

כנס התאגידים התשיעי של רשות ניירות ערך (2017)

מחלקה מקצועית - ינואר 2018

רקע והקדמה

ביום 4 בדצמבר 2017, קיימה רשות ניירות ערך את כנס התאגידים השנתי, התשיעי במספר (להלן - **"הרשות"** ו- **"הכנס"**, בהתאמה). את הכנס פתח עו"ד מוטי ימין, מנהל מחלקת תאגידים ברשות וזאת בסימן סיום תקופת הכהונה שלו ושל יו"ר רשות ניירות ערך, פרופ' שמואל האוזר בתפקידם. עו"ד ימין הציג את **האסטרטגיה, החזון, הדגשים ותכנית העבודה** של מחלקת התאגידים, אם כי פחות בראייה עתידית אלא כסיכום תמציתי אודות סיפורו של שוק ההון הישראלי בשנים האחרונות, החל מגיבוש אסטרטגיית הרשות, בדגש על פרויקט "מפת הדרכים" שפורסמה בשנת 2012 ולרבות בשנתיים האחרונות (2016-2017). כל זאת שלוב בתפיסה אשר הובעה פעמים מספר בשנים האחרונות, שיש למנוע "הרתעת יתר", קרי גישה המתייחסת לתאגידים המדווחים לא רק כמפוקחים, אלא גם כ**לקוחות** (תוך הגברת זמינות, פתיחות, הקשבה, מימד השירותיות של מחלקת התאגידים וכיו"ב) לכדי העברת המסר שכל עוד חברה פועלת לטובת מחזיקי האג"ח ובעלי מניותיה, היא תזכה לדלת פתוחה ולקשב מסגל הרשות. שלושת היעדים המרכזיים שנסקרו בקצרה: **הראשון**, להמשיך להגן על המשקיעים בשוק ההון ולהבטיח שקיפות נאותה, תוך שילוב כלי פיקוח, ביקורת ואכיפה. **השני**, היבט ההקלות ומדרג הדה-רגולציה **והשלישי**, פיתוח ושכלול של שוק ההון. לדברי מוטי ימין, ארבע שנים לאחר התחלת גיבוש היעדים - ניתן לראות שינויים בפועל בשטח: גידול בהיקף ההנפקות לראשונה בבורסה (IPOs); נרשמו הקלות משמעותיות לתאגידים מדווחים; הושקו מוצרים פיננסיים חדשים למיניהם בשוק ההון (דוגמת מניות בכורה ואג"ח שותפויות) לרבות בתחום של מוצרים פיננסיים עתידיים (כגון, איגוח וניירות ערך מסחריים במודל גמיש, כאלה שהושקו בפועל וכאלה שמחויבים עדיין בשינוי חקיקה). **במקביל לכך**, הוקמה תשתית פיקוח על חברות דירוג אשראי ותחום נוסף שניתן לו דגש ע"י סגל הרשות הינו פתרונות מימון לעסקים קטנים ובינוניים - **מימון המונים¹, הלוואות P2B²**, תוך ייסוד פיקוח של הרשות במיזמים אלה. כמו כן, במקביל לכך הקמת קרנות מימון אשראי לישויות קטנות ובינוניות (SMEs) וכן התוויה של תהליכי פיקוח הנדרשים להגנה על ציבור המשקיעים בדמות מענה רגולטורי לאתגרים המורכבים בנושא **המטבעות הדיגיטליים**. בנוסף, נסקרה בקצרה עבודת הצוות הבין-משרדי לעניין הקמת **בורסה ייעודית לגופים הקטנים והבינוניים** (ראה להלן) וכן ציוני תחומי פעולה נוספים הנמצאים ב"צנרת" ובהם ניתן למנות את המשך קידום פעילותה של הבורסה בארץ וקשרים אל מול בורסות במזרח, נושא האיגוח והקמת ה-PCAOB כפיקוח על פירמות ראיית חשבון בישראל. לסיום, ציין עו"ד ימין את ההשקעה, הלימוד וצבירת מומחיות באופן מתמשך שהיו מנת חלקה של המחלקה בשנים האחרונות וכי הוא מאמין כי הצעדים שנעשו, פרויקטים שקודמו והרוח החדשה בשוק ההון, כל אלה בשילוב

¹ כזכור, **"מימון המונים" (Crowdfunding)** הינו מודל לגיוס כספים מהציבור הרחב באמצעות פלטפורמה אינטרנטית, כאשר הרעיון העומד בבסיסו הוא גיוס סכומים קטנים מציבור גדול של אנשים.

² בחודש דצמבר 2015 אישרה הכנסת ופורסם ברשומות החוק לקידום השקעות בחברות הפועלות בתחומי הטכנולוגיה העילית (היי-טק) (תיקוני חקיקה), התשע"ו-2015. חוק זה תיקן את חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 כך שהוסף סעיף 15ב(א4) אשר עיגן את אפשרות ביצוע **מימון המונים** על ידי תאגידים בתמורה לניירות ערך, **בפטור מחובת תשקיף**. מכוח סעיף זה גיבשה רשות ניירות ערך את התקנות בדבר **אסדרת התרת מימון הלוואות המונים לתאגידים בפטור מתשקיף** (P2B - Peer to business Lending), כפי שעוגן בחודש יוני 2017 **בתקנות ניירות ערך (הצעה באמצעות רכז הצעה), התשע"ז - 2017** ואשר מועד תחילתן **ביום 26 בדצמבר 2017**. לקישור לקובץ התקנות כפי שפורסם ברשומות **לחץ/י כאן**.

צעדים מתבקשים נוספים יביאו "להבשלת הבוסר" - לכדי הפיכת ישראל למרכז פיננסי לגיוסי הון ואשראי ומרכז למשקיעים (Financing Nation).

בהמשך החלק הפותח של הכנס, הציג מנהל מערך גילוי ודיווח במחלקת התאגידים, רו"ח אילן ציוני, את הליכי **הקמת בורסה ייעודית לחברות קטנות בישראל** לאור החלטת שרי האוצר והמשפטים בעניין, תוך מעורבות של רשות ני"ע וגורמים נוספים. תחילה, הציג רו"ח ציוני סקירת נתונים אודות קיומן של בורסות משניות בעולם, כמו גם סקירת **השווקים המשניים** והתפתחותם במהלך השנים (אל מול צמיחה מתונה בהתפתחות השווקים העיקריים), היקף הפעילות של **עסקים קטנים ובינוניים** בארץ (בהתאם לנתוני משרד הכלכלה, כ-70,000 עסקים המהווים כ-28% מסך כמות העסקים בארץ) וקישור של כלל ההיבטים לשאלה האם נחוץ למעשה להקים בורסה נוספת בישראל? דהיינו, האם יש צורך כזה בהינתן מה שקורה בעולם³. הודגש כי כללן כעיקרן של **מטרות** הקמת בורסה משנית בישראל הינן להנגיש לאותן חברות קטנות אפשרויות צמיחה בכדי שתוכלנה להגיע לשווקי ההון הראשיים תוך גיוון מקורות ההשקעה למשקיעים בשווקי ההון ולצד זה ישנה מטרה שאותן חברות יסחרו בארץ ויתרמו לתוצר, לצמיחה במדינה כמו גם שתהיה הגדלת החשיפה של אותן חברות לצמיחה (בעוד הצמיחה כיום "מדלגת" על אותן חברות). כהמשך לאמור לעיל, הוצגה פעילות צוות שהוקם לדון בנושא ואשר **המלצותיו** פורסמו במסגרת דוח ביניים בסוף חודש נובמבר 2017⁴. עיקרי המלצות שנסקרו הינן להקים בורסה ייעודית למסחר עבור תאגידים קטנים ובינוניים (בין אם כגוף נפרד בבורסה בת"א או מחוצה לה⁵), בפיקוחה של הרשות לניירות ערך ותוך מינוי **ספונסר** (פונקציה אשר תפקידה העיקרי הוא ללוות את החברות בביצוע בדיקת הנאותות טרם הרכישה, עבור דרך ההנפקה וחיבור לשוק ההון). עוד הוצע שמבחינת מאפייני הפעילות יהא לחברות בבורסה ותק פעילות לפחות בן שנה **וללא הגבלה** על ענפי פעילות (מתוך מגמה להנגיש את הבורסה הנ"ל לכמה שיותר ענפים), בפן של מאפייני שווי וסחירות מוצע ששווי חברה בעת ההנפקה לראשונה (IPO) **לא יעלה** על 300 מיליון ש"ח (אחרי הכסף) ושהיקף הגיוס **לא יפחת** מ-6 מיליון ש"ח. כמו כן, ייקבעו כללי מעבר בין הבורסות (דהיינו, מעבר מהבורסה הראשית למשנית ולהיפך). כל זאת, תוך מתן אפשרות לביצוע הצעה שאינה אחידה בעת IPO. בנוגע **להנפקת חוב**: היבט שאינו נפוץ בעולם בבורסה משנית, אולם נראה כרלוונטי לאור צרכי השוק בישראל - בעניין זה מומלץ כי יונפק חוב עד לגובה 36 מיליון ש"ח בלבד ולא יותר מ-100% מההון המונפק בבורסה הייעודית (יצירת כרית ביטחון ועידוד של **הנפקות הון** על פני חוב). הוצגו גם ההקלות בחובות גילוי ודיווח⁶ וכן הקלות בממשל תאגידי ועסקאות בעלי שליטה⁷, כמובא בהמלצות הצוות. זאת ועוד, צוין כי כל המהלך הנ"ל מלווה אגב סדרה של **תמריצים** ובהם, צמצום עלויות IPO ורישום למסחר, סבסוד ביצוע אנליזות, תמריצים למשקיעים מוסדיים וכן קביעת תמריצי מס שונים.

את החלק הפותח נעל יו"ר הרשות, פרופ' שמואל האוזר, אשר דבריו התאפיינו בסיכום תקופת כהונתו ברשות לאחר כשש שנים וחצי, נוכח היותה של שנת 2017 שנת שיא של הנפקות חברות בבורסה (לראשונה זה מספר שנים נרשם גידול בהיקפי המסחר המלווה בעלייה מתונה בכמות החברות הנסחרות), ולאחר תקופה בה הרשות ביקשה חרף קשיים ואתגרים, להשיב את אמון הציבור בשוק ההון הישראלי.

עיקרי דבריו של שמואל האוזר נסובו סביב הכותרת שהציג - **"המהפך של אתמול - האתגר של המחר"**. בחלק הראשון של דבריו, **"המהפך של אתמול"** - נסקר המהפך המשמעותי - **"האבנים הגדולות"** של

³ יצוין כי החל משנת 2002 ואילך הוכפל מספרן של הבורסות המשניות בעולם כאשר 18% מכלל החברות הנסחרות בשווקים הבינלאומיים נסחרות בהן.

⁴ לקישור להודעה באתר הרשות בדבר הגשתן של **המלצות הצוות הבין-משרדי** לבחינת הקמת בורסה לחברות קטנות ובינוניות לשר האוצר ולשרת המשפטים **לחץ/י כאן**. סגל הרשות ביקש להגיב על אותן המלצות שפורסמו (המועד האחרון להערות הציבור היה עד ליום 27 בדצמבר 2017), זאת בתקווה להשלים את המעבר על הערות הציבור ולהשלים את החקירה כבר במהלך שנת 2018.

⁵ יצוין כי במסגרת **סקר מקדים** שביצעה מחלקת תאגידים של הרשות לבאי כנס התאגידים השנה, במענה לאחת מן השאלות שהוצגה לעניין מבנה הבורסה הייעודית, עלה כי 60% מן הנשאלים מאמינים כי הדרך הנכונה להקים בורסה ייעודית לישויות SMEs הינה באמצעות פעילותו של גוף נפרד אולם כזה שיפעל **במסגרת הבורסה הקיימת בת"א**.

⁶ הקלות אלה כוללות התייחסויות להיבטים הבאים: לעניין **תדירות** פרסום דוחות כספיים - הבחנה בין **מנפיקי הון** בלבד (ככלל, דיווח לפי מתכונת חצי שנתית אלא אם לא קיימות הכנסות ממכירות, ואז מתכונת הדיווח תהא שנתית בלבד) **למנפיקי חוב** (ככלל, מתכונת דיווח רבעונית), הכללת דוח הנהלה מורחב **ללא** פרק תיאור עסקי התאגיד, **ביטולם** של חובת צירוף הערכות שווי, דוחות סולו ו-ISOX, מתן אפשרות לעריכת הדוחות הכספיים לפי כללי ה-IFRS או US GAAP או אף Israeli GAAP וכן **צמצום באופן ניכר** של חובת פרסום של דיווחים מיידיים (דיווחים על אירועים מהותיים בלבד **והארכת** פרק הזמן כמוגדר בחוק הנדרש לדיווח **על אירוע מהותי**) וצמצום הגילוי הניתן כיום בגין תגמולים לנושאי המשרה הבכירה בחברה.

⁷ בין ההמלצות בפן זה, נכללו הקלות מוצעות בדבר **פטור** מאישור תנאי כהונה והעסקה של מנכ"ל ואישור מדיניות תגמול בידי האסיפה הכללית וכן **הסרת הדרישה** מאישור האסיפה במצבים של כפל כהונה של יו"ר-מנכ"ל.

השינויים בשוק ההון. שורה ארוכה של אותם מאות יוזמות חקיקה, מהלכים ורפורמות שמהותן ותכליתן הינן יצירת מדרג רגולציה והקלות ברגולציה⁸ בעוד בחלק השני - הוצג **החזון**, להפוך את שוק ההון למעצמה. בדומה לשנים שקדמו, נושא מרכזי אשר הוזכר הוא **השינוי שחל במבנה הבורסה** (הפיכת הבורסה למנגנון דומה לחברה ציבורית תוך מתן מענה לסוגיית ניגודי העניין בו מצוי כיום מנגנון הבורסה ומתוך רצון להביא חברה בורסה חדשים, כחלק ממהלך אשר יאפשר הוזלת עלויות הקשורות לבורסה).

מעבר לכך "אבנים נוספות", בעיני יו"ר הרשות, אלה **זירות סוחר ואופציות בינאריות** - הסדרת פעילות שוק זה (כולל תיקון חוק שאוסר מסחר באופציות בינאריות בתמיכה אקטיבית של משרד האוצר ומשרד המשפטים) וכן תחום הפעילות של **תעודות הסל** (הסדרת פעילות זאת תחת חוק הקרנות כתיקון שנועד לפתור מצב בעייתי, בדמות צמצום משמעותי של רגולציה קיימת וצירופם של שחקנים חדשים). **מגמה נוספת** - זוהי **הגברת האכיפה הפלילית**: אי סבלנות וסובלנות להפרות חוק (הודגמו המקרים בשנים האחרונות של החקירות בסימנס, אי.די.בי. ובזק) תוך חתירה בלתי פוסקת להתייעלות משמעותית בהיבט ההצטיידות באמצעים טכנולוגיים. לצד זאת, חל שינוי בצעדי **האכיפה המנהלית** (מעבר לאיסור מידתי והוגן כך שעולים אך ורק המקרים המשמעותיים בביצוע ההפרה תוך התמקדות ברשלנות החברה).

"האתגרים של מחר" - בין היתר יוחדו דבריו של יו"ר הרשות, כהמשך לדבריו של מנהל מחלקת התאגידים, לאתגרים הכרוכים בהגשמת החזון שהבורסה בת"א תהווה מרכז פיננסי בינלאומי תוך הגדלת נגישות ולעורר עניין בקרב משקיעים בחברות ובעולם (כל זאת תוך קיומה בורסה משנית אשר תחלק את מקורות ההון וגם את הבורסה בת"א וכן גם מכוח **הרחבת** הסדר הרישום הכפול כמהלך שיש להשלימו) כמו גם נוכח היבטי השעה, לעניין הפן של הגידול המסחרר בהיקף המסחר **במטבעות דיגיטליים** (צמיחה פי 16 במרוצת השנה) וכי נוכח הטענות אודות קיומה של בועה (שכן אין כל מידע על ביקוש והיצע ואיזה גורם שולט בכך), עולה הצורך בביצוע סדר בנוגע לאותם מטבעות בכפוף למנגנון פיקוח על מנת שהדברים לא יצאו מכלל שליטה⁹.

בסיפא של דבריו ציין פרופ' האוזר כי נדרש כל העת להמשיך ולשקול את האיזון הנכון (trade-off) בין השמירה על רגולציה המאפשרת קיום ממשל תאגידי **איכותי** ועצם **החשיבות העליונה של שקיפות** החברות הציבוריות בעיני הציבור לבין המשך מתווה ההקלות ברגולציה (דהיינו, לדוגמה מחד, מינוי דח"צים, עמידה בהוראות תיקון 20 לחוק החברות וכדומה ומאידך, בה בעת, הפחתת הרגולציה באותם תאגידים בדרך של הודנה רגולטורית, קביעת תמריצי מס וכיו"ב).

במהלך הכנס, התארחו שר האוצר, מר משה כחלון (בשיחה עם העיתונאית רינה מצליח, נציגת חברת החדשות) ושר הכלכלה והתעשייה, מר אלי כהן (בשיחה עם יהודה שרוני, הפרשן הכלכלי של עיתון מעריב). בין יתר ענייני השעה, נשאל **שר האוצר** על רפורמת המס הנבחנת במשרדו, על קידומו את פרויקט "מחיר למשתכן" (כחלק מצעדי הממשלה בתחום הדיור), בנוגע לכוונתו לחולל רפורמה במערכת הבנקאית (בין היתר, באמצעות הפרדת חברות כרטיסי האשראי מהבנקים בארץ) וגם באשר ליוקר המחיה (תוך שהוא צופה ששנת 2018 תהא שנה בה תימשך הצמיחה, תוך גידול בעסקאות של מיזוגים ורכישות וכניסה של חברות חדשות לשוקי ההון). כמו כן, הביע השר את דעתו החיובית לגבי הקמתה של בורסה ייעודית לתאגידים קטנים תוך שהוא חולק שבחים ליו"ר הרשות היוצא על עשייתו המבורכת בכלל התחומים ובצינו את התרשמותו החיובית מענת גואטה כמועמדת לתפקיד יו"ר הרשות הבאה. **שר הכלכלה והתעשייה**, נשאל גם כן שורה ארוכה של שאלות בהיבטים ובסוגיות העומדות על הפרק בכלכלה הישראלית, בדגש על דעתו וגישת משרדו בכל הנוגע להפחתות מיסים אפשריות בארץ. כמו כן סקר השר את תפיסתו בנוגע

⁸ בדבריו הציג יו"ר הרשות את **המהפך** שחל מיישום סט כללים אחיד **ללא הבחנה** בין גודל החברות (בדגש על כללי ממשל תאגידי, ISOX, חוק הריכוזיות וכיו"ב) לכדי **מעבר ליצירת רגולציה מאוחדת** שתפקידה הגנה על ציבור המשקיעים מתוך התפיסה **שאין כל הצדקה** להתייחס לכלל החברות הנסחרות כמקשה אחת. כל אלה הובילו ליכולת של חברות קטנות לגייס הון כאמור במנגנון של מימון המונים או הלוואות המונים, הקלה לגבי פרסום דוחות של תאגידים קטנים, הקלות לחברות מו"פ, יצירת בורסה ייעודית ל-SMEs (כמובא לעיל), הסרת חסמי מס ורפורמה גם בתחום קרנות הנאמנות וניהול תיקים (דוגמת הורדת דמי הניהול והפחתת אגרות).

⁹ במסגרת דבריו, ציין עוד יו"ר הרשות כי אין הדבר אומר שאין מקום למטבעות דיגיטליים בשוק ההון וכי לשם כך הוקמה על ידו ועדה לבחינת הצורך באסדרת הנפקת מטבעות דיגיטליים מבוזרים לציבור אשר נקבע כי על מסקנותיה להיות מוגשות עד לתום חודש דצמבר 2017 (להודעת הרשות בדבר הקמת הוועדה כאמור **לחץ/י כאן**). בנוסף, יצוין כי ביום 4 בינואר 2018, פרסמה הרשות הצעה לבחינת תיקון תקנון הבורסה בדבר פעילות חברות בתחום מטבעות קריפטוגרפיים מבוזרים. ההצעה, המובאת להערות הציבור, היא בדבר הגבלת הכללתן של חברות שעיקר פעילותן הוא השקעה, אחזקה או כרייה של מטבעות קריפטוגרפיים במדדי הבורסה **והגבלת כניסתן** של חברות אלה לבורסה במקרים בהם התקיימו תנאי סף המצביעים על פעילות עסקית משמעותית. הערות ותגובות על ההצעה תתקבלנה עד ליום 25 בינואר 2018. להצעה כפי שפורסמה באתר הרשות **לחץ/י כאן**.

למצבם של עסקים קטנים ובינוניים ולפעילות רשות החדשנות במשרדו מתוך מטרה לסייע לחברות וגופים אלה בפעילותם וכן התייחס להיעדר התחרות כיום בשוק הבנקאות בישראל.

הכנס **נחתם** בפאנל בהשתתפות יזמים ומנהלים בתחום האינטרנט ומנהלת היחידה למימון עסקים קטנים ובינוניים במחלקת תאגידים. שני הנושאים המרכזיים שהוצגו ונדונו בפאנל נסובו סביב **מימון המונים** (סיכויים לצד סיכונים, הגנות ומגבלות שקיימות בתחום חדש זה וכיצד, לצד היתרונות הקיימים באפיק זה, סגל הרשות מודע לסיכונים הקיימים) וכן תחום **המטבעות הדיגיטליים** ("העולם של ביטקוין", האם אין יותר מקום לבנקים במערכת הפיננסית והצעדים שייתכן שיש לנקוט כתגובה רגולטורית). במהלך דיוני הפאנל נחשפו תוצאות לשאלות שהוצגו בסקר מקדים שנערך בקרב באי הכנס ובמסגרתו נמצא כי 70% מהמשתתפים השיבו כי הם היו מעוניינים להשקיע, בסכומים שונים, בניירות ערך בפלטפורמה של מימון המונים וכי 82% מהנשאלים מאמינים כי נדרש מנגנון כלשהו לפיקוח על שוק המטבעות הדיגיטליים. במהלך הכנס הוצגו ונסקרו מגוון נושאים כלהלן (שלא בהכרח בהתאם לסדר העברתם הכרונולוגי):

המושב החשבונאי: היבטים באכיפה החשבונאית - הנושאים שנדונו במושב זה כללו, בין היתר, סוגיות חשבונאיות שונות (לרבות בקשר להיערכות ליישום הצפוי של תקני דיווח כספי בינלאומיים IFRS 15, IFRS 9 ו-IFRS 16), אומדנים, פרופורמה, ביקורת ומה שביניהם, סוגיות במכשירים פיננסיים והערכות שווי, גילוי אפקטיבי - היבטים מעשיים, קשיי נזילות ואי וודאויות פיננסיות, תכנוני מס - היבטי גילוי ומדידה, ביקורת בתאגידים ועוד.

- **המושב המשפטי: גילוי, דיווח וממשל תאגידי** - הנושאים שנדונו בתחום זה כללו, בין היתר, את רפורמת מדרג הרגולציה, גיוון הנפקות ומכשירים פיננסיים, אפקטיביות עבודת הדירקטוריון, מסחר דואלי בעידן הגלובלי, אג"ח וחברות בהסדר, יזמות בשותפות ציבורית, מדירוג ועד סייבר (הפיקוח על חברות דירוג האשראי והיבטים הנגזרים מסיכונים בתחום הסייבר) ועוד.

סקירת עיקרי הנושאים המרכזיים אשר נדונו במסגרת המושב החשבונאי

כמידי שנה, פתח את המושב, החשבונאי הראשי של רשות ני"ע, רו"ח יהודה אלגריסי. לדבריו, ניתן לסכם את השנה החולפת בהתחדשות בדיווח הכספי במימד המעבר לאפשרות דיווח לפי פורמט חצי שנתי בחברות קטנות (ע"ב וולנטרי) והדגש של ההשלכות הצפויות על חברות בעקבות הכניסה לתוקף של תקני דיווח כספי בינלאומיים IFRS 15 (הכרה בהכנסה) ו-IFRS 9 (מכשירים פיננסיים) שייכנסו כזכור לתוקף מחייב בתחילת 2018.

מעבר לדיווח חצי שנתי - תיקון לתקנות ני"ע אשר איפשר לחברות שהינן תאגידים קטנים שאין להן תעודות התחייבות (אג"ח) בציבור לעבור למתכונת דיווח חצי שנתי. צוין כי ניתן היה לאמץ את ההקלה הנ"ל עד ליום 31 במאי 2017 ובהמשך, עבור אותן ישויות שהתקנות חלות בעניינן ולא בחרו ביישום ההקלה, ניתן יהיה לאמץ במהלך רבעון ראשון של כל שנה (עם זאת, בחינת יישום ההקלה בגין תשקיפים של הנפקה לראשונה לציבור (IPO) תיעשה בהתאם לרלוונטי בסמוך למועד הנפקה)¹⁰. הוצגו נתונים כמותיים עם מגמות די ברורות לפיהן מתוך 177 תאגידים נסחרים להם ההקלה רלוונטית, 81% מהחברות ואשר שווין הוא עד 100 מיליון ש"ח בחרו ביישום ההקלה וכי ככל ששווי השוק של חברה עולה, כך הבחירה באימוץ ההקלות הולך ופוחת. צוין כי בכוונת סגל הרשות להמשיך ולבחון את דפוס ההתפלגות כאמור גם בהמשך.

יישום לראשונה של תקן דיווח כספי בינלאומי 15, הכנסות מחוזים עם לקוחות (IFRS 15) והיערכות ליישום הצפוי של תקן דיווח כספי בינלאומי 16, תכירות¹¹ (IFRS 16) - צוין כי מירב ההיערכות והמאמץ בחברות הוא סביב היישום לראשונה של IFRS 15. הציפייה שעיקר עבודת ההיערכות כבר נעשתה ע"י

¹⁰ לחוזרים מקצועיים שפרסמה המחלקה המקצועית אודות יצירת מדרג רגולציה על דרך של ביטול חובת פרסום דוחות כספיים לרבעון הראשון והשלישי על ידי תאגידים קטנים שלא הנפיקו תעודות התחייבות (פרסום התיקון לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התשע"ז-2017 (מרץ 2017)) ולעניין פרסום עמדה משפטית 104-18: מתכונת הדיווח של תאגיד קטן פטור (אפריל 2017) ע"י סגל הרשות לני"ע ועדכונים לעמדה משפטית זו (מאי 2017; אוגוסט 2017) לחצי/אן, כאן, כאן ו-כאן.

¹¹ יוזכר כי מועד היישום המנדטורי של IFRS 15 הינו החל מתקופות דיווח שנתיות המתחילות ביום 1 בינואר 2018 או לאחריו, כאשר יישום מוקדם אפשרי. מועד היישום המחייב של IFRS 16 הינו החל מתקופות דיווח שנתיות המתחילות ביום 1 בינואר 2019 או לאחריו. יישום מוקדם של IFRS 16 אפשרי (אולם רק לישויות שתבחרנה ליישם את IFRS 15 בד בבד עם יישום IFRS 16 או קודם ליישומן).

החברות. במסגרת נתונים שנאספו עולה כי נכון לתום רבעון שני 2017, 30 חברות יישמו את התקן ביישום מוקדם (26 מתוכן בתחום הנדל"ן היזמי). הציפייה היא שדיווחי חברות אלה יסייעו ליתר השוק בצבירת הניסיון וביישום המענה שהתגבש לשאלות יישומיות (כולל גם במסגרת פניות שהצטברו בנושא ברשות). הוזכרה **עמדת סגל חשבונאית 4-11** (דצמבר 2016), והקווים המנחים שהותוו במסגרתה לעמידה בדרישות הגילוי מכוונה ולרבות ההבהרה שפורסמה בנושא בחודש אוגוסט 2017 (עקרונות הגילוי הכמותי והאיכותי המצופה עד ליישום התקן לראשונה)¹². **ממדגם** שביצע סגל הרשות עולה כי 73% מחברות המדגם ציינו שההשפעה עליהן אינה צפויה להיות מהותית ונכלל גילוי מתאים בנושא. באשר לאותן חברות אשר כללו גילוי כמותי, 68% מן החברות כללו הערכה ספציפית (בעוד היתר כללו טווח השפעה). מכל מקום, בפילוח ענפי נראה כי ענף הנדל"ן היזמי הוא הענף הצפוי להיות מושפע מהותית מיישום של IFRS 15. זאת ועוד, רו"ח אלגריסי התייחס גם לדוח ממצאים שפורסם ע"י ה-ESMA (רשות ניירות ערך האירופית) באשר לממצאי הגילויים שנכללו בדוחות חברות באיחוד האירופי לפיהם נרשם היקף גילוי חסר עד כה בדוחות חלק מן החברות ולפיכך הוחלט לבדוק את טיב איכות הגילוי במסגרת הדוחות הכספיים לשנת 2017. לסיכום צוין כי הציפייה מהתאגידים הינה לראות **גילוי מלא** אודות השפעות צפויות של IFRS 15 לרבות המדיניות החשבונאית הצפויה. בנוסף, סגל הרשות מצפה אף לראות יישומם של עקרונות הגילוי מתוקף עמדה 4-11, בשינויים המחויבים, גם בהתייחס ליישום הצפוי של IFRS 16 וזאת מכוח עמדת סגל חשבונאית 2-19: גילוי בדבר השפעות יישום תקן דיווח כספי בינלאומי 16 אשר פורסמה בחודש דצמבר 2017¹³.

לנוסחים מוצעים בקשר להכללת המידע בדוחות הכספיים לשנת 2017 בדבר ההשפעות האפשריות הצפויות של היישום לראשונה של התקנים IFRS 15 ו-IFRS 16 ראה במסגרת ביאור 2(ז)2(4) ו-2(ז)4(4) לדוחות הכספיים המאוחדים לדוגמה לשנת 2017, שפרסמה המחלקה המקצועית בסוף חודש דצמבר 2017 (עמודים 85-89 ו-91-94, בהתאמה) - לקישור לחץ/י כאן.

להלן עיקרי יתר הנושאים והדגשים השונים שהוצגו במושב החשבונאי:

1. דוח הסולו ותפיסות היסוד בעבודת היחידה המקצועית החשבונאית ברשות

- תחילה, הוצג בתמצית התהליך שנעשה כה ברשות בקשר למתכונת דוחות הסולו ו**מודל הגילוי המוצע** לגבי המידע הכספי הנפרד, החל משנת 2011 וכלה במודל המתגבש (נובמבר 2017). במסגרת המודל העדכני, יידרש מתן מידע בתלות בסוג התאגיד (חברות ציבוריות אשר הנפיקו מניות בלבד לעומת חברות אשר הציעו אג"ח לציבור).
- מידע צופה פני עבר: יינתן ע"י **כלל** התאגידים המדווחים אחת לשנה בדוח התקופתי. יחד עם זאת, ניתן יהיה **להימנע** מהכללת מידע ככל ואין שינוי/אין במידע משום תוספת מהותית למשקיע. הנ"ל כולל מתן גילוי אודות נתונים ופריטי מידע רבים, בין היתר בגין - דמי ניהול, דמי ייעוץ, השקעות בחברות, ריבית, מידע אודות חוב (כולל מיקום חוב משמעותי בקבוצה, קיומם של שעבודים, מגבלות על מעבר משאבים בשרשרת ההחזקות בקבוצה), גילוי אודות ערבויות (בציון הנערבת, סכום נומינלי, כולל מידע שיאפשר להעריך סיכון גלום), החזקות חברות נסחרות (כולל שווי שוק), אמות מידה פיננסיות וכן מידע אודות נכסים נזילים. כל זאת, כחלק מפרק מימון ונזילות מבוסס עבר.
- מידע צופה פני עתיד: החלת מודל דיווחי זה על תאגידים שהציעו אג"ח לציבור **בלבד**. תדירות הדיווח תהיה ככלל על בסיס שנתי בצירוף תזרים חזוי לשנה (עם אפשרות פטור מהכללת הנתונים בליווי הצהרת דירקטוריון בנושא) ובמידה ויתקיימו סימני אזהרה, כי אז יידרש פרסום

¹² לחוזרים מקצועיים שפרסמה המחלקה המקצועית בנוגע לעמדת סגל חשבונאית מספר 4-11 וכן אודות שאלה ותשובה שפורסמה לעמדת סגל זו לחץ/י כאן ו-כאן.

¹³ עמדת סגל 2-19 מבהירה כי מקום בו השפעות היישום לראשונה של IFRS 16 על חברות צפויות להיות משמעותיות, על חברות לכלול כבר בדוחותיהן הכספיים לשנת 2017, מידע שיאפשר למשתמשים בהם להבין את השפעותיו העיקריות הצפויות של התקן, ואת ההשלכות הצפויות של יישומו, כמפורט בעמדת סגל חשבונאית מספר 4-11: גילוי בדבר השפעות יישום IFRS 15 (דצמבר 2016) ובשאלה ותשובה כאמור לעמדת סגל זו. ציפיית הרשות הינה כי בדוח השנתי 2017 יינתנו השינויים המהותיים במדיניות החשבונאית, עד לדוחות מחצית 2018 תינתן השפעה כמותית ובדוח השנתי 2018 יותאמו ככל שרלוונטי גם השפעות נוספות של יישום התקן. לחוזר שפרסמה המחלקה המקצועית בנוגע לעמדת סגל 2-19 לחץ/י כאן.

תזרים מזומנים חזוי לתקופה בת שנתיים. זאת ועוד, הרשות מציעה לפטור מהכללת דוח הסולו ככל שהאג"ח נפרעו במלואן **טרם** מועד פרסום הדוחות הכספיים.

בכך רואה הרשות צעד **שמשנה את תחולת הסולו**, תוך הצגת מידע רלוונטי למשקיעים. צוין כי בקרוב יפורסם מודל הגילוי המעודכן להערות הציבור¹⁴.

- הוצגו **תפיסות היסוד** הנטועות בבסיס עבודת היחידה המקצועית החשבונאית במחלקת התאגידים - בחינה בראייה כלכלית ושיקוף חשבונאי של המהות הכלכלית בדוחות הכספיים. דהיינו, כל עוד מופעל שיקול דעת ע"י החברה, עם הערכה ראוייה של החלופות הקיימות לטיפול החשבונאי, תוך הכללת גילוי רלוונטי בהתאם לעניין וללא ניצול היבטים שונים לרעה, צוין כי סגל הרשות אינו נוטה להתערב ביישום החשבונאי הנבחר ע"י חברות. הרשות מעודדת חברות לפנות אליה מבעוד מועד בכדי להגיע לוודאות רבה ככל הניתן באשר לנאותות הטיפול החשבונאי אשר ברצותן ליישם.

- דוגמה להחלת תפיסת עבודה זו, ניתנה סביב בחינת סוגיית אובדן שליטה¹⁵. צוין ככלל כי שינוי כזה מתרחש בעקבות שינוי משמעותי בנסיבות ההחזקה כאשר סגל הרשות בוחן מנעד של פרמטרים ומצבים בהתאם לקביעות התקנים IFRS 10 (דוחות כספיים מאוחדים), IAS 28 (השקעות בחברות כלולות ובעסקאות משותפות) ו- IFRS 3 (צירופי עסקים) לעניין **קיומה של שליטה** אם לאו וכן ככל שקיים אובדן שליטה, כיצד יש להמשיך ולבחון את מהות ההשקעה שנותרה (האם קיימת השפעה מהותית או שמא המדובר בהחזקה בנכס פיננסי). בין היתר, הוזכרו שיקולים כגון השינוי שחל בשיעור ההחזקה וגודל ההחזקה, פיזור שיכול לחול בזכויות, קיומן של זכויות מיוחדות למחזיק (השתתפות בוועדות, רקע מיוחד, נקודת המוצא בהחזקה - מהו מעמד המחזיק; מה קורה דה-פקטו: האם המשקיע הוא דמות משמעותית בחברה לרבות קיומן של אינטרסים נוספים וכן לרבות שיקולים אודות מגבלות החלות על המחזיק).

- נושא נוסף שהודגם הוא בפן של הכרה בהכנסות (ברוטו או נטו (קרי, שיקולי צד עיקרי-סוכן) - צוין כי ללא קשר לכניסתו הצפויה לתוקף של IFRS 15, קיימים מכלול של שיקולים הנבחנים ע"י סגל הרשות בקשר לסוגיה זו. בין ההיבטים הנבחנים ניתן למנות את הבאים: מהי מידת הגמישות בתנאי העסקה, אופן ניהול המלאי, שיטת ההמחרה וסיכון הרווחיות, מה קובע הדין לגבי החזרות (כגון למשל בחברות תרופות), מה קורה כאשר מתבצעים שינויים למוצר, מה קורה בעת default (נזק למוצר כשגורם לא שילם) וכיו"ב. בהקשר לכך, חודד כי אם קיים ספק בהכרעה האם חברה מתפקדת בכובע של ספק או סוכן, אזי יש מקום **להפעלת שיקול דעת עסקי** במגוון הנסיבות ובמקרים אלה רשות נ"ע לא תתערב. בנוסף צוין והודגש כי שינוי משמעותי בשיטת ההכרה בהכנסות (קרי מברוטו לנטו או להיפך) יכול שיתרחש ויחשב כאפשרי **רק כאשר** חלים שינויים משמעותיים באופן ההתקשרות, במודל העסקי לפיו פועלת החברה וכדומה.

2. סוגיות במכשירים פיננסיים ובהערכות שווי

בחלק זה נסקרו חלק מהסוגיות אשר נדונו ברשות במהלך השנה האחרונה (**שלוש** סוגיות שרלוונטיות ליותר מתאגיד מדווח אחד).

• עלויות עסקה - נדל"ן להשקעה

ככלל, בעת הרכישה של נדל"ן להשקעה צפוי שיווצרו עלויות עסקה מרובות, לרבות בגין דמי תיווך, עלויות משפטיות, אגרות ומסי רכישה, בדיקות נאותות ועלויות אחרות. ברשות נתקלו במצבים בהן אותן העלויות מגיעות עד כדי כ- 20% לערך מהשווי ההוגן של הנכס. בפרט, הוצגה דוגמה להמחשה

¹⁴ לחזור מקצועי שפרסמה המחלקה המקצועית העוסק בנוסח האחרון של הצעת החקיקה לעניין מידע כספי נפרד (דוח סולו) כפי שפורסם ע"י סגל הרשות להערות הציבור (מרץ 2016) לחץ/י כאן.

¹⁵ לפניה מקדמית שפורסמה השנה בנושא אובדן שליטה ומועדו עקב שינויים בזכויות (דצמבר 2017) ולתשובת סגל הרשות לחץ/י כאן, כאן, כאן, כאן, כאן.

בנושא של מס רכישה בשיעור של 8%. אף שפריטים כאמור מהווים חלק **מעלות** הנדל"ן להשקעה בהכרה לראשונה, הם אינם יכולים להיחשב כחלק מהשווי ההוגן, שכן ההגדרה ב- IFRS 13 של **שווי הוגן** היא 'מחיר יציאה' (Exit price), דהיינו, המחיר שהיה מתקבל ממכירה של נכס או המחיר שהיה משולם להעברה של התחייבות. לאור האמור, עלויות עסקה בד"כ אינן משנות את השווי ההוגן¹⁶, כך שהציפייה היא שיווצר הפסד בתקופה שבה יירכש הנכס בהנחה והפריט יימדד בהתבסס על שווי הוגן אשר מבוסס על מחיר שהיה מתקבל במכירתו - דהיינו, מחיר הקרוב יותר למחיר שהחברה שילמה למוכר בנטרול עלויות העסקה (בהקשר זה נאמר כי בכוונת הרשות לפרסם החלטת אכיפה העוסקת בנושא בקשר לאותן ישויות המהוונות עלויות אלה לנכסים). עם זאת ובהתאם לתפיסת הרשות, כחריגים, עלויות עסקה אשר עשויות להוות חלק מסעיף הנדל"ן להשקעה אלה עלויות עסקה המביאות בפועל לתהליך ההשבחה או עלויות אשר התהוו במסגרת עסקאות הזדמנותיות (בהן קיים פער בין מחיר הרכישה אותו שילמה החברה ומחיר היציאה הצפוי). יחד עם זאת, בראיית הרשות, סבירות התרחשות מקרים מעין אלה הינה נמוכה עד כדי נדירה.

• **מחיר ציטוט בשוק פעיל -** הודגש כי במידה וקיים **מחיר ציטוט** אזי אין אפשרות לסטות ממחיר העסקה עפ"י המכפלה QX (היינו, מקביעת השווי ע"י מכפלה שבין כמות ניירות הערך המוחזקים בשוק לשווי כל נייר ערך) וכן כי במידה ולא קיים **שוק פעיל**¹⁷ אזי יש ליישם **טכניקת הערכה** לכימות השווי ההוגן כאמור. יחד עם כל זאת נשאלת השאלה היא כאשר השוק אינו פעיל, אולם ישנו מסחר וקיים מחיר מצוטט, האם ניתן להתעלם מהמחיר המצוטט וזאת לאור קיומם של מחזורי מסחר נמוכים. צוין כי לאחרונה פורסמה פניה מקדמית בנושא (מקרה בו **מניית** חברה הינה בעלת מחזורי מסחר משמעותיים לעומת **כתבי אופציה** שנעדרו מחזורי מסחר משמעותיים) ובה נדון ונבחן **אופן** ההתחשבות/המשקל של המחיר המצוטט של כתבי האופציה כאמור בקביעת השווי ההוגן שלהם¹⁸. הוצגה עמדת החברה, בה לא התערב סגל הרשות, לפיה יש לייחס **משקל נמוך** לקיומו של מחיר מצוטט ביחס לטכניקות אחרות תוך התבססות על קביעת השווי באמצעות הערכת שווי בלבד, זאת בעיקר בשל קיומה של **חלופה מהימנה** למדידה מבוססת שוק, היעדר ימי מסחר עם היקף מסחר משמעותי לביסוס השווי וכן לאור תנודות לא מוסברות במחיר הציטוט של כתבי האופציה בבורסה.

• **סיווג של מכשירים שהונפקו ע"י חברה כהון/כהתחייבות -** גם במקרה דנן הסוגיה הנ"ל נדונה במסגרת פניה מקדמית של חברה לסגל הרשות ובמרכז הסוגיה האם החברה יכולה להימנע, לפי שליטתה, מתשלום סכומים ומשכך לסווג מכשיר פיננסי שהונפק כ**מכשיר הוגן** ולא כמכשיר התחייבות¹⁹. נסיבות המקרה שנבחן היו בנוגע לחברת פרויקט שהחזיקה בנכס נדל"ן בודד (חברת נכס) בה מחד החברה הייתה מחויבת לחלק את **כלל** התזרים, למכור את הנכס לאחר פרק זמן מוגדר, לחלק את כל יתרת הנכסים נטו והמודל העסקי המנחה את פעולתה הינו מקסום IRR, ו**מאידך**, בעלי המניות יכולים להחליט במשותף **שלא יהיה פירוק ולהותיר את פעילות החברה על כנה**. משכך, נשאלה האם עצם ההחלטה של בעלי המניות הינה כאמור **החלטה בשליטת החברה**, אם לאו. לגישת הרשות, המדובר **בסוגיה רחבה** בה נדרש לבחון האם החלטה של אסיפת בעלי מניות היא בבחינת החלטת צד ג' והחברה לא שולטת בעניין לעומת מצב לפיו בד"כ ההחלטה היא של החברה, וכי קיימות נסיבות שונות כאשר משקיעים יפעלו **שלא** בכובע של אורגן בחברה (דוגמת הקניית רוב מיוחס ולא רוב רגיל), כמו גם מקרים בהם נורמטיביות ההחלטה ותדירות החלטות מעין אלה המתקבלות בידי האסיפה הכללית אינם במקרים של דרך שבשגרה. במקרה נשוא הפניה המקדמית כאמור, שינוי המודל העסקי הינו בבחינת שינוי מהותי במודל החברה. על כן, בניגוד לעמדתה של החברה, עמדת הרשות הייתה כי עצם ביטול הפירוק בידי בעלי המניות מביא **לקיומה של סתירה בעצם תכלית ההשקעה בחברה**, ולפיכך אינו מהווה החלטה נורמטיבית. כנגזרת מכך סיווג נאות של זכויות השארית בראי חברת הנכס יהיה **כהתחייבות** ולא כהון.

¹⁶ בהתאם לסעיף 25 בתקן דיווח כספי בינלאומי 13, *מדידת שווי הוגן* (IFRS 13) (ההדגשות אינן בנוסח המקור): "המחיר בשוק העיקרי (או הכדאי ביותר) שמשמש למדידת השווי ההוגן של הנכס או של ההתחייבות **לא יותאם בגין עלויות עסקה**. עלויות עסקה יטופלו בהתאם לתקני דיווח כספי בינלאומיים אחרים". עוד קובע הסעיף כי: "עלויות עסקה **אינן מאפיינ** של נכס או של התחייבות; במקום זאת, הן ספציפיות לעסקה והן יהיו שונות בהתאם לדרך שבה הישות מתקשרת בעסקה לנכס או להתחייבות".

¹⁷ שוק פעיל (active market) מוגדר ב- IFRS 13 כ-"שוק שבו עסקאות של הנכס או של ההתחייבות מתרחשות בתדירות מספקת בנפח מספיק כדי לספק מידע לגבי המחיר על בסיס מתמשך".

¹⁸ לקישור לנוסח הפניה המקדמית (פניות החברה) ולתשובת סגל הרשות כפי שפורסמו בחודש יולי 2017 **לחצו כאן**, **לחצו כאן** ו- **כאן**.

¹⁹ לקישור לנוסח הפניה המקדמית ולתשובת סגל הרשות כפי שפורסמו בחודש דצמבר 2017 **לחצו כאן** ו- **כאן**.

3. קשיי נזילות ואי ודאויות פיננסיות

גם השנה, בדומה לשנים קודמות, אחד מהנושאים אותם סוקר ובוחן סגל הרשות לאורך זמן הינם היבטים הנוגעים **להנחת העסק החי** ומעקב אחר תאגידים בהם קיימים **ספקות משמעותיים** לגבי המשך פעילות התאגיד וקיומו כעסק חי. בחלק זה של המושב הוצג מדרג סיכון פיננסי המפלח את אוכלוסיית החברות לאחד מבין **שלושה** מצבים: מצב פיננסי יציב, תאגידים בהן קיימות אי ודאויות פיננסיות ותאגידים בהן קיימות אי ודאויות פיננסיות **מהותיות**.

- חברות עם **אי ודאות פיננסית מהותית** - הוצגו נתונים אודות 87 חברות פעילות אשר בדוחותיהן נכללת הפניית תשומת לב רואה החשבון המבקר בחוות הדעת/דוח הסקירה אודות **העסק החי** או **אי ודאות כללית** והוצג הפילוח שלהן ברמה ענפית לפיו הענפים "המסוכנים" ביותר הם הביומד, הגז והנפט. נתון מפתיע שהוצג הוא שבמגמת ירידה ועקבית בשנים האחרונות ניצב ענף הנדל"ן (ב- 14% מחברות הנדל"ן הנסחרות נכללה הפניית תשומת לב)²⁰.

- ברשות העמיקו את הבחינה ובדקו את **השינויים** בנוסח חוות דעת של רה"ח המבקר במרוצת השנים האחרונות (בחתך רבעוני). במסגרת השוואה בין "שינויים לטובה" ו-"שינויים לרעה" במצבן של חברות עולה כי בשנה האחרונה 24 חברות דיווחו שמצבן השתפר לעומת 16 שמצבן הורע. להבנת הרשות, שינוי זה נובע מגידול בהכנסות, בפוטנציאל ההכנסות שמקורו נובע, בחלק מן המקרים, משיפור בפעילות הריאלית-העיקרית בחברות ובמרביתם של המקרים מקורו בפעולת מימוש מהותית של נכס ו/או רכיב פעילות. יחד עם כל זאת והמגמה החיובית שנצפתה, הנתונים האמפיריים מוכיחים כי חברות השרויות במצב פיננסי קשה **מתקשות עדיין** לשפר את מצבן גם לאחר גיוס חוב.

- חברות עם **אי ודאות פיננסית** - צוין כי במחלקת תאגידים ברשות **ניתן דגש** לחברות הנכללות באוכלוסייה זו ובעצם המעבר שיכול להיות מקבוצת חברות זו לחברות עם אי ודאות פיננסית משמעותית (נסקרו מגמות שונות בנושא ומעברים בין קבוצות). דה פקטו מצבן של חברות אלה משתפר עם גיוס חוב חדש בתנאי **ריבית נמוכה**. בפן זה, הוצגו נתונים של **גיוסי אג"ח** על ידי חברות **בדירוג נמוך** ביחס לכלל השוק (ללא בנקים) וכן נתוני ממוצע מרווחי תשואות שונים (כגון תשואה על נכסים ועלות חוב משוקללת) ב-15 חברות נדל"ן מניב בעלות שווי השוק הגבוה בבורסה. מנתונים אלה ואחרים ניתן להסיק כי **ערך הנכסים עולה** ומאפשר לחברות למחזר חובות הודות לסביבת ריבית נמוכה.

- לבסוף הוצגו **דגשים** שונים מתוך **תכנית העבודה** של אשכול העסק החי במחלקת התאגידים. בתוך כך, הרשות מתכננת לבצע בדיקות רחב **ענפיות** (לפי רמת הסיכון, מאפייני הענף וכדומה) ובחינת יכולת **מחזור החוב** (שעבודים, בטחונות, בחינת יחס הלוואה לשווי הנכס (LTV) וכיו"ב). כמו כן, בחברות בהן קיים קושי פיננסי הרשות תבחן גם את העמידה באותן אמות מידה פיננסיות. בין היתר צפויה בנוסף **העמקת הבחינה** לגבי חברות בהן יש **פערי תזרים** שמזוהים ביחס לתחזיות של תזרים מזומנים חזוי. באותן חברות בהן קיימים פערים, תיבחנה סטיות, כולל מצבים של מידע אודות כרית ביטחון בהון ברמה מספקת להתמודדות עם מצבים בעתיד.

4. תכנוני מס - היבטי גילוי ומדידה

כללו כעיקרו של חלק זה במושב, כלל **דגשים** של סגל הרשות בהתייחס לחשיפות שונות בהיבטי מיסוי והנגזרות של אלה על הדוחות הכספיים, בעיקר בהיבטי **מדידה וגילוי**. כמובא להלן, עיקרי הדגשים של הרשות בפן האמור בבדיקת דוחות כספיים וכן תשקפים בתקופה הקרובה, הינם במתן **משקל גבוה יותר** לפסיקה של בימ"ש המחוזי בקביעת הפרשות בגין חשיפות מס, הצגת התאמות בביאור המס התיאורטי בהתאם **למהותן** וכן **ביסוס ראיות** הנוגעות להכרה בנכסי מס בגין הפסדים.

²⁰ הוסבר כי מגמה זו הינה הודות לגידול היחסי בשווי חברות הנדל"ן המניב כפי שהנ"ל מקבל ביטוי במדדי הבורסה השונים וכי הנ"ל נעוץ גם במאפייני הסיכון הנמוכים יחסית בהשוואה לחברות הנדל"ן העוסקות בתחומי הביצוע והיזמות.

- **עמדות מס לא וודאיות** - כידוע, השלכות מסים על ההכנסה על הדוחות הכספיים מקבלות את ביטויין כחלק מחבות המס ברווח והפסד וכן גם כחלק מהשפעות על סעיף המסים הנדחים בדוח על המצב הכספי (מאזן). בעת קיומן של עמדות מס **שאינן וודאיות**, על הנהלות של תאגידים **להפעיל שיקול דעת מיטבי** בבואן לבחון סטטוס של פסיקות בית משפט מחוזי כטריגר לעניין הכרה וכימות הפרשות נאותות בדוחות הכספיים (בין אם לעניין מקרים בהם הוחלט שלא להכיר בהפרשה בסכום מלא ובין אם המדובר באי רישומה של הפרשה כלל). בכנס נמסר כי בכוונת הרשות לפרסם בתקופה הקרובה החלטת אכיפה בנושא²¹.

- עמדת סגל הרשות היא כי יש לבחון את הסטטוס של הפסיקה הרלוונטית והשפעתה האפשרית בהינתן **ש-80%** מן הערעורים על פסיקות בתי משפט מחוזיים בישראל נדחות. משכך, על חברות **להרים נטל גבוה** בכדי שלא להכיר הפרשות למס במלוא סכום החשיפה שעה שקיימת כאמור לעיל פסיקת בית משפט מחוזי רלוונטית.

- בעניין זה הוצגו שתי דוגמאות ליישום - **דוגמה אחת**, אי רישום הפרשה מלאה בדוחות כאשר בימ"ש המחוזי דחה את ערעור החברה **ודוגמה נוספת**, לפיה חברה לא הכירה בהפרשה בה בעת שבימ"ש מחוזי דחה ערעור של חברה אחרת בענף במקרה דומה. בשני המקרים, הרשות מצאה לנכון לפנות לחברות על מנת שתכרנה בהפרשות.

- כמו כן, סגל הרשות רואה חשיבות **במתן גילוי** אודות עמדות מס לא וודאיות בשים לב ל**איוון** שאמור להתקיים בין היות המידע רגיש ואשר חברות אינן מעוניינות לחשוף אותו ובין החשיבות בהכללת המידע בדוחות ככזאת שיכולה ללמד על היקף ההשפעה הפוטנציאלית על הדוחות הכספיים. פועל יוצא הוא שעל הגילוי להתמקד בהנחות המרכזיות שהפעילה ההנהלה לעניין חשיפת המס, בגורמים העיקריים החושפים את החברה לחוסר ודאות וכן לסך ההשפעה על החברה במידה ועמדת המס לא תתקבל בסופו של יום.

- **ביאור המס התיאורטי** - צוין כי נדרש להציג את ההתאמות בביאור המס התיאורטי בהתאם **למהותן**. בנקודה זו, סגל הרשות ביקש להדגיש כי בעיקר חשוב לחדד מהם אותם אירועים חד-פעמיים להם יש ליתן גילוי ברור (על מנת שלא להטעות משקיעים), חשוב לתת גילוי מתאים אודות משטרי מס שונים וכן בכל הנוגע לזהות הטבות המס המוענקות לחברה וכיצד אלה תשפעה עליה.

- **הכרה בנכסי מסים נדחים בגין הפסדים** - חשוב מאוד לבסס ראיות שונות התומכות בהכרה בנכסי מס בגין הפסדים (כדוגמאות לראיות מבססות ניתן לכלול קיומה של סינרגיה משמעותית, סגירת חנויות מפסידות וזיהוי התייעלות בחברות). הרשות מצפה כי יכלל מידע מבסס יותר בהיבט הנדון כבר בדוחות הכספיים לשנת 2017.

5. ביקורת בתאגידים

מנהל יחידת הביקורת במחלקת התאגידים סקר גם השנה את ההיבטים המרכזיים הנבחנים בתהליכי הביקורת השונים המבוצעים בפועל בתאגידים הנבדקים תוך מיקוד ההיבטים שנבחנו בפן של **הנחות ואומדנים** במסגרת ביקורת בנושא חוזי הקמה²².

²¹ זאת ועוד, יוזכר כי בחודש יוני 2017 פרסמה הוועדה לפרשנויות של דיווח כספי בינלאומי (IFRIC) את פרשנות מספר 23 בדבר אי וודאיות בגין טיפול בהיבטי מסים על ההכנסה (IFRIC 23 - Uncertainty over Income Tax Treatments). הפרשנות תיכנס לתוקף בהתייחס לתקופות דיווח שנתיות שתחילתן ביום 1 בינואר 2019 או לאחריו. אימוץ מוקדם אפשרי בכפוף למתן גילוי. לחזור מקצועי שפרסמה המחלקה המקצועית בנושא לחץ/י כאן.

²² לבד מבחינת חוזי הקמה, במרוצת שנת 2017 פרסמה יחידת הביקורת דוחות ממצאים בנושאי חברות נדל"ן זרות (לחזור מקצועי שפרסמה המחלקה המקצועית בחודש יולי 2017 בנושא לחץ/י כאן) וכן בנושא ביקורת שמאות מקרקעין של נכס מסחרי במרכז הארץ (לקישור לדוח הממצאים כפי שפורסם ע"י סגל הרשות בחודש דצמבר 2017 לחץ/י כאן). בנוסף, בחודש ינואר 2018 פורסם דוח יחידת הביקורת בדבר ריכוז ממצאים בנושא דיווחים מיידיים (לקישור לדוח ממצאים זה כפי שפורסם ע"י סגל הרשות לחץ/י כאן).

• **ביקורות של הנחות ואומדנים בדוחות הכספיים, הנגזרות של הדוחות הכספיים והשפעות עליהם** - כזכור, היחידה מבצעת ביקורת בנושאים שונים (בשיתוף פעולה עם היחידות האחרות

במחלקת תאגידים) ומפרסמת דוחות ממצאים בפן החשבונאי (כגון בגין יתרות המלאי, לקוחות, חוזי הקמה וכיו"ב), בפן המשפטי (כגון בגין סיווג ואישור עסקאות בין חברה לבעל שליטה, חלוקת דיבידנדים ורכישה עצמית של מניות) ובהיבטים נוספים אחרים (כגון, הערכות שווי ואקטואריה). צוין כי מעבר לפן של הביקורות יש לתת את הדעת **ליחסי הגומלין** בין ההנחות והאומדנים בדוחות הכספיים לנגזרות של הדוחות הכספיים. לפיכך, במימד של השפעות על הדוחות הכספיים יש לשים לב במיוחד להיבטים הבאים:

- אמות מידה פיננסיות, לרבות מעבר לנאותות סיווגם של סכומים כשוטפים/שאינם שוטפים גם היבטים של העסק החי;
- בנוסחים או תשלומים מבוססי תוצאות - נדרשת תשומת הלב לאי החלוקת הפסדים;
- השפעות בגין דיבידנדים;
- השפעה על מחיר ניירות הערך או קביעת שווי - לחברות עשוי להתקיים תמריץ לכאורה להעלות ערך אך השפעות כאמור יכול שתהיינה גם במקרים הפוכים (במצבים של לקראת הצעת רכש או עקב הצעת רכש);
- הדבר בא לכדי ביטוי כמו כן במרכיב התודעה (דיווח כספי המקבל ביטוי בעיתון/באינטרנט: "רווח או הפסד?" "גידול או קיטון?").

- ענף נשוא בחינה של יחידת הביקורת לאחרונה, כמצוין לעיל, הוא ענף **חוזי ההקמה** (IAS 11)²³ - ענף זה מתאפיין בשיעורי רווחיות נמוכים ולעיתים בקשיי נזילות. ההכרה ברווח בתחום של קבלנות הביצוע הינה תוך הסתמכות גוברת על **אומדנים** כך שמעבר לסכום הנקוב הראשוני בחוזה קובע התקן כי **שינויים בחוזים** יילקחו בחשבון כחלק מסכום ההכנסות כל אימת שצפוי שהלקוח יאשר את השינוי ואת הסכום ובמצבים בהם קיימות **תביעות ומחלוקות** מול לקוחות, עדכון בסכום ההכנסות יוכר במצבים בהם קיים מו"מ בשלב **מתקדם** וצפוי שהלקוח יקבל את התביעה ושסכום התביעה יהא מקובל עליו. במסגרת הצגת עיקרי דוח ממצאים שפרסם סגל הרשות בנושא בחודש נובמבר 2017 ניתן דגש בכנס להיבטים הבאים²⁴:

- ראשית, בהתייחס לאחת מחברות המדגם הודגש כי מבחינת רווח (הפסד) הצפוי מפרויקטים בגינם הופקו דוחות בקרה תקציביים לחלק מן התקופה, ממועד **הפסקת הפקת דוחות הבקרה**, מנתונים שנאספו ע"י הרשות עולה כי ככל ודוחות הבקרה היו מוכנים במועד, כי אז הפסדים היו מוכרים **מבעוד מועד** ולא נדחים לתקופות דיווח מאוחרות יותר.
- כמו כן ובהמשך לנקודה לעיל, הוצגה מגמה כפועל יוצא של אי קיום תהליכי בקרה לאורך כל הפרויקט, עשויה להיווצר הכרה ברווח בשיעורים של **מעבר לשיעור השלמה** וזאת **טרם** סיום העבודה.
- ממצא נוסף שהעלתה הרשות בבדיקה מקורו **באי יכולת לבסס** אומדני הכנסות והוצאות לאורך חיי פרויקטים (הוצגה התפתחות אומדנים שונים בשני פרויקטים נפרדים) והוסבר כי הגם ששינויים יכולים להתרחש, עדיין לא נמצא ביסוס לסיבה שבעטיה בוצעו אותן הנחות שהובילו לאותן תוצאות בזמן אמת (פער בין הצפוי לבין בפועל).
- נקודות נוספות שהוזכרו היו בגין מקרים בהם הוכרו הכנסות מתביעות באופן **שונה מהמקובל** בחברה (הכרה בהכנסה **בהתבסס על הצהרת מנהלים**), הכרה מאוחרת של הוצאות בגין שינויים תפעוליים צפויים (דוגמת אי הכרה בעיתוי מוקדם בקנסות בגין אחריות חברה לעיכובים במסירת פרויקט נדל"ני) וכן היישום של **שיטת מרווח אפס** כטיפול חשבונאי שנמצא נאות בנסיבות העניין בשלבים **ראשוניים** של פרויקט.

²³ יוזכר כי החל מה-1 בינואר 2018 עם כניסתו לתוקף המחייב של תקן דיווח כספי בינלאומי 15, **הכנסות מחוזים עם לקוחות** (IFRS 15) בוטל IAS 11, **חוזי הקמה**. בבסיסו קובע IAS 11 כי הכנסות החוזה יכללו את הסכום הראשוני שהוסכם עליו בחוזה **וכן** שינויים, תביעות ותמריצים **במידה שצפוי** (probable) שהם יגרמו להכנסות וכן שניתן למדוד אותם באופן מהימן.

²⁴ לחזור מקצועי שפרסמה המחלקה המקצועית הכולל סקירה של עיקרי דוח ממצאים זה **לחצו/י כאן**.

6. מידע כספי פרופורמה, אומדנים בדוחות הכספיים והיבטי ביקורת

ההרצאה בפן הנדון כללה **שלושה** נושאים - אומדנים, פרופורמה ומה שביניהם. בתחילה הודגשה תפיסת העולם הנטועה בעבודת הרשות שמקורה בתפיסת היסוד בדיני ניירות ערך בדבר חשיבותם של גילויים וכן דובר על חשיבות תפקיד רואה החשבון המבקר כשומר סף בשוק ההון, בצומת של שמירה על האיכות ועל הגילויים בדוחות הכספיים.

• **נתוני פרופורמה** - בשנים האחרונות אנו עדים למגמה בולטת של גיוסי חוב בתשקיפים שמפרסמות **חברות אג"ח זרות** (חברות BVI²⁵). בהנפקות אלה מוקמת חברה ריקה ומועברות אליה זכויות בנכסים מבעל שליטה וזאת בכפוף להשלמת ההנפקה. עם השלמת התהליך, ייעוד התמורה בהנפקה משמש לרכישת נכסים, מימון מחדש וחלוקות אפשריות לבעלים. נשאלת השאלה מהי מתכונת הצגת הנכסים בגין הנכסים המועברים לחברה?

■ בעיקרו של דבר הוזכר כי המסגרת החשבונאית המקובלת היא לטפל בעסקאות אלה לפי שיטת ה-As Pooling (איחוד לשם העניין), היינו שהצגת הנכסים בדוחות הכספיים של החברה הריקה אשר ייערכו לתקופות שלאחר השלמת העברת הנכסים, יהיו בהתאם לערכם הפנקסני בספרי החברה המעבירה. לאור זאת שדוחות החברה הריקה ערוכים ליום שהינו **קודם** למועד ההשלמה כאמור, קיימת דרישה בהצגת דוחות פרופורמה בהם יוצגו כלל הנתונים, לרבות תקופות ההשוואה כשהם ערוכים לפי מתכונת As Pooling (קרי, באופן המשקף את מצב הדברים כאילו העסקה האמורה הושלמה). מספרי ההשוואה אשר ייכללו במסגרת דוח הפרופורמה כאמור יוצגו בדוחות העוקבים למועד ההשלמה כמספרי ההשוואה של החברה.

■ יחד עם כל זאת, קיימים קשיים העומדים מאחורי יישום גישה ה-As Pooling כאמור המעמידים בשאלה האם בהכללת דוחות הפרופורמה כאמור מסופק המידע הרלוונטי למשקיע לצורך קבלת החלטות. בין הקשיים הללו ניתן למנות מצבים בהם נכסים מסוימים אינם נכללים בדוחות החברה המעבירה (בין אם נרכשו לאחר תאריך הדיווח או שנכסים מסוימים יועברו לחברה החדשה ע"י צד ג'), קיומה של דרישת גיוס בהיקפים מינימליים לצורך רכישת נכס מהותי, התניות שונות להעברת נכסים למרכיב הפעילות החדש וכן מצבים בהם המדובר בהתקשרות נמשכת אולם בתמורה שונה.

■ על כן ולאור זאת שיש לאזן בין המידע למשקיע כאמור לבין חובת הכללת דוחות הפרופורמה כמוסבר לעיל, **הפתרון שגובש ברשות** הוא מתן ביאור אודות ההנחות העומדות בבסיס פרופורמה (ובלשון הרשות **"ביאור פרופורמה"**) וכזוה עליו לשקף את האירועים הקשורים לנכסים המועברים **ולתחם את הנחות הפרופורמה** בכל הקשור לאירועים הנוספים, בין היתר גם לאור קושי שיכול להתעורר בעבודת הביקורת של רואה"ח המבקר. מכל מקום, צוין כי יש להציג את המידע הרלוונטי באופן המדויק ביותר במסגרת המצגות המפורסמות למשקיעים על מנת למנוע הטעויות.

■ היבט נוסף שנסקר הינו סביב הדרישות להצגת דוח פרופורמה ותחולת 'אירוע פרופורמה' כיום **מתוקף תקנה פא** לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים). לאחרונה, מקרה שנבחן ע"י סגל הרשות, עסק בחברה מדווחת אשר רכשה חברה בת מהותית באופן המקיים הדרישה בהתאם לתקנות להצגת דוחות פרופורמה ואשר כחלק מהשלמת העסקה, עודכן הסכם התקשרות שהיה לספק מהותי של הפעילות הנרכשת. כתוצאה מעדכון ההתקשרות עם הספק, נגרם שינוי משמעותי ביחס לנתוני הנרכשת. בפניית החברה המדווחת לרשות נתבקש סגל הרשות לבחון מתן אפשרות לפיה, דוחות הפרופורמה אשר נועדו לשקף את תוצאות החברה הרוכשת עם תוצאות החברה הנרכשת, יוצגו לאחר השפעת ההתקשרות החדשה עם הספק והנימוק לכך היה בהיעדר רלוונטיות של נתוני פרופורמה המבוססים על נתונים היסטוריים של החברה הנרכשת. ברשות נעתרו לבקשת החברה כמובא לעיל, בהינתן שההסכם עם הספק הינו סופי ומחייב וכי ההתאמות המתבקשות מיוחסות במישרין לעסקה ומהוות חלק בלתי נפרד

25 חברות BVI (British Virgin Islands) הן חברות נדל"ן זרות שמאוגדות לרוב באיי הבתולה הבריטיים.

ממנה. בכך ביססה הרשות את עמדתה בעניין באופן דומה לעמדת רשות ניירות ערך בארה"ב (SEC)²⁶.

- **אומדנים** - בשנים האחרונות טופלו 450 סוגיות חשבונאיות שונות (פרה-רולינג ובדיקות יזומות בהיבטי הכרה, מדידה וגילוי), 40% מתוכן היו כרוכות במדידה מבוססת אומדנים. לכן לגישת הרשות יש לתת דגש בנושא לביסוס, בדיקה ובקרה אודות האומדנים תוך אבחנה בין האחריות המוטלת בנושא על האורגנים בחברה (הנהלה ודירקטוריון) לבין תפקידו של רואה החשבון המבקר. בעוד שמצד אחד מצופה **מהנהלה** לבסס את האומדן לפי השיטה הטובה ביותר **ומהדירקטוריון** לבחון את סבירות שיקול הדעת שהופעל ע"י הנהלה ובמידת הצורך "להרים דגלים אדומים", מצד שני מצופה **מרואה החשבון המבקר** הפגנת ספקנות מקצועית, ביסוס בלתי תלוי של אומדני החברה (בנפרד ממצגי הנהלה) ותיקופם באמצעות מידע נוסף, לרבות תוך הסתייעות במומחים.
- **שכר טרחת רוח"ח המבקר** - הובהר כי גובה שכר הטרחה של רואה החשבון המבקר אינו עניינה של הרשות הגם שקיימת שחיקה בשכר הטרחה. יחד עם זאת, מטרת הרשות היא לוודא שאין בשחיקה כדי לפגוע באיכות עבודת הביקורת. לשם כך נבחנו ע"י סגל הרשות נתוני שכר טרחה כאמור בשנים 2014-2016 וכן השפעות על הנושא נוכח חילופי רואה חשבון (נתונים מן השנים 2015-2016). בבחינה התקבלו ממצאים, בין היתר, לפיהם **שכ"ט לשעה** בחברות הנכללות במדד ת"א 100 גבוה בכ- 20% מיתר החברות הנסחרות וכי לאחר חילופי רואה חשבון נרשמה ירידה של יותר מ-10% בהיקף שכר הטרחה. ברשות ביקשו להזכיר כי חוסר ההתערבות כאמור בנושא הינו נוכח אחריותה של **ועדת הביקורת** בחברה, כנקבע בחוק החברות, לבחון את היקף עבודת רוח"ח המבקר ואת שכרו וכי בעת ההחלטה על התקשרות, יש לוודא כי הביקורת מבוצעת בהיקף ובאיכות המתבקשים וזאת בשים לב לאופי פעילותה של החברה, למורכבות ולהיקף הדיווח הכספי שלה. במישור זה, הרשות פונה לחברות במקרים בהם שכ"ט המדווח הינו נמוך מידי (כגון בהיקף עשרות ש"ח בלבד לשעה) וכן בכוונתה לבצע שינויים **במתכונת הגילוי אודות שכ"ט** בדוח התקופתי ולהמשיך לתמוך בצעדים הנדרשים במטרה להביא להקמת תאגיד הפיקוח על רואי חשבון בחברות ציבוריות בישראל (**ה-IPCAOB**), כצעד חשוב נוסף האמור להביא לפיקוח על היקף שכר הטרחה המשולם לרואי החשבון.

סקירת עיקרי הנושאים המרכזיים אשר נדונו במסגרת המושב המשפטי

1. הפיקוח על תאגידים

במסגרת הדיון בנושא אשר נכלל במסגרת דברי הפתיחה למושב המשפטי, סגל הרשות סקר את התהליך האכיפתי המתבצע כדרך שבשיגרה על ידי היחידות השונות ברשות ובהן יחידת הביקורת, היחידה הכלכלית, יחידת SME's, המערך המשפטי, המערך החשבונאי והסינרגיה המתקיימת ביניהן. במסגרת סקירת נהלי הפיקוח, אסדרה ואכיפה המקיימים על ידי סגל הרשות פורטו דוגמאות לנסיבות בהן קיימת הסתברות לנקיטה בהליך האכיפה מצד הסגל, כגון:

- החלטת הצבעה,
- החלטת השקעה,
- החלטת מכירה,
- דוחות כספיים,
- מיזוגים,
- הצעות רכש,
- גיוס כספים,
- היתר רשות,

²⁶ בהתאם לעמדת ה- SEC העוסקת בהנחות פרופורמה יכולות לכלול התאמות וזאת בגין אירועים המיוחסים במישורין לעסקה, ההשפעה שלהם על הנרכשת היא מתמשכת וקיים בגיבוי עובדתי.

- תשקיפים,
- דוחות הצעת מדף.

בכדי להמחיש את ההיבט הכמותי של הנושאים העומדים במוקד תשומת הלב של סגל הרשות במסגרת נהלי הפיקוח המקויימים על ידה צוין כי בפועל ישנם כ- 550 תאגידי מדווחים אשר מפרסמים כ- 2,000 דוחות כספיים בשנה, כ- 360 תשקיפים והצעות מדף וכ- 40,000 דיווחים מידיים בשנה.

צוין כי בשנת 2016 נבחנו כ- 113 בדיקות מלאות של מסמכי דיווח של ישויות (מתוך זאת 69 תשקיפים ו- 44 דוחות כספיים) וזאת לעומת כ- 117 בשנת 2015 וכ- 96 בשנת 2014. סגל הרשות מקיים תוכנית שנתית לבדיקה של דיווחי תאגידי מדווחים ובהקשר זה הובהר כי בין הפרמטרים העומדים בבסיס שיקולי סגל הרשות בבחירה של הדוחות הכספיים אשר ייבדקו ניתן למנות יציבות החברה, נתוני השוק שלה ותקופת הזמן שחלפה מאז הבדיקה האחרונה שנערכה בגינה.

נסקרו הקווים המנחים את סגל הרשות בעת בדיקת הדוחות אשר נבחרו וצוין כי התמקדות הסגל הינה בניתוח השוק וזאת על ידי שימוש בסקירות אנליטיות, בבחינת תשואות ומגמות במחירי ני"ע, הכרת העסק והענף בו הוא פועל על ידי שימוש נרחב במידע שלא קיים בדיווחי הישות כגון: כתבות באמצעי התקשורת וסקירת דירוג.

כמו כן, נסקרו גם הקווים המנחים לבדיקת תשקיפים וצוין כי התמקדות הסגל הינה בהבנת העסק, ניתוחי SWOT, הסביבה התחרותית בה פועל העסק, בחינת מנועי הצמיחה ובחינה באיזה שלב במחזור החיים העסק נמצא, בחינת מדדים תפעוליים וענפים, ובחינת נזילות. עוד צוין בהקשר זה כי רק אחרי הבדיקות המפורטות לעיל הרשות תבחן את הגילוי וכיצד המידע במסגרת הדוחות אמור לשרת את המשקיעים.

הודגש כי הרשות מקפידה על כך כי הפיקוח יעמוד בסטנדרטים של פיקוח אפקטיבי אשר מבוסס על כח אדם מיומן, מקצועיות, בדגש על מהותיות ואמון וכל זאת בכדי לשמור על המשקיעים בשוק ההון.

מסר נוסף שחשוב לסגל הרשות להעביר בהקשר לנושא הינו כי המטרה אינה לחפש כשלים בטיפול וכי התערבות הינה מידתית.

2. רפורמת מדרג הרגולציה

במסגרת הדיון בנושא סגל הרשות ציין כי המימרה המנחה אותו בעבודתו הינה: One size doesn't fit all (דהיינו, הפנמה של הצורך בקביעת רמות שונות של רגולציה לישויות השונות).

ניתוח ממצאים בנוגע למתכונת דיווח חצי שנתית

במסגרת הדיון סגל הרשות ציין כי החל מהרבעון הראשון של שנת 2017 מיושמת הרפורמה לפיה תאגידי קטנים שהן חברות ציבוריות שאינן חברות אג"ח (להלן - "תאגיד קטן פטור") אינם נדרשים לפרסם דוחות כספיים לרבעון ראשון ולרבעון שלישי ומוקנית להם האפשרות לעבור לדיווח במתכונת חצי שנתית. סגל הרשות סקר נתונים רלוונטיים (כמות, שווי שוק) המתאימים לאימוץ ההקלה וצוין כי בפועל, כ- 123 תאגידי קטנים סחירים (כשני שלישי מהתאגידי הזכאים ליישום ההקלה) בחרו ביישום ההקלה ולמעבר לדיווח במתכונת חצי שנתית (מתוך 177).

היות ומדובר בחסכון משמעותי לחברות הכי קטנות, ממצאי הסגל מצביעים על כך שהתאגידי הקטנים יותר אכן בחרו ביישום ההקלה ועברו למתכונת דיווח חצי שנתית. כך, בתאגידי קטנים פטורים עד שווי של 25 מיליון ש"ח עברו 48 תאגידי למתכונת דיווח חצי שנתית **ורק** תאגיד אחד ממשיך לדווח במתכונת רבעונית. עם זאת, ככל ושווי השוק של התאגיד גבוה יותר כך עולה הנטייה שלא ליישם את ההקלה. פילוח לפי שווי שוק של תאגידי שיישמו את ההקלה ממחיש כי רק 37% מהתאגידי ששווי השוק שלהם מעל 200 מיליון ש"ח בחרו ביישום ההקלה בעוד ששיעור התאגידי ששווי השוק שלהם הינו בטווח שבין 100-200 מיליון ש"ח הינו כ- 61% ושיעור התאגידי ששווי השוק שלהם נמוך מ- 100 מיליון ש"ח הינו כ- 81%.

בחינת אופן יישום ההקלה לפי מאפיין ענפי מצביעה כי למעט החברות הנמנות על ענף הכימיקלים ופלסטיקה אשר נותרו לדווח במתכונת רבעונית, החברות הנמנות על יתר הענפים בחרו לעבור לדווח

במתכונת חצי שנתית (לרבות, בין היתר, בענפי היי-טק, מדעי חיים, חברות מעטפת, חברות לא סחירות, חברות מחוקות).

לסיכום צוין כי בחינה של התקיימות קשר בין יישום ההקלה על **היקף המסחר** על פני פרק זמן של חודשיים טרם יישום ההקלה וחודשיים לאחר יישום ההקלה מעלה כי **לא** ניתן לזהות השפעה מובהקת בשל יישום ההקלה דהיינו, ניתן לומר כי יישום ההקלה פגע בהיקף המסחר (על אף החשש שהתקיים בטרם אישור הרפורמה מפני תוצאה שלילית כאמור).

צמצום מספר ישיבות הדירקטוריון

עם הקניית האפשרות לתאגידים קטנים פטורים לעבור למתכונת דיווח חצי שנתית קיבל סגל הרשות פניות מצד תאגידים מדווחים באשר לצמצום אפשרי במספר התכנסויות הדירקטוריון כחלק מנגזרותיה של הרפורמה.

כמענה לשאלה זו צוין כי בהתאם לסעיף 97 לחוק החברות, **דירקטוריון** חברה ציבורית יתכנס לפי **צרכי החברה** ולפחות אחת לשלושה חודשים באופן אשר נועד בעיקר לאישור דוחות כספיים. מכך לכאורה עולה כי תאגידים שמיישמים את ההקלה באשר לדיווח במתכונת חצי שנתית רשאים לכנס דירקטוריון רק פעמיים בשנה.

בהקשר לנושא הובהר כי עמדת הסגל הינה כי תכליתה של הרפורמה היתה הקלה בנטל הרגולטורי וצמצום העלויות הכרוכות בהכנה של דוחות כספיים במתכונת רבעונית והיא לא נועדה לצמצם את היקף פעילות הדירקטוריון. יתירה מזאת, חשוב לתת את הדעת לכך שבהתאם לרישא של סעיף 97 כאמור, נדרש לקיים ישיבות דירקטוריון לפי צרכי החברה **ולדעת סגל הרשות ספק אם קיום שתי ישיבות דירקטוריון בשנה עונות על צרכי החברה**.

שיקולי מידע פנים

לאור יישום ההקלה **מתארכת התקופה במסגרתה עשויה להיות חשיפה של נושאי משרה למידע פנים**. כך לדוגמה, בתאגידים קטנים פטורים אשר בחרו ביישום ההקלה נושאי המשרה עשויים להיחשף לתוצאות הרבעון הראשון והשלישי אף שדוחות ביניים כאמור אינם מפורסמים לציבור. כתוצאה מהאמור, עולות שאלות אודות יכולתם של גורמים אלה לבצע פעולות במניות החברה.

הודגש כי בראיית הסגל, **אין שינוי** בהגדרה של מידע מסוים כמידע פנים ובשל כך מומלץ כי הגורמים החשופים למידע שלא קיים בפני הציבור יבחנו בטרם ביצע פעולה בניירות ערך, האם היתה להם חשיפה למידע פנים.

דיווח על מתכונת הדוח הכספי

צוין כי כל תאגיד קטן פטור נדרש להודיע על מתכונת הדיווח של הדוח הכספי (קרי, מתכונת דיווח רבעונית או חצי שנתית) באמצעות **טופס ייעודי** כדיווח מיידי במועד השלמת הנפקה לראשונה לציבור או בעת שינוי מתכונת הדיווח. הובהר כי במידה ואין שינוי במתכונת הדיווח לא נדרש עדכון ופרסום דיווח מיידי.

3. גיוון הנפקות ומכשירים פיננסיים

במסגרת דיון זה צוין כי שנת 2017 הייתה שנה של נקודת מפנה בבורסה - לראשונה מזה שש שנים ברציפות, יותר חברות הנפיקו (28 חברות) מאשר נמחקו ממסחר (14 חברות). צוין כי השינוי כאמור מלווה גם בגיוון של אפשרויות המימון הניצבות בפני החברות המנפיקות.

במסגרת הדיון נסקרו בקצרה מאפייני המכשירים החדשים לרבות, מניות בכורה, אג"ח הניתנות לפדיון במניות, אג"ח מגובה נכסים (איגוח), מיזמי השקעה לא סחירים, מיזמי השקעה ללא פעילות/נכסים (מודל Special Purpose Acquisition Company או 'SPAC').

מניות בכורה

צוין כי ישנה התעניינות גוברת בהנפקת מניות בכורה מצד השחקנים בשוק ההון.

כמענה לנושא הגדיר סגל הרשות כי התנאים להנפקת מניות בכורה הינם כדלקמן:

- הישות המנפיקה נסחרת במדד תל אביב SME60/125 או בעלת שווי שוק של 500 מיליון ש"ח ומעלה.
- צוין כי החלטת הרשות הינה להגביל בהיקף הסדרה כך שתתאפשר הנפקת סדרה אחת של מניות בכורה.
- תתאפשר גמישות בקביעת תנאי המכשיר (כגון אפשרות המרה למניות רגילות, משך חיים).

עוד צוין כי בין מאפייניה הנפוצים של מניות בכורה ניתן למנות עדיפות בקבלת דיבידנדים והיעדר זכויות הצבעה. בשל כך מדובר במכשירים פיננסיים הנושאים מאפייני הון וחוב. בהמשך לזאת נסקרו בקצרה יתרונות הגלומים במניות בכורה מנקודת ראות **החברה המנפיקה**: גמישות פיננסית, הרחבת פעילות תוך הורדת מינוף ושיפור דירוג, שיפור יכולת החזר חוב ומנקודת ראות **המשקיע**: גיוון במכשירים הפיננסיים, פוטנציאל לתשואה עודפת, עדיפות בפירוק.

סוגיות נוספות אשר עשויות להתקיים במכשירים מסוג זה:

- מבחני החלוקה במכשיר מורכב - בהקשר זה צוין כי חברות ייתבקשו לצרף חוות דעת משפטית לקיום מבחני החלוקה בנסיבות של מכשיר אשר סיווגו החשבונאי יהא כמכשיר הוני (בעוד שאם המכשיר יסווג כמכשיר חוב לא תידרש חוות דעת כאמור);
- שאלת המיסוי כדיבידנד או כהכנסת ריבית מנקודת הראות של המשקיעים - צוין כי סוגיה זו תיקבע בהתאם לרולינג מרשות המסים;
- הנפקה בדרך של זכויות - הרשות בוחנת את האפשרות לאשר הנפקה של מניות בכורה בדרך של הנפקת זכויות ובין השיקולים הנשקלים בהקשר זה ניתן לציין את הצורך בהבטחת שווי החזקות מינימלי בידי הציבור.

אגרות חוב שניתן לפדות במניות

סגל הרשות סקר בקצרה את עיקרי התיקון המוצע בנושא לפיו רק חברות הנמנות על מדד תל אביב 125 תוכלנה להנפיק מכשיר כאמור וזאת, כל עוד לא מתקיימים לגביהן "**סימני האזהרה**" כהגדרתן בתקנות ניירות ערך ותוך דרישה **לדיווח מקדים** אודות הכוונה לפירעון האג"ח במניות (הודעה מוקדמת).

אג"ח מגובה נכסים

צוין כי מדיניות רשות ניירות ערך על פי רוב הייתה להימנע מלתת אישור להנפקת מכשירים מסוג זה לרבות עקב מורכבויות הנוגעות לתמחור. עם זאת, לאחרונה אושרה על ידי סגל הרשות הנפקה הכוללת נכסים מגובים במודל פשוט יחסית ולפיו איגוח של פיקדונות בבנקים באופן הכולל מנגנון לוח סילוקין קבוע להעברת הפיקדונות וללא אפשרות לפדיון מוקדם. זאת ועוד צוין כי לגבי מכשירי האיגוח הצעת החוק בנושא **טרם נשלמה** וכי קיימת חשיבות רבה לסיים את הסדרת החקיקה. יחד עם זאת, צוין כי רשות ניירות ערך תבחן כל מקרה לגופו.

מיזמי השקעה ללא פעילות/נכסים (מודל SPAC או Special Purpose Acquisition Company)

מודל זה מבוסס על חברות ריקות מתוכן בעת ההנפקה אשר מוקמות מתוך מטרה למזג לתוכן בעתיד הקרוב פעילות של חברה פרטית אחת או יותר וזאת באמצעות ההון אשר גויס בהפקה. לפיכך, בעת קבלת החלטת השקעה המידע שמשמש בקבלת ההחלטה מבוסס על המוניטין של המנהלים (ולא על ביצועי החברה שכאמור רק הוקמה). צוין כי רשות ניירות ערך בוחנת לאמץ מודל זה בישראל ולשם כך בימים אלו מתקיימים דיונים לקביעת מנגנוני איזון אשר יחולו על הישות המנפיקה עד לביצוע השקעה.

4. אפקטיביות עבודת הדירקטוריון

במסגרת הדיון אשר עסק באפקטיביות תפקיד הדירקטוריון, סקר סגל הרשות מודלים המשמשים בהערכת אפקטיביות עבודת הדירקטוריון.

כאורגן הראשי בחברה, תפקיד הדירקטוריון כולל סמכויות נרחבות. כך, בהתאם לחוק החברות נקבע כי תפקיד הדירקטוריון הינו **להתוות** את מדיניות החברה **ולפקח** על ביצוע תפקידי המנהל הכללי ופעולותיו (ותחת כותרת זאת מונה החוק שורה ארוכה של תפקידים ותחומי אחריות הנתונים בידי הדירקטוריון).

במסגרת מילוי תפקידו ותחום אחריותו צוין, בין היתר כי מצופה מדירקטור להיות מעורב, נוכח בישיבות ולבקר את החלטות החברה. בין המגמות המיוחסות לתפקיד הדירקטוריון ומעמדו בחברה ניתן לציין:

- הרחבת תפקידים,
 - העלאת הסטנדרטים (קרי, הדירקטוריון נדרש להפגין בקיאות במצב החברה ולפעול באופן ביקורתי ביחס להחלטותיה),
 - הגברת האחריות המשפטית.
- מחקר שהתבצע בארה"ב העלה כי רפורמות המתקשרות לעצמאות הדירקטוריון מגדילות את ערך החברה בכ- 9%. על רקע זה ומפאת חשיבותו של הדירקטוריון, לרשות עניין **לעודד** חברות לקיים הליך הערכה של עבודת הדירקטוריון ואפקטיביותו.

לצורך כך, נסקרו שיקולים ופרמטרים העשויים לשמש בבסיס מודל הערכת אפקטיביות הדירקטוריון:

- מה מעריכים (קרי, אלו מדדים ישמשו בהערכה)?
- את מי מעריכים (ביחס לכל דירקטור בנפרד או כגוף אחד)?
- מיהו הגורם המעריך? האם גורם חיצוני או גורם פנימי בחברה?
- באיזה אופן מעריכים? שאלונים בכתב או בשאלות פרונטליות?
- באיזה תדירות יש לבצע את ההערכה? אחת לשנה/ שנתיים / מדי רבעון/ פעם בתקופה?

לשם המחשת הנושא, נסקרו מודלים רגולטוריים שאומצו בעולם להערכת אפקטיביות הדירקטוריון. צוין כי כל מדינה אימצה פורמט המתאים לסביבה הרגולטורית ולתנאי השוק בה היא פועלת. לדוגמה: בארצות הברית אומצו כללי NYSE המבוססים על עקרונות (Principle based), בבריטניה אומץ קוד ממשל תאגידי מבוסס כללים (Rule based), בצרפת אומצה שיטת "אמץ או גלה" המבוססת על כללים (Rule based), וביפן אומצה שיטת "אמץ או גלה" המבוססת על עקרונות (Principle based). כמו כן, נסקרו מודלי הערכה המקבלים ביטוי בישראל. כך לדוגמה: בנק ישראל מיישם את הוראות נוהל בנקאי תקין המבוסס על עקרונות (Principle based) וברשות החברות הממשלתיות אומצה שיטת "אמץ או גלה" המבוססת על כללים (Rule based).

על רקע האמור לעיל, רשות ניירות ערך בשיתוף עם משרד המשפטים בוחנת מהי הדרך הנכונה למדידת אפקטיביות הדירקטוריון בישראל (בהתאמה לתנאי השוק) על בסיס שיקול דעת רחב וגילוי שאינו מכביד. בהקשר זה צוין כי מה שעומד לנגד הרשות הוא חתירה לאיזון מתאים בין התוויה של **גילוי אפקטיבי** שישירות את בעלי המניות וזאת **במינימום הכבדה** תוך הותרת שיקול דעת רחב לחברות.

על בסיס השיקולים הנ"ל אומץ מודל אשר יתווה אופן פעולה מיטבי, קרי **Best practice**. מטרת הרשות במסגרת זאת הינה לתת קווים מנחים כיצד לאמץ את המודל.

נסקרו נושאים לדוגמה שחברות יכולות לבחון במסגרת הערכת עבודת הדירקטוריון ושיקולים העשויים להיות רלוונטיים בבחינה כאמור:

- דיונים בדירקטוריון, תהליכי עבודה וקבלת החלטות -
 - כדאיות החלטות הדירקטוריון
 - ביצוע החלטות הדירקטוריון
- חברי הדירקטוריון -
 - גיוון הדירקטוריון (מבחינת כשירות וניסיון רלוונטי)
 - תפקוד הנציגים הבלתי תלויים
- ועדות הדירקטוריון -
 - הרכב
 - תדירות הפגישות
 - דיווח לדירקטוריון

צוין כי הכוונה הנוכחית הינה להתוות דרישות גילוי בנושא בדרך של **שאלון** בלבד. לצורך כך נבנה שאלון אשר יכלול מספר **מצומצם** של שאלות שמטרתו לשפר את תהליכי החברה ולא לשקף כשלים לציבור, לרבות, בין היתר:

- תדירות תהליכי הערכה
- בחינת הדיונים, תהליכי עבודה וקבלת החלטות בדירקטוריון
- מערכת היחסים בין האורגנים בחברה
- דיון במסקנות ההערכה ותוצאותיה

לסיכום, המסר העיקרי של סגל הרשות בנושא הינו כי רשות ניירות ערך מעודדת ביצוע הערכה של אפקטיביות עבודת הדירקטוריון תוך מתן גילוי בדרך של מילוי שאלון שמטרתו לשפר ולטייב את תהליכי החברה.

5. מסחר דואלי בעידן גלובלי

במסגרת הדיון אשר עסק ופירט אודות המסחר של **חברות דואליות** (הסדר הרישום הכפול), צוין כי בשל העמקתם של תהליכי הגלובליזציה, קיימת מגמה הולכת וגוברת של חברות לרישום למסחר ביותר משוק הון אחד. היבט זה נפוץ בעיקר בהתייחס לחברות הפועלות בענפי מדעי החיים והטכנולוגיה. כך, ניתן לזהות מגמה של חברות כאמור הנסחרות בישראל המבצעות מהלך של רישום בבורסה האמריקנית המלווה במעבר למתכונת הדיווח הדואלית.

להלן פירוט עיקרי הסדר הרישום הכפול:

- ההסדר מוצע לחברות הנסחרות בבורסות מוכרות (כיום: בורסת ניו יורק, בורסת נאסדק ובורסת לונדון).
- רישום למסחר בישראל **ללא** נטל רגולטורי נוסף - ההסדר החריג את החברות שנרשמו למסחר בישראל מחובות הדיווח על פי חוק ניירות ערך הישראלי ואיפשר להן להמשיך ולדווח **אך ורק** בהתאם לדין הזר החל עליהן (דיני ניירות ערך האמריקאים או האנגליים לרבות הוראות הבורסות הרלוונטיות) תוך הסתמכות על הפיקוח של הרגולטור הזר.
- ההסדר אפשרי גם לחברות נסחרות בבורסת תל אביב בכפוף לאישור אסיפה. קרי, חברות אשר נסחרות בבורסה בת"א יכולות להפוך לחברות דואליות בכפוף לאישור המחזיקים בניירות ערך החברה.
- מדיניות תשקיפים "דואליים" - הרשות מאפשרת פרסום תשקיף המבוסס על הדיווחים הזרים של החברה - הרשות מתעתדת לפרסם עמדת סגל בנושא אשר תבהיר את תהליך ההנפקה עבור חברות דואליות.
- אפשרות מחיקה ממסחר **בכל עת** מבורסת תל אביב תוך המשך מסחר בבורסה הזרה.

תהליכי הגלובליזציה, כמו גם הרצון להגדיל את כמות החברות בבורסה בתל אביב, הובילו את הרשות לפעול ליצירת תשתית אשר תאפשר **הרחבה** של הסדר הרישום הכפול כך שתכלול בורסות זרות נוספות העומדות בתנאי הרגולציה הנדרשים כגון: בורסת סינגפור, בורסת הונג קונג ובורסת קנדה (טורונטו). בין השיקולים העומדים בבסיס החלטת הרשות לכלול בורסה מסוימת במסגרת הסדר הרישום הכפול ניתן למנות את הדין הזר החל בבורסה הזרה (קרי, כללי גילוי, דיווח וממשל תאגידי), מנגנוני השוק ומנגנוני הפיקוח של הדין הזר (רגולציה).

בין יתרונות המסחר במספר שווקי הון צוינו:

- הגדלת נזילות
- חשיפה למשקיעים נוספים
- הזדמנות לעסקאות חדשות

בין השיקולים המשמשים את החברות בבחירת הבורסה המתאימה לרישום למסחר, ניתן למנות, בין היתר:

- מיקום המשרד/ המפעל/ עובדי החברה
 - מיהם לקוחות החברה/ מהו נתח השוק שלה
 - מהו התכנון האסטרטגי העתידי של החברה
 - מידת האטרקטיביות של שוק ההון
- לפני תחילתו של מודל המסחר הדואלי, שיעור של 36% בלבד מכלל החברות הציבוריות בישראל היו רשומות למסחר בבורסה בתל אביב. בכדי להמחיש את החשיבות של הרחבת הסדר הרישום הכפול, נסקרו **נתונים כמותיים** עדכניים וצויין כי נכון להיום נסחרות בבורסת תל אביב 59 חברות דואליות המהוות כ- 40% משווי השוק של הבורסה בתל אביב ולמעלה מ- 50% משווי של מדד תל אביב 35. המסחר בחברות דואליות מהווה כ- 40% מסך מחזור המסחר בבורסת תל אביב ומספרן מצוי במגמת עלייה (בשנת 2013 מספר החברות תחת הרישום הכפול היה 44 לעומת 59 כאמור כיום).
- נתונים נוספים: בפילוח לפי מדדי הבורסה כ- 47% מהחברות הדואליות נסחרות במדד תל אביב 125 וכ- 31% נסחרות במדד SME 60.
 - בפילוח לפי ענפי פעילות צויין כי כ- 42% מהחברות הדואליות הינן חברות בענף מדעי החיים וכ- 31% חברות בענף הטכנולוגיה.

להלן חידושים מהעת האחרונה הנוגעים למודל הדואלי ואשר נסקרו בקצרה על ידי סגל הרשות:

- **עדכון "מודל הגילוי ההיברידי"** - "מודל הגילוי ההיברידי" חל על חברות דואליות שהנפיקו אגרות חוב הנסחרות בבורסת תל אביב בלבד (קרי, אגרות החוב לא נסחרות בחו"ל) והוא כולל בהתייחס לחברות הכפופות לו, **הוראות גילוי נוספות** המקנות מידע מהותי לצורך שמירה על עניינם של מחזיקי אגרות החוב כל עוד מתקיימים לגביהן **"סימני האזהרה"** כהגדרתן בתקנות ניירות ערך.
 - לאחרונה, עודכנה תחולת מודל הגילוי ההיברידי ונקבע כי במידה וחברה דואלית הנפיקה אגרות חוב בבורסה הזרה בתנאים דומים (לאלו של האג"ח הרשומות למסחר בבורסה בישראל) אזי, היא לא תידרש ליישם את מודל הגילוי ההיברידי.
- **תחולת משטר One Share - One Vote** - בהתאם לסעיף 46 לחוק ניירות ערך, בהון חברה יהיה סוג מניות אחד בלבד, המקנה **זכויות הצבעה שוות** ביחס לערכן הנקוב. לאחרונה התקבלה על ידי מליאת הרשות הצעה לתיקון הסעיף האמור על מנת להחריג חברות דואליות מתחולת סעיף זה. כפועל יוצא, יתאפשר יישום המודל הדואלי לחברות (הנסחרות בבורסה מוכרת) אשר להן **יותר** מסוג מניה אחד הכולל זכויות הצבעה ובלבד שהמניות שיירשמו למסחר יימנו על הסוג הסחיר ביותר של החברה.
- **אחריות לפי הדין הזר** - לאחרונה התקבלו החלטות בבתי המשפט לפיהן הדין החל על חברות דואליות הינו הדין הזר בהיבטי הגילוי, הדיווח והאחריות. גישה זו תואמת את גישת רשות ניירות ערך ואת הרציונל העומד בבסיס הסדר הרישום הכפול.
- **מערכת תזמון דיווח אלקטרוני** - פיתוח מערכת שהייה אלקטרונית המאפשרת לחברה לקבוע מראש מהם מועדי הדיווח שלה (בסנכרון עם מועדי הדיווח בבורסה הזרה).

6. אג"ח וחברות בקשיים

במסגרת הדיון אשר עסק בהיבטים הנוגעים להנפקות אגרות חוב וחברות בקשיים, צוין כי שנת 2017 הייתה שנה של גיוסי שיא בשוק אגרות החוב הקונצרניות. הרשות פועלת כל העת לקיום איזון בין הצורך להגן על ציבור המשקיעים ובין הצורך להקנות גמישות לחברות המנפיקות.

הדיון נסב סביב שלושה נושאים כלהלן:

מעורבות הרשות בשטרי נאמנות:

שטר נאמנות הינו חוזה בין החברה ובין מחזיקי אגרות החוב וכיתר החוזים הינו כפוף **לחופש החוזים** (יצוין בהקשר זה כי חוק החוזים קובע כי תוכנו של חוזה יכול להיות **ככל אשר הסכימו הצדדים**).

מדיניות הרשות הינה להותיר לצדדים גמישות בנושא כל עוד מתקיימת עמידה בהוראות החוק.

בפרקטיקה, בכל הנוגע לשטרי נאמנות הרשות בוחנת:

1. האם ניתן גילוי מלא לתנאי השטר?

2. האם התנאים שנקבעו בשטר עולים בקנה אחד עם הוראות החוק והפרשנות הסבירה שלהן?

בכדי להמחיש את גישת הרשות בנושא ניתנו דוגמאות למקרים בהם סגל הרשות **לא יתערב:**

- שעבוד זמני בהפרת אמות מידה פיננסיות (קובננט) - היות ומדובר בתנאי מסחרי שנקבע בשטר הנאמנות הרי שכל עוד ניתן גילוי מלא בגינו סגל הרשות לא יתערב.
- שינוי התחייבות ברוב רגיל - כאשר העיגון התבצע מראש בתנאי שטר הנאמנות, אישור כאמור מהווה חלק מהמנגנון המסחרי. לפיכך, בכפוף לגילוי מלא סגל הרשות לא יתערב.

ניתן להתרשם כאמור כי הקו המנחה את סגל הרשות הינו התערבות במקרה של היעדר גילוי או כאשר הגילוי הניתן אינו ברור. כך לדוגמה, כאשר במסגרת שטר נקבעו אמות מידה פיננסיות אך לא ניתן גילוי ברור דיו בדבר אופן חישוב אמות המידה הפיננסיות, סגל הרשות יתערב מאחר וגילוי בדבר אופן חישוב אמות מידה פיננסיות הינו בעל חשיבות רבה מאוד למשקיעים והיעדרו של גילוי נאות בנושא פוגע בזכויות המחזיקים בשטר.

במקרים כאמור הרשות תתערב בשני מישורים:

- **גילוי מפורש** - החברה תידרש לכלול גילוי מלא ומפורט לגבי אופן חישוב אמות המידה הפיננסיות, להבהיר מה נכלל במסגרת אמות המידה ומה מוחרג וכו'. כמו כן יידרש כי יכללו הגדרות לברורות מונחים המרכיבים את אמות המידה הפיננסיות הנכללות במסגרת שטרי הנאמנות.
- **תפקיד הנאמן** - אמות מידה פיננסיות הנכללות במסגרת שטר הנאמנות מהוות דוגמה לעניין הנתון **לאחריות הנאמן** אשר תפקידו כשומר הסף של המחזיקים באגרות החוב הינו **לבצע בקרה** על החברה המנפיקה. בנסיבות בהן יתקיימו היבטים לא ברורים בתחשיב, הרשות מצפה כי הנאמן יגביר את היקף הבדיקות העצמאיות אשר הוא מבצע. בדרך כלל הוא אינו יכול להסתמך על התחשיבים שמעבירה לו החברה אלא נדרש לבדוק בעצמו כי אופן החישוב הינו סביר. באותם מצבים בהם הוא יסבור כי קיימת בעיה הרי שהדין מעניק לנאמן כלים כדי לפעול על ידי פנייה לחברה, למחזיקים ואף לבית המשפט.

לסיכום, לחברות מוקנית גמישות וחופש מסחרי לקבוע את התנאים בשטר הנאמנות. יחד עם זאת ולצד גמישות זאת, הן נדרשות למתן גילוי מלא, בהיר וברור של אותם תנאים.

גילוי בהסדרי חוב - הבהרות

ככלל, **כל שינוי** בתנאי שטר הנאמנות מוגדר בתקנות ניירות ערך כהסדר חוב. חוק ניירות ערך קובע את הגילוי הנדרש כאשר חברה מבקשת הסדר חוב ומבחין בין "הסדר חוב" ובין "הסדר חוב על רקע קשיים פיננסיים" אשר בגינו נדרש היקף הגילוי הרחב ביותר.

הסדר חוב על רקע קשיים פיננסיים מהווה הסדר חוב שמטרתו הבראת החברה והסדר חוב בנסיבות בהן מתקיימים לגבי החברה "**סימני האזהרה**" כהגדרתן בתקנות ניירות ערך, בין היתר, ייחשב כהסדר חוב על רקע קשיים פיננסיים.

כיום, חברה עשויה להידרש במתן גילוי אודות השווי בפירוק גם בנסיבות בהן לא מוקנית למחזיקים זכות להעמדת החוב לפירעון מיידי. הרשות מתעתדת לפרסם עמדת סגל בנושא אשר מטרתה הינה התאמת

הגילוי לחלופות הממשיות שעומדות בפניי המחזיקים וזאת על מנת ליצור איזון בין הנטל הדיווחי של החברות לבין טובת המחזיקים. כך לדוגמה, גילוי בדבר שווי החברה בפירוק לא יידרש כאשר אין עילה לפירעון מיידי אלא רק באותן נסיבות בהן חלופת פירוק תעמוד על הפרק כחלופה ממשית. באופן דומה, במקרים בהם למחזיקי אגרות החוב קיימות בטוחות בשווי קרוב להיקף האג"ח שבמחזור לא יידרש גילוי לשווי החברה בפירוק. בנסיבות אחרות, גילוי בדבר תכנית הבראה יידרש רק כאשר חלופת הפירוק אכן קיימת (כגון במקרים בהם החברה מבקשת לשנות את תנאי הפירעון של השטר באופן המעיד על כך שלמחזיקים באגרות החוב מוקנית היכולת להעמיד את החברה בפני פירוק).

פרסום דוחות כספיים בהסדר

בתרחיש של חברות שהנפיקו אגרות חוב ועקב היותן בקשיים פיננסיים לא פירסמו דוחות כספיים מעל לתקופה של שנה, עם פנייתן לבית המשפט לבקשת הסדר הן תידרשנה לפרסם את כל הדוחות הכספיים למפרע.

במקרים כאמור, חברות מעלות טענות לפיהן פרסום הדוחות הכספיים מהווה נטל כספי כבד ומעכב את לוחות הזמנים דבר העלול להוביל לפגיעה בסיכויי השגת ההסדר ובכך לפגיעה נוספת במחזיקים עצמם. יחד עם זאת, ברור כי הדוחות הכספיים מהווים את הגילוי הרלוונטי לקבלת החלטות השקעה (לרבות כאלה הנוגעות לאישור הסדר).

על מנת לאזן בין הנטל המוטל על החברות ובין טובת המשקיעים והצורך במידע, בנסיבות מוגבלות ומצומצמות בהן באופן מובהק העלות הכרוכה בפרסום הדוחות הכספיים עולה על התועלת שתנבע מכך, רשות ניירות ערך תיתן פטור לפרסום הדוחות הכספיים.

להלן דוגמאות לנסיבות מצומצמות כאמור:

- הליך למימוש כל הנכסים.
- בסמוך לאחר ההסדר החברה מפסיקה להיות תאגיד מדווח (סיום חובת הדיווח).
- פיקוח מלא של בית המשפט.
- ייקבע גילוי חלק פרסום הדוחות הכספיים.

7. יזמות בשותפות ציבורית

במסגרת הדיון אשר עסק בנושא, צוין כי **יזמות במסגרת שותפות ציבורית** מהווה סיפור הצלחה. המבנה תאגידי של שותפות ציבורית אינו דוגל בשוויון פורמאלי אלא בשוויון מהותי. בשותפות ציבורית קיים שותף כללי אשר תפקידי ניהול עסקי השותפות מצוי בידיו ומוקנית לו בדרך כלל זכאות לתגמול (כגון בדרך של "דמי יזמה") הנגזר מהכנסות, רווחים או נכסי השותפות. חלקו של השותף המוגבל, מוגבל למימון פעילותה של השותפות ומוקנית לו זכאות לקבלת רווחים. בין השותפים בשותפות מתקיימת מערכת הסכמות ארוכת טווח ("הסכם שותפות") אשר תכליתה יסוד מערכת יחסים מבוססת אמון בין השותפים. בנוסף למערכת ההסכמים חלים על השותפות גם כללי **ממשל תאגידי**.

כזכור, תיקון 5 לפקודת השותפויות משנת 2015 נועד להרחיב ולעדכן את מנגנוני הממשל התאגידי בשותפויות מוגבלות שהציעו לציבור יחידות השתתפות ולהבטיח הגנה נאותה על עניינם של ציבור בעלי יחידות ההשתתפות על-ידי הטלת חובות **ממשל תאגידי** על שותפויות מוגבלות ציבוריות (וזאת בדומה לכללי הממשל התאגידי החלים על חברות ציבוריות לפי חוק החברות, בשינויים המחוייבים). התיקון האמור, קבע בין היתר, חובת מינוי דירקטורים חיצוניים לטובת הגברת הפיקוח והבקרה על שותפויות מוגבלות ציבוריות. כן נקבעה חובה מינוי ועדת מאזן וועדת תגמול בחברת השותף כללי ונקבעו הוראות לגבי קביעת מדיניות תגמול, אישור עסקאות עם נושאי משרה ודירקטורים ואישור עסקאות חריגות עם בעל שליטה. החוק האמור הוסיף מנגנון **מינוי מפקח** שאינו נושא משרה ואין לו סמכות לשלול או לאשר פעולות של השותפות. על המפקח הוטלו חובות לפעול לטובת המחזיקים ביחידות השתתפות מקרב הציבור ובכך לתרום נטרול האדישות הרציונלית של המחזיקים ביחידות השתתפות (שיעור ההחזקה הפרטני של מחזיקים במניות/יחידות השתתפות מצמצם את יכולתו של המשקיע הבודד להשפיע באופן ממשי על קבלת ההחלטות בחברה/שותפות - מינוי מפקח הפועל בשם כלל המחזיקים מתגבר על כך).

להשקפת הרשות, תיקון 5 הפך את השותפויות הציבוריות למכשיר משפטי משוכלל המהווה עידוד פורץ גבולות ליזמות והמנגנונים אשר הותוו במסגרתו הובילו לנטרול בעיית הנציג.

תקנות הבורסה בנושא, אשר נקבעו בשנת 2015, מונות את **מאפייניהן של שותפויות נסחרות** כדלקמן:

- השקעות עתירות הון
- סיכון עסקי/אי וודאות
- התמחות ייחודית ליזם
- סיכונים מסחריים בפיתוח

התקנות נקבעו בשעתו בהקשר של שותפויות גז ונפט בחו"ל אך בהמשך הותר רישום למסחר של שותפויות להפקת סרטים בחו"ל, פצלי שמן ואף אגרות חוב.

חזון

החזון של סגל הרשות בשיתוף מלא עם הבורסה הינו קידום רישומן למסחר של שותפויות נוספות הפועלות בתחומים מגוונים. במסגרת זאת מתקיימת בחינת אישור למסחר של מיזמי מחקר ופיתוח (לרבות קרנות הון סיכון ומיזמים בודדים), פרויקטים ייחודיים לזמן קצוב מסחריים (דוגמת מיזמי השקעה בנדל"ן בישראל ובחו"ל) או לאומיים (דוגמת מפעל האמוניה).

סגל הרשות סיכם כי ישמח לשמוע מהציבור אודות מיזמי השקעה המתאימים לרישום למסחר במסגרת שותפות ציבורית.

8. מדירוג עד סייבר - על "קצה המזלג" מכאן ומכאן

במסגרת הדיון נסקרו שלושה נושאים שאינם קשורים זה לזה, כדלקמן:

סיכון סייבר

לאור המאפיינים הייחודיים של לסיכון זה, ובהם ניתן לציין את עוצמת הסיכון (ברמת יחיד, חברה, משק), רגישותו לדפוסי השתנות מהירים ביותר וכל זאת על רקע של מודעות מוגבלת לסיכון ולמאפייניו אצל חלק לא מבוטל מהחברות, הפך סיכון הסייבר **לאחד הסיכונים המרכזיים** מולם ניצבות ישויות מדווחות.

באשר לגילויים הנדרשים בנושא במסגרת דוח הדירקטוריון חשוב לזכור כי אף שכאמור עשויה להיות לו השפעה מהותית על הדוחות הכספיים, הרי שהדין אינו מבדיל בין סיכון סייבר לסיכון אחר. לאור האמור, במסגרת המענה לדרישה אודות דיון בגורמי סיכון במסגרת תשקיפים ודוחות תקופתיים נדרש להתייחס גם לסיכון סייבר. כמו כן, לאור ההשפעה האפשרית העשויה להתקיים בגין סיכון זה על הדוחות הכספיים, ככל שמדובר בעניין מהותי עולה הצורך להתייחס לכך בדוח הדירקטוריון ובמידת הצורך במסגרת דיווחים מיידיים.

הגילוי בנושא נדרש להתייחס, ככל שרלוונטי ומהותי, לעניינים הבאים:

- סקירה של ההיבטים התפעוליים והעסקיים החשופים לסייבר;
- איומים הנובעים משימוש במיקור חוץ;
- נאותות ההגנות;
- תדירות בחינת ההגנות והחדירות;
- תקני הגנה שהתאגיד אימץ;
- ביטוחים;
- תיאור אירועים שהתרחשו לרבות אופיים, נזקם הישיר והעקיף והתארגנות למניעת הישנותם.

להלן **דוגמאות** להשלכות אפשריות של אירועי סייבר (אשר במידת הצורך ישויות עשויות להידרש לתת דיווח בגינם):

- הפעילות העסקית הופסקה (כתוצאה מ-DDOS²⁷), מהצפנת מידע בידי מבקשי כופר וכו';
- נדרש היה תשלום מהותי ככופר;
- מאגרי מידע נפרצו (ככל שאלו מוגנים על פי חוקי הגנת הפרטיות יש לכך השלכה אפשרית נוספת);
- מערכת מחשוב שנדבקה בנוזקה פגעה בעסקי התאגיד;
- נחשפו סודות עסקיים;
- פגיעות עקיפות דוגמת פגיעה במוניטין, חשיפה לתביעות וכו'.

באופן עקבי לעיקרון המנחה את סגל הרשות נדרש לוודא שיתקיים בנושא האיזון הנכון בין רמת הסיכון ובין היקף הגילוי תוך חתירה להכללת גילוי קונקרטי וספציפי שעלול ליצור את הסיכון לחברה. בכדי להקל על ההתמודדות בנושא הרשות שוקלת פרסום הנחיה אשר תעגן את נושא סיכון סייבר בנפרד מהדרישה הנוכחית בדין הקיים להערכת סיכונים באופן כללי.

חברות דירוג

חוק הפיקוח על חברות דירוג בישראל הינו בתוקף החל בחודש אפריל 2016 וכפועל יוצא שנת 2017 מהווה השנה המלאה הראשונה בה מקום פיקוח כאמור. במסגרת החוק הושם דגש על **ממשל תאגידי** בחברות הדירוג ועל **איכות גילויים** ובראשם מתודולוגיות דירוג ודוחות דירוג.

לעמדת הרשות הפיקוח נדרש להיות מאוזן תוך הבאה בחשבון של מספר שיקולים ובראשם זהותן הבינלאומית של חברות הדירוג והיותה של "אות" הדירוג כרכיב הגילוי המרכזי בדוחות דירוג.

מנהלי פיקוח אשר קוימו על ידי הרשות בנושא במהלך השנה החולפת עולים ממצאים כדלקמן:

- גילוי שאינו מספק בדוחות דירוג;
- גילוי שאינו מספיק ברור דיו במתודולוגיות דירוג;
- חוסר במתודולוגיה.

הקלות בשוק ההנפקות

לאחרונה אושרו שתי הקלות חשובות במליאת הרשות:

- ביטול חובת חיתום בהצעה לא אחידה - עד ההחלטה אודות ההקלה בנושא התקיימה חובת חיתום ובמרוצת השנים עלו טענות שדרישה זו מגבילה הנפקות. לדעת סגל הרשות, היתרונות של הצעה לא אחידה שתהיה שיטה כזאת הם עצומים למשק.

- ביטול איסור על מחיר מירבי בהצעה אחידה - במסגרת זאת יוצע להתיר קביעה מראש של מחיר מירבי להצעה בכפוף לקביעת מגבלת כמות למזמין אחד בשיעור של עד 15% מההנפקה.

במסגרת הכנס סגל הרשות הכריז כי בשבועות הקרובים צפויה להתפרסם הצעה לתיקון תקנות ניירות ערך בנושאים אלו (להצעה בנושא אשר התפרסמה ביום 26 בדצמבר 2017 [לחצו כאן](#)).

²⁷ DDOS (Distributed denial-of-service attack) - התקפת מניעת שירות מבוזרת.

נושאים והיבטים נוספים שנדונו במסגרת הכנס

• גילוי אפקטיבי - היבטים מעשיים

מעבר לנושאים החשבונאיים והמשפטיים בהם עוסקת מחלקת התאגידים, **מטרת העל** שהרשות מעוניינת בהגשמתה היא **שקיפות** של החברות וכי תהא הפנמה לעיקרון לפיו "כדאי לחברות להיות שקופות". נושא השקיפות נדון בכנס סביב שני עניינים עיקריים: **פרסום מצגות לציבור ודיווחים מיידיים**.

■ **מצגות לציבור** - חברות מפרסמות מצגות בעיקר לקראת הנפקות (כולל טרם IPO). בהקשר זה צוין כי הרשות פנתה לחברות העומדות בפני הנפקה, לתקן את המצגות שכן לרשות חשוב שהמצגות תהיינה ניטרליות ומאוזנות ושלא ייווצר רושם מוטעה אל מול המציאות. הוצגו **מספר דוגמאות** לתפיסות אלה של הרשות אשר נגזר מהן:

○ עדיפות ל**נתוני שוק אובייקטיביים** - הוצגו נתונים לפיהם שווי השקעות בחברות מוחזקות, אשר שימש כבסיס לקביעת ה-NAV (שווי נכסי נקי) של החברה, כפי שזה הוצג במצגות שפורסמו לציבור, התבסס על הערכות שווי ולא לפי שווין הנסחר בורסה.

○ הכללת גילוי שהינו עקבי - מקרה נוסף עניינו בהצגת המדד הפיננסי וסו (הכנסות תפעוליות נטו) והמדד הפיננסי של חוב נטו ל-CAP נטו (היחס בין סך חוב הפיננסי נטו ובין ההון בצירוף החוב) בהינתן מצבת הנכסים הקיימים וסך החוב הקיים בעוד הון הבעלים בחברה הוצג **לאחר** ביצוע הנפקה.

○ פן נוסף שהוצג ואשר עלול לגרום להטעיה, הינו **נטרול** סלקטיבי של מרכיבים חד-פעמיים - בתאגיד בנקאי שנבחן פורסמה מצגת לא מאוזנת אשר נטרלה סכום ה**וצאה** חד פעמי, אולם **לא** נטרלה רווח חד פעמי בהיקפים דומים. הצגת הנתונים בדרך מגמתית זו שיקפה תמונת מצב לפיה נמשכה מגמת ירידה ברורה בכל תחומי ההוצאות בתאגיד הנבחן מבלי לנטרל את כלל הרכיבים החד פעמיים.

■ **דוחות מידיים - גילוי בר תמחור** - החברה צריכה לעשות כל שיכולתה לפרסם את כלל המידע הרלוונטי והנחוץ בדיווח למשקיעים בכדי שהמשקיעים אכן יוכלו לתמחר את המידע. במישור זה הוצגו הדוגמאות שלהלן -

○ הוצגה דוגמה לעניין מתן דיווח אודות ה**נחות** המבססות **שערוכים צפויים**: מצב בו חברה פרסמה דיווח מידי לפיו בכוונתה לבצע שערור בהיקף גבוה, אך יחד עם זאת לא נכלל כל הסבר לגורם שחולל את השינוי שהביא לשערור כאמור. במקרה דנן, בעקבות פניית סגל הרשות לחברה, החברה הוציאה דיווח משלים כדי שיאפשר להבין את הנסיבות והסיבות לשערור.

○ הוצגה דוגמה של השפעה עתידית מהותית של אירועים - מקרה בו תאגיד בנקאי נדרש לכלול מידע אודות השפעות **מצטברות** (לרבות בגין תקופות דיווח עוקבות) של הסכם קיבוצי חדש שנחתם ולא להסתפק בגילוי אודות ההשפעות של ההסכם על תוצאות הפעילות בתקופת הדיווח השוטפת. ברשות הביעו קורת רוח שבעקבות המקרה הנ"ל, ניתן גילוי דומה בנושא גם בחברות אחרות.

■ לסיכום, ובהתייחס לדוח השנתי לשנת 2017, ניתנו **דגשים** בנושאים השונים שתוארו לעיל כדלקמן:

○ הובהר כי בהתייחס לדוחות השנתיים הקרובים הציפייה שיהיה **מידע רלוונטי ובר תמחור** כך שמשקיע יוכל במסגרת קבלת החלטה, לתמחר ככל שניתן את השפעת האירוע עליו דיווחה החברה;

○ יש ליצור **קשר** ברור ככל האפשר בין פריטי מידע שונים שנמצאים במיקומים שונים בדוחות;

○ נדרש יישום עקרונות של **גילוי עקבי** - כך למשל, חברה אינה יכולה לנטרל מרכיבי רווח באופן לא עקבי בין השנים;

○ דגש על ניתוח איכותי בעיקר בהקשר של דוח הדירקטוריון אשר תפקידו לנתח היבטים שלא מצויים בדוח הכספי. כך למשל, המטרה היא לנתח היבטים משלימים לדוחות הכספיים של שינויים (כגון ניתוח של שינויים שחלו בשיעורי רווחיות וכיו"ב).

צוין גם כי מחלקת תאגידים ממשיכה בקידום היבטים נוספים הנוגעים לדרישות גילוי בדוחות התקופתיים וזאת כחלק **מפרויקט שיפור הדוחות** וכי ישנם תהליכי חקיקה שטרם הושלמו - בנקודה זו הזכרה ההקלה שאושרה השנה ולפיה כבר בדוחות לשנת 2017 מרבית החברות **יפסיקו לצרף את דוח גלאי** (למעט תאגידים פיננסיים ותאגידים אחרים אשר החשיפה שלהם לסיכוני שוק הנובעים ממכשירים פיננסיים מהותית)²⁸.

בברכה,

המחלקה המקצועית

²⁸ כחלק מתיקון לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידים), התשע"ז-2017 אשר פורסם ברשומות בסוף חודש מרץ 2017, הורחבה תחולת הפטור מיישום דוח גלאי לעניין הוראות התוספת השנייה בתקנות דוחות תקופתיים ומיידים (פרטים בדבר חשיפה לסיכוני שוק ודרכי ניהולם) לכלל התאגידים (חלף תאגידים קטנים בלבד, כפי שאושר בחודש ינואר 2014 כחלק ממתווה ההקלות לתאגידים קטנים) אשר החשיפה שלהם לסיכוני שוק הנובעים ממכשירים פיננסיים אינה מהותית (ככלל, ובהתאם לתיקון, נראה כי ההקלה לא תחול על תאגידים פיננסיים). לחוזר מקצועי שפרסמה המחלקה המקצועית אשר במסגרתו נכללה התייחסות גם לתיקון כאמור, כפי שזה פורסם ברשומות לחץ/י כאן.