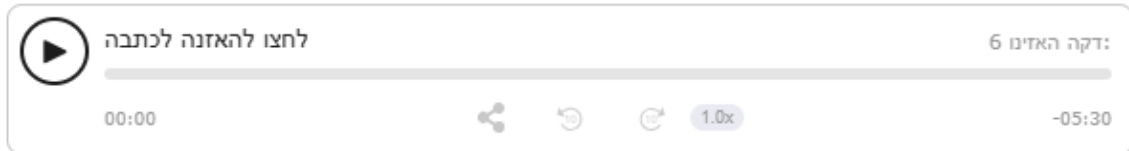


# תורת המשחקים של רשות ניירות ערך: דילמת המשקיע הכשיר

יגאל צמח 18.02.25, 10:18

[תגיות:](#) [משקיע כשיר](#) [השקעות לא סחירות](#) [רשות ני"ע](#)



Powered by [Trinity Audio](#)

הצעת חוק שהוגשה לאחרונה מבקשת להקל את התנאים להגדרת משקיע "כשיר" בישראל. בשלה העת ליישר קו עם הקריטריונים המקובלים בעולם ולאפשר למעגל רחב יותר של משקיעים ישראלים להנות מהיצע של הזדמנויות השקעה מבוקרות ואיכותיות, שהפכו לרובד בלתי נפרד מתיק הנכסים.

התפתחויות שונות, בין אם במסגרת דיוני רשות ניירות ערך או בהצעת חוק שהוגשה לאחרונה, מאותתות על כוונה מתגבשת להחיל, לכל הפחות לבחון, מספר שינויים בתנאים להגדרת "משקיע כשיר" בישראל. נכון להיום, הגדרת משקיע כשיר, לפי התוספת הראשונה לחוק ני"ע, מציבה שורה של תנאים ומדדים נוקשים במיוחד ביחס למקובל בעולם, אפקט שמצמצם לשיעור מזערי את מספר המשקיעים הכשירים בשוק המקומי - באופן אבסולוטי ויחסי.

## [רק מה שמעניין - הצטרפו לערוץ כלכליסט בטלגרם](#)

למעשה, מניחה הרשות, כי אנשים שצברו הון נזיל בלבד של כ-9 מיליון שקל לכל הפחות (הרף עודכן בתחילת השנה בהתאם למנגנון החישוב שמוצמד למדד ב-3 השנים האחרונות) הם מי שיש ברשותם לכאורה את הכישורים, הכלים והיכולות לבחון השקעות פרטיות באופן עצמאי, ואינם נדרשים להגנה רגולטורית הדוקה. הרציונל מאחורי אותן מגבלות ברור: ניסיון לשמור על ציבור המשקיעים הרחב, להגן על כספיו מפני השקעות לא ראויות, וחמור מכך תרמיות, ולהבטיח כי רק משקיעים אמידים יהיו חשופים להשקעות בלתי-סחירות, שלרוב כרוכות במגבלות מסוימות (העדר נזילות הכספים ותחנות יציאה קבועות מראש).

אבל השאלה המרכזית היא האם קביעת מגבלות די שרירותיות, וחריגות מאוד ביחס למקובל בעולם, הן הפתרון - או שמא אולי הן דווקא עשויות להסב לעיתים יותר נזק מתועלת?

**כשירים לא בהכרח חסינים**

הדרך לפיקוח אפקטיבי אינה טמונה ביכולת להגביל בצורה חריגה במיוחד את פלח המשקיעים הכשירים בישראל באמצעות תנאים נוקשים, שמתייחסים רק לנכסיו הנזילים של המשקיע, וגובה הכנסתו. דוגמה תמחיש היטב את האבסורד שעלול להיווצר. דמיינו מצב בו אדם מחזיק במספר דירות בבעלותו ומשקיע את יתרת כספיו באפיקים מסוימים - כך שאינו מחזיק ברגע נתון הון נזיל של מיליוני שקלים וסך הכנסתו השנתית אינה עולה על כ-1.5 מיליון שקל - באופן בלתי-הגיוני הוא נופל מחוץ להגדרת "משקיע כשיר". האם זו מגבלה יעילה שקולעת למטרת ההגנה על משקיעים, או שמא עיוות שמונע מאותו אדם להיחשף להשקעות איכותיות שמטרתן לייצר גיוון ולהוסיף ערך לתיק הנכסים? אין צורך להשיב על כך.

בהצעת חוק שהוגשה לאחרונה הוצע להחיל שינויים מהותיים בתנאים להגדרת משקיע כשיר בישראל, כאשר אם אחד מהם מתקיים ייחשב המשקיע כ"כשיר". כך, למשל, השווי הכולל של הנכסים הנזילים שבבעלותו עולה על 2 מיליון ₪; גובה הכנסתו בכל אחת מהשנתיים האחרונות עולה על 500,000 שקלים, או שגובה הכנסת התא המשפחתי עולה על 750,000 שקלים. הצעת החוק, לפי דברי ההסבר, נועדה להתאים את הגדרת "לקוח כשיר" בישראל לסטנדרטים המקובלים בעולם, להרחיב את הגישה להשקעות פיננסיות מורכבות לציבור הישראלי תוך הימנעות מפטרנליזם מיותר מצד המדינה.



ינאל צמח (צילום: יח"צ)

כדי להבין את השונות הגבוהה בין התנאים שנקבעו בישראל להגדרת משקיע כשיר ביחס לאלו במדינות מפותחות (Accredited Investor), די להסתכל על ארה"ב: בעוד בישראל מבחן ההכנסה דורש פי 8 מהשכר הממוצע במשק, בארה"ב מדובר במספר נמוך בחצי. הבדל נוסף, כאמור, נעוץ בכך שבישראל מבחן הנכסים חל על נכסים נזילים בלבד, ובארה"ב הוא כולל את סך כלל הנכסים (סחירים ובלתי-סחירים), פרט לשווי דירת המגורים. זה מבחן המשקף את "שווי נכסי ההשקעה" שברשות המשקיע.

למעשה, למרות הרצון להגן על משקיעים באמצעות תנאים מחמירים, הרגולטר "שופך את המים עם התינוק" בכך שדוחק חלק גדול מדי של משקיעים מאפיק השקעה חיוני ונחוץ. קשה למצוא בתנאים אלו היגיון מסדר אבל ההשפעה שלהם ניכרת בכך שהם מכווצים באופן דרמטי את המשקיעים הכשירים בישראל בהשוואה לחלק היחסי המקביל בשווקים מערביים אחרים. עיוות זה מייצר מגמה נגדית לזו שתופסת תאוצה בעולם: בעוד יותר ויותר משקיעים מגדלים את ההקצאה לנכסים אלטרנטיביים, במטרה לפזר, לגוון ולגדר את תמהיל ההשקעות, בישראל המשימה עבור רבים בלתי ניתנת להשגה.

# כלכליסט

לסיכומו של עניין, השקעות בלתי-סחירות אינן מתאימות לכל משקיע ואכן נדרש רף מסוים של הון, מומחיות והבנה. לצד זאת, ראוי שהרגולטורים יבחנו בכובד ראש שינוי של תנאי מבחן שווי הנכסים הנהוג בישראל, תוך התאמתם למקובל בעולם, צעד שיאפשר למעגל משקיעים רחב יותר להנות מהשקעות גם מחוץ לגבולות הבורסה, זאת תוך אסדרת השוק ופיקוח הדוק שיסכל את רצונם של גורמים מסוימים לנצל את הגבולות הרופפים של התחום האלטרנטיבי על-מנת להציע השקעות שכישלונן כמעט ידוע מראש.

**עו"ד יגאל צמח הוא יו"ר ובעלים של קרן גשרים**