונחשבו לעסקים גדולים (למ"ס, שנתון 2012, לוח 18.3). מפילוח העסקים על פי מחזור שנתי עולה כי כ-347,000 עסקים הם בעלי מחזור שנתי נמוך מ-100 מלש"ח, ובכך עונים על ההגדרה של עסק קטן ובינוני (כהנוב, 2012).

נספח 2: תעשיית מימון ההמונים בישראל

תעשיית מימון ההמונים בישראל החלה להתפתח, אולם היא עודנה בחיתוליה. בישראל פועלות כיום כמה פלטפורמות בשיטות הגיוס השונות. Headstarter (שסיכמה את שנת 2012 עם תמיכה בפרויקטים בסכום של כ-1.8 מיליון שקלים) ו MIMOONA משמשות לגיוס כסף לפרויקטים במגוון תחומים בשיטה של תמורות. give2gether היא פלטפורמה המיועדת לגיוס תרומות לארגונים ללא כוונות רווח. בתחום ההשקעות פועלת Ourcrowd המגייסת השקעות ממשקיעים מתוככמים מרחבי העולם המעוניינים להשקיע בחברות הייטק בישראל, ובתחום ההלוואות תושק בקרוב eLoan - שתאפשר הלוואות עמית לעמית (Peer too Peer) עד 50,000 שקלים. פלטפורמה נוספת –

Mimun4u – צפויה להיות מושקת בקרוב. פלטפורמה זו צפויה להציע את כל ארבע אפשרויות הגיוס.

כמה קמפיינים זכו לעלות לכותרות בישראל בשנים האחרונות ובכך הגבירו את החשיפה והמודעות של הציבור לנושא. ביניהם ניתן לציין את הקמפיין של הזמר דייוויד ברוזה להקלטת אלבומו, שגייס \$65,000 בשנת 2010 באתר kickstarter, מופע המחווה למאיר אריאל שגייס בשנת 2013 מעל 450,00 שקלים באתר Headstarter, והקמפיין של משפחת רותם – שביקשה לגייס מיליון שקלים לצורך בניית ביתה, בתמורה להחזר חודשי על סך 3,000 שקלים בצורה של תרומה לעמותות חברתיות (קמפיין זה לא הגיע ליעדו, אולם זכה לחשיפה רבה והעלה את השיטה למודעות של הציבור הרחב).

לסיכום, נראה כי בישראל מתפתחת לאיטה תעשיית מימון-המונים על מגוון שיטות הגיוס האפשרויות, כשבתקופה הקרובה צפויות השקות של פלטפורמות נוספות שיגדילו את נפח הגיוסים. עם זאת, בתחום ההלוואות ובתחום ההשקעות ניכר כי הגורמים בתעשייה "יושבים על הגדר" וממתינים להחלטות הרגולטור, שיעצבו את המסגרת הרצויה לשוק העתידי.

נספח 3: הגדרת משקיע מתוחכם והמלצה להגדרה חדשה לעניין מימון-המונים

בעולם נהוגות הגדרות שונות למשקיע מתוחכם. בארה"ב, לפי תקנות SEC (רשות ניירות ערך האמריקאית) משקיע יחשב כמתוחכם (accredited investor) במידה והוא עונה על אחד מתוך רשימה של קריטריונים, ובהם: היותו מוסד פיננסי (בנק, משקיע מוסדי), בעל תפקיד בכיר בתאגיד פיננסי או אדם פרטי העומד בתנאי סף של הון עצמי (\$1 מיליון בעת ביצוע הרכישה) או הכנסה (\$200,000 בשנה בשנתיים שקדמו לרכישה).²⁸ בקנדה כללים דומים, אולם בנוסף אליהם ישנו כלל המגדיר משקיע כמתוחכם גם על פי הכשרתו וניסיונו (אדם הרשום כחוק בתור יועץ השקעות, ברוקר וכדומה).²⁹ בדומה, באירופה מוגדר "משקיע מקצועי" (Professional client) על

²⁸ Securities Act of 1933, Rule 501 of regulation D. תנאי ההון העצמי וההכנסה בוחנים את הסיכון המגולם בהשקעה עבוד המשקיע בהתאם לאיתנות הפיננסית שלו. המטרה היא למנוע מאלו שאינם איתנים פיננסים מלהיכנס להשקעות שיסבו להם נזק משמעותי במידה וייכשלו. (U.S Securities and Exchange Commission, 2012)

²⁹ National Instrument 45-106: "Prospectus and Registration Exemptions"

ידי הצטברות של שניים משלושה תנאים: (1) נפח פעילות פיננסית בתקופה מסוימת; (2) גודל תיק ההשקעות; (3) ניסיון מקצועי בתחום ההשקעות.³⁰

בחוק הישראלי מוגדר "משקיע מסווג" כמשקיע לו ניתן להציע ניירות ערך מבלי לפרסם תשקיף. ההגדרה כוללת סוגים שונים של תאגידים (קופת גמל, בנקים, תאגיד שהיקף נכסיו או הונו העצמי עולה על 50 מלש"ח ועוד) וכן בעלי תפקידים באותם תאגידים. בנוסף מוגדר כמשקיע מסווג אדם פרטי העונה על הקריטריונים של "לקוח כשיר".³¹ לקוח כשיר הוא מי שעומד בשניים מתוך שלושת התנאים הבאים: (1) בעל נכסים סחירים בשווי 12 מיליון ושי"ח ומעלה (2) בעל מומחיות בשוק ההון או שהועסק מעל לשנה בתפקיד הדורש מומחיות בתחום (3) ביצע לפחות 30 עסקאות בממוצע ברבעון, במשך ארבעה רבעונים.

על מנת שחלופת "משקיע מתוחכם" תהיה יעילה יש להבטיח כי כמות המשקיעים המתוחכמים תהיה גדולה דיה, כך שליוזמים המגייסים יהיה קל לפנות אליהם ולגייס מהם כסף. לשם כך על הרשות לניירות ערך לקבוע הגדרה ייחודית למשקיע מתוחכם לעניין מימון המונים שתהא רחבה דיה כך שיכללו תחתיה כמה שיותר פרטים, זאת תוך שמירה על רמת הגנה נאותה (כלומר – איכותו של המשקיע המתוחכם ויכולתו להגן על עצמו).

מוצע כי משקיעים מתוחכמים לעניין מימון המונים יכללו את כלל המשקיעים המוגדרים בחוק כמשקיעים מסווגים, כאשר הקריטריונים של לקוח כשיר יונמכו כך שבתנאי (1) השווי המינימלי של נכסים סחירים יעמוד על 2 מלש"ח, ובתנאי (3) מספר הפעולות הממוצע לרבעון יעמוד על 5. תנאי (2) יישאר כפי שהוא. בנוסף ייכלל בהגדרה כל יחיד שהיה בעל שליטה בחברה מסחרית רווחית עם מחזור שנתי של מעל 5 מלש"ח במשך שנתיים. תנאים אלו עולים בקו אחד עם הרצון להבטיח הגנה למשקיע, שכן כל המוסדות והפרטים העונים על הגדרה זו – חזקה עליהם שהם מחזיקים בידע ובניסיון לקבל החלטות השקעה מושכלות. כאמור, הגדרות אלו ישמשו אך ורק לצורך הגדרת משקיע מתוחכם לעניין מימון המונים, ולכל עניין אחר יעמדו ההגדרות הקיימות כיום.

³⁰ הכללים מוגדרים בדירקטיבה כלל אירופית החלה על המדינות החברות (European Parliament, 2004)
³¹ פירוט המשקיעים המסווגים מופיע בתוספת הראשונה לסעיף 15א לחוק ניירות ערך ובתיקון לתוספת זו משנת 2011. לקוח כשיר מפורט בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות התשנ"ה-1995.

נספח 4: חכמת ההמון, מיקור-המונים ומימון-המונים: התכנסות של רבים סביב מטרה יחידה

"חכמת ההמון" היא שם כולל לתופעה המבוססת על התובנה שישנה אינטליגנציה קולקטיבית, הנוצרת כאשר כמות גדולה של פרטים מפנה את תשומת ליבה לאותה הבעיה במטרה לפתור אותה. העיתונאי ג'יימס סורוביצקי מתאר בספרו "חכמת ההמונים" (Surowiecki, 2005) את היתרונות הטמונים בשימוש באותה אינטליגנציה קולקטיבית ומסביר אילו דברים נדרשים על מנת שחכמת ההמון תפיק תוצאה מיטבית (שלושת התנאים המרכזיים הם מגוון דעות, עצמאות של הפרטים וביזור).

נייר זה עוסק באופן בו עולם המימון מסתמך על קהל רחב לצורך השגת מטרה, אולם השימוש בשיטה זו אינה בלעדית לעולם המימון. למעשה, ניתן לראות את מימון ההמונים כהתפתחות של שיטת "מיקור ההמונים" (crowdsourcing) בה משימות מופנות לקהל גדול של אנשים לצורך ביצוען, ולא למומחים ספציפיים. מיקור ההמונים יכול ללוש צורות רבות, לדוגמה - חברה מסחרית הפונה לקהל על מנת שייעצב את הלוגו החדש שלה, או מדען המפרסם בעיה מתמטית בבקשה לעזרה בפתרונה.

בעולם מימון ההמונים תפקידו העיקרי של ההמון הוא בתשומות הכספיות למטרה המשותפת. עם זאת חשוב להפנות את תשומת הלב לכך שהמעורבות הכספית אינה בלעדית, ומלבד התרומה הכספית ההמון נושא גם בתפקידים שאינם בעלי אופי כספי (Lewton & Marom, 2010). המרכזי שבהם הוא הידע הקולקטיבי הנוצר באשר לטיב ההצעה. תפקיד זה עומד ברקע לחלופה ב' בנייר זה, הפועלת כך שמידע איכותי על ההצעה, הפוטנציאל שבה והסיכון הכרוך בה מופק על סמך התובנות של ההמון לגביה.

בנוסף לכך, חוכמת ההמון יכולה לשרת גם את היזם עצמו, לדוגמה - הרישות החברתי של ההמון והתקשורת בין הפרטים בתוכו יכולים לתרום רבות למטרותיו השיווקיות של המציע. כלומר, מימון-המונים ממנף את חכמת ההמונים לצורך יצירת תועלת הן עבור ההמון, כגורם המממן, והן עבור הגורם המבקש את המימון. הפנייה לאינטליגנציה הקולקטיבית מציעה, אם כן, יתרונות שלא היו מתקבלים בהסתמכות על מומחיותו של הפרט או של בודדים.

- Agrawa, A., Catalini, C., Goldfarb, A. (2011). *Friends, Family, and the Flat World: The Geography of Crowdfunding*. University of Toronto, Working paper.
- Aitamurto, T. (2011). *The impact of crowdfunding on journalism: Case study of Spot.Us, a platform for community-funded reporting*. *Journalism Practice*, 5(4), 429-445.
- Avnimelech, G., Harel, S. (2012). *Global venture capital 'hotspots': Israel*. in H. L. Mason, *Handbook of Research on Venture Capital: Volume 2*, 209-223.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1988). *The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle*. *Journal of Banking & Finance*, 22(6-8), 613-673.
- Buyserre, K. D., Gajda, O., Kleverlaan, Marom, D. (2012). 'A Framework for European Crowdfunding'. <http://www.crowdfundingframework.eu/> [accessed 10.7.2013]
- Carvajal, M., García-Avilés, J. A., González, J. L. (2012). *Crowdfunding and non-profit Media: The emergence of new models for public interest journalism*. *Journalism Practice*, 6(5-6), 638-647.
- Crowdsourcing. (2012). *Crowdfunding Industry Report: Market Trends, Composition and Crowdfunding Platforms*. <http://www.crowdfunding.nl/wp-content/uploads/2012/05/92834651-Massolution-abridged-Crowd-Funding-Industry-Report1.pdf> [accessed 10.7.2013]
- European Commission. (2012). *Annual report on small and medium-sized enterprises in the EU, 2011/12*. http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/supporting-documents/2012/annual-report_en.pdf [accessed 10.7.2013]
- European Parliament, 2004. *Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments*. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004L0039:EN:HTML> [accessed: 10.7.2013]
- Gupt, N., Yuan, K. (2009). *On the Growth Effect of Stock Market Liberalizations*. *Review of Financial Studies*, 22(11), 4715-4752.
- Kappel, T. (2009). *Ex ante crowdfunding and the recording industry: a model for the U.S.* *LLAE Law Review*, 375-385.
- King, R. G., Levine, R. (1993a). *Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right*. *The quarterly journal of economics*, 108(3), 717-737.
- King, R. G., & Levine, R. (1993b). *Finance, entrepreneurship and growth: Theory and evidence*. 32(3), pp. 513-542.
- Lehner, O. M. (2013). *Crowdfunding Social Ventures: A Model and Research Agenda*. *Routledge Venture Capital Journal*, 15(3).
- Lewton, K., Marom, D. (2010). *The Crowdfunding Revolution*. McGraw Hill Professional.

- Lukacs, E. (2005). *The economic role of SMEs in world economy, especially in Europe*. European Integration Studies, 1(4), 3-12.
- Milken Institute. (2012). *Crowdfunding: Maximizing the Promise and Minimizing the Peril - A Roundtable Discussion*.
<http://www.milkeninstitute.org/pdf/crowdfunding120827.pdf> [accessed 10.7.2013]
- Neste. (2012). *An introduction to crowdfunding*.
<http://www.nesta.org.uk/library/documents/IntroToCrowdfunding.pdf> [accessed 10.7.2013]
- OECD. (2010). *SMEs, Entrepreneurship and Innovation*.
- Surowiecki, J. (2005). *The Wisdom of Crowds*. Doubleday; Anchor.
- U.S Securities and Exchange Commission. (16 July 2012). *Accredited Investors*.
<http://www.sec.gov/answers/accred.htm> [accessed 10.7.2013]
- The Nathional Bureau of Economic Research. (2011). *The Geography of Crowdfunding*. Working Paper.
- ארבל, ע., לחמן-מסר, ד. (2010). *אשראי לעסקים זעירים: תמונת מצב, חסמים מרכזיים ותכנית פעולה לעידוד מתן אשראי*. מכון מילקן.
- בנק ישראל. (2013). *הצוות לבחינת הגברת התחרותיות בענף הבנקאות*. דוח מסכם.
- היימן-רייש, נ. (2011). *מידע אשראי לעסקים קטנים ובינוניים כהתמודדות עם חסמי אשראי*. מכון מילקן.
- הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. (2011). *הכנסות והוצאות מלכ"רים: 2010-2007*.
- הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים. (2011). *דו"ח אסטרטגי של מגזר העסקים הקטנים והבינוניים בישראל*.
- כהנוב, ש. (2012). *הגדלת היצע המימון לעסקים קטנים ובינוניים בישראל באמצעות קרנת פרייבט אקוויטי (Private Equity) - הצעה לשיתוף פעולה ממשלתי-פרטי*. מכון מילקן.
- לחמן-מסר, ד., כץ, א. (2011). *שוק הון חברתי בישראל*.
- מרכז המחקר והמידע. (2012). *הצעת התקציב של הרשות לניירות ערך לשנת 2012*. ירושלים: הכנסת.
- משרד ראש הממשלה. (2007). *החלטה מס. 2190 של הממשלה מיום 12.08.2007: ייעול ומיקוד הסיוע לעסקים קטנים*.
- פורום ון ליר למגזר השלישי. (2012). *עקרונות להסדרה חקיקתית של חוק עמותות חדש*. מכון ון ליר.
- צוות בין-משרדי. (2013). *הוועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח*. דוח ביניים.
- רשות ניירות ערך. (2007). *הצעה לתיקון התוספת הראשונה לחוק ניירות ערך בנושא הגדרת משקיע מתוחכם - טיוטה לתגובות הציבור*.
http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_1579.pdf [אוחזר 10.7.2013].
- רשות ניירות ערך. (2012). *מפת דרכים: יעדים ותכניות לשנים הקרובות - חלק II - הצעות להקלות ברגולציה: מסמך הערות לציבור*.