

כנס התאגידים העשירי של רשות ניירות ערך (2018)

מחלקה מקצועית - פברואר 2019

רקע והקדמה

בסוף חודש דצמבר 2018, קיימה רשות ניירות ערך את כנס התאגידים השנתי, העשירי במספר (להלן - "הרשות" ו-"הכנס", בהתאמה). הכנס צוין בסימן מלאת 50 שנה לפעילותה של הרשות ולפרסומו של חוק ניירות ערך וכן כשנה לכהונתן של יו"ר הרשות, גב' ענת גואטה ושל מנהלת מחלקת תאגידים, רו"ח דורית קדוש.

את הכנס פתחה יו"ר הרשות, בצינה כי בשנים הקרובות הרשות תפעל **לעודד שוק הון ציבורי הוגן, תחרותי ומבוסס טכנולוגיה**, תוך מטרה לפתח ולקדם את הכלכלה הישראלית. זאת ועוד, ציינה יו"ר הרשות כי היא מאמינה ששוק הון הישראלי וגם הרשות כבר הינם בוגרים ומנוסים כדי להבין שבעידן הנוכחי נדרש כי כל השחקנים בשוק ההון הציבורי ישלבו ידיים וינהגו בבגרות ובאחריות, ולא ינצלו את כוחם או את גישת הרשות לרעה, זאת, לשירות טובת הכלל (בעלי שליטה, מנהלים, בעלי מניות, משקיעים מוסדיים, שומרי הסף). זהו עידן שבו הרשות תאפשר לשחקנים לפעול באופן פתוח וחופשי יותר על בסיס של עקרונות פעולה בהירים שיהיו ברורים לכולם. עידן שבו הרשות תוכל להשקיע זמן רב יותר בבחינה כיצד ניתן לפתח, לפתוח ולקדם את שוק ההון הישראלי, כך שיהיה שוק תחרותי, חדשני ומעודכן יותר. בתוך התהליך הזה גם לבורסה כזירת מסחר רלוונטית במאה ה-21, יש תפקיד חשוב. יחד עם זאת, גורם שיבחר לסטות מהכללים יפגוש רשות איתנה השומרת כחומה בצורה על שוק ההון והמשקיעים, בכל האמצעים העומדים לרשותה וללא פשרות.

בדבריה כללה ענת גואטה **דוגמאות לנטילת אחריות בשוק**, אותן מיישמת הרשות במסגרת פעילותה. תיקון 28 לחוק השקעות משותפות בנאמנות מהווה דוגמה אחת - מעבר ממודל של **תעודות סל** מסוכנות למודל של קרנות סל בטוחות. המדובר ביישור קו עם המודל הנכון והמקובל בעולם. דוגמה נוספת - חברות **ללא שליטה**! התרחבות המגמה בישראל של חברות ללא גרעין שליטה מובילה לכך שהלכה למעשה הציבור הוא זה שישלוט בחברות באופן עקיף וזאת בעיקר באמצעות הגופים המוסדיים המנהלים את כספו. לפיכך, תפיסת הרשות הינה שבחברות **ללא בעל בית** דומיננטי חשוב שדירקטורים יהיו מעורבים וכך גם המשקיעים שיטלו חלק אקטיבי בקביעת זהות אותם הדירקטורים שיכהנו בחברות. כנגזר מכך, תפקידה של הרשות אינו לקבוע כיצד יראה השוק ובד בבד עליה להימנע ככל שניתן ממעורבות רבה יותר מהנדרש. כמענה לכך, נבחן ע"י הרשות אימוץ של ה-Stewardship Code², קוד התנהגות ראוייה המיושם בשוק ההון בבריטניה,

¹ מעבר מחברות בהן היה קיים **גרעין שליטה** לחברות **ללא בעל שליטה**, כפי שהדבר מקבל ביטוי כיום במערכת הבנקאות (הבנקים לאומי, הפועלים, דיסקונט) וכן בחברות פז, שופרסל, בזק וכחלק ממגמה מתמשכת בשנים האחרונות כולל גם הבורסה עצמה. בעבר, כ-96% מחברות רשומות למסחר בת"א היו למעשה בשליטת בעלי שליטה וזאת **ללא שליטה** מבוצרת. כיום ניתן לומר שהתופעה של חברות **ללא גרעין שליטה הולכת ומתרחבת**.

² **קוד זה**, המציב כללי התנהגות ראוייה למשקיעים בבריטניה, מיושם על כל סוגי ההשקעות (ולא רק ברמה של השקעות מקומיות) ו**עקרונותיו המרכזיים** הם כדלקמן: חשיפה לציבור באשר למדיניות של משקיעים מוסדיים, פרסום מדיניות ניגודי העניינים הנוגעת להתנהלות המשקיעים, פיקוח יעיל על החברות אשר משקיעים בהן, הנחיות ברורות בנוגע למועד ולאופן שבו ידרשו המשקיעים המוסדיים להגביר את מעורבותם. כמו כן - הקוד מעודד שיתוף פעולה של השחקנים יחד עם גורמים אחרים כדי להגביר את פעילותם, קביעת מדיניות ברורה לגבי הצבעה תוך חשיפה של פעילות ההצבעה של המשקיעים והאם זו תומכת באופן אוטומטי בעמדת ההנהלה.

המגדיר עקרונות להתנהגות אפקטיבית של משקיעים מוסדיים והמיושם באופן וולנטרי וכמעט ללא יוצא דופן, על ידי משקיעים מוסדיים. קוד זה מתעדכן מעת לעת (גרסה עדכנית של הקוד אמורה לראות אור בקיץ 2019) וקיימות דוגמאות נוספות למסמכים דומים במדינות דוגמת ארה"ב, הולנד, אוסטרליה ויפן. בכוננת הרשות לדון בנושא עם הממונה על רשות שוק ההון, הביטוח והחסכון, ד"ר משה ברקת ולפעול להחיל כאמור קוד דומה בישראל. בסיום דבריה ציינה יו"ר הרשות כי היא משוכנעת שיעשו מהלכים חשובים לפיתוח שוק ההון בישראל והמליצה להגיב מתוך קור רוח נוכח הירידות שחלו בשלהי שנת 2018 בשוקי ההון בעולם ובארץ מתוך תפיסה כי השקעות מתבצעות לטווח ארוך.

לאחר יו"ר הרשות, הרצה **מר ערן יעקב, מנהל רשות המיסים**, אודות היבטים במיסוי בשוק ההון הישראלי. את הרצאתו של ערן יעקב ליוו נתונים שונים והוצגו מגמות בנתונים שונים המאפיינים אינדיקטורים מרכזיים בכלכלת ישראל³ ואת הקשר של אלה עם **יעדי מדיניות המס** הנקוטה בארץ. בסקירתו ציין מנהל רשות המיסים כי המסים הם **כלי חשוב** בהכוונת הפעילות הממשלתית, אולם לא לבד אלא כחלק מתהליך הוליסטי שלם. צוין כי בישראל שיעורי המס **אינם** גבוהים בהשוואה למדינות ה-OECD (המצב סביר ביחס שבין נטל המס הישיר לתמ"ג, ואף ברף התחתון), אולם, עם זאת, במישור המסים העקיפים ישראל ממוקמת במקום גבוה יותר בהשוואה למדינות אחרות (בנוגע למיסוי רווחי הון שהיקף הכנסותיו מגיע לכדי 4 מיליארד ש"ח בשנה, צוין שאנו קרובים לנתונים ב-OECD). ניכר כי במדינת ישראל שורר אי שוויון (בהתאם למדד ג'יני) ועל כן חשוב באמצעות תשלומי העברה לפעל לשינוי מגמה זאת. יחד עם כל זאת, הדגש הוא שנשמרת מגמה של גביית מסים **זהו מצב מעודד**.

חלק חשוב מדבריו של מנהל רשות המיסים הוקדש לצעדיה של רשות המיסים **לעידוד הבורסה**. המס הינו גורם אחד, מיני רבים נוספים, המשפיעים על החלטות חברה האם להנפיק את מניותיה בבורסה. על כן, רשות המיסים הובילה חקיקה התומכת בפועל במסחר בבורסה, תמריצים להשקעות ועידוד פעילות תחום ההייטק⁴. בהקשר לכך, דובר גם על שיקולים בעצם מתן הטבות מס כאשר השאלה הנשאלת הינה מהי **העלות האלטרנטיבית** לאותה הטבה מס וכן שיש לבחון זאת **לאורך זמן** וכחלק מתהליך בחינה כולל של מגוון היבטים שונים, תוך שיתוף פעולה והתייעצות. כך גם יש לבחון למשל את ההצעה, שעלתה לאחרונה, להוריד את שיעור המס המושט על רווחי ההון.

בהמשך חלקו הראשון של הכנס נשאו דברים מנהלת מחלקת תאגידים ברשות, רו"ח דורית קדוש וכן **המשנה ליועץ המשפטי לממשלה (משפט כלכלי) במשרד המשפטים, עו"ד מאיר לוין**.

בפתח דבריה ציינה **מנהלת מחלקת תאגידים** שהיקף הנושאים ותחומי הפעילות של מחלקת תאגידים בהיבטי **פיקוח ואכיפה, רגולציה (אסדרה) ופיתוח שוק** הם רבים מאוד ומגוונים. בהרצאתה שטחה מנהלת מחלקת תאגידים את תפיסת מחלקת התאגידים ברשות בשלושה היבטים מרכזיים: הדגש בדבר חשיבות פעולתם של תאגידים באופן עצמאי, חיזוקם של שומרי הסף בשוק ההון ופרסום של עמדות והחלטות יזומות על ידי סגל הרשות בכדי ליצור וודאות רגולטורית.

פיקוח ואכיפה

המטרה שרואה לנגד עיניו סגל הרשות הינה **תאגידים המפעילים שיקול דעת מקצועי ועצמאי, תוך נטילת אחריות**. דהיינו, אי פנייה תכופה מידי לסגל הרשות, תוך שמירה על מכשירי הפרה-רולינג למצבים לא רגילים אשר **לא קיימות פרקטיקות בשוק** לגביהם. תפיסת פיקוח זו מחייבת את חיזוק מעמדם של "שומרי הסף" שהם חשובים לשוק ההון - חתמים, נאמנים, חברות דירוג, רכזי הצעה במימון המונים, רואי חשבון ואחרים. כמו כן, יש להגביר את שיתוף הפעולה עם זרועות האכיפה האחרות ברשות (אכיפה מנהלית, פלילית, מחלקת חקירות, מודיעין ובקרת מסחר).

פיתוח שוק ואסדרה

אחד מן היעדים החשובים של הרשות הינו להביא **לשיתופי פעולה**. לצורך זאת, הרשות מקיימת פרקטיקות שולחנות עגולים (קיום פגישות עם גורמים שונים במטרה להבין חסמים וכשלים ברגולציה חדשה כדי לשמוע

³ הוצגו מגמות כמותיות, **דוגמת** נתוני הצמיחה הממושכת במרוצת ה-15 שנים האחרונות (כ-4.5% בממוצע ובשנים האחרונות, כ-3% לשנה), רמות אבטלה נמוכות ברמה היסטורית וביקוש ניכר לכוח עבודה מיומן וחשוב בתחומי ההיי-טק (אגב הערכתו לגבי מחסור מסתמן בעובדים), סביבת ריבית אפסית התורמת לגידול מתמשך במחירי הנכסים.

⁴ בין מהלכים אלה ניתן למנות את **סעיף 29א'** לעניין **הכרה בהפסד** במועד ההשקעה בחברת מו"פ הנסחרת בבורסה, אשר לא צלח כל כך ואת **סעיף 102** שדן במיסוי מסלול רווח הון על רווח מאופציות בעלי שליטה בחברות מו"פ - יש לרתום עדיין את הסעיף לשינוי בבורסה. כמו כן, צוינה הוראת השעה בדבר **הכרה בהוצאות הנפקה לצרכי מס**.

את הציבור עוד בשלב בדיקת ההתכנות), פגישות היכרות (פגישות יזמות עם תאגידים במטרה להכיר ולהבין טוב יותר את השוק ואת צרכי התאגידים), שיתוף פעולה עם מחלקת אחרות ברשות (הקמת צוותי עבודה משותפים לביצוע שינויים הוליסטיים), שיתוף פעולה עם גופי השלטון והרגולציה (הפיקוח על הבנקים, רשות שוק ההון, משרד המשפטים, הממונה על ההגבלים, משרד האוצר, רשות המסים ואף היק"ר, היחידה לקנאביס רפואי במשרד הבריאות).

הוצגה יריעה של נושאים המונחת על שולחנה של הרשות בתחום פיתוח שוק. החל מקרנות נסחרות להשקעה בתשתיות ולמימון עסקים קטנים ובינוניים, דרך הבורסה המשנית, פעילות איגוח ותחום הנכסים הקריפטוגרפיים וכלה בחברות הרישום הכפול ותחומי הפעילות בשוק הבינלאומי.

לצד זאת, הוזכרו הנושאים הצפויים שעל הפרק בתחום האסדרה ובהם: דוח הסולו (אשר יותר אולם יחולו לגבי שינויים והקלות - ראה גם להלן), הרחבת מודל השותפויות לענפים נוספים: יצירת וודאות רגולטורית, פרסום מורה נבוכים להסדר הרישום הכפול, חשיבה מחדש וייעול התהליך של תשקיפי מדף, שינוי פורמט הדיווח של תאגידים ועוד.

בדבריו נתן **עו"ד לוי** דגש לנושא המרכזי שעומד לפתחו של משרד המשפטים והוא "חברות ללא גרעין שליטה" (זאת בהמשך לדבריה של יו"ר הרשות בנושא, כמובא לעיל)⁵. צוין כי באשר לסוגיית חברות עם/ללא גרעין שליטה (הן חברות פיננסיות והן חברות ריאליות), משרד המשפטים אינו תומך במבנה בעלות מסוים ומותיר זאת "לכוחות השוק", אולם, יחד עם זאת, קיים רצון ליצור מערכת רגולטורית מאוזנת וחפה מארביטראז' שתיתן מענה הן לחברות בהן יש בעל שליטה והן לחברות עם שליטה מבוזרת⁶. לצד זאת, מבקש משרד המשפטים להתמודד בצורה יעילה יותר עם בעיית הנציג, על שני רכיביה: האחד, בעיית הנציג האופקית (לפיה קיים חשש שכוחו של בעל השליטה בחברה ינוצל לרעה על פני בעלי המניות האחרים (אלה) והשני, בעיית הנציג האנכית (לפיה, החשש הינו לקיומם של ניגודי אינטרסים בין בעלי המניות השונים בהחזקה מבוזרת לבין הנהלת החברה אשר עשויה לקדם בפועל את טובתה האישית)⁷. עו"ד לוי חידד כי עד כה לא נדרשה התמודדות עם שאלת הדין הרצוי במימד זה, היות שקיומם של גרעיני שליטה מנע היתכנותה של השתלטות עוינת.

בסיכום דבריו של המשנה ליועץ המשפטי לממשלה הודגש כי התופעה ההולכת וגוברת של חברות ללא גרעין שליטה מייצרת **כשל שוק** ואתגרים שטרם התמודדו עימם ועל כן נדרשת חשיבה שונה ממה שהורגלנו אליה עד כה.

הרצאות נוספות בחלקו הראשון של הכנס בתחומי טכנולוגיה, חדשנות, יזמות, יצירתיות וקרנות הון סיכון נשאו מפיו של פרדריק בלסן, יועץ לחדשנות, דיגיטל ושינוי וכן על ידי דב מורן, שותף מנהל Groves Ventures, אשר מיקד את דבריו על סטארט אפים בישראל.

במהלך הכנס הוצגו ונסקרו מגוון נושאים כלהלן (שלא בהכרח בהתאם לסדר העברתם הכרונולוגי):

- **המושב החשבונאי: היבטים בחשבונאות ובדיווח כספי** - הנושאים שנדונו במושב זה כללו, בין היתר, התייחסות לנושא אחריות שומרי הסף על הדוחות הכספיים, הצגת עיקרי מודל דוח סולו הנמצא בבחינה בימים אלה ע"י סגל הרשות, הצגת סוגיות חשבונאיות נבחרות מהשנה החולפת הנוגעות להיבטי גילוי ומדידה בדיווח הכספי, מתן דגשים הנוגעים ליישום תקני דיווח כספי בינלאומיים חדשים (IFRS 9, IFRS 15 ו-IFRS 16), נסקרו ממצאים בקשר עם הערכות שווי וביקורות בנושאים חשבונאיים שבוצעו בשנה החולפת, הוצגו היבטים בהם נבחנה אי תלות רואה החשבון המבקר וכן ניתנו דגשים לגבי יישום ה-ISOX.

⁵ במקביל, בתחום טיפולו של המשרד המשפטים מצויים כיום היבטים נוספים: שקיפות באגודות עותמאניות, חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי (אשר בחודש ספטמבר 2019 ייכנס לתוקף), תחום הפינטק (צפוי פרסום דוח סופי בנושא) ועוד נושאים רבים.

⁶ לעניין זה, הוזכר כי הגם הגדרת 'שליטה' בחוק ניירות ערך, פסיקות של בתי המשפט בארה"ב ובישראל הוכיחו לא אחת כי ישנה אפשרות לפיה תתקיים **שליטה אפקטיבית** גם בהינתן ששיעור החזקה של בעל השליטה בחברה הינו נופל מחמישים אחוזים.

⁷ בהתייחס להיבטים הנגזרים מבעיית הנציג האנכית (כמתואר לעיל), הסביר עו"ד לוי את **האתגרים** הטמונים בחובה ובהם: התמודדות עם בעיית פערי המידע בין בעלי המניות מחד והנהלה מאידך (במבנה החזקה מבוזר ולאור חוסר היכולת של בעלי המניות לפקח על הנעשה באופן שוטף, קיימת חשיבות רבה להגברה ולחיזוק סמכויות הדירקטוריון), קיומם של מינויים תלויים ושאבים אובייקטיביים (נשקלת הקמת ועדת מינויים אשר תדון בין היתר גם בתקופת המינוי של דירקטורים בתאגיד), בחינת מנגנונים אשר יאפשרו בידי הדירקטוריון ביטול עסקאות ללא תכלית ראויה או ביצוע עסקאות שאינן לטובת החברה וכן תיקון 20- בחינת הסדרת שכר הבכירים בעולם ללא שליטה ומהו הדין הרצוי: מעבר ממנגנון Vote-On pay למנגנון Say-On Pay אשר משמעותו שאסיפת בעלי המניות מצביעה בדעיכה לאחור אישור הסכמי השכר. בדרך זו, ההצבעה היא רק לצרכי איתות לדירקטורים על מעשיהם.

- **המושב המשפטי: גילוי, דיווח וממשל תאגידי** - הנושאים שנדונו בתחום זה כללו, בין היתר, היבטי ממשל תאגידי ועסקאות עם בעלי שליטה, הפיקוח על הנאמנים לתעודות התחייבות, דגשים ביחס להיבטי גילוי בחברות נדל"ן וחיידושים בנוגע לפיקוח על חתמים וחברות הדירוג.

סקירת עיקרי הנושאים המרכזיים אשר נדונו במסגרת המושב החשבונאי

את דברי הפתיחה במושב זה נשאה רו"ח יפעת פלקון שניידר, ראש המערך החשבונאי במחלקת התאגידיים בסימן השאלה: *רואה החשבון כשומר סף - חלום או מציאות?*

מטרת העל של גורמים שונים בשוק ההון: בעלי עניין, יועצים משפטיים וחשבונאיים, רואי חשבון מבקרים, רגולטורים וכן גם כלל אזרחי מדינת ישראל היא קיומו של שוק הון יעיל, חזק ואמין. מטרה זו כאמור מושגת באמצעות דיווח כספי מדויק, איכותי וככזה הנעשה בזמן.

בהרצאתה הציגה ראש המערך החשבונאי את **הגורמים לדיווח כספי איכותי**:

- ההנהלה** - ההנהלה נדרשת לדיווח כספי מדויק שישקף את מצב העסקים באופן נאות ואמיתי, ליישום נאות של הכללים, להגדרת בקרות מתאימות. **הבעיה** היא שלעיתים מכופפים את כללי החשבונאות כדי להגיע למצג מסוים **כשאינן בקרות מתאימות** ובשל כך נגרמת פגיעה באמון המשקיעים⁸. על הפרק, כזכור, אנו עומדים בשנים 2018-2019 בפני שינויים משמעותיים בכללי חשבונאות/בתקני חשבונאות (יישום לראשונה של התקנים IFRS 15 בנושא הכרה בהכנסה ו-IFRS 9 בנושא מכשירים פיננסיים החל מיום 1 בינואר 2018 וזה הצפוי של IFRS 16 בנושא חכירות החל מיום 1 בינואר 2019)- תקנים אלה שהינם מבוססי עקרונות, מותירים **שיקול דעת רב** בידי ההנהלה אשר נדרשת לחשוב ולשקוד על פתרונות ראויים. מדיניות הרשות מעבר לבדיקה שוטפת היא **לשים דגש** על אותם מקומות בהם היה שיקול - לימוד, דיון, בחינה של חלופות והקפדה על כך שהפתרון שנמצא הוא הנאות ביותר בנסיבות העניין.
- ועדת ביקורת/מאזן** - דירקטורים נדרשים לבחון את הדוחות הכספיים לעומקם כפי שהדין מפרט למעשה (תקנות החברות-הוראות ותנאים לעניין הליך אישור הדוחות הכספיים) **בשש** נקודות מרכזיות (הערכות ואומדנים, איכות הגילויי ושלמותו, אפקטיביות הבקורות הפנימיות, מדיניות חשבונאית, טיפול חשבונאי-עניינים מהותיים, הערכות שווי). אלה הגורמים להם חברי הוועדה נדרשים לתת את הדעת. **הציפייה** הינה שדירקטורים נדרשים **לעין מקצועית, ביקורתית**, תוך בחינת האם הטיפול משקף את המהות הכלכלית של העסקה (**הנפת "דגלים אדומים"**).
- הדירקטוריון** - הוזכר כי בהתאם לסעיף 92 לחוק החברות בדבר סמכויות הדירקטוריון ותפקידיו, הדירקטוריון נדרש להתוויית מדיניות ופיקוח אחר ביצועי ההנהלה - ולשאל שאלות "בתחנה האחרונה" בתהליך כעין ביקורתית. כמו כן, על אורגן זה מוטלת למעשה גם האחריות על הדוחות הכספיים בכדי להשיג **דיווח כספי איכותי**.
- רואה חשבון מבקר** - בהתאם לתקן ביקורת (ישראל) 200⁹ של לשכת רואי חשבון בישראל, **מטרת הביקורת**, ניכרת חשיבותו של רואה החשבון המבקר בתהליך (ככלל, בחינה שאין בדוחות הכספיים בכללותם הצגה מוטעית מהותית, בין עקב טעות ובין עקב תרמית, על מנת לאפשר בידו לגבש חוות דעה בשאלה אם הדוחות הכספיים משקפים באופן נאות את מצבה של החברה בהתאם לכללי החשבונאות). רואה החשבון הוא אכן שומר סף - **אחת החוליות החשובות** בשרשרת אספקת המידע הפיננסי. רואה חשבון תורם ומוסיף לאמון של התהליך ולשם כך הוא נדרש לחתימה על חוות הדעת. היות והמשקיעים ניזוקים אם קיימות טעויות בדיווח הכספי, נדרשת כי רואה החשבון יקיים גישה של ספקנות מקצועית - הציפייה היא שהראייה הביקורתית הזאת תהיה למעשה בכל מצב ודבר כתפיסה כוללת. תפקידו חשוב מאוד להשגת נאותות - וכנגזר מכך הוא **נושא באחריות**.

⁸ כדוגמה להמחשת הנושא ניתנה דוגמה אודות טיפול לא נאות של הכרה בהכנסה לפי אחוז ביצוע בהתאם לתקן IFRS 15 אשר ממנו עלו ההיבטים הבאים: הסתמכות על אומדנים בעייתיים, הצגת מצב פיננסי יציב למרות קיומם של קשיים וכו"ב, העברת שליטה למרות שזו אינה קיימת, יתרת מלאי בערך גבוה משוויו, לקוחות שספק אם יפרעו את חובם ועוד.

⁹ בעבר, תקן ביקורת 110 בדבר מטרות ראשיות של רואה החשבון המבקר וערכת ביקורת בהתאם לתקני ביקורת מקובלים בישראל (שונה בעקבות פרויקט הקודיפיקציה של לשכת רואי חשבון בישראל).

פרסום המלצות ה- CMA¹⁰ לשינוי מבנה שוק ראיית חשבון באנגליה (דצמבר 2018)

מאותן המלצות עולות ראשית הסיבות לירידה באיכות הביקורת (בחירת מבקר לפי "כימיה", ריכוזיות ה- BIG 4 בשוק האנגלי וכן פוקוס במתן שירותי ייעוץ כמקור הרווח). המסמך קורא לשינוי מבני של תחום ראיית החשבון באנגליה ומטרתו פיצול של השוק, שכר טרחה, מעקב בנושא וכדומה. האמור מוביל לבחינת פניי הדברים והמציאות בשוק בישראל כאשר הנסיבות בשוק המקומי דומות לאלה שבאנגליה. בשים לב לאמור הרשות עוקבת אחר האמור בנייר זה ותבחן התפתחויות שיחולו בגינו, ככל ותהיינה.

ברשות מודאגים משכר הטרחה הנמוך (בהקשר זה צוינו נתונים של 170-180 ש"ח לשעה), והחשש כי השיקול המרכזי שיחול בבחירת רואה חשבון הוא השיקול של גובה שכר הטרחה ולא איכות הביקורת המבוצעת. עם זאת, יודגש כי הדאגה אינה לכושר ההשתכרות של המשרדים אלא כאמור לאיכות הביקורת. הרשות ביקשה להסב את תשומת הלב לכך שבכל האספקט האמור ועדת הביקורת היא זו האמונה על קביעת שכר רואה החשבון המבקר ועל היקף עבודתו ולא ההנהלה. לאחר אותן המלצות שפורסמו, נאמר כי בכוונת הרשות לפעול לתיקון תקנות, כחלק מסטנדרט מקובל בעולם:

▪ תיקון תקנות בדבר ביטול חובת דיווח על שעות ביקורת של רואה חשבון מבקר (פורסמה הצעה להערות הציבור ב-23 בדצמבר 2018 הפתוחה להערות ולתגובות הציבור עד ליום 6 בפברואר 2019).

לחזור מקצועי שפרסמה המחלקה המקצועית בנושא לחץ/י כאן.

▪ פנייה יזומה של סגל הרשות לוועדות הביקורת בחברות בבדיקה כיצד בחנו את הסיכונים, את המאפיינים העסקיים, הדיווח הכספי והאתגרים הגלומים בקביעת שכ"ט של רה"ח. כיצד נערכו, אם בכלל, בירורים אלה והתהליך שבוצע, כמו גם כיצד בחנו את היקף עבודת המבקר ואת שכרו.

▪ בנוסף צפויים להתבצע בדיקה ואכיפה גם בקרב רואי החשבון וכן גם בקרב החברות וזאת במקרים המתאימים.

ברשות מאמינים שלרואי החשבון יש תפקיד כשומר הסף ככזה שמחזיר/שומר את האמון בדיווח הכספי וכי לרשות יש אינטרס משותף מול השוק בעניין.

להלן עיקרי יתר הנושאים והדגשים השונים שהוצגו במושב החשבונאי:

1. המתכונת המתגבשת של דוח הסולו

הובהר כי הרשות רואה חשיבות בקיומו של דוח הסולו, אולם לאור כל מתווי ההצעה לשינוי מתכונת דוח הסולו, קיימת חשיבות רבה גם לשיפור ולטיבו. כוונת הרשות הינה להגיע למתווה אחרון וסופי שיפורסם בקרוב להערות הציבור.

נסקרו בקצרה נקודות ציון היסטוריות במישור דוח הסולו (מודלים שנבחנו לאורך השנים):

- עד שנת 2007 - דוח סולו התפרסם פעם בשנה, כדוח מלא תחת ה- Israeli GAAP (דוח מלא עם ביאורים).
- בשנת 2008 - בעקבות יישום התקינה הבינלאומית בחשבונאות בארץ, פרסום ביאור סולו בדוחות השנתיים על בסיס קביעות ה- IFRS (כזה שכלל את הדוחות הראשיים וביאורים) וזאת מבלי שתתקיים הבנה מספקת של השלכות החלטה זאת. כזכור, הון סולו והון מאוחד אינם זהים לפי התפיסה של תקן חשבונאות בינלאומי 27, דוחות כספיים נפרדים (IAS 27) והדבר משליך על בחינת סימני אזהרה, אמות מידה פיננסיות, יחסים פיננסיים, תגמולים לנושאי משרה ועוד.
- בשנת 2009 - הוחלט לעבור למודל אחר של דיווח ע"ב רבעוני (תקנה 9' לתקנות דוחות תקופתיים ומיידיים) - קל יותר ליישום. גם מתכונת דוח זה אינה חסינה מטעויות והיא מתאפיינת בבעיות מדידה (כך למשל חוסר אחידות בין החברות בטיפול בעסקאות בינחברתיות).

¹⁰ Competition Markets Authority, גוף לא ממשלתי הפועל באנגליה, אשר מטרתו לעודד ולחזק תחרות עסקית ולמנוע ולהפחית כשלים הפוגעים בקיומו של שוק תחרותי. בין יתר תחומי פעילותו, הגוף הנ"ל מפרסם מחקרי שוק בנושאים שונים. ב-18 בדצמבר 2018 פורסם בידי ה- CMA נייר מעודכן שמטרתו לבחון את מצב שוק ראיית החשבון באנגליה והמלצות לפעולה. לקישור למחקר המעודכן בנושא לחץ/י כאן.

- מאז שנת 2010 ואילך - קיימת התחקות מתמשכת אחר בעיות בדוחות הסולו וניסיון למצוא למענה לכך.

במרוצת השנים האחרונות, התפרסמו כזכור **ארבעה** מודלים אפשריים לתיקון המתכונת הקיימת - ביאור סולו IFRS בדוחות הכספיים, מידע סולו IFRS בפרק המימון והנזילות, מתכונת הון חוזר סולו ע"ב IFRS בפרק המימון והנזילות ומידע צופה פני עתיד (תזרים מזומנים חזוי). המכנה המשותף לכלל המודלים הינו שבמידה זו או אחרת, התעוררו קשיים פרקטיים שונים שעלו מכל אחת מההצעות.

בהצעה אחרונה - מהשנה שעברה: המלצה למעבר למסלול של פרסום מידע צופה פני עתיד עם מידע צופה פני עבר. עם זאת, בהצעה דלעיל, לא הושגו במלואם היתרונות הקיימים בדוח סולו סקור המפורסם כיום (זאת לאור היעדר הדרישה לפרסום דוחות במסגרת ההצעה). לאורך אותן תקופות כמתואר, נפגש סגל הרשות עם גורמים שונים בחברות (חברות אג"ח, חברות ציבוריות), גופים מוסדיים, אנליסטים, רואי חשבון ועוד. ברשות מעוניינים לבחון מהו המכנה המשותף הקרוב ביותר שקיים בשוק למודל מיטבי של דוח הסולו. מכאן במהלך השנה, כפרי של סיעור המוחות שקויים בנושא נולד הרעיון **לדוח סולו חדש**.

עיקרי המודל שהתגבש:

במהלך הדיונים וההצעה לגיבוש מודל חדש התהוו **עקרונות הבסיס** להלן (תוך יצירת "מכנה משותף" להיבטים שעלו מהגורמים השונים בשוק אשר נטלו חלק בהליך הבחינה):

- קיימת חשיבות ניכרת לדוח הסולו **בחברות אג"ח**.
- חשוב שתהיה בקרה על הדוחות: תהליכי ביקורת וסקירה.
- בפן היבטי מדידה - בחינת מכלולים ההיבטים תחת שיקולי עלות מול תועלת הועלתה בכלל ובפרט, אפשרות שילוב גילוי מפצה תחת דוחות הסולו במקרים בהם יכול ותתעורר בעיית מדידה בהיבטים הייחודיים לדוחות הסולו אל מול הדוחות הכספיים המאוחדים.
- בנוסף, הועלתה הצעה "לדוח סולו מורחב" (מטה ותפעולי) שכן נראה שמתכונת זאת עשויה להיות שימושית וכן,
- הוסבה תשומת הלב להיעדר גילוי כיום בגין יחסי חברה אם-חברות בנות (תקבולים, תשלומים, מהות העסקאות סיכונים וכדומה) במתכונת הדוח כיום ולכך שחשוב שהמודל החדש ייתן לכך מענה ברור.

מנקודות אלה נתגבשו העקרונות הבאים:

- א. **דוח סולו על בסיס תקנה פג' משופר** - יציאה מהמצב הקיים שבדוח הסולו הון ורווח והפסד מאוחד וסולו זהים.
- ב. **מדידת עסקאות בינחברתיות עם הקלות** - תוצע שורה של הקלות כיצד ליישם את השפעות המדידה עם הממשקים של קביעות תקני החשבונאות השונים. תפורסם הבהרה לחברות כיצד לפעול.
- ג. **תדירות דיווח:** חברה עם אג"ח (תאגיד מדווח) - פרסום אחת לרבעון בעוד חברות ללא אג"ח - הדיווח יהא אחת לשנה.
- ד. הדוח יהיה **מבוקר/סקור**. הנ"ל חשוב לאמינות המידע.
- ה. יינתן גילוי בפורמט טבלאי על עסקאות בינחברתיות (הלוואות, ערבויות וכו').
- ו. צפוי כי יורחב הפטור לפרסום דוח סולו בעקבות חוסר מהותיות וזאת חלף מבחן זניחות כיום.

המלצות נוספות שצוינו אשר תובאנה לתגובות הציבור:

- דוח סולו מורחב מטה (כאשר הגדרת "מטה" הינה - חברות בנות ללא פעילות וללא מגבלות להעברת משאבים).
- מתן פטור מדוח סולו לתאגידי קטנים ללא אג"ח (צפוי שההקלה הנ"ל תהיה רלוונטית לכ-200 חברות בשוק, הנסחרות בשווי שוק של 300 מיליון שקל ומטה).

לסיכום, הובהר שהמטרה ברשות הינה להגיע לדוח סולו מסוים, עם מדרג גולציה: זאת בכדי שמשקיעים יקבלו מידע טוב יותר. צוין כי הצפי הוא שבתקופת הזמן הקרובה יוצג המתווה הנ"ל למליאת הרשות ועם אישורו תפורסם הצעה להערות הציבור.

2. דגשים ותובנות בנושאי הכנסות וחכירות

תקינה חשבונאית חדשה - סימנה של ההרצאה בנושא היה בנקודת הזמן של כשנה לאחר יישום IFRS 9 (מכשירים פיננסיים), IFRS 15 (הכנסות מחוזים עם לקוחות) ורגע לפני יישום IFRS 16 (חכירות). ברקע לעתיד לבוא, התקן החדש בנושא חוזי ביטוח (החל מתחילת שנת 2022).

- **היישום לראשונה של תקן דיווח כספי בינלאומי 15, הכנסות מחוזים עם לקוחות (IFRS 15)**
 - הושקעו מאמצים רבים לקראת יישום התקן החדש בנושא הכנסות וצפוי כי עוד יושקעו בתקופה הקרובה לקראת הדוחות השנתיים. צוין כי סגל הרשות בוחן את שיקול דעת של הנהלות ביישום התקן וזאת באמצעות בדיקות שוטפות ובדיקות רוחב. לאחרונה הוחלו בדיקות רוחב בנושא (כגון בהקשר לאמידת רכיב תמורה משתנה בקביעת מחיר העסקה במסגרת יישום עקרונות התקן).
 - בפן השלכות יישום התקן בשוק הון הישראלי, צוינה שהתבצעה פניה על ידי המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות לוועדה הבינלאומית לפרשנויות (ה-IFRIC).

○ בעקבות יישום המודל החדש של הכרה בהכנסה והמעבר להכרה בהכנסה לאורך זמן בדוחות חברות קבלן-יזם, עלו סוגיות יישומיות שונות ובהן **הממשק בין IFRS 15 לבין IAS 23 (היוון עלויות אשראי)**. הסוגיה נשואת הפניה שהועלתה לדיון ב-IFRIC הייתה האם ניתן להוון עלויות אשראי לדירות מגורים (יחידה המדידה) כאשר הכנסה ממכירתן מוכרת על פני זמן?

○ צוין שבישראל קיימות כיום בפרקטיקה, שלוש גישות לטיפול החשבונאי הננקט בדוחות הכספיים: אי היוון עלויות אשראי (בפועל, הפסקת היוון עלויות אשראי בשלב מוקדם של הפרויקט הנדל"ני); היוון של עלויות אשראי רק על דירות שטרם נמכרו; או - היוון עלויות אשראי הן על הדירות שטרם נמכרו והן על אלה שנמכרו. לאור זאת, ניכר שקיימת שונות וחסר בהירות בנושא.

○ כמענה לפנייה, העמדה הטנטטיבית שהתקבלה ב-IFRIC הייתה כי דירות שנמכרו אינן עומדות בהגדרת 'נכס כשיר'¹¹ (שהרי בגין דירות שנמכרו קיימות יתרות נכסי חוזה וחייבים) ולעניין דירות שטרם נמכרו אף אלה אינן עומדות בהגדרת 'נכס כשיר' (היות ומדובר במלאי הניתן למכירה במצבו, קרי, לא נדרש פרק זמן מהותי כדי להכין אותו למכירתו).

○ עלתה השאלה, האם חברה שפונה לשווק קרקע וקיימות תוכניות לאישור, האם אותה חברה יכולה להוון עלויות. האם אלה עלויות פיתוח. במענה לכך, נראה כי מעמדת ה-IASB עולה כי ככל שניתן למכור דירות אזי הנכס אינו כשיר.

○ ככל שהעמדה תהיה סופית, היא תהווה שינוי בפרקטיקה (באותן חברות שבחרו בהיוון מלא או חלקי של עלויות אשראי). הרשות הודיעה כי עם פרסומה של עמדה סופית כאמור, תפורסם עמדת סגל בנושא אשר תתייחס לשאלה כיצד על חברות לנהוג. עוד צוין בהקשר זה כי במידה ותתקבל עמדה, לפיה אין להוון עלויות אשראי למלאי כאמור, אזי הרשות לא תתערב בהתייחס לאותן חברות אשר תראינה את השלכות יישום עמדת ה-IFRIC כשינוי מדיניות חשבונאית.

לקישור לפרסום המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות באשר לעדכון מהוועדה לפרשנויות של דיווח כספי בינלאומי בדבר היוון עלויות אשראי על ידי קבלן המכיר בהכנסות לאורך זמן לפי IFRS 15 לחץ/י כאן.

• **דגשים לגילוי במסגרת הדוחות השנתיים בקשר ליישום IFRS 15 -**

פורטו דגשים שהרשות תיתן להם התייחסות בשנה הקרובה, בין אלה נמנו: גילוי אודות שינויים במדיניות החשבונאית בהשוואה למדיניות ערב יישום התקן החדש, הכללת גילוי מותאם לנסיבותיה של הישות המדווחת חלף צירוף ציטוטים מהתקן, מתן גילוי ברור על אותם עיקרי

¹¹ יצוין כי סעיף 5 לתקן חשבונאות בינלאומי 23 מגדיר **נכס כשיר** כ"נכס שנדרש פרק זמן מהותי כדי להכין אותו לשימוש המיועד לו או למכירתו".

המדיניות הרלוונטית לתאגיד, הכללת גילוי אודות שיקול דעת משמעותי אשר עומד בבסיס המדיניות החשבונאית וכן גילוי נפרד לכל קבוצת מוצרים ו/או שירותים בעלת אופי שונה (היינו דגש לגבי זרמי הכנסות מתחומים שונים).

לנוסחים מוצעים בקשר להכללת המידע בדוחות הכספיים לשנת 2018 בדבר ההשפעות בגין היישום לראשונה של IFRS 15 וגילויים נלווים ראה בדוחות לדוגמה שפרסמה המחלקה המקצועית בתחילת חודש ינואר 2019, במסגרת ביאור 2(כז) (עמ' 63-72), ביאור 2(ס/3) (עמ' 107-113) [ביאור עיקרי המדיניות החשבונאית], ביאור 3(1)(טז), ביאור 3(1)(ז) (עמ' 142-143), ביאור 3(2)(א), ביאור 3(2)(ב) (עמ' 145) [ביאור אומדנים ושיקולי דעת חשבונאיים מהותיים] וכן ביאור 15 (עמ' 174-178) [יתרות בגין חוזים עם לקוחות]. **לקישור לדוחות לדוגמה לחצו כאן**¹².

• **היערכות ליישום תקן דיווח כספי בינלאומי (IFRS 16), תכירות:**

- כזכור, יישום התקן החדש בנושא חכירות יחול באופן מנדטורי החל מיום 1 בינואר 2019. לפיכך, הודגשה חשיבות הכללת מידע בדוחות הכספיים בנוגע להשפעות היישום הצפויות של התקן וזאת לרבות השינויים המהותיים הצפויים במדיניות החשבונאית, הכללת מידע בדבר ההשפעות הכמותיות הצפויות במועד היישום לראשונה וכן מתן גילוי נוסף אודות עניינים נוספים הקשורים לעסקי החברה כפי שהדבר קיבל ביטוי בעמדת סגל חשבונאית מספר 2-19, גילוי בדבר השפעות יישום תקן דיווח כספי בינלאומי 16¹³ אשר פורסמה לראשונה בחודש דצמבר 2017 ואשר עודכנה בנובמבר 2018 ובינואר 2019.
- הציפייה של סגל הרשות היא שהלכה למעשה בחברות **ישלימו** את הגילוי עד לדוחות הכספיים לשנת 2018. במסגרת מדגם בן 100 חברות שנערך ברשות אשר בחן את היקף הגילוי אודות השפעות יישום התקן בדוחות הכספיים שפורסמו, כ-77% מן החברות שנדגמו ציינו שההשפעה עליהן **תהיה מהותית**. סגל הרשות ביקש להדגיש את הגילוי שיש לחדד אודות השאלה האם קיימת השפעה מהותית על אמות מידה פיננסיות תוך התמקדות בהשפעות יישום התקן על תחשיב אמות המידה הפיננסיות לעומת התחשיב כאמור כפי שבוצע בהתאם לתקינה הישנה (זאת כמובא בשאלה ותשובה שפורסמה להחלטה החשבונאית).
- בחינת הגילויים שניתנו בקרב חברות המדגם מחדד גם את הצורך בהכללת מידע באופן נרחב (ולא ע"ב גנרי) של השפעת יישומו של IFRS 16 על הדוחות הכספיים וכן אודות ההשפעה של התקן על חברות בענף השירותים והמסחר. בשים לב לאמור, מהמדגם עולה כי מעבר להשפעות על המאזן (השינוי/הגידול בנכסים ובהתחייבויות בדוח על המצב הכספי) יש לכלול תיאור של ההשפעות על הרווח והפסד, תזרים המזומנים ועל ההון -
 - חלק מחברות המדגם לא כללו גילויים משלימים מקיפים בנושא, כמו גם נמצא כי חסרים גילויים על תת השיטה בה ינקטו (ההקלות המתאפשרות בתקן בהתאם להוראות המעבר) ומהי ההשפעה שתהא על ההון במועד המעבר והיישום לראשונה.
 - בהתאם לגילויים שנסקרו ע"י סגל הרשות נראה כי 100% מן החברות צפויות ליישם את IFRS 16 בדרך של **יישום למפרע חלקי** (גישת ההשפעה המצטברת).
- זאת ועוד, עם יישום התקן ברבעון הראשון של שנת 2019, הודגש כי הציפייה הינה שבדוחות כאמור, לצד ההשפעה הכמותית עם היישום לראשונה, **יכלל מידע** שיאפשר למשקיע לנתח את המידע ההשוואתי. חשוב לכלול הסברים למשתמשים שיאפשרו לנתח **בהקשר הכללי** לעצם השינוי במדיניות החשבונאית כיצד העסק השתנה, תוך מתן אפשרות להבין את ההשפעות על מספרי ההשוואה.

¹² יצוין כי הדוחות הכספיים המאוחדים לדוגמה נועדו לשמש כמקור מידע מנחה בלבד אשר אינו מהווה ייעוץ מקצועי או חוות דעת מקצועית. השימוש בתכנים המובאים במסגרתו בהתייחס למקרים ספציפיים שונים תלוי בנסיבות הספציפיות והמאפיינים הרלוונטיים בנסיבות העניין. לפיכך השימוש בהם נדרש להיעשות תוך היוועצות בגורם מקצועי מתאים ולאחר בדיקה של נסיבות המקרה הנדון.

¹³ עמדת סגל 2-19 אשר פורסמה כאמור בחודש דצמבר 2017, הבהירה כי מקום בו השפעות היישום לראשונה של IFRS 16 על חברות צפויות להיות משמעותיות, על חברות היה 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.

▪ בתוך כך וסביב סיום ההיערכות ליישום התקן בדוחות הקרובים, ניתנו הדגשים אודות **שיעור הריבית** - חברות עתירות הסכמי חכירה שונים נדרשות לאמץ תהליך מסודר לקביעת אומדן שיעור הריבית התוספתי של החוכר, **לגיבוש מתודולוגיה** ולמתן גילוי בגינה.

לחוזרים מקצועיים שפרסמה המחלקה המקצועית בנוגע לעמדת סגל חשבונאית 2-19 וכן העדכונים שפורסמה לעמדה זו בנובמבר 2018 ובינואר 2019, לחצ'י כאן, כאן ו- כאן.

לנוסחים מוצעים בקשר להכללת המידע בדוחות הכספיים לשנת 2018 בדבר ההשפעות האפשריות הצפויות של היישום לראשונה של IFRS 16, ראה במסגרת ביאור 2(סא)2 בדוחות הכספיים המאוחדים לדוגמה לשנת 2018, שפרסמה המחלקה המקצועית בתחילת חודש ינואר 2019 (עמ' 118-122, במסגרת תמצית תקני דיווח כספי חדשים שפורסמו וטרם נכנסו לתוקף הרלוונטיים לפעילות החברה). **לקישור לדוחות לדוגמה לחצ'י כאן.**

3. **סוגיות בבחינת אובדן שליטה בתקינה הבינלאומית בחשבונאות**

הרצאה זו נסובה בעניין הבחינה של **אובדן שליטה** בהתאם לתקן דיווח כספי בינלאומי 10, *דוחות כספיים מאוחדים* (IFRS 10) - כזכור, סוגיית בחינת קיומה של שליטה/איבוד שליטה אינה רק בחינה כמותית, אלא גם בחינה איכותית של מכלול השיקולים והעובדות.

בכנס הוצגו שלוש סוגיות מרכזיות בנושא עימן התמודד סגל הרשות ואשר נבחנו במרוצת השנה החולפת.

מקרה א'

תואר מקרה בו נבחנה הסוגיה של אובדן שליטה במכירת **חלק** מההחזקות בחברה בת. המדובר במקרה בו בעקבות עסקת המכר ירד שיעור ההחזקה מ-51% ל-34% בעוד יתר ההחזקות בחברה המוחזקת היו מפוזרות בידי הציבור. במסגרת עובדות המקרה ידוע היה כי מינוי הדירקטורים באסיפה הכללית של בעלי המניות נקבע כרוב רגיל, הדירקטוריון הוא זה שמתווה את הפעילויות הרלוונטיות וכן כפועל יוצא מהעסקה כאמור, לא חלה ירידה בחלק היחסי של ייצוג החברה המחזיקה בדירקטוריון.

מעבר לעובדות כמתואר, הובאה **עמדת החברה** לעניין אובדן שליטה. נטען ע"י החברה שבפועל ניכר היעדר יכולת חד-צדדית לקבל החלטות ולצד זאת מתקיים פוטנציאל של בעלי מניות אחרים להתנגד להחלטות במהלך העסקים הרגיל (יכולת ליצור לכאורה בקוורום "גוש חוסם" של בעלי מניות אחרים אל מול בעלי מניות מטעם החברה - היינו, לא ניתן להתעלם מקיומו של "גוש חוסם" פוטנציאלי שנוהג להצביע). בשל כך החברה קבעה כי לא מוקנית לה עוד השליטה. כתימוכין לטיעוני החברה הובא נתון לפיו ממוצע ההשתתפות בהצבעה באסיפת בעלי המניות הינו כ-85% בעוד חלקה האפקטיבי של החברה הינו כ-40%.

בבחינת המקרה ע"י סגל הרשות, נבחנו נקודות נוספות שנבחנו בקשר לסוגיה:

- **האם חל שינוי בדפוס ההתנהלות בפועל** - נמצא כי אכן נוצר שינוי בהתנהלות ההנהלה והדירקטוריון.
- **בחינת שליטה היא מתמשכת** - בנקודה זו ביקש סגל הרשות לבחון האם יש ביצור של הרכב הדירקטוריון? נמצא כי אישור העסקה היה סביב החלפת הדירקטוריון - שיקול חשוב בבחינת קיומה של שליטה. כמו כן, בעל מניות המחזיק 5% יכול לדרוש זימון אסיפה מיוחדת בכל עת. בנקודה זאת ציין סגל הרשות כי נדרש לבחון האם דפוס ההצבעה כאמור צפויים להימשך בשיעורים שתוארו גם במועדים העוקבים ככלל ובפרט בעתיד לאחר השלמת העסקה.
- **אינדיקציה נוספת** - בהמשך למתואר, פן נוסף שנבדק הינו בחינת תוצאות ההצבעה בפועל באסיפה והרכב הדירקטוריון.

לאור מכלול הנסיבות ובחינת עובדות המקרה (בדגש על תחזית החברה כי דפוס ההצבעה צפויים שלא להשתנות בעקבות מכירת המניות) **החלטת סגל הרשות** הייתה שלא להתערב בהחלטת החברה לעניין אובדן שליטה בחברה המוחזקת.

לפניה המקדמית של החברה ולתשובת סגל הרשות כפי שפורסמו באתר הרשות לחצ'י כאן, כאן, כאן ו- כאן.

מקרה ב'

במקרה זה עסקינן בבחינה האם כתוצאה מהתקשרויות במספר הסכמי מימון חל אובדן שליטה בחברה מאוחדת. תיאור עובדות המקרה כלל החזקה של חברה במלוא החזקה בחברת נכס. המדובר בפרויקט מורכב בו לחברה המחזיקה אין כל ניסיון קודם דומה. לצורך אותה עסקה, נרקמה התקשרות עם מספר מלווים אשר העמידו מימון לחברה ואשר בגין הסכמי מימון כאמור, הוענקו למלווים **זכויות וטו משמעותיות** לתקופת זמן מוגדרת (בשלב ההקמה וכן בשלב התפעול). **עמדת החברה** אשר הועברה לסגל הרשות הייתה שהיא אינה יכולה להתוות באופן חד צדדי את הפעילויות הרלוונטיות וכן שהמהות העסקית הגלומה בהתקשרות בהסכמי המימון יצרה הגבלה ביכולת הניהול של החברה וזאת לאור היעדר הניסיון.

מעבר לטיעוני החברה, נבחננו ע"י הרשות גם במקרה זה נקודות נוספות - עד כמה תקופת הזמן המוגבלת לגביה ניתנו הזכויות תשפיע על התשואות להן תהיה חשופה החברה; בחינת האינטרס הכלכלי של המלווים למימוש הזכויות (וזאת מלבד פירעון של סכומי קרן וריבית) וכן האם לחברה מוקנית אפשרות לפרוע את ההלוואות בפירעון מוקדם - רוצה לומר, אופציה להוצאה הלכה למעשה של השותפים.

לבסוף, בבחינת מכלול השיקולים **הוחלט ברשות** שלא להתערב בעמדת החברה לפיה לא מוקנית לה שליטה בחברת הנכס, זאת לאור זכויות משתתפות ממשיות המוחזקות בידי הצדדים האחרים.

מקרה ג'

במקרה דנן, דובר על חברת החזקה ב-100% בחברה אשר לה זיכיון עם זכויות וטו משמעותיות לנותן הזיכיון בקשר לפעילות עצמה. כמו כן, הוענקה אופציה לנותן הזיכיון לרכוש 50% ממניות החברה המוחזקת אשר תהיה ניתנת למימוש לאחר תקופה בת שלוש שנים. במהלך התקופה בה האופציה תקפה נקבע כי תחול מגבלה על חלוקת סכומי דיבידנד וכי חלוקת ה-EBITDA תיעשה בשוטף בחלוקה זהה בין החברה המחזיקה ונותן הזיכיון.

עמדה החברה הייתה בבחינת הזכויות השונות הקיימות בידיה במישור שבין מניות Vs. אופציות. בכלל זאת, הוצגו הזכויות המשתתפות של נותן הזיכיון, החשיפה לתשואות בשיעור של 50% כבר בהווה, קיומה של תוספת מימוש זניחה בעוד קיים תשלום משמעותי מראש עבור האופציה וכן שיקולי מס המטים יחדיו את הכף לכף לטענתה לכך שאובדן השליטה כבר אירע זאת היות שההחזקה באופציה בידי נותן הזכויות שקולה בפועל להחזקה במניות.

במענה לפניית החברה, בחינת הרשות התמקדה בשאלה במה שונה ההסכם שנתווה בין הצדדים לעומת הסכמי זיכיון אחרים? צוין שנושא זה למעשה מקבל התייחסות במסגרת IFRS 10 - ככל שההסכם בין הצדדים מקנה לנותן הזיכיון יכולת לקבל החלטות שמשפיעות על התשואות הנ"ל הרי שהחלטות כאלה הן בבחינת 'זכויות משתתפות' לעומת מצב לפיו בידי נותן הזיכיון יכולת לקבל החלטות שמגינות על הסימן המסחרי, אינדיקציה לכך שנראה שהמדובר 'בזכויות מגינות'.

בראיית הרשות, ככל שהחשיפה של נותן הזיכיון לתשואות היא נמוכה יותר כך סביר שהזכויות שלו הן מגינות. לפיכך, בסיכומו של דבר הוחלט שלא להתערב בעמדת החברה לגבי אובדן שליטה.

לסיכום נושא זה צוין **שבבחינת סוגיות** האם קיים אכן אובדן שליטה נדרשת בחינה של מכלול הנסיבות ולא רק החזקות הוניות. נדרשת התעמקות **במודל העסקי ובשיקולים השונים** של הגורמים השונים המעורבים בעסקה.

4. תמורות בעולם המכשירים הפיננסיים

עולם המכשירים הפיננסיים עבר שינויים משמעותיים בשנה האחרונה כאשר המטרה של מוסדות התקינה היא להפוך את הדוחות הכספיים לשימושיים יותר עבור משתמשים. במסגרת ההרצאה בנושא נסקרו תמורות בעולם עסקאות הפקטורינג (factoring) כנגזר מפרסום **פסק דין אגרקסו** והוראותיו וכן בסימן שנה ראשונה ליישום תקן דיווח כספי בינלאומי, מכשירים פיננסיים (IFRS 9), הוצגו דגשים של הרשות בהתייחס לעקרונות הגילוי שמתווה התקן.

א. **תמורות בעולם הפקטורינג לאור פס"ד אגרקסו** - הוצג ההסבר הכללי סביב ביצוע עסקת פקטורינג. המדובר במקור מימון נפוץ לחברות שונות במגוון ענפים (לרבות אזכור נושא "פקטורינג שקט", ה-

Silent Factoring)¹⁴. השאלה החשבונאית הרלוונטית בדיון הינה אימתי יש לגרוע חובות לקוחות והוסבה תשומת הלב לכללים לגרוע נכסים פיננסיים (דוגמת חובות לקוחות) כנקבע ב- IFRS 9 (אופן ביצוע ההערכה אם ובאיזו מידה נכס פיננסי נגרע) בדגש על השלב הרביעי בבחינה: האם הישות נוטלת על עצמה מחויבות לשלם את תזרימי המזומנים שיתקבלו מהנכס (אותה מחויבות המקיימת את מבחני התקן). במקרה של פסק הדין המדובר, הייתה טענה שהלקוחות נמכרו לבנק ועל כן החברה זכאית לתקבולים. גולת הכותרת של פסק הדין כאמור הייתה האם יש לראות בעסקה **כעסקת מכר** (אז מתקיימים עקרונות גרועת נכסים פיננסיים) או שמא המדובר **בעסקת הלוואה** שבה קיים שעבוד.

- **המאפיין הראשון** שנבחן במסגרת פסק הדין הוא נטילת הסיכון לירידת הערך של הנכס. ביהמ"ש בחן את המהות המסחרית. בנסיבות שהתוו, למעשה חלק מהסיכונים נותרו אצל החברה המוכרת (אגרקסקו) מה שלא מאפיין עסקת מכר אלא עסקת הלוואה.
- **מאפיין שני** שנבחן במסגרת פסק הדין היה יצירת מנגנונים לפיקוח ושליטה על הזכות המומחית. הבנק, הגורם המממן בעסקת מכר נדרש היה ליצור בעסקאות אלה מנגנון לפיקוח ושליטה על מנת שהעסקה תהיה עסקת מכר.
- אמנם פסק הדין הנדון מציג נסיבות קיצוניות, אולם המסר הינו שעדיין חברה נדרשת לבחון את **כלל מאפייני עסקאות הפקטורינג** בחוזה וזאת על מנת להגיע ל**כדי וודאות מרבית** כי אכן העסקה מהווה 'עסקת מכר' (וזאת תוך שקילת **מכלול ההיבטים** שנדונו בפסק הדין, לרבות, מסירת הודעה ללקוחות, מהו מועד העברת התשלומים, הזכויות בחשבונות בהם מוחזקים התקבולים, זהות הגורם הרוכש פוליסות ביטוח לקוחות, אספקת שירותי גביה, הגדרה מהו "סכסוך מסחרי" וכן התנהלות הצדדים בפועל).

לסיכום חלק זה, צוין כי אין קווים מנחים ברורים, אף לא כפועל יוצא מפרסום פסק הדין ועקרונותיו, להכרעה בכל מצב האם עסקת פקטורינג תוביל לגרועה של נכס פיננסי, אולם ברי כי ככל שהמאפיינים הספציפיים של עסקה יהיו **שוניים** מהמאפיינים שצוינו בפסק דין אגרקסקו ככאלה המצביעים על עסקת הלוואה, כך תיווצר וודאות גבוהה יותר בטיפול החשבונאי וניתן יהיה לתמוך בראיית העסקה כעסקת מכר.

ב. **שנה ראשונה ליישום IFRS 9: עקרונות הגילוי** - נסקרו **עקרונות הבסיס** של התקן החדש לרבות **חידושים בנושא דרישות הגילוי**. כמו כן, נכללו מספר דגשים לגבי היקף הגילויים הנדרש בדוחות הכספיים למן יישום התקן לראשונה ובמסגרת הדוחות הכספיים:

- **בהירות הגילויים** שייכללו.
 - חשוב כי אלה יותאמו באופן דיסקרטי לכל חברה.
 - חשוב כי הנהלות תפעלנה **שיקול דעת משמעותי** באשר לגילויים הנדרשים: ככל ששיקול דעת שמופעל הינו מהותי וככל שההשפעה מהותית, הגילוי צריך להיות מקיף וברור יותר ודוחות הכספיים וכן,
 - בחינת הגילויים במבחן המהותיות.
- בנקודה זאת חודד כי התקן נותן למעשה מנעד רחב של היבטים אשר נדרשת בגינם הפעלת שיקול דעת -
- **מבחן המודל העסקי** (קבוצות נכסים, כמה קבוצות קיימות, מהם המאפיינים של מודל ההחזקה).

¹⁴ במהלך הרבעון השני של שנת 2018 פורסם פסק הדין של בית המשפט העליון בנושא חברת אגרקסקו חברה לייצוא חקלאי בע"מ והמחאת חובות לקוחות שביצעה לחברת קופאס פיננס (ישראל) בע"מ. פסק הדין קבע מבחנים בסוגיה האם הסכמי ניכיון הלקוחות מהווים **המחאה על דרך המכר** (כך שיתרת הלקוחות תיגרע מהדוח על המצב הכספי (המאזן)) או **המחאה על דרך השעבוד** (אשר אינה מובילה לגרועת הלקוחות, אלא מובילה להכרה בהתחייבות כלפי התאגיד הפיננסי). תופעת "**הפקטורינג השקט**" (silent factoring) משמעותה מצב לפיו מכירת החוב לבנק (לגוף הפיננסי) ע"י הספק נעשית **לא** ידיעתו של החייב (הלקוח). הגם קביעות פסק הדין כאמור, נראה כי לא חל שינוי מהותי בפרקטיקה בישראל באשר לטיפול החשבונאי בחברות להן הסכמי ניכיון כאמור וזאת בהתאם לחוות דעת משפטיות שנתקבלו בנושא, אף שבחלק מהמקרים נדרש היה לעדכן את הסכמי המסגרת בין הצדדים ולקבל חוות דעת עדכניות הכוללות ניתוח של עסקת הפקטורינג בשים לב למבחנים שהותוו בפסק דין אגרקסקו.

- **מבחן ה-SPPI (Solely Payments of Principle and Interest), האם התנאים החוזיים של הנכס הפיננסי מספקים זכאות במועדים מוגדרים לתזרימי מזומנים שהם רק תשלומי קרן וריבית בגין סכום הקרן שטרם נפרעה) - בכלל זאת, בחינת הלוואות non-recourse, אופציות הארכה (extension) או אופציות פירעון מוקדם (pre-payment) וכן קיומם של מאפיינים (features) מיוחדים והאם יש באלה לענות על התנאי ההכרחי על מנת שנכס פיננסי כאמור יימדד בתקופות עוקבות למועד ההכרה לראשונה בעלות מופחתת¹⁵.**
- **מודל ירידות הערך (Impairment) שבתקן:** מכיל מנעד רחב של היבטי שיקול דעת והיבטי טיפול חשבונאי הנדרשים בהגדרה על ידי החברה, וזאת לרבות מהי הגדרת "כשל", עליה משמעותית בסיכון האשראי וכדומה.

לנוסחים מוצעים בקשר להכללת המידע בדוחות הכספיים לשנת 2018 בדבר ההשפעות בגין היישום לראשונה של IFRS 9 וגילויים נלווים ראה בדוחות הכספיים המאוחדים לדוגמה לשנת 2018, שפרסמה המחלקה המקצועית בתחילת חודש ינואר 2019 תחת ההפניות הבאות: ביאור 2(כט)-(לה), (לט) (עמ' 74-83, 86), ביאור 2(סא)(1),(2),(5) (עמ' 106-100) [עיקרי המדיניות החשבונאית], ביאור 3(1)(יג) (עמ' 140), ביאור 3(2)(ו) (עמ' 147) [אומדנים ושיקולי דעת חשבונאיים משמעותיים] וכן היבטים רלוונטיים במסגרת ביאור 29 [מכשירים פיננסיים וניהול סיכונים].

לקישור לדוחות לדוגמה לחצ'י כאן.

4. **היבטים בהערכות שווי נדל"ן**

כמידי שנה, מושב זה עסק בהיבטים הנגזרים מהערכות שווי המקבלות ביטוי בדוחותיהם הכספיים של תאגידים. בפתיח, נבחנו מגמות לאורך השנים של היקפי גיוס אג"ח בחברות נדל"ן ביחס לסה"כ גיוס אג"ח קונצרני בשוק ההון בישראל. חלק ניכר מאותן חברות מודדות את הנדל"ן להשקעה בשווי הוגן. אותו שווי הוגן שמציף אתגר בקרב שומרי הסף, רגולטורים וכיו"ב. כרקע לנושא, הוצגה תפיסת סגל הרשות בכל הנוגע לבחינת הערכות שווי הניטלות על ידי תאגידים במישור "ניהול סיכונים". ציונו היבטים הנוגעים לשאלות כגון מדוע הרשות בוחרת להתעמק בהערכת שווי כלשהי ומתי והיכן מיישמת הרשות "בחינה מורחבת". הובהר כי ההחלטה בנושא תלויה בנסיבות העניין.

רכיבי "הבחינה המורחבת" בה נוקטת הרשות כאמור תלויים בעיקר בהיבטים כדלקמן:

- ככל שהנכס **מהותי יותר**, אזי יינתן לו יותר תשומת לב ושיקול בבחינה.
- נושא נוסף הנבדק הוא באילו מקרים בהם מוכר שערך **בסמוך למועד הרכישה**: היות שתמורת העסקה היא העדות הטובה ביותר לשווי הנכס, מקרים בהם קיימת הצפת ערך בסמוך למועד העסקה מצריכים בחינה של נאותות הטיפול שננקט.
- התשואה בפועל ביחס ל- Cap rate המצופה (שיעור ההיוון בו נעשה שימוש בהערכת השווי): אם מתקבל נתון הנמוך ביחס לנכסים דומים, באותו מיקום וכדומה אזי נדרשת בחינה של נאותות הפרמטרים בהם נעשה שימוש.
- זאת ועוד, לעתים הרשות מתעניינת בנכסים אשר יש בגינם ביצועים "מאכזבים" (קרקע שהבנייה הייתה אמורה להתחיל וטרם התחילה, קצב אכלוס שונה מהמצופה, "עומס שוכרים" בנדל"ן מסחרי) וכן,
- שיקולים נוספים אחרים (לדוגמה, יישום מתודולוגיה שאינה מקובלת לקביעת שווי הוגן כגון בהתבסס על ASKING PRICE).

כנגזר מגישה זו, הרשות מקיימת **ביקורת ובדיקה יזומה** בתאגידים השונים:

- תוצר של **ניטור** שבוצע הוביל ליצירת מאגר פרמטרים של 700 חברות/נכסים מהותיים/מהותיים מאד של **כלל** התאגידים המדווחים כדי לסייע בהחלטה האם נדרש להיכנס לבחינת עומק בתאגיד זה או אחר.

¹⁵ כזכור, בהתאם לסעיף 4.1.2 ב- IFRS 9 (וכחלק מסיווג נכסים פיננסיים) על מנת שנכס פיננסי יימדד בעלות מופחתת נדרש כי יתקיימו שני התנאים הבאים: (א) הנכס הפיננסי מוחזק במסגרת מודל עסקי שמטרתו היא להחזיק נכסים פיננסיים על מנת לגבות תזרימי מזומנים חוזיים; וכן (ב) התנאים החוזיים של הנכס הפיננסי מספקים זכאות במועדים מוגדרים לתזרימי מזומנים שהם רק תשלומי קרן וריבית בגין סכום הקרן שטרם נפרעה.

- מהות השאלות הממוענות מסגל הרשות לתאגידים תלויה בנסיבות העניין, כך למשל -
 - במידה ונרשמה עלייה בתפוסה, כי אז נדרש לבסס את ההנחה באמצעות גורמים שונים (שיעור תפוסה היסטורי, זיהוי יחידות בעייתיות בנכס, שיעור ההשקעה הדרוש לשמירה על שווי הנכס, ה-CAPEX, השפעת קיומו של משא ומתן, בחינה לעומק של סקרי תפוסה ונכסי השוואה, קיומה של תחרות עם צד ג').

תוצרי הניטור והבחינה המעמיקה בה נוקט סגל הרשות הודגמו בשני מקרים כמובא להלן -

דוגמה 1 [נכס באשדוד]

מקרה ראשון בו דובר היה סביב בדיקה שבוצעה ערב הנפקה בחברה שהתבצעה לקראת תום שנת 2017. המדובר נכס מסחרי בעיקרו, בתפוסה בשיעור של 70%-80%. השווי שנקבע לנכס גילם תשואה של כ-5.8% בהשוואה למדד הרווח התפעולי שנגזר מהנכס הנדל"ני (ה-NOI). הנחת החברה הייתה כי הגם שהתפוסה הייתה נמוכה, צפוי כי היא תעלה בתקופת זמן קצרה לכדי תפוסה מלאה.

במסגרת בדיקה פרטנית שהתבצעה כאמור ע"י הרשות, נבחנה הערכת השווי, זאת לאור העובדה שבנכס היו שטחים פרטניים שלא הושכרו מאז שנות ה-90'.

ממצאי הבדיקה העלו כי אומדן השווי ההוגן שניתן לנכס התבסס גם על תכנית עסקית הקשורה להשכרה לרשת קמעונאית בקשיים.

במסגרת התקשורת שקיימה החברה עם סגל הרשות הוחלט לתקן את הערכת השווי אשר הביא להפחתה של כ-7% בשווי של הנכס.

דוגמה 2 [פורטפוליו דיור מוגן מושכר בארה"ב]

מקרה נוסף שנבחן היה סביב מקבץ דיור מוגן מחוץ לישראל. בשנת 2018 בוצעה רכישה של הנכס. משא ומתן למכירת הנכס אשר התנהל עם צד ג' נכשל ולבסוף סוכם שהפורטפוליו יושכר לבעל השליטה לצרכי הפעלתו. השווי ההוגן שהוכר בספרים היה גבוה ב-64% ממחיר הרכישה. כמו כן, בביסוס קביעת השווי נלקחה בחשבון עסקה שהייתה בנכס בשנת 2016.

בבדיקה פרטנית שבוצעה, חשוב היה לרשות לבדוק את פניי הדברים גם מנקודת מבט השוכר בהתאם לעובדות ולבסס בפועל הבנה שעסקת השכירות הינה ברת קיימא. במסגרת הבחינה ובשים לב לשאלות שהופנות לחברה, עלה כי לחברה לא היו טיעונים להסבר מדוע ב-EBITDA של הפורטפוליו, עליו התבססה הערכת השווי, חל גידול בצורה כל כך משמעותית.

לפיכך, **ממצאי הבדיקה** הובילו לכך שנרשמה הפחתה משמעותית בהיקף השערוך של הנכסים.

לסיכום הודגש כי המסר המרכזי של הרשות בפן של הערכות שווי הינו כי שווי הוגן משקף את השיקולים אשר אותם קונה ומוכר היו מביאים בחשבון, כמו גם שעל חברות **לבסס הנחות שאינן טריוויאליות** בטרם ניתן לעשות בהן שימוש בפועל כחלק מקביעת אומדן השווי וכן שיש לתת גילוי גם לאותן הנחות בדוחות הכספיים ובדוחות התקופתיים.

5. דגשים במסים, אי תלות ו-ISOX

בחלק זה של המושב החשבונאי נסקרו שלושה נושאים: שיעור המס למדידת נכס מס נדחה, שמירה על אי תלות רואה החשבון המבקר במתן אישורים מיוחדים וכן דגשים בפן של הביקורת על רכיבי בקרה פנימית (ה-ISOX).

א. **שיעור המס למדידת נכס מס** - תיאור המקרה היה בגין חברה שהינה זכאית להטבות מס במסלול "מפעל מועדף". עד שנת 2016 הוכר נכס מס בגין ההטבות האמורות בשיעור מס מלא והחל משנת 2017 ואילך נכס המס נמדד לפי שיעור המס המוטב הצפוי לחול על החברה. החברה טיפלה בשינוי כאמור כשינוי מדיניות חשבונאית.

- השאלות שבחן סגל הרשות במישור הנדון היו: ראשית, מהו שיעור המס לפיו יש לחשב את נכס המס ושנית, האם מדובר בשינוי מדיניות או בתיקון טעות.

- **טיעוני החברה** היו שלעניין שיעור המס בו יש לעשות שימוש, קיימות שתי גישות אפשריות, כלומר - שימוש בשיעור מס מוטב (כאשר החברה זכאית להטבות מס) ושימוש בשיעור מס

מלא (זאת בהתאם להגדרה בדיווח לרשות המסים וכן בהתאם לאופן ההתייחסות של ה-SEC בנושא לכאורה דומה).

• **עמדת רשות ני"ע** - לתפיסת הרשות, החברה הייתה צריכה למדוד את נכס המס לפי שיעור מס מוטב, שכן הינה זכאית להטבות בפועל, ולטפל בכך כתיקון טעות ולא כשינוי מדיניות חשבונאית. צוין גם שהתימוכין שנתנה החברה להסתמכות על מקרה שנבחן ע"י ה-SEC אינו רלוונטי שכן עסק בנסיבות שונות. צוין שתפורסם פנייה מקדמית בנושא בקרוב.

ב. **שמירה על כללי אי התלות רואה החשבון המבקר במתן אישורים מיוחדים למבוקר** - הרשות רואה את רואה החשבון **כשומר סף**, בעל תפקיד חשוב בשוק ההון. שמירה על עיקרון אי התלות בעבודת המבקר היא חשובה ביותר.

הובאו מקרים בהם נתקלה הרשות בהם נדרש רואה החשבון המבקר לשמור על כללי אי תלות גם במסגרת פעילותו מול המבוקר במתן אישורים מיוחדים שונים.

• **מקרה א'** - חברה בקשיים פיננסיים קיבלה הלוואה מבעל השליטה שלה. התבקש אישור מיוחד לפיו החזר ההלוואה כאמור מותנה באישור ר"ח המבקר. הרשות הדגישה כי האחריות למצבה הפיננסי של החברה הוא בראש ובראשונה של החברה ומתן אישור בנושא שרואה החשבון צריך לבקרו מהווה פגיעה באי התלות.

• **מקרה ב'** - חברה התקשרה עם צד ג' למכירת מניות בחברה בת. ההסכם היה מותנה בכך שרואה החשבון המבקר ייתן חוות דעת לעניין השלכת מכירת מניות בחברה הבת (במקרה האמור, הקביעה בדבר קיומן של זכויות המיעוט והשאלה האם הן מונעות עמידה בהגדרת 'שליטה' ואיחוד דוחות כספיים ע"י החברה היו לכאורה מותנות באישור ר"ח מבקר). ברי כי רואה החשבון אינו יכול לתת אישור כזה במתווה העסקה וכי הנ"ל מהווה הפרה של אי תלותו הואיל ועליו לבקר את השפעת העסקה על דוחותיה הכספיים של החברה.

המסקנה הינה שיש לבחון היטב בידי החברות אל מול המבקרים שלהן האם אישורים מעין אלה ואחרים אכן פוגעים בעיקרון אי התלות.

ג. **יישום ה- ISOX** - נסקרה התפתחות החקיקה בתחום בחלוף כמעט עשור מאז פרסום תקנות ה- ISOX בשנת 2009 (במסגרת תקנות דוחות תקופתיים ומיידיים). מאז, ניתנו הקלות לתאגיד קטן (2014), כאשר הפטור הוא כמובן רק לחוות הדעת של רואה החשבון המבקר על אפקטיביות הבקרה הפנימית (ולא ליתר ההיבטים הנובעים מיישום המלצות דוח ועדת גושן בנושא הבקרה הפנימי בתאגיד ואחריות הממשל התאגידי בנושא) וכן בשנת 2016, אז ניתנו הקלות לחברות שהונפקו לראשונה בבורסה (IPO).

• הרשות רואה לנגד עיניה את **תכלית התקנות** - שיפור איכות הדיווח הכספי והגילוי, באמצעות שיפור תשתית הבקרה הפנימית כמו גם הגברת מחויבות ההנהלה להשגת תכלית זו.

• זאת ועוד, הרשות רואה ב- ISOX ככלי חשוב מאוד **במניעת כשלים** - האם היו סממנים לכשל טרם התרחשותו, כיצד החברה הגיבה לכך ומהם הצעדים שנקטו ע"י רואה החשבון המבקר.

- לפיכך, ניתנו שלושה דגשים **שטעונים בחינה** בקשר להערכת אפקטיביות הבקרה הפנימית:
 - זיהוי תהליכים מהותיים מאוד.
 - בחינת טעות מהותית בדוחות.
 - בחינתם של ליקויים משמעותיים.

6. ביקורת בתאגידים

ההרצאה האחרונה במושב החשבונאי עסקה בתפיסת יחידת הביקורת ברשות ובתהליכי הביקורת בהם היא מצויה ותוצרי פעילותה. הדברים נפתחו בקריסת חברת הבניין הבריטית Carillion והשערוריות שנראה שנכרכות במקרה זה סביב דיווח כספי והפן של הממשל התאגידי.

הוצגו שאלות שונות שעלו בעקבות המקרה דנן, האם חלו שיפורים מהמשברים והשערוריות אשר ליוו אותנו בעשור הקודם וכן מה ניתן עוד לעשות על מנת להביא לצמצום הסיכון לטעויות בדיווח וגם לפעול לטיוב הגילוי הנכלל בדוחות הכספיים.

בדומה לשנים עברו, הוצגה **הפעילות ומתווה הפעילות** של יחידת הביקורת במחלקת התאגידים בנושאים הבאים:

- דיווחים וממשל תאגידי (היבטי חלוקות דיבידנדים, עסקאות בעלי שליטה, הצעות פרטיות).
- הפן של נושאי משרה (יישום תקנה 21 לעניין שכר בכירים, בונוסים, מדדי ביצוע KPIs).
- במישור הדוחות הכספיים (יישום תקני חשבונאות שונים, IAS 2 מלאי, IAS 18 ו- IAS 11, בנושאי הכנסות טרם יישומו של IFRS 15, IAS 16, רכוש קבוע).
- פעילותם של שומרי הסף בשוק ההון (מעריכי שווי, רואי חשבון, נאמנים).

הוצגו תוצאות הביקורת בשנים האחרונות ונכון לתום שנת 2018: 35% מהביקורות הובילו לחשיפת קיומו של ממצא מהותי/גילוי מהותי, 49% ללא גילוי מהותי/ממצא מהותי ו-8% הובילו להצגה מחדש (כמו גם שיעור זהה שהוביל לתיקון לא מהותי של מספרי השוואה). כמו כן, צוינו בקצרה שיקולים של יחידת הביקורת אלו חברות מדגם נבחרות להיכלל בביקורות והובהר כי בפועל הדגימה אינה מתבצעת על בסיס אקראי.

נסקרו נושאים שהביקורות בגינם הסתיימו במהלך השנה החולפת -

- שיפורים במושכר (בחלק מן הממצאים הובילה הביקורת לתיקון דוחות כספיים, ראה גם לעיל). **לחזור מקצועי שפרסמה המחלקה המקצועית בנוגע לדוח הביקורת שפורסם בנושא לחצי/י כאן.**
- ביקורת אומדנים (הנחות לספקים, היוון שכר לנכס, מלאי). ליקויים שנמצאו כמשותפים לחברות המדגם היו היעדר מנגנון סדור להנחות המבוצעות או תיעוד בגיבוש האומדנים ואי בחינת הסבירות בפועל של אותם אומדנים.
- הכרה בהכנסה (כאמור, בהתאם ליישום עקרונות IAS 18) - בחברה מסוימת הונוו עלויות שכר **ע"ב אומדן** ולא ע"ב מדידה מדויקת של הקמת הנכס עצמו. **לחזור מקצועי שפרסמה המחלקה המקצועית בנוגע לדוח הביקורת שפורסם בנושא לחצי/י כאן.**
- ביקורת שמאות מקרקעין והערכת שווי פעילות. כנגזר מהביקורת, התבצעה הפחתה בשווי נכס וכן טיוב הגילוי שניתן. **לחזור מקצועי שפרסמה המחלקה המקצועית בנוגע לדוח ביקורת שפורסם בנושא לחצי/י כאן.**

ביקורות עליהן שוקדת היחידה כיום ומצויות בתהליך -

- **בחינת אמות מידה פיננסיות** - בחינה של ההשלכות האפשריות להפרות אמות מידה באג"ח. המשולש שנבחן בתהליך הוא בין פעילות הנאמן - מחזיקי האג"ח - החברה. צוין שאם אמות המידה אינן מנוסחות כהלכה, זה יכול להפר באופן ניכר אמות מידה פיננסיות ולהביא לשינוי במסגרת הדוחות. בממצאים שנאספו עד כה נמצא בינתיים ששטרות אינם מנוסחים באופן מקיף וברור, חלק מהמונחים בהם נעשה שימוש אינם חשבונאיים ("יחס כיסוי"; יחס ה-EBITDA), **קיימות טעויות** בניסוח שטרות שאינן מובהרות ו/או מתוקנות וכן ניכר כי קיימות פרשנויות בנוגע לאופן החישוב שאינן מועברות בפועל לנאמן.
- **נושא** נוסף שנבחן, הינו **היוון עלויות אשראי לפי עקרונות IAS 23** ובפרט בהתייחס להיבטים הבאים:
 - היוון הפרשי שער בגין יתרות ספקים בזמן הקצר (בין היתר נבחן האם זמן קצר יכול להיחשב תקופת זמנים שהיא בת חודשיים).
 - היוון הפרשי שער הלוואות ללא רצפה/תקרה.

לסיכום פן זה בכנס, הדגש המרכזי היה שבבואם של תאגידי לבחון את הדוחות כספיים קיים משנה **חשיבות** לכך שתהא התמקדות בבחינת אותם האומדנים וההנחות "הרכים" והלא טריוויאליים בהם נעשה שימוש.

סקירת עיקרי הנושאים המרכזיים אשר נדונו במסגרת המושב המשפטי

1. מיזמי השקעה ומימון המונים

את דברי הפתיחה במושב המשפטי נשא עו"ד אמיר הלמר, יועמ"ש ומשנה למנהלת מחלקת תאגידים. עו"ד הלמר מיקד את עיקר דבריו בשני תחומים המטופלים ע"י היחידה למימון עסקים קטנים - מימון המונים ומיזמי השקעה:

מימון המונים

בחודש דצמבר 2017, נכנסה לתוקף החקיקה בנושא¹⁶ המקנה לחברות פרטיות אפשרות לגייס הון או חוב ביישום המודל. רכז ההצעה הוא שומר הסף במודל והוא מהווה הגורם המפקח.

בהתאם לתקנות מימון המונים, חברה רשאית לגייס הון מהציבור באפיק זה בסך שלא יעלה ארבעה מיליון ש"ח בכל תקופה של 12 חודשים, או מיליון ש"ח נוספים בכל אחד מאלו (ועד למקסימום של שישה מיליון ש"ח): (1) אם החברה עברה בהצלחה בדיקה של הרשות לחדשנות במקרה של סטארט-אפ או של הרשות לעסקים קטנים ובינוניים במקרה של עסקים אחרים או - (2) משקיע מוביל (קרי, משקיע מוסדי, קרן הון סיכון וכו') משתתף בסיבוב ההשקעה בהיקף שלא יפחת מ-10%. כמו כן, המודל מציב מגבלות בסכום ההשקעה גם על המשקיעים אשר רשאים להשקיע סכומים מוגבלים (בטווח של כ-20-10 אלפי ש"ח לשנה) כתלות בהיקף הכנסתם השנתית.

- בנוסף, באפריל 2018 התווסף למסגרת התקנות מודל גיוס הון נוסף המכונה **PTB** (Peer-to-Business) - גיוס אג"ח בשוק מבוזר. במודל זה, על הרכז **לפזר** סיכונים כך שהחשיפה של המשקיעים תהא למיזמים של 20 לווים שונים. ציון כי בפועל טרם החלה פעילות על ידי רכזי הצעה בהיבט זה. הרשות מתכוונת לבחון חסמים הקיימים במודל זה ותפעל לפתרון בעיות במודל ככל ויזוהו.

בכדי לשקף את אופן היישום של המודל אשר לאחרונה נשלמה שנה להשקתו צוינו מספר נתונים:

- עד כה נרשמו ארבעה רכזים כאשר רק אחד מתוכם הינו פעיל.
- הוגשו שמונה הצעות.
- נשלמו ארבעה גיוסי הון מוצלחים.
- גויס סך מצרפי של 8 מיליון ש"ח בכל ההצעות (קרי, כ-2 מיליון ש"ח גיוס ממוצע לחברה).
- כ-1,645 משקיעים נטלו חלק בגיוסי ההון בהיקף כספי של כ-5,000 ש"ח בממוצע למשקיע.

בהמשך לתיאור השפעת המודל בפרקטיקה עד כה התייחס עו"ד הלמר לשתי נקודות נוספות:

- **שילוב פטורים מפרסום תשקיף** - בהקשר זה צוין כי רכזי ההצעה יוכלו לסייע לחברות המגייסות באמצעות מנגנון הצעה פרטית אשר אינה מוגבלת בסכום (תוך שימוש בפטורים מתשקיף ככל ומקיימים העקרונות הרלוונטיים בנושא) ובשלב הבא יחל גיוס ההמונים במתכונת כפי שנקבעה בתקנות רכז הצעה.
- **השוק המשני** - בהקשר זה נאמר כי אין מניעה למכור במכירה חוזרת ניירות ערך אשר הונפקו במסגרת מימון המונים. יחד עם זאת, מעורבותו של רכז ההצעה תהא מוגבלת והוא יוכל לשמש כמעין "לוח מודעות" בלבד. המידע שיפורסם לגבי ההצעה יידרש לקיים את העקרונות הפרסום הכללי ונדרש שההצעה לא תמוען ליותר מ-35 ניצעים. תפקידו של רכז ההצעה יהיו לוודא את הגבלת מספר הניצעים, רישום המחזיקים החדשים בניירות הערך הנמכרים וכן ווידוא כי המידע הנדרש הינו מספק.

¹⁶ ביום 26 ביוני 2017 פורסמו ברשומות תקנות ניירות ערך (הצעת ניירות ערך באמצעות רכז הצעה), התשע"ז-2017 ("תקנות מימון המונים") שהציגה הרשות לניירות ערך והן נכנסו לתוקף בתוך שישה חודשים מיום פרסומן. בהתאם לתקנות מימון המונים, חברה רשאית לגייס הון מהציבור באפיק זה בסך שלא יעלה ארבעה מיליון ש"ח בכל תקופה של 12 חודשים, או מיליון ש"ח נוספים בכל אחד מאלו (ועד למקסימום של שישה מיליון ש"ח): (1) אם החברה עברה בהצלחה בדיקה של הרשות לחדשנות במקרה של סטארט-אפ או של הרשות לעסקים קטנים ובינוניים במקרה של עסקים אחרים או (2) משקיע מוביל (קרי, משקיע מוסדי, קרן הון סיכון וכו') משתתף בסיבוב ההשקעה בהיקף שלא יפחת מ-10%. **לפרסום נוסח התקנות כפי שפורסם ברשומות לחצו/י כאן.**

מיזמי השקעה

תחום זה נחלק לשני תתי תחומים - מיזמים מפוקחים (באמצעות תשקיף) ומיזמים שאינם מפוקחים (ללא תשקיף).

מיזמי השקעה שאינם מפוקחים

ציון כי מיזמים אלה הינם מסוכנים להשקעה ועלולים להיות כרוכים באיבוד מלוא ההשקעה. בכדי לוודא כי הציבור מודע לסיכונים הכרוכים בהשקעות כאמור, הרשות הגבירה את מעורבותה במספר היבטים:

- **פרסום אזהרות** למשקיעים המציפות את השאלות החשובות לראיית הרשות.
- **חינוך הציבור** לזהות את הסיכונים הכרוכים במיזמי השקעה, בין היתר, באמצעות הקמת אתר פיקטיבי שהציע לציבור להשתתף בהשקעה בתשואה שהינה לכאורה מובטחת ובאופן לא מפוקח. באתר נרשמו כ- 17,000 כניסות תוך פרק זמן של מספר ימים. המתעניינים הופנו לאזהרות הרשות בנוגע לסיכונים הכרוכים בהשקעות שאינן מפוקחות.
- **אכיפה** - בשנתיים האחרונות נבדקו על ידי יחידת הביקורת של הרשות עשרות פרויקטים ואת עמידתם בדרישות החוק ונקטו פעולות אכיפה (לרבות הליכים פליליים, ככל ועלה בכך צורך).

מיזמים מפוקחים

מיזמים אלה מתאפיינים בגיוס **באמצעות תשקיף** ועד כה נשלמו גיוסים על ידי 17 מיזמים וגויסו במסגרתם למעלה מ-500 מיליון ש"ח. מתכונת ההתאגדות של מיזמים אלה היא באמצעות שותפויות מוגבלות המנפיקות לציבור המשקיעים ניירות ערך שאינם נסחרים. כמו כן, מרבית המיזמים מבוססים על פעילויות נדל"ן ברחבי העולם.

בין הסוגיות שזיהתה הרשות ניתן למנות את היבטים להלן:

- **פעולות הפצה** - מיזמים אלה שואפים להשגת שיווק לציבור הרחב ולכן פונים לעתים לסוכני ביטוח וסוכנים פנסיוניים - הרשות סבורה שמדובר בסוגיה בעייתית היות והנ"ל נחזה להפצה של ניירות ערך (וכן עולות שאלות הנוגעות ליעוץ השקעות).
- **חישוב תשואות** - קיימת שונות ביחס לאופן חישוב התשואה על ידי המיזמים השונים ולפיכך הרשות בוחנת דרכי פעולה אשר יבטיחו כי היבט התשואה יהא בר השוואה. עוד צוין בהקשר זה כי בכדי לשווק את ההנפקה, היזמים מספרים על הצלחותיהם במיזמים קודמים. בהקשר זה מצאה הרשות כי יש להרחיב את הגילוי בתשקיף ביחס לביצועי עבר. כמו כן הובהר כי המנפיקים ידרשו להוסיף דיון בפער בין מה שיעורי התשואה שהובטחו לשיעורי התשואה שהושגו בפועל.

לסיכום נאמר כי הרשות קבעה מספר **כללים בסיסיים** לשמירה על איזון בפרסום. **אסור** למנפיקים לציין שקיבלו את הסכמת הרשות או את אישורה. כמו כן, בכדי לשמור על איזון נדרש לציין סיכונים וסיכויים באופן זהה.

הנפקות מטבעות דיגיטליים

בחודש מרץ פרסמה הוועדה לבחינת ההסדרה של הנפקות מטבעות דיגיטליים מבוזרים לציבור (וועדת ICO) את דוח הביניים. החל מאותו מועד מתקיימים דיונים בהערות הציבור ובתוך מספר שבועות צפויות להתפרסם המלצותיה הסופיות. במהלך החודשים שחלפו מאז במדינות רבות התפרסמו התייחסויות בנושא הנפקה של מטבעות דיגיטליים.

הכיוון הרגולטורי המתגבש הינו כי המדובר בהנפקה של ניירות ערך הנושאים מאפיינים של השקעה פיננסית ולכן השוק מבין שנדרשת רגולציה אשר תהא בהתבסס על עקרונות חוק ני"ע. עם זאת, יש לבחון הצורך בהתאמת החוק לצורך מתן ההגנה הנדרשת למשקיעים.

לסיכום הדברים, ציין עו"ד הלמר כי ברשות הוקם לאחרונה Innovation Hub רגולטורי בתחום פינטק וכי גורמים המעוניינים לפנות לרשות (לרבות בנושא הנפקת מטבעות דיגיטליים) מוזמנים לעשות זאת¹⁷.

¹⁷ לקישור להודעת הרשות בנושא [לחצי כאן](#).

2. עסקאות בעלי שליטה - סוגיות ודגשים

בחלק זה התמקדו הדברים בסוגיות ודגשים הנוגעים לעסקאות בעלי שליטה ואישורן. ריכוזיות שוק ההון הינה אחד המאפיינים הבולטים של שוק ההון בישראל. כיום לשיעור של כ- **88% מהחברות** קיים בעל שליטה ומתוכן כ-60% מתאפיינות בבעל שליטה דומיננטי. אף שלאחרונה קיימת אמנם מגמה מסויימת של ביזור השליטה ועלייה בהיקף החברות ללא גרעין שליטה עדיין כאמור מרבית השוק מצוי תחת שליטה.

בשים לב לאמור, התמקדה ההרצאה בשלושה נושאים:

גילוי אודות הוועדה לניהול מ"מ בעסקאות בעלי שליטה

בשנים האחרונות נעשה שימוש גובר בוועדות אלה (מעין "וועדות מיוחדות") לטובת ניהולן של עסקאות בעלי שליטה ומטרתן השגת העסקה בתנאים הטובים ביותר עבור החברה כפי שהיה מושג בעסקאות מול צד ג'.

הסיבה למגמה זו נובעת משני גורמים:

- **פסיקת בתי משפט - בתי המשפט** נותנים משקל ויתרון למקבלי החלטות בעסקאות בעלי שליטה בנסיבות בהן קיים הליך שכלל ועדה כאמור.
- **תיקון 22 לחוק החברות** הדורש חובת קיום הליך תחרותי בפיקוח ועדת הביקורת לצורך התקשרות בעסקאות בעלי שליטה.

באשר לגילויים אודות עבודת הוועדה המיוחדת צוין כי גילוי ראוי נדרש לכלול מספר היבטים:

- **הרכב הוועדה, סמכויותיה ויועצים ששימשו אותה** - גילוי זה יאפשר הבנה בדבר האובייקטיביות וגבולות הגזרה בדבר סמכויותיה.
- **תהליך** - נדרש תיאור המו"מ שקיימה הוועדה, חלופות שנשקלו, תהליכים שנקטו לשמירה על סודיות וכיו"ב.
- **המלצות** - יידרש תיאור של המלצות והנימוקים התומכים בחלופה שנבחרה וכמו גם תיאור של נימוקי המתנגדים.
- **גילוי** לכל פרט רלוונטי נוסף החשוב למשקיעים.

הליכי אישור עסקאות בעלי שליטה בהתאם לתקנות ההקלות הקיימות

תקנות ההקלות נועדו להקנות פטור מאישורן של עסקאות בעלי שליטה באסיפה הכללית בנסיבות ספציפיות וזאת בשים לב לכך שבנסיבות אלו **אין פגיעה** בציבור המשקיעים. עם זאת, בפועל הרשות ראתה במספר מקרים שימוש בפטור שלא לצורך ולפיכך בכוונתה לפרסם קובץ שאלות ותשובות אשר יבהירו טוב יותר וייתחמו את גבולות הגזרה של ההקלות.

להלן נקודות ושיקולים אותם בחרה הרשות לציין בהקשר לנושא האמור:

- הארכת עסקה קיימת - הפרשנות התכליתית לגישת הרשות הינה כי לא ניתן להאריך יותר מפעם אחת וזאת כדי לא לרוקן מתוכן את רוח החוק המקנה וטו למיעוט ביחס להתקשרות החברה עם בעל השליטה.
- שינויי נסיבות - נדרש לוודא שלא חלו שינויים בנסיבות הנוגעות לעסקה לרבות חלוף הזמן ממועד אישורה במקור.
- הצעה פרטית שלבעל שליטה עניין אישי בה מכוח תקנה 1(5) - לגישת הרשות, לא ניתן לאשרה במסגרת ההקלות ולכן **כל** עסקה כזאת תובא לאישור בעלי מניות המיעוט.

עסקאות בעלי שליטה עם חברות אג"ח

בשים לב להצעת תיקון חקיקה ביטול החובה לאשר תנאי כהונה והעסקה של בעל שליטה באסיפה כללית, צוין כי גם בחברות אג"ח קיים חשש מפני העברת ערך מהחברה לבעל השליטה. לכן ניתן לראות הכללה של תניות פיננסיות בשטרי אג"ח, בהתייחס לצורך בקבלת אישור מחזיקי אגרות החוב לעסקאות עם בעלי שליטה. האמור מביא לכך שהנאמן יידרש לקיים בחינה בהקשר לעמידה בסטנדרט הדרוש.

בכדי שתושג תכליתן של תניות פיננסיות כאמור, יש לוודא שהגילוי יכלול את כל הפירוט הדרוש והרלוונטי למחזיקי האג"ח בכדי לאפשר קבלת החלטות מושכלות.

בסיכום הדברים נראה כי המגמה המסתמנת של ביזור שליטה אינה נעלמת מעיני הרשות ומציבה אתגרים בפני הרשות אשר פועלת בכדי להתמודד עימם.

3. שוק ההון ביזירה הבינ"ל

בחלק זה של המושב המשפטי תוארו תהליכים בשווקים הגלובליים **המציבים אתגרים** בפני הרשות:

- קיימות 57 חברות דואליות.
- 25 מהן כלולות במדד ת"א 125.
- 15 מתוכן הנפיקו אג"ח.
- חברות אלה מהוות חלק ניכר ממחזורי המסחר (36% ממחזורי המסחר ו- 42% מסך שווי השוק הבורסאי).

מהאמור ניתן להתרשם כי הבורסה מהווה כר טוב לגיוס הון. עוד ניתן לציין כי הטכנולוגיה מהווה יצוא מוביל מישראל - לכן 35% מן החברות כאמור נכללו במדד טק עילית.

התרחבות לבורסות נוספות

עד כה, ההסדר הדואלי כלל שלוש בורסות (NASDAQ, ניו יורק ולונדון). בשנה החולפת **נוספו 3 בורסות להסדר** - סינגפור, הונג קונג וטורונטו וזאת בשים לב לרגולציה המתקיימת בשווקים אלה ולאחר הליך בחינה ארוך שקיימה הרשות בהקשר לכך.

DUAL IPO - סינגפור ותל אביב

הרשות מזהה מגמת התעניינות בשווקים אלה גם על רקע הסכם שנחתם בין בורסת סינגפור לבורסות בת"א באשר להליך הנפקה דואלי בשני השווקים בו זמנית. באמצעות זאת ניתן למקסם את תמחור החברה המנפיקה ולשפר את הנזילות ובד בבד לפנות לכמות משקיעים גדולה ומגוונת יותר תוך יצירת תשתית טובה יותר לגיוסי הון עתידיים. היבט זה **מציב גם על אמון** של בורסות זרות בשוק בישראל. לאור האמור, חברה תוכל להכין תשקיף בישראל עפ"י הדין בישראל ולבצע רישום למסחר בשני השווקים ובתוך כך לדווח בבורסה בסינגפור לפי הדין הישראלי. עוד ציין עו"ד קליין כי חברות שתבחרנה בהליך זה תהיינה רשאיות לעשות שימוש בשפה האנגלית גם בתשקיף שיפורסם בישראל.

דיווחים בשפה האנגלית

בנוסף לכך, הרשות פרסמה לאחרונה, הצעה שתתיר דיווחים בשפה האנגלית באמצעות מנגנון וולונטרי:

- חברות **נסחרות** - יידרש אישור מיוחד של בעלי המניות באסיפה כללית.
- חברות **חדשות** - תהיינה רשאיות לבחור בחלופה זו במסגרת התשקיף.

המדריך לחברה הדואלית

סגל הרשות גיבש עמדה רחבה בעניין חברות דואליות (מדריך לחברה דואלית). המדריך יפורסם בעברית ובאנגלית ויתעדכן מעת לעת. המדריך כולל **ריכוז עמדות סגל** כיצד חברה כזו אמורה להתנהל דיווחים, דיווחים מידיים, הנפקות, התחייבויות דיווחיות שהחברה תיקח על עצמה, בקשות הפטור השונות של החברות ועוד. סגל הרשות ממליץ לעיין במדריך זה ולפנות לרשות בשאלות במידת הצורך.

לסיכום הדברים צוין כי עד כה הסתכלות הרשות התמקדה בחברות דואליות. בשים לב לתהליכים הגלובליים, הסתכלות הרשות כעת הינה רחבה הרבה יותר מתוך הבנה ששוק הון מפותח מצוי באינטרס של משקיעים בישראל. בשים לב לכך, הרשות בוחנת רעיונות שונים לפיתוח השוק בעתיד (כגון, התרחבות לשווקים נוספים, הכרה של שווקים זרים בדין הישראלי, אג"ח דואלי, בורסה חדשה וכו').

4. מגמות ואתגרים בתחום הנדל"ן והתשתיות

- בנושא הבא במושב, ראש צוות וראש מערך הנפקות מיקד את דבריו בשני נושאים:
- מגמות ואתגרים שניתן לזהות בתחום הנדל"ן עם דגש על חברות BVI הפועלות בארה"ב.
 - קרנות נסחרות להשקעה בתשתית.

מגמות ואתגרים - נדל"ן ישראלי וחברות נדל"ן אמריקאיות

ענף הנדל"ן הינו המרכזי בבורסה והוא משקף 27% מכלל החברות ובין שליש למחצית מכלל גיוסי ההון. יחד עם זאת, אם עד שנת 2017, סכומי הגיוסים שברו שיא משנה לשנה, בשנת 2018 ניתן לחזות בהאטה משמעותית בגיוסים וגל פדיונות, כל זאת במקביל לעלייה בשיעורי הריבית בארה"ב והתגברות הציפייה לעלייה בשיעור הריבית בישראל. כמו כן, ניתן לראות שינוי בתמהיל הנדל"ן לאור מגמה גוברת של הקמת מרכזים לוגיסטיים על חשבון נדל"ן מסחרי וכן מעבר ממסחר בקניונים למסחר אלקטרוני.

מגמות אלה עלולות להביא למשבר בענף הנדל"ן לעלייה במחיר החוב ולקשיי תזרים של חברות הפועלות בו.

על רקע מגמות אלה ציין עו"ד צוברי מספר דגשים לעניין **הדיווח** על ידי ישויות:

- **בחינת מצב פיננסי** - הרשות מצפה כי חברות תבחנה באופן מעמיק את סימני האזהרה וכי יינתן גילוי בזמן אמת אודות קשיים פיננסיים ובפרט אודות הפרה של אמות מידה פיננסיות.
- **גילוי ענפי איכותי ומדויק** - קיימת חשיבות רבה לעמידה בדרישות הגילוי הכספי באופן איכותי ומדויק בתחומי הנדל"ן המניב והיזמי. בדגש על מדדים תפעוליים כגון FFO, NOI וכיו"ב.
- **הערכות שווי ושערוכי נכסים** - הרשות מקדישה תשומת לב רבה לאופן ביסוס שווי הוגן של נכסים וקיימת חשיבות כי הנהלות תקיימנה הליך בחינה משמעותי של הנתונים וההנחות העומדים בבסיסן של הערכות שווי.

חברות נדל"ן אמריקאיות

עו"ד צוברי המשיך את דבריו בנושא תוך התמקדות **בחברות הנדל"ן האמריקניות** - עד כה, 31 חברות גייסו חוב בהיקף כולל של כ- 28 מיליארד ש"ח (מתוכם כ-10 מיליארד ש"ח רק בשנת 2017). עם זאת, בשנת 2018 אנו עדים לשינוי מגמה עד כדי קיפאון בגיוסים. זאת בעיקר לאור שינוי בתפיסת הסיכון של המשקיעים בהתייחס לחברות אלו. בשנים הקרובות צפויים פירעונות בסכומים גבוהים מה שיהווה אתגר עבור החברות המנפיקות בשים לב לסביבה הכלכלית הנוכחי אשר תקשה על אפשרות מחזור חוב. עוד ציין עו"ד צוברי כי יהיה צורך למצוא חלופות השקעה לסכומים שייפרעו.

הרשות בוחנת באופן שוטף ואף פעלה עם תחילת גיוסי ההון להציג דרישות גילוי רלוונטיות אודות המצב העסקי, הסיכונים וכיו"ב. כמו כן, הרשות הציבה דרישות שונות בעבר לרבות מידע אודות מצבו הכספי של בעל השליטה והיסטוריית פעילותו. עם זאת, חשוב להדגיש כי הרשות אינה "מעניקה ציונים" לאיכות החברה או איכות ההנפקה אלא כאמור מתמקדת בהתקיימות של גילוי נאות. בהקשר זה יצוין כי הרשות **עצרה לאחרונה הנפקות** לאור כשלים שנמצאו בהערכות השווי שלהן.

צפוי שהרשות תמשיך לפעול במגוון היבטים לרבות בנוגע לאופן חישוב העמידה של ישויות אלה באמות מידה פיננסיות.

קרנות נסחרות להשקעה בתשתית

כאמור, הרשות פועלת לפיתוחו והרחבתו של שוק ההון וקרנות נסחרות להשקעה בתשתית מהוות **אפיק אטרקטיבי** להשקעה בבורסה אשר יאפשר למשקיעים להגיע לתחומים בהם היו מנועים בעבר. לצד זאת, אפיק זה יאפשר מקור מימון נוסף לפרויקטים של תשתית לאומיים בהיקף גדול (שהיקפם הינו עשרות מיליארדי שקלים).

בנושא האמור הוגש באוקטובר 2018 דוח ביניים של הוועדה לקידום הקמת קרנות נסחרות להשקעה בתשתית להערות הציבור. להלן עיקרי המודל כפי שהוצג בדוח הביניים¹⁸:

- מרבית נכסי הקרן (לפחות 75%) יהיו נכסי תשתיות (ההגדרה כוללת פרויקטי אנרגיה, מים, תקשורת ועוד), עד 20% השקעות פיננסיות כשרות והיתרה ללא מגבלה.

¹⁸ לקישור לדוח הביניים כפי שפורסם ע"י סגל הרשות [לחץ/י כאן](#).

- חמשת בעלי המניות הגדולים לא יחזיקו במצטבר למעלה מ-50% ממניות הקרן.
- תקבע חובת חלוקת דיבידנד מינימלית של 90% מהכנסות.
- הגבלת מינוף בכדי לצמצם את רמת הסיכון בתחום.

5. על שטרות ונאמנים

נושא נוסף שנסקר במושב המשפטי עסק בתחום שטרות ונאמנים ואשר התמקד בחשיבות של היבטים מסוימים בשטרי נאמנות בכדי שאלה יוכלו **להגשים את מטרותם** - שמירה על זכויות המשקיעים באגרות החוב.

כרקע לדברים, הוצגו נתונים כמותיים אודות הפירעונות הצפויים באגרות חוב (קרן וריבית) בשנים הקרובות המסתכמים בכ- 250 מיליארד ש"ח בחמש השנים הקרובות כך שהחל משנת 2019 צפויות חברות לפרוע יותר מ-50 מיליארד ש"ח לשנה. נתון חשוב נוסף שצוין הינו כי רק לשליש מסדרות האג"ח קיים שעבוד קבוע והן מהוות 22% משווי השוק הכולל.

בהמשך, התקיים דיון בשאלה האם מטרות שטרי הנאמנות לשמירה על זכויות משקיעי אגרות החוב מושגות ובהקשר זה, בין היתר, הוזכרו הפרמטרים הבאים:

- **תנאי שטרי הנאמנות** - קיימת חשיבות רבה לבחינה של התנאים שנקבעו בשטר הנאמנות והסיכונים הנובעים ממנו.
- **עמידה בתנאים** - האם החברה עומדת בהתחייבויותיה לפי השטר והאם שומר הסף מקיים את תפקידו שהינו לוודא את עמידת החברה בתנאי שטר.
- **נוסח שטר הנאמנות** - שטר נאמנות אמור להיות ברור וקריא וחשוב לוודא שהמנגנון הקיים במסגרתו נהיר ומאפשר בחינת עמידה בהתחייבויות הקבועות בשטר הנאמנות.

לעמדת הרשות כאשר נוסח השטר **עמום**, חשוב שלנאמן תהיה עמדה ברורה איך לפרש את השטר החל ממועד ההנפקה. קיימות לפיכך חשיבות כי הנאמן יהיה מעורב בניסוח השטר וכי יפעל לכך שהנוסחים יהיו ברורים ומוגדרים ככל שניתן כל זאת בכדי שיוכל לקיים תפקידו כמצופה. לסגל הרשות ברור ששטר נאמנות מהווה חוזה ולא תמיד ניתן לכסות את כל המצבים אך חשוב שתתקיים פעילות מצידו כדי למקסם זאת. בפרט, במקום בו יידרש להפעיל שיקול דעת ופרשנות, חשוב שהנאמן יהיה מעורב וידאג לשמירת זכויות המשקיעים.

בכדי להמחיש את ההיבטים שנזכרו לעיל והממשק בינם ובין תפקיד הנאמן צוין כי הרשות זיהתה בבדיקותיה מקרים בהם כללו שטרי הנאמנות, נוסחי סעיפים משמעותיים **שאינם ברורים**:

- **מועד בחינת אמות פיננסיות** - בשטר נאמר כי הוא יהא במועד פרסום דוח כספי לפי הנתונים הכספיים שישררו במועד זה, דהיינו יידרש לקחת בחשבון פעולות שבוצעו לאחר הדוח ולפני פרסומו ולכן לא יתאפשר להתבסס על נתוני הדוח המבוקר/סקור בלבד. במקרה כאמור, אין בהירות באשר לאלו פעולות יילקחו בחשבון ולא ברור במצבים כאלה כיצד יוכל הנאמן לקיים את תפקידו.
- **אמות מידה פיננסיות** - זוהו נסיבות בהן לא היה ברור מנוסח שטר הנאמנות מה נכלל בכל רכיב בעת חישוב אמת מידה (כגון, מה נכלל בנתון 'חוב פיננסי' או תקופת NOI).
- **מעורבות הנאמן בזמן אמת** - הרשות זיהתה מצבים בהם חברות ביצעו את התחשיב בעצמן והנאמן לא תמיד היה מעורב בזמן אמת באופן החישוב כך שיכול היה לנסות ולמנוע כשל אשר הוביל לעסקאות שבוצעו בשל כך (כגון חלוקת דיבידנד אסורה לפי השטר, מכירת נכסים אסורה, בחינת תנאי שוק לצורך עסקאות בעל שליטה וכיו"ב). בהקשר זה הוזכר מקרה שהגיע לפתחו של בית המשפט וממנו ניתן להסיק כי **הנאמן נדרש לבחון בעצמו** את התחשיבים, להבינם שכן, הסתמכות על החברה אינה נאותה ואינה מספקת.

בכדי לחדד את האמור הוזכרו מקרים בהם חברות פעלו בניגוד למחויבות בדבר אי נקיטת פעולות שנטלו על עצמן כגון תשלום הוצאות שכר מופרזת לבעלי שליטה, חלוקת דיבידנד ואירועים הדומים במהותם לדיבידנד.

כמו כן, נכללה התייחסות לתקנות הנאמנים וצוין כי הן ישקפו עליית מדרגה בהקשר לעבודת הנאמנים. התקנות מצויות לקראת פרסום בקרוב ויעסקו בהסדרת הנפקת תעודות חוב לציבור התקנות ובכך

יוסיפו נדבך להגנות הקיימות כיום. בין היתר, התקנות יגדירו תנאי סף לכשירות כנאמן, חובות דיווח ומרשם לגורם שישימש כנאמן, חובת העברת מידע לנאמן מצד החברות בכדי שיוכל לקיים את תפקידו.

הרשות רואה בנאמן שומר הסף העיקרי של המשקיעים באגרות החוב ולפיכך, הרשות מצפה שנאמן יהיה יותר אקטיבי ומעורב ויזום בכדי לקיים את תפקידו. על הנאמן ליטול חלק פעיל בניסוח שטר הנאמנות כך שיהא מוגדר וברור באופן שימנע מחלוקות על אופן פרשנות האמור במסגרתו. הרשות כאמור, מתכוונת לסייע בהשגת מטרות אלה גם באמצעות חקיקה אשר תיצור כלים לצורך עבודת הנאמן. לצד זאת, צוין עוד כי הרשות תפעל לתמוך בנאמן ככל הנדרש במקרים הרלוונטיים.

6. ירוק עולה - צמיחתן של חברות הקנאביס הרפואי

נושא נוסף לו הוקדשה התייחסות בכנס היה פעילותן של חברות הקנאביס הרפואי. בפן זה הוצג ראשית שקף הממחיש זינק אשר חל בשווי של חברה ציבורית בשל כניסתה לפעילות בתחום הקנאביס- בעת שהחברה עסקה בהשקעות במדעי חיים נע שוויה בטווח שבין 40-30 מיליון ש"ח. ביוני 2018, החלה החברה במהלך לעסוק בתחום קנאביס ושוויה הגיע לכדי 400 מיליון ש"ח. צוין כי המגמה האמורה הינה רוחבית כך שמחיריהן של מניות החברות שנקשרו לפעילות בתחום עלה בשיעורים ניכרים.

בהמשך ניתנה סקירה בקצרה של ההתפתחות שחלה בתחום - ביוני 2016 נקבעה החלטת ממשלה מס' 1587 ובה נקבע מתווה להסדרת שימוש בקנאביס רפואי. הוקם גוף רגולטורי המכונה 'היחידה לקנאביס רפואי' (יק"ר). גוף זה אמון על מתן אישורים לכל הפעולות הקשורות לפעילות בתחום. היק"ר מתווה דרישות לעמידה בדרישות אבטחה (כגון למפעל יצוא, חוות גידול וכו'). עד כה, ניתן על ידי היק"ר, אישור ראשוני למאות גופים שזכו לאישור לחוליה בשרשרת אספקה. בהקשר זה צוין כי קבלת אישור ראשוני שהינו לשנה בלבד וניתן להשיגו בנקל ובשל כך חשוב להבין שהודעה על עצם ההשגה של אישור כאמור אין בה בהכרח משמעות רבה לפעילות חברה ולשוויה.

צוין גם כי לפני הרפורמה היו 8 חברות גידול פעילות וגודל השוק הסתכם בכ- 145 מיליון ש"ח ולכן ספק אם בגין הביקוש בישראל לכשעצמו יש מקום לחוות נוספות. לכן, השאלה העולה בהקשר זה האם ומתי יאושר יצוא קנאביס רפואי לחו"ל¹⁹. נקבע "דד ליין" למעבר של חוות קיימות לתקינה חדשה עד 31 במרץ 2019. ייתכן אמנם שמועד זה יוארך אך חשוב להדגיש כי היק"ר פועל בנוקשות כאשר נדרש והפרת הוראותיו עשויה להביא לפקיעה של אישור/רישיון.

בשים לב לשווי השוק הגבוה של חברות הפועלות בתחום, ניתן דגש באשר לדיוחי חברות ציבוריות ובהקשר זה צוין כי מזכר הבנות הוא "רק מזכר הבנות". כן הוזכר כי ניתן לראות שלל דיווחים על עסקאות בחו"ל. בכדי להבין את המשמעות של עסקאות כאלה לפעילותן של החברות חשוב להבין את הדין החל במדינות העולם. בהקשר זה הוזכר כי קיימת שונות רבה בדין החל בנושא ובשנים האחרונות הדין מתאפיין בדינמיות רבה.

זאת ועוד, הוזכר כי בחודשים האחרונים עלתה שאלה האם הרשות מקיימת פיקוח שונה בין חברות קנאביס לחברות אחרות והתשובה שניתנה לכך בכנס הייתה שלילית - סגל הרשות מטפל בחברות לגופו של עניין. כך סגל הרשות מעלה בפני החברות דרישות למתן גילוי רלוונטי אודות מצבן ופעילותן חברה וכן, במקרה מסוים חברה נדרשה לתת גילוי ספציפי על הרשעה של בעל שליטה בחברה פרטית עימה נשקלה עסקה וחברה אחרת נדרשה לכלול גילוי ספציפי אודות פעילותה באוגנדה. בנוגע להערכות שווי שנכללו בדיווח של חברות העלתה הרשות צורך בצירוף דף דגשים.

לסיכום הדברים, הודגשו מספר נקודות:

- המשקיעים נדרשים לבחון היטב את מכלול הדיווחים.
- אי הודאות הרגולטורית עודנה קיימת.
- הרשות צפויה לפרסם דגשים למשקיעים²⁰.
- החלטת הממשלה על ייצוא צפויה להוות Game Changer אשר תוביל לשינוי בשוק הקנאביס הרפואי בישראל (וכאמור, החלטה בנושא נתקבלה לקראת תום חודש ינואר 2019).

¹⁹ יצוין כי בשלהי חודש ינואר 2019 אישרה ממשלת ישראל יצוא קנאביס רפואי לחו"ל.

²⁰ להודעה שפרסם סגל הרשות למשקיעים בחודש דצמבר 2018 בנוגע לחברות ציבוריות שפועלות בתחום הקנאביס הרפואי לחץ/י כאן.

- אם תתקבל החלטה כאמור, סביר להניח שמספר החברות העוסקות בתחום בבורסה יהיה גדול הרבה יותר.

7. הנפקת מוצרים פיננסיים

בתחום המוצרים הפיננסיים סקרה הרשות בכנס סוגיות חשובות בנוגע להנפקות של מוצרים פיננסיים. הכוונה בהנפקות כאמור, היא למוצרים שאינם משמשים כחלק ממימון התאגיד, דהיינו, אינם הנפקת מניות, מניות בכורה וכו' **אלא מוצרים ייחודיים** דוגמת Structures (אג"ח מובנות).

עוד צוין כי שני היבטים עיקריים השפיעו על התחום בשנה האחרונה:

1. תיקון 28 לחוק הקרנות.
2. פתיחת שוק המוצרים המובנים.

תיקון 28 לחוק הקרנות

תיקון מס' 28 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד - 1994, מסדיר את הפיכת תעודות הסל, תעודות התחייבות המקנות זכות לקבלת תשואה הנגזרת משיעור השינוי במחיר מדד או סחורה, **לקרנות** שהינן קרנות נאמנות המבוססות על ניהול כספי אחרים (בעקבות זאת, תעודות הסל צפויות להפוך לקרנות סל).

פתיחת שוק המוצרים המובנים

פתיחת השוק להנפקות של מוצרים מובנים הינה מגמה שמובילה הרשות. עם זאת, הרשות מודעת לרתיעה בשוק מהשקעה במכשירים פיננסיים מורכבים מאז משבר הפיננסי של שנת 2008. בשים לב לכך בכוונת הרשות **להתוות פתיחה של השוק** למוצרים מובנים פשוטים באופיים. לצורך זה פורסמה **טיטת תיקון תקנות** לפיה יהיה ברור אלו מוצרים יהיה ניתן להנפיק²¹.

בהתאם לטיטת מכשירים אלה יקיימו את התנאים להלן:

- מבטיחי קרן.
- רמת מורכבותם תהא נמוכה (ולפיכך ניתן יהיה להבינם בנקל).
- המוצר יהא ללא ניהול.

לדברי הרשות, המקרה האופייני של מוצר כאמור יהא מוצר המבטיח החזר קרן ההשקעה בתוספת מדד כזה או אחר (או חלק ממדד). בשל כך, מוצרים שאינם מבטיחי קרן (כגון כאשר הקרן חשופה להפסד בגין ירידה במדד או לחילופין כאשר הקרן תיפגע אם יתקיים קריטריון מסוים דוגמת נגיעה במדד מסוים), לא יהיו כשירים להנפקה באופן זה. בהתאם להצעה הנבחנת על ידי הרשות מוצעות **שתי מגבלות** נוספות:

- הגבלת אורך חיי מוצר ל- 3 שנים.
- לא ניתן יהיה לבצע הרחבת סדרה.

נקודות נוספות ייחודיות להנפקות אלה להן הסבה הרשות את תשומת הלב היו כדלהלן:

- **גילוי ייחודי** - הגילוי שיינתן בהקשר להנפקות של מוצרים פיננסיים כאמור לא יהיה דומה לתשקיפי חברות שכן מוקד הגילוי יהא המוצר.
- **סכום השקעה** - 50% מהכנסות המדדים יושקעו בבנק/מבטח אחד.
- תפקיד משמעותי יותר שיהא לנאמן.

לסיכום הדברים נכללה התייחסות גם לשתי נקודות נוספות:

- בנוגע לחברות העוסקות בהשקעה בניירות ערך ומעוניינות להנפיק ניירות ערך (מניות, אגרות חוב), צוין כי לא ברור כיצד חברות כאלה ינפיקו - האם תהיינה כפופות לחוק הקרנות או לחוק ני"ע ותקנותיו. לאור האמור חברות כאלה נדרשות להיוועץ עם הרשות בנוגע לסוגיות בנושא.
- מכשירי איגוח - הרשות מחויבת לקדם ככל שניתן את חוק האיגוח בכדי לתת מענה לצרכי השוק להנפקה של מכשירי איגוח.

²¹ להצעת תקנות ניירות ערך (תעודות התחייבות מובנית), התשע"ח-2018 אשר נפתחה להערות ולתגובות הציבור עד ליום 18 בנובמבר 2018 [לחצו כאן](#).

בנוסף צוין כי בשים לב לדין הנוכחי, תתאפשרנה הנפקות של מכשירים מסוימים בלבד בעוד שהנפקות של מכשירים אחרים תתאפשרנה רק בכפוף לתיקוני חוק.

8. דירוגים, סיכונים ועוד

הנושא האחרון במושב זה הוקדש להתמקדות **בחברות דירוג האשראי**. בפתח הדברים צוין כי הרשות פעלה שנים רבות ללא פיקוח פורמלי על חברות הדירוג היות והליך הדירוג מהווה נדבך במעגל השני בעוד שחוק ניירות ערך הוא זה שאמור היה לכאורה לשמור על טובת המשקיעים. המשבר הפיננסי של שנת 2008 הוביל למסקנה שנדרש **שיתקיימו פיקוח והסדרה** גם על פעילותן של חברות הדירוג היות והתגבשה הבנה כי לחברות הדירוג היה חלק בהתפתחות המשבר. בעקבות זאת נחקק **חוק הדירוג** והחל קיום פיקוח.

עם זאת, הרגולטור בחר שלא להתערב בטכניקת הדירוג (מתודולוגיה). חלף זאת, התחום בו התמקדה הרשות הינו **התוויית כללים** אודות פרסום המתודולוגיה לשם השימוש על ידי השוק (תוך דרישת גילויים אודות שיקולי הדעת אשר הופעלו במסגרת דוח הדירוג). עו"ד עמיחי הזכיר כי הנקודה המתאימה ביותר ליצירת משמעת שוק בתחום הדירוג הינו **בשלב המו"מ** על הסכמי נאמנות ובה יהיה קל יותר להציב דרישות בנושא הדירוג כגון בדבר זהות חברת הדירוג, דרישת דירוג כפול וכיו"ב. עוד צוין כי בחברות בהן היה **דירוג כפול** הייתה שימת לב רבה יותר מצד חברות דירוג לעדכן את הגילויים. עו"ד עמיחי הציג כי יחידת הפיקוח על חברות הדירוג בראשותו, מקיימת שורה של פעולות **בהקשר לעבודתן** של חברות הדירוג (לעתים תוך שיתוף עם מחלקות אחרות ברשות) ובמסגרת זאת פונה בבקשות לחומרים מחברות הדירוג לצורך מעבר, מפנה אליהן שאלות ומעבירה את ממצאיה לחברות הדירוג.

במימד זה, נכללה אף התייחסות לעמדה משפטית 105-33 שפרסם סגל הרשות: גילוי בנושא סייבר²². בעניין זה מטרת הרשות הייתה להביא לשיפור רמת הגילוי שיינתן על ידי החברות בנושא תוך הימנעות מגילויים גנריים וטכניים (במתכונת המכונה "boiler plate"). לפיכך, על החברות **לבחון את מהותיות** סיכוני הסייבר **ולהתמקד** בשיקולים להלן:

- התרחשות תקיפות סייבר קודמות, לרבות חומרתן ותדירותן.
- ההסתברות להתרחשות תקיפות סייבר.
- אפקטיביות יכולות התאגיד למנוע או להקטין את החשיפה לסיכוני הסייבר.
- היבטים עסקיים של התאגיד ופעילותו, היוצרים סיכונים מהותיים בתחום הסייבר.
- המשאבים הכרוכים בשמירה על הגנות סייבר.

עוד הוזכרו **דוגמאות לעלויות** אשר עשויות להיגרם בגין הסיכונים הכרוכים בתחום זה, לרבות נזק ישיר בשל גניבה, ייקור תעריפי ביטוח, עלויות קימום נזקים, עלויות בשל תביעות פיצויים, פגיעה במוניטין והפסד הכנסות עתידיות, חקירות, הפסקה זמנית בפעילות, תשלומי כופר, אובדן הכנסות ועלויות אחרות בשל פרצות אבטחה וכיו"ב.

לסיום הדברים נכללה התייחסות לעבודתם של **חתמים** ובהקשר זה הוזכרה עבודת **בדיקת נאותות** (DD) הנערכת על ידם. צוין שבשנה הקרובה הרשות תבחן את **סוגיית איכות הבדיקה** שעורך חתם להנפקה והרשות תפרסם קווים מנחים (אך לא כללים) מה לא נחשב בעיניה בדיקת DD ראוייה וסביר להניח שפרסום הרשות יסייע להגביר את איכות הבדיקות בהשוואה למצב כיום.

בברכה,

המחלקה המקצועית

²² לחזור מקצועי שפרסמה המחלקה המקצועית בדבר עמדה משפטית מספר 105-33: גילוי בנושא סייבר **לחצי כאן**.