

# כנס התאגידים האחד עשר של רשות ניירות ערך (2021)

מחלקה מקצועית - ינואר 2022

## רקע והקדמה

בשלהי חודש דצמבר 2021, קיימה רשות ניירות ערך את כנס התאגידים השנתי, האחד עשר במספר (להלן - "הרשות" ו-"הכנס", בהתאמה). הכנס צוין בסימן 100 חברות חדשות שהונפקו בבורסה לניירות ערך בשנים 2020-2021.

את הכנס פתחה יו"ר הרשות, ענת גואטה, בציינה כי בחודש מרץ 2022 ייפתח שוק הפינטק אשר במסגרתו בעלי עסקים קטנים יוכלו לקבל בקלות שירותים דיגיטליים מתוך מחשבה כי פעולה זו תעזור להם להחזיק מעמד ולא להיסגר כבר בשנה הראשונה להקמת העסק.

יו"ר הרשות התייחסה לשוק המטבעות הדיגיטליים, שוק הקריפטו, וציינה בין היתר כי מימוש הרווחים אינו אפשרי בנקל, אין לגביו הסדרת תשלומי מס, שוק זה חשוף להונאות ומעודד פשיעה כלכלית. לפיכך הודיעה כי הרשות מקבלת על עצמה את האחריות להסדרת תחום זה.

ראש מחלקת תאגידים, עו"ד שרה קנדלר, ציינה כי המחלקה מקדמת חקיקה לשימוש חובה בשפת ה- iXBRL וכי בימים הקרובים יפורסם קול קורא שמטרתו קריאה לתאגידים המדווחים להצטרף לדיווח באמצעות iXBRL באופן וולונטרי. בשלב זה, יתאפשר לתאגידים שייבחרו לצורך כך, להתנסות ולצבור ניסיון באופן הדיווח האמור. עם התקדמות הליכי החקיקה בנושא, כמו גם הניסיון שיצברו שחקני השוק והרשות, המדיניות תיושם באופן מנדטורי. תאגיד שייבחר להטמיע דיווח כאמור וולונטרית בשלב זה ירוויח גישה נוחה ואמינה לנתונים שלו, נוחות וקדמה טכנולוגית.

לחזור המחלקה המקצועית בדבר ההתפתחויות בנושא הדיווח באמצעות iXBRL [לחצו כאן](#).

עוד צוין כי בהקשר למתווה לגילוי ודיווח תאגידי אשר פורסם לפני כחצי שנה הרשות מביעה את רצונה לקדם חקיקה בתחום הסייבר תוך שימת דגש על שתי דרישות: (1) חברה נדרשת להכין ולתרגל אירוע סייבר, להכין פרוטוקול המתאר את האירוע ולתת גילוי, וכן (2) הרכב הדירקטוריון והנהלת החברה חייב לכלול גורמים בעלי ידע ומומחיות בתחום זה. כמו כן, קיים הכרח כי תתקיים מעורבות של כל שומרי הסף בהיבטים הנוגעים לתחום זה, לרבות רו"ח, דירקטוריון, נאמנים ועוד. נושא שומרי הסף צפוי לקבל בקרוב התייחסות על ידי הרשות באמצעות פרסום דוח ביקורת בנושא זה.

## פאנל שוק ההון

הפאנל נפתח בסימן 100 חברות חדשות שהונפקו בבורסה לניירות ערך בשנים 2020-2021. דוברי הפאנל דיברו בקצרה על גל ההנפקות בשיטת "הצעה לא אחידה"<sup>1</sup> -

גל ההנפקות בשנתיים האחרונות התאפיין בהיקף ניכר של חברות טכנולוגיות צעירות, אשר טרם הייתה להן חזירה לשוק והן נעדרות מוצר מבוסס. מעל 85% מההנפקות היו באמצעות הגשת תשקיף לפי שיטת "הצעה לא אחידה" אשר מאפשרת הנפקה גלובלית כלומר מקנה לחתמים זרים ולמשקיעים זרים את האפשרות ליטול חלק בהנפקה. יחד עם זאת, מביקורות שבוצעו על הנפקות IPO שהוגשו לרשות, סגל

<sup>1</sup> שיטת ההצעה הלא אחידה, הנהוגה כמעט בכל שווקי ההון בעולם, מקנה שיקול דעת לחברה ולחתם לבחור את הרוכשים ואת הכמות שתסופק לכל אחד מהם. חלופה זאת קיימת בתקנות ניירות ערך בישראל משנת 2007 (תקנות ניירות ערך) (אופן הצעת ניירות ערך לציבור), התשס"ז-2007). עם זאת, בשים לב לתפיסה לפיה שיטה זו אינה שוויונית ועלולה לפגוע בתנאים האובייקטיביים, עד לאחרונה במרבית ההנפקות נעשה שימוש בשיטת "ההצעה האחידה".

הרשות הגיע למסקנה כי תחום החיתום נדרש בהסדרה. כמו כן, ד"ר משה ברקת, הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון ציין כי מכשירי השקעה חדשים מצויים בהליכי פיתוח (דוגמת איגוח).

מנכ"ל הבורסה לניירות ערך בתל אביב, איתי בן זאב, ציין כי בעבר בשנים 2008 ו-2011, חברות פרטיות לא רצו להפוך לחברות ציבוריות בגלל דרישות רגולטוריות מחמירות והן העדיפו להנפיק את עצמן בחו"ל. עם חלוף מספר שנים, התגבשה הבנה כי שוק ההון הישראלי אינו מפותח דיו ואף מצוי בפיגור אחרי שווקי הון אחרים בעולם וכי יש צורך לפעול לקידומו. נכון לשנת 2021, עדיין לא מתקיימת נזילות מספקת בשוק הון, יחד עם זאת, שיטת ההצעה הלא אחידה כאמור שיפרה משמעותית את מצב שוק ההון הישראלי וכי כיום הבורסה הישראלית מתחילה להדביק פערים בהשוואה לשווקים אחרים.

מנקודת מבטו של מנכ"ל פועלים אי.בי.אי חיתום והנפקות, הנושא המשמעותי זה לא גל ההנפקות אלא שינוי השיח. בעוד שבעבר, השוק היה שוק של אג"ח עמוק והנפקות אקוויטי התבצעו רק בנסיבות של הכרח, כיום, חל שינוי בחשיבה ורוב ההנפקות הינן של אקוויטי. כך שכפי שניתן לראות, מודל ההצעה הלא אחידה הביא לשיפר ניכר בשוק האקוויטי.

בסיכום דוברי הפאנל, נראה כי בשנת 2022 צפוי אופק של הנפקות נוספות תוך שמירה על שוק אקוויטי יציב ותוך שימת דגש על איכות החברות ולאו דווקא על הכמות.

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

- **המושג החשבונאי: היבטים בחשבונאות ובדיווח כספי** - הנושאים שנדונו במושב זה כללו, בין היתר, התייחסות להשגת המטרה: דיווח כספי איכותי, הערכות שווי בעולם משתנה, תובנות מהשורה הראשונה בדוח רווח והפסד, דיווח בשיטת iXBRL, הערכת מצב פיננסי בתנאי אי ודאות (Knowing Concern), Non-GAAP ו-GAAP ומה שביניהם והתייחסות לצירופי עסקים.
- **המושג המשפטי: גילוי, דיווח וממשל תאגידי** - הנושאים שנדונו בתחום זה כללו, בין היתר, התייחסות לדירקטור - כמחזקים את הערך המוסף, היוזמה וגבולותיה - על שותפויות ציבוריות בשוק ההון, משקיעים רעשי רקע - חידוד כללי התנהגות בהנפקות, (מ)גלים בהנפקות - גילוי ענפי מתחדש, יוצאים משליטה - מגמת הגידול בחברות ללא שליטה.

## סקירת עיקרי הנושאים המרכזיים אשר נדונו במסגרת המושב החשבונאי

### להלן עיקרי הנושאים והדגשים השונים שהוצגו במושב החשבונאי:

#### 1. המטרה - דיווח כספי איכותי

המטרה של כל גורמי העניין הרלוונטיים, רשות ניירות ערך כגורם מפקח, החברות המדווחות ורואי החשבון המבקרים היא שהדיווח הכספי יהא איכותי, היות וזה אחד מהתנאים המרכזיים לשוק הון ששומר על רמת אמינות גבוהה, כך שיתאפשר לציבור המשקיעים להישען על הדיווחים הללו לצורך קבלת החלטות.

מה שעומד בבסיס הגישה הפיקוחית הינו עיקרון הגילוי הנאות - לפי תפיסה זו, המשקיע יקבל את ההחלטה לפי בחירתו, לאחר שיברור את המידע הרלוונטי לו. לפיכך, החברות נדרשות לוודא שאכן המידע ניתן בצורה נקיה, אמינה, לא מוטה ובמועד המתאים.

במישור דיווח כספי איכותי נדרש שיתקיימו שלושה היבטים כדלקמן:

- **היבט 1 - תקינה חשבונאית איכותית** - תקינה בינלאומית (IFRS) - כללי הדיווח הכספי צריכים להיקבע מתוך מטרה שהדוחות הכספיים ישקפו את המודל העסקי והמצב העסקי הכלכלי והפיננסי של התאגיד ואם לא כך אזי, אמינות הדיווחים הללו תקטן. כמו כן הוזכר כי הדיווח האחיד לפי שפת ה iXBRL אשר צפוי להיכנס לתוקף בשנת 2023 צפוי לתרום אף הוא לדיווח כספי איכותי.
- **היבט 2 - יישום נאות ואיכותי על ידי תאגידים** - הוצג פילוח של נושאים וסוגיות חשבונאיות שהגיעו לרשות בעקבות פניות של תאגידים. פניות בעלות משקל רב היו בנושאי צירוף דוחות כספיים סולו ופרפורמה, מצב פיננסי ועסק חי והכרה בהכנסה. נושאים אלו מקבלים התייחסות בהמשך המושב החשבונאי.

נושא נוסף בהקשר ליישום נאות ואיכותי שקיבל התייחסות הינו **טעויות בדוחות כספיים** - בשנת 2021 כמות הטעויות המהותיות בדוחות הכספיים אשר חייבה הצגה מחדש של הדוחות הכספיים גדלה פי 2 בהשוואה לכמות הטעויות בשנת 2020. כמו כן, מגמה דומה זוהתה בכל הנוגע לתיקון טעויות לא מהותיות והתאמות שאינן מהותיות. הגידול נובע, בין היתר, מכניסת חברות חדשות לבורסה ומנוהל בדיקת התשקיפים שלהן על ידי סגל הרשות כמו גם כתוצאה מהעומסים עימם מתמודדות החברות. יחד עם זאת, הודגש כי מתקיימת החובה לספק למשקיעים דיווח כספי

איכותי ללא פשרות. בשים לב לאמור, מידת ההתערבות של הרשות תיקבע בהתאם למבחן שיקול הדעת הסביר שבוצע על ידי הנהלת החברה והרשות תנחה את החברה במידת הצורך בכל הנוגע להרחבות הנדרשות בקשר לדיווח כספי איכותי.

לקראת הדוחות השנתיים של שנת 2021, על הנהלה והדירקטוריון של החברה לשים דגש על גילויים שהם חשובים מתוך ראייה קצרת טווח וארוכת טווח בייחוד בהקשר להשלכות משבר הקורונה והכלל בנסיבות החברה. בהקשר לנושא האמור, הרשות ציינה את עמדת סגל חשבונאית מספר 7-99 בדבר השפעות משבר הקורונה על הגילוי והדיווח הכספי הנכלל בדוח רבעון ראשון 2020, אשר פורסמה על ידי הרשות בחודש מאי 2020. **הרשות ציינה כי עמדה זו עדיין רלוונטית בהתייחס לחברות המושפעות ממשבר הקורונה.**

לקישור לחוזר מקצועי ולעמדת סגל חשבונאית 7-99 בדבר השפעות משבר הקורונה על הגילוי והדיווח הכספי הנכלל בדוח רבעון ראשון 2020 ובדוחות עיתיים עוקבים [לחצו כאן](#) ו**כאן** בהתאמה.

בנוסף צוין כי המחלקה הכלכלית ברשות ביצעה בדיקה וממצאיה היו שככל שהתאגיד מתאפיין בכמות גבוהה יותר של דירקטורים בעלי מומחיות חשבונאית פיננסית כך כמות הטעויות בדיווח פחתה. על רקע נושא זה פרסמה הרשות שני פרסומים: כללי התנהגות מוצעים לדירקטוריון לקידום איכות הביקורת - אשר מספקים כלים לחיזוק וקידום עבודת הדירקטורים וכן מחזקת את התקשורת הדו צדדית המקויימת בין רואה החשבון המבקר לבין הדירקטוריון המהווה פקטור המחזק את איכות הביקורת וכפועל יוצא גם את איכות הדיווח הכספי (לחוזר המחלקה המקצועית העוסק בנושא [לחצו כאן](#)).

פרסום נוסף הינו דוח ממצאי הביקורת בנושא הוועדה לבחינת הדוחות הכספיים. דוח ממצאים זה בדק את תפקוד הדירקטורים המכהנים בוועדת המאזן, את תחומי עבודת הוועדה בנושאים כגון איכות הגילויי ושלמותו, אפקטיביות הבקורות פנימיות, מדיניות חשבונאית מהותית ועוד. מטרת דוח הממצאים הינו מתן דגשים היכן להתמקד (כגון, הבקורות הפנימיות הקשורות בדיווח הכספי, שלמות ונאותות הגילוי בדוחות הכספיים, המדיניות החשבונאית שאומצה והטיפול החשבונאי שיושם בעניינים מהותיים של התאגיד, הערכות שווי, לרבות ההנחות והאומדנים שבבסיסן, שעליהן נסמכים נתונים בדוחות הכספיים ועוד), כיצד ניתן להשתפר, מה מצופה מוועדת המאזן בתקשורת שלה מול הנהלה, האם מה שהוגש לוועדה הינו מבוסס במידה מספקת (לחוזר המחלקה המקצועית העוסק בנושא [לחצו כאן](#)).

- **היבט 3 - ביקורת איכותית של רואי החשבון המבקרים** - חוות דעת אמינה - להלן העוגנים שאם יתקיימו, יתאפשר להבטיח שתהיה לרואה החשבון המבקר חוות דעת אמינה:
  - תקינת ביקורת איכותית,
  - עמידה בכללי אי תלות,
  - ביצוע ביקורת איכותית,
  - בקרת איכות טובה במידה מספקת כך שיתאפשר לוודא שמכלול ההיבטים מתפקדים באופן נאות.

במישור של פעולות הרשות אל מול רואי חשבון מבקרים הוזכר כי הרשות עוקבת אחר המגמות של שכר הטרחה של רואי חשבון מבקרים והוזכרה התייחסות לאישור בוועדת הכספים של הכנסת של התיקון לתקנות שמבטל את דרישת הגילוי בדבר שעות עבודת רואה החשבון המבקר שהושקעו (לחוזר המחלקה המקצועית העוסק בנושא [לחצו כאן](#)). כשהדגש הוא על החשש ששכר טרחה נמוך עשוי להתבטא בביקורת לא מספיק טובה ובמקומות בהם הדבר נדרש, הרשות תפנה לוועדות הביקורת בחברות ותבחן עימן איך הן בדקו שאכן מבוצעת ביקורת איכותית.

## 2. הערכות שווי בעולם משתנה

בעת אמידת שווי ההוגן של העסק במסגרת שיטת היוון תזרימי מזומנים (DCF) ניוכח כי השווי ההוגן נגזר משני גורמים באופן שלוב: תזרימי המזומנים שמופקים מהעסק והסיכונים שגלומים בו. שימוש בשיטה זו מצריך **בחינה תמידית של ההנחות** בהן נעשה שימוש. במסגרת הכנס ניתנה דוגמה למקרה של הערכת שווי שבוצעה על חברה טכנולוגית צעירה שנמצאת בשלב הילדות<sup>2</sup>. חברה זו סיפקה תחזית אופטימית של הגעה מהירה להכנסות וכן צמיחה גבוהה של הכנסות ורווחיות בעוד שבפועל ידוע שמרבית חברות אלה אינן צולחות באופן וודאי את שלב הילדות.

דוגמה נוספת שניתנה בהקשר לאי דיוק בתזרימי המזומנים שנלקחו במסגרת הערכת השווי, במסגרתה נעשה שימוש באומדני תזרימי מזומנים שהינם גבוהים יותר ממה שבפועל היה נדרש לעשות שימוש

<sup>2</sup> בעולם הכלכלי מקובל לדבר על מעגל החיים של חברה - שלב הילדות (אין הכנסות), שלב הצמיחה המהירה, שלב הבגרות ושלב הדעיכה האיטית.

ובתגובה לכך, השיב מעריך השווי כי הערכת השווי מחפה על חוסר הדיוק האמור באמצעות העלאה מסוימת בשיעור ההיוון. הרשות לא הסכימה עם נקיטה בגישה זו ממספר סיבות: כשמשקיע בוחר הערכת השווי, הוא מעוניין גם בדרך ולא רק בתוצאה הסופית. להשקפת הרשות, נדרש לדייק באמידת התזרים עצמו כי ביטוי של אי הוודאות באמצעות התזרים הינו מדויק יותר. בנוסף, המשקיע הסביר מצפה כי יובאו בחשבון מספר תרחישים ולא רק תרחיש אחד. כמו כן כאשר מעריך השווי מקבל את תחזיות ההנהלה - עליו לבחון את סבירות התחזיות ולא לקבלן AS IS.

תכניות הרשות לשנה הקרובה -

- קיימת כוונה לקיים שולחנות עגולים עם מעריכי השווי (שימוש במודל תרחישים, נושא השימוש בהנחה לפיה בטווח הרחוק גובה ההשקעה מתכנס לפחת).
  - שמאות נדל"ן - להשקפת הרשות, השיטה הכי מתאימה הינה שיטת היוון תזרימי מזומנים (היינו, להישען פחות על גישת ההשוואה).
  - הרשות מעוניינת להגביר את השימוש במעריכי שווי חיצוניים לטובת סקירה של הערכות שווי אשר הרשות מקבלת לבחינה.
- לסיכום, נדרש להבין את המודל, ההנחות, מקור הנתונים ובנסיבות בהן יתקבלו בדיעבד תשובות שלא קיבלו ביטוי בהערכת השווי המקורית אזי יש לצפות לכך שתהיינה לרשות יותר שאלות.

### 3. תובנות מהשורה הראשונה בדוח רווח והפסד

הרשות ציינה שלושה נושאים שהיו נפוצים בשנה האחרונה - פיצול הכנסות, דגשים לפרופורמה וטעויות מהותיות.

**פיצול הכנסות** - הרשות שמה דגש רב על יישומו של תקן דיווח כספי בינלאומי 15, הכנסות מחוזים עם לקוחות (IFRS 15), תוך שימת דגש על חשיבות דרישת הגילוי **לפיצול הכנסות** (כזכור, בהתאם לדרישות התקן האמור נדרש פילוח של סך ההכנסות במאוחד לפי לקוחות, אזורים גאוגרפיים, קבוצות מוצרים ועוד). החשיבות של גילוי זה נובעת, בין היתר, מהצורך לספק מידע אשר יאפשר הבנה אודות תמהיל הכנסות ומגמות במקורות הכנסות (כך לדוגמה, במקרה של צמיחת ההכנסות ניתן להצביע באמצעות הפילוח מהיכן נבע הגידול).

מבדיקות שבוצעו באירופה ובישראל נראה כי יישום דרישת הגילוי בדבר פיצול ההכנסות הינו טעון שיפור. בהקשר זה הוזכר כי נדרשת הקפדה כי סך ההכנסות המפוצלות חייבות להיות שוות לסך ההכנסות במאוחד, הצורך במתן הגילוי גם בדוחות רבעוניים ועוד. הרשות ציינה כי במהלך התקופה הקרובה צפוי להתפרסם דוח ממצאים באשר ליישומו של IFRS 15 בחברות.

**דגשים לפרופורמה** - בהקשר לנושא זה צוין כי היו הרבה פניות של חברות לרשות המבקשות חידודים בנושא מבחן המהותיות<sup>3</sup> וכן הרבה בקשות להארכות ולפטורים מהגשת דוחות פרופורמה. בכדי לסייע לחברות הכפופות לדיווח בהתאם לתקנות ניירות ערך לקיים את חובות הדיווח המוטלות עליהן, הרשות ממליצה לדרוש כבר בזמן המשא ומתן על רכישת החברה גישה למידע על החברה הנרכשת כדי שלא תהיה בעיה להכין את הדוח פרופורמה ועל מנת שלא תעלה הטענה כי מתקיים קושי משמעותי בהשגת נתונים על החברה הנרכשת.

הרשות ציינה כי במצבים מסויימים בהם חברה קולטת פעילויות מבעל השליטה בה (היינו, מתקיים צירוף עסקים של ישויות שהינן **תחת אותה השליטה**) וכתוצאה מכך מיושמת גישת AS Pooling (גישה חשבונאית לפיה הישויות המעורבות מוצגות יחד בכדי לשקף את פעילותן כאילו פעלו יחד החל מהמועד המוקדם ביותר בו הוחזקו על ידי בעל השליטה), עשוי לעלות הצורך **במידע כספי פרופורמה** (כגון בנסיבות בהן האירוע נשלם לאחר תאריך הדוחות הכספיים ולפיכך טרם ניתן לו ביטוי בדוחות הכספיים של הישות המדווחת).

**טעויות מהותיות** - כאמור, בשנה האחרונה היו לא מעט טעויות מהותיות בחברות ציבוריות אשר מיוחסות, בין היתר, לריבוי תשקיפי IPO שהוגשו לרשות. להלן סקירת עיקרי הדברים שעלו במסגרת שתי פניות של חברות שהוגשו לרשות בהקשר זה:

פניה ראשונה:

במסגרת התקשורת המקוימת עם הרשות עלתה השאלה מדוע הרשות מבקשת גילוי אודות תיקון טעות מהותית אם הטעות נתגלתה במסגרת תשקיף IPO או במסגרת טיטה שהוגשה לרשות?

מענה הרשות לפנייה כאמור הינו שהדגש הוא כי "דוח חתום הוא דוח חתום". כלומר, לאחר שהדוחות הכספיים עברו הליך אישור ונחתמו ורואי החשבון הביעו את חוות דעתם אזי כאשר מתגלה בדוחות

<sup>3</sup> כזכור, הגדרת 'אירוע פרופורמה' בתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידים), התש"ל-1970, עוסקת בצירוף עסקים מהותיים ובמכירה מהותית של ניירות ערך או זכויות בתאגיד וכן מספקת הנחיות אודות האירועים אשר מקיימים את קריטריון המהותיות כך שעשוי להידרש בגינם מידע כספי פרופורמה.

הכספיים טעות מהותית הרי מדובר בטעות בדוחות שפורסמו גם אם כאמור הטעות לא נתגלתה במסגרת התשקיף הסופי של החברה עדיין מדובר בטעות מהותית שיש לתקנה בהתאם לעקרונות תקני IFRS ולתת לגביה את הגילוי הנדרש<sup>4</sup>.

פניה שניה:

בנסיבות דומות לאלו שתוארו לעיל, חברות פנו לרשות בטענה שאף שהדוחות כללו טעות מהותית במסגרת הליכי התשקיף, היות וחלף רבעון הרי שהגילוי אודות הטעות אינו רלוונטי יותר. תשובת הרשות הייתה דומה, קרי - "דוח חתום הוא דוח חתום" ולכן מעבר רבעון לכשעצמו אינו גורע מהצורך לכלול גילוי על טעות מהותית.

#### 4. דיווח בשיטת iXBRL - תחילתו של מסע דיגיטלי

הרשות מקדמת חקיקה הצפויה להיכנס לתוקף בשנת 2023 אשר תחייב חברות לדווח לפי שפת iXBRL (קרי inline XBRL)<sup>5</sup>. שפה זו מכניסה רובד נוסף לדוחות הכספיים אשר יאפשר לתוכנות לקריאת מידע לקרוא את הדוחות ולבצע ניתוח שתוצאתו תהיה הצגת מעין 'דש בורד' אשר ממנו ניתן יהיה לשלוף כל נתון רלוונטי, לבצע ניתוחים בקלות והכי חשוב, המידע יהא מונגש לכל משקיע זר בעולם. סגל הרשות מעריך כי יישום שפת iXBRL צפוי לעודד כניסה משקיעים זרים רבים יותר לשוק ההון הישראלי.

במסגרת הטכניקה האמורה, לכל מספר בדוחות הכספיים תהיה תגית אשר תפרט את מהות הערך, תקופת הדיווח, יחידת מדידה וסוג המטבע. כך לדוגמה: מהות הערך - האם מדובר בהכנסות משירותים/ ממוצרים/ מלאי/ רכוש קבוע ולשם כך תפורסם רשימה מסודרת על ידי ה-IFRS (קרי, טקסונומיית IFRS). כך, לכל מספר יהיה פירוט בדבר תקופת הדיווח - למשל שנה נוכחית או שנה קודמת, יחידת מדידה - אלפי ש"ח או מיליונים, סוג המטבע - דולר/ש"ח וכיוצא באלה.

בנוסף, לכל ביאור תהיה תגית - כגון ביאור מלאי, ביאור מיסים וכדומה.

הרשות מציינת כי הישויות המדווחות נדרשות להיערך ליישום הנושא מבעוד מועד ורצוי כי הן תבצענה כבר כיום את הפעולות הבאות:

- מינוי גורם מוביל פרויקט בחברה אשר יסייע למהלך.
- להימנע מלהשאיר לרגע האחרון את בחינת התיג.
- קביעת בקרות בחברה אשר תסייענה לוודא שהתיג נעשה בדרך הנכונה.

כמו כן, בימים הקרובים צפוי להתפרסם קול קורא, הפונה לחברות אשר מעוניינות להשתתף בהגדרה של הרשות אשר במסגרתה מי שתזכה מבין החברות המשתתפות תקבל מימון לשנה לרישיון לתוכנת iXBRL, סל שעות של לשכת שירות לתמיכה בבעיות ומערך תמיכה מקצועי לשאלות ולסוגיות שעולות מהיישום.

ביום 26 בדצמבר 2021, פרסם סגל הרשות עדכון בנוגע למעבר לדיווח דוחות כספיים במתכונת iXBRL והצעה לתיקון תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידים), התש"ל - 1970, להערות הציבור עד יום 9 בפברואר 2022 העוסקת בהסדרת הדיווח באמצעות iXBRL.

לחזור המחלקה המקצועית העוסקת בפרסומים האמורים [לחצו כאן](#).

#### 5. Knowing Concern - הערכת מצב פיננסי בתנאי אי ודאות

קיימת חשיבות רבה בייחוד בתקופה זו שהעסק יכיר את הסיכונים שלו, ובלשון הרשות Knowing Concern. בקרוב יפורסם דוח ממצאים הסוקר סוגיות שעלו בנושא זה בשנתיים האחרונות.

בקשר לנושא האמור הוזכר כי המחלקה הכלכלית של הרשות קיימה בדיקה של חברות שהנפיקו אג"ח בין השנים 2010-2020 אשר העלתה מספר ממצאים:

- עיתוי הכללת עסק חי בדוח רואה החשבון המבקר -

בהקשר זה הבדיקה העלתה כי הערת העסק החי ניתנה מאוחר מידי, כלומר ניתנה בדרך כלל, רק רבעון אחד או שניים לפני קרות אירוע הנזילות (אירוע נזילות: אי עמידה בתשלום, שינוי בלוח הסילוקין במסגרת הסדר חוב, דירוג האג"ח ירד ל-D). הרשות ציינה שהמסר בהקשר זה הוא שאם

<sup>4</sup> תשומת הלב מופנית בהקשר זה לעמדה משפטית מספר 103-37: צירוף דוח אירועים וכתבי הסכמה למסמכי הצעה, לפיה נאמר בהקשר לדוחות כספיים בתשקיף הצעה לראשונה של ניירות ערך לציבור כי במקרים שבהם בוצעו תיקונים או עדכונים לדוחות הכספיים המוצגים לתשקיף IPO יחתמו אלו באופן מלא למועד אישור הדוחות הכספיים המתוקנים.

<sup>5</sup> ב- iXBRL, סימוני ה- XBRL מוטמעים לתוך מסמכים כספיים טקסטואליים "רגילים" כך שהשימוש בגישה כאמור מיייתר הגשה של שני קובצי דוחות, ומאפשר ליצור מסמך אחד, הניתן לקריאה הן על ידי בני אדם והן על ידי מכונה.

קורה אירוע נזילות והערת העסק החי מוצמדת אליו בד בבד (או בסמוך לאותו מועד), אזי חזקה שהערת העסק החי ניתנה מאוחר מידי.

#### ▪ התרומה בהכללת הערת עסק חי והפניית תשומת לב למצב פיננסי -

הבדיקה בחנה האם הכללת הערת עסק חי והפניית תשומת לב למצב פיננסי מספקות מידע שהוא עודף על פני נתוני השוק ונמצא כי רק הפניית תשומת לב למצב פיננסי נותנת ערך מוסף ובעוד לעומת זאת, לא היה ניתן לזהות את התרומה של מתן הערת עסק חי. המסר הראשון, כפי שנאמר לעיל מכיוון שהערות העסק החי ניתנות בדרך כלל בשלב מאוחר מידי לפיכך נראה שאכן אין להן תרומה של מידע שהוא רלוונטי ובעיתוי המתאים. מאידך, המסר השני הוא שהכללת הפניות תשומת לב למצב פיננסי בהחלט נותנת מידע שהוא עודף על המידע בשוק ולכן נדרש לשקול בצורה זהירה את הצורך במתן הפניה כזו על ידי רואה החשבון המבקר.

בהמשך לאמירה כי יפורסם בקרוב דוח ממצאים בקשר לסוגיות שעלו בשנתיים האחרונות, להלן מספר ממצאים נוספים שעלו בנושא:

#### ▪ בחינת הנחת העסק החי בחברות טכנולוגיה -

חברות טכנולוגיה שנמצאות בתחילת דרכן מאופיינות בשלב של חוסר ודאות לגבי השלמת פיתוח המוצר או השירות המפותח במסגרתן כמו גם בחוסר וודאות באשר להצלחה שלהן לחדור לשוק ולעמוד בציפיות של הלקוחות הפוטנציאליים לגבי המוצר או השירות. לפיכך, הדגשים של הרשות באשר לבחינת הנחת העסק החי:

- נדרש לבחון את ההנחה של העסק החי לתקופה שהיא ארוכה יותר מ 12 חודשים,
- ההסתמכות על צמצום הוצאות שכר עבודה של עובדים כגורם מקל המאפשר להימנע מהכללת הערת עסק חי הינה מוגבלת היות ובחברות כאמור ההון האנושי הינו בהגדרה המשאב היקר ביותר באותן חברות,
- נדרש להצטייד בניתוחי רגישות ובמקדמי ביטחון בעת בחינת המצב הפיננסי באותן חברות,
- נדרש לקבל ראיות אובייקטיביות על מנת לבסס את ההנחות בתחזית תזרימי המזומנים היות ויש העדר של היסטוריית ביצועים יציבה.

#### ▪ טעויות מהותיות -

התקינה הבינלאומית (IFRS) מגדירה **טעות מהותית**<sup>6</sup> כהצגות מוטעות או השמטות אשר עשויות להשפיע על קבלת החלטות של משתמשים בדוחות הכספיים ועשויה להתקיים גם בהקשר של גילוי בלבד.

**עמדת הרשות היא שגילוי אודות המצב הפיננסי בהגדרה משפיע על קבלת החלטות כלכליות של משתמשים בדוחות הכספיים ולכן טעות בגילוי הזה יכולה להיתפס כטעות מהותית בדוחות הכספיים.**

לטובת המחשת העיקרון האמור תואר מקרה של חברה שהגישה לרשות דוח כספי מבלי להתייחס לקיומם של ספקות משמעותיים בדבר המשך קיום העסק כעסק חי. לאחר דין ודברים קצר שהתקיים מול הרשות, החברה פרסמה מחדש דוחות כספיים מתוקנים הכוללים את הגילוי המתאים וזאת מבלי שחל שינוי בנסיבות. במקרה כזה הרשות הבהירה שמבחינתה השינוי בגילוי עולה כדי טעות מהותית על כל המשתמע מכך.

#### ▪ קרבה להפרת אמת מידה פיננסית -

כאשר יש נסיבות של קרבה להפרת מידה פיננסית מסוימת אזי לעמדת הרשות בהגדרה הישות המדווחת מצויה בתחום של חוסר וודאות ולכן יש לבחון בזהירות רבה את מידת הגמישות של החברה בהתמודדות שלה עם הקרבה להפרת אמות מידה פיננסיות. ככל שרמת הגמישות שלה מוגבלת כך גם עולה חוסר הודאות הכרוך בבחינת הנסיבות. דוגמאות לאמות מידה בעלות גמישות מוגבלת - אמות מידה הקשורות לרמת הדירוג של האג"ח או אמות מידה שהתקיימות תלויה בצדדים שלישיים. ממקרים מסוימים שהגיעו לרשות סגל הרשות העלה דרישה לפיה, בנסיבות של קרבה להפרת אמת מידה פיננסית, יש לכלול גילוי או לתת הרחבה של גילוי קיים.

<sup>6</sup> המונח 'מהותי' (Material) מוגדר במסגרת תקן חשבונאות בינלאומי 1, הצגת דוחות כספיים (IAS 1) כדלקמן: "מידע הוא מהותי אם ניתן לצפות באופן סביר שהשמטתו, שהצגתו באופן מטעה או שהסוואתו ישפיעו על החלטות שהמשתמשים העיקריים בדוחות כספיים למטרות כלליות מקבלים על בסיס דוחות כספיים אלה, המספקים מידע כספי לגבי ישות מדווחת ספציפית".

▪ **היכולת להסתמך על הסדר חוב כחלק מלקיחה של גורמים מקלים בבחינת המצב הפיננסי-**

בדוח של הרשות משנת 2013 בנושא ממצאים בקשר עם נאותות בחינת הנחת העסק החי ואיכות הגילוי שנכלל בדוחות כספיים ביחס למצב פיננסי: ליקויים וכשלים שנמצאו במסגרת בדיקת סגל רשות ניירות ערך, הוסבר כי היכולת להסתמך על הסדר חוב עתידי עם הנושים קיימת רק כאשר התאגיד מחזיק בכל האישורים המהותיים של ההסדר. כשבוחנים ורוצים להסתמך על הסדר חוב, נדרש לקחת בחשבון את זהות המלווה - האם יחיד או רבים, את הקשר של התאגיד עם אותו מלווה לאורך השנים ועוד.

בהתייחס לדוגמה למקרה של חברה שבביסוס הנחת העסק החי הסתמכה על היכולת שלה להגיע להסדר חוב עם מחזיקי אגרות החוב שלה ככל שתידרש לכך הובהר כי לעמדת הרשות, לא ניתן להסתמך על הסדר חוב עם מחזיקי האג"ח לפני שהושלם הסדר החוב היות והסדר כזה מצריך פרוצדורות לא פשוטות שאינן מצויות בשליטתה של החברה.

לקישור לדוח הממצאים של הרשות משנת 2013 בנושא נאותות בחינת הנחת העסק החי ואיכות הגילוי [לחצו כאן](#).

**6. Non-GAAP ו-GAAP ומה שביניהם**

בהקשר לנושא זה נאמר כי בבחינת המדדים הפיננסיים שהחברה מיישמת, יש לוודא שהחברה מיישמת את עמדת סגל 6-99: שימוש במדדים פיננסיים שאינם מבוססים על כללי חשבונאות מקובלים (להלן - "החלטה 6-99"), לקישור להחלטה [לחצו כאן](#).

בכנס תואר מקרה בו חברה הציגה בדוחותיה הכספיים הערוכים לפי כללי חשבונאות מקובלים, ירידה בביצועים ואפילו מעבר להפסד בחלק מהתקופות ואף על פי כן, לאורך התקופות כאמור הירידה במחיר המניה של החברה היתה מתונה ביותר, אם בכלל. עלתה השאלה לפיכך, מדוע הירידה בביצועים לא השתקפה במידה מספקת במחיר המנייה.

לעמדת הרשות, אחת הסיבות לסתירה זו נעוצה בכך שבמקביל למידע החשבונאי כמתואר לעיל, החברה הציגה במסגרת מצגות ודיווחים לציבור, ביצועים יפים ואופטימיים במסגרת מידע Non-GAAP (מדדים כספיים שאינם מבוססים על כללי חשבונאות מקובלים).

המקרה ממחיש עד כמה מידע Non-GAAP עשוי להשפיע על המשקיעים, על מחיר המניה, על הסיכונים הגלומים במידע Non-GAAP כשהשימוש בו נעשה באופן לא זהיר ונכון ואת הצורך שהשימוש וההצגה של מידע כאמור יהיה מאוזן, לא מוטא ובסתירה למצב הדברים האמיתי כך שיהיה ניתן להסתמך עליו באופן מהימן.

יש לשים לב לדגשים הבאים הלקוחים מתוך החלטה 6-99 אשר חלה הן על מדדי Non-GAAP והן על מדדי KPI<sup>7</sup> - מדדי תפעול ביצועיים (כגון מדד ARPU<sup>8</sup>):

- בעת שימוש במדדי Non-GAAP, על המידע להיות מובן, ברור ומהימן וכן נדרש כי החברה תציג את המידע באופן עקבי למשתמשים.
- יש ליישם כללים פשוטים - להסביר את המדד, לאיזה צרכים המדד משמש, וכן להבהיר איזה מידע המדד מוסיף שלא מופיע בדוחות הכספיים.
- יש להציג פירוט כמותי איך המדד חושב (פירוט ההתאמות) וכן פירוט אודות שיקולי הדעת שהופעלו על ידי החברה.
- כאשר מבצעים התאמות יש לקחת בחשבון את כלל ההשפעות מאותו אירוע (למשל, נטרול ירידת ערך רכוש קבוע חייבת לקחת בחשבון גם את השפעת המס בגין ירידת הערך).
- יש לשים לב כי כאשר מנטרלים אירועים חריגים, יש לנטרל הן את האירועים החיוביים והן את האירועים השליליים.
- ליד מדד Non-GAAP, יש לפרט כי אין מדובר במדד חשבונאי ובמקביל אליו להציג את המדד החשבונאי הקרוב למדד Non-GAAP המתייחס בהבלטה שלכל הפחות דומה להבלטה שניתנת למדד ה-Non-GAAP.
- יש לשמור על עקביות חישוב המדד.

<sup>7</sup> Key Performance Indicators  
<sup>8</sup> Average Revenue Per User

- לשים לב להוראות החלטה 6-99 בהינתן שנה מסוימת שהחברה החליטה לא להציג יותר מדד Non-GAAP מסויים (לפי ההחלטה האמורה, מקום בו הציג תאגיד מדד וחדל לעשות כן, יינתן גילוי לעובדה זו, תוך פירוט הסיבות לכך).

## 7. צירופי עסקים - עסק לא פשוט

ניתנו מספר דגשים בהקשר לנושאים להלן:

### אופציה ממשית -

בהתאם לסעיף 23 לתקן דיווח כספי בינלאומי 10, *דוחות כספיים מאוחדים (IFRS 10)*, הקביעה אם זכויות הן ממשיות דורשת הפעלת שיקול דעת, תוך הבאה בחשבון של כל העובדות והנסיבות. לדברי הרשות בבחינה כאמור יש להפעיל שיקול דעת ולתת גילוי ברור ומלא באשר לשיקול הדעת שהופעל.

### מבחן הריכוזיות -

מבחן הריכוזיות<sup>9</sup> מתקיים אם למעשה כל השווי ההוגן של הנכסים נטו שנרכשו מתרכז בנכס יחיד הניתן לזיהוי או בקבוצת נכסים דומים הניתנים לזיהוי - מבחן אופציונלי שמטרתו להקל על הבחינה של הגדרת עסק ולקבוע על ידי מבחן מתמטי פשוט שמדובר ברכישת נכס ושלא מתקיימת הגדרה של עסק (כלומר אין המדובר בעסקת צירוף עסקים).

בעקבות פניה של חברה לרשות, עלתה השאלה מה מהווה 'כל השווי ההוגן', האם לדוגמה מקרה בו 90% מהשווי ההוגן של הנכסים נטו שנרכשו מתרכזים בנכס יחיד עונה על ההגדרה? במקרה הנדון לקחו מהתקינה האמריקאית את הפרשנות השגורה למונח *substantially all* אשר באחוזים בדרך כלל מדובר על 90%.

הרשות ציינה בהקשר זה כי ניתן אמנם לעשות שימוש במודל זה כרף כמותי לניתוח אבל הוא אינו עומד בפני עצמו ואין להסתפק בו. ככלל, לעמדת הרשות רף של 90% עשוי להיות גבולי בפרט כשיש נכסים נוספים והתחייבויות נוספות. לפיכך, במקרים גבוליים ראוי גם לבחון היבטים איכותיים מהגדרת עסק.

המסר של הרשות בהקשר זה הוא שנדרש לתת גילוי מלא לשיקול הדעת שהופעל ביישום מבחן הריכוזיות. השימוש ברף של 90% מהווה נקודת מוצא בלבד ובמקרים גבוליים יש לעשות שימוש ברף זה יחד עם פרמטרים איכותיים כדי לבחון את ההגדרה הרגילה של עסק.

### מבחן הריכוזיות והקשר לדוח פרפורמה -

המשמעות של מבחן הריכוזיות ביישום תקני IFRS הוא שהטיפול החשבונאי הנגזר מכך הוא רכישת נכסים ולא כעסקת צירוף עסקים על כל המשמעויות הנגזרות מכך. ולכן לכאורה העסקה אינה מהווה 'אירוע פרפורמה' כהגדרת מונח זה בתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל - 1970 (להלן - "התקנות"). יחד עם זאת, לעמדת הרשות, ייתכנו מצבים שאף על פי שמתקיימת עמידה במבחן הריכוזיות, **במהות**, נרכש עסק מובהק עם תשומות, תהליכים ולעיתים עם השפעה על סעיפים רבים בדוחות הכספיים בכללותם. לאור האמור, הרשות ציינה כי במקרים מתאימים ייתכן והיא תשתמש בסמכות שמוקנית לה בתקנות ותועלה מצידה דרישה לצירוף נתוני פרפורמה שישקפו את השפעת העסקה לאור המהותיות שלה וההשלכות שיש לעסקה על סעיפים רבים בדוחות הכספיים.

### הכרה ברווח מרכישה במחיר הזדמנותי -

לעמדת הרשות, נסיבות של הכרה ברווח במחיר הזדמנותי הינן חריגות לפיכך לא כל עסקה שמבוצעת בזמן משבר מהווה עסקה הזדמנותית מנקודת ראות הרוכשת ומצדיקה הכרה ברווח. הרשות ציינה כי נדרש להרים נטל גבוה במקרים האלה, לבסס את ההצדקה להכרה ברווח כזה, לבסס את האומדנים ששימשו במדידה, את השווי ההוגן של הנכסים וההתחייבויות הנרכשים ואת עבודת הקצאת עלות הרכישה (PPA) על מרכיבי השווי.

לסיכום, בעת בחינת סוגיות יש לבחון את מכלול התנאים והנסיבות ולא להסתפק רק בבחינה של פרטים טכניים, יש להקפיד ולבחון את המהות העסקית, ללוות את המספרים המוכרים בדוחות הכספיים גם בגילויים איכותיים וכאשר נעשה שימוש בשיקול דעת משמעותי יש לתת לכך גילוי מלא וברור לשיקול הדעת שהופעל.

9 ביישום עקרונות תקני IFRS, מוקנית אפשרות ליישם את מבחן הריכוזיות על מנת לאפשר הערכה פשוטה אם מערכת של פעילויות ושל נכסים שנרכשה אינה עסק. ישות עשויה לבחור ליישם את המבחן, או שלא ליישמו. ישות עשויה לבצע בחירה כזו בנפרד עבור כל עסקה או עבור כל אירוע אחר.



## סקירת עיקרי הנושאים המרכזיים אשר נדונו במסגרת המושב המשפטי

### 1. הדירקטור - מחזקים את הערך המוסף

הרשות פתחה בציון התרשמותה מתפקיד **הדירקטור** כשומר הסף הראשון במעלה. נקודת המוצא היא שתפקיד הדירקטוריון הינו להתוות את מדיניות החברה ולפקח על מנהלי החברה. לאורך השנים, תפקיד הדירקטורים ותפקודם בשוק קיבל תפנית משמעותית כך שכיום הם פעילים ואקטיביים מאי פעם. לדברי הרשות, המדובר באבולוציה ראויה ומתבקשת והיא נובעת בין היתר משכלול החוק, מהקמת בית המשפט הכלכלי, מהקמת מוסד האכיפה המנהלי של הרשות, מהגברת הציפיות של השוק מהדירקטורים ולמעשה מהתבגרות של השוק.

לעמדת הרשות, זוהי נקודת המוצא וזוהי המקום לבחון לאן ניתן להתפתח. הרשות רואה בתפקוד מערך שומרי הסף והדירקטורים בראשם כגורם בעל חשיבות קריטית לשמירה על אמון הציבור בשוק ההון, והאמור מתחדד, בין היתר, בעקבות הפריחה בשוק ההון ובשים לב לכמות הגדולה של החברות הגדולה שהצטרפו בשנתיים האחרונות.

בהתאם לעמדת רשות, תפקיד הדירקטור הינו להיות אקטיבי, לפעול בתום לב, באופן מיוחד, ללא משוא פנים וכשטובת החברה והיא בלבד לנגד עיניו.

בהקשר זה ברצון הרשות לחדד ולהבהיר:

- דירקטורים המעלימים עין מנסיבות של אי קבלת מידע שהם ביקשו מהנהלה, אינם ממלאים את תפקידם.
- דירקטורים המאפשרים לבעלי שליטה להפעיל לחץ פסול על בעלי מניות באסיפות על מנת שיאשרו עסקאות שמטיבות איתם, חוטאים לתפקידם.
- דירקטורים המאפשרים שינוי אופורטוניסטי באופן חישוב אמות מידה פיננסיות בשטרי נאמנות, לא יזכו לאמון הציבור בשוק.
- דירקטורים שאינם מפקחים על ההנהלה לרבות בכל הנוגע להליכי הנפקה - אינם מעורבים מספיק.
- דירקטורים הנמנעים מהקמת ועדה בלתי תלויה בעסקאות גורליות בצמתי ניגוד עניינים, מגבירים את החשש שהחלטות שיתקבלו לא יהיו לטובת החברה.

מנקודת ראותה של הרשות, ככל שהדירקטוריון בחברה יעבוד בצורה יעילה ואפקטיבית יותר כך גם הרשות תיזדרש להתערב פחות.

הרשות פועלת באופן אקטיבי על מנת לסייע לדירקטורים לבצע את תפקידם. כידוע, בתקופת הקורונה, תגמול הדירקטורים ספג הפחתה משמעותית כנגזרת של צמצום היקף הישיבות שהתקיימו באופן פיזי<sup>10</sup>. בעקבות זאת, הרשות התערבה וקידמה תיקון לתקנות הקובעות את גמול הדירקטורים ובמרץ 2021 הוגש תיקון בהקשר זה (כהוראת שעה). הרשות מקווה שהתיקון יאושר בתקופה הקרובה ויאפשר להם לקבל בין היתר גם תגמול רטרואקטיבי בגין תקופות קודמות (קרי, תקופת ההגבלות בגין מגיפת הקורונה).

התקנות במתכונתן הנוכחית מגבילות את שכר הדירקטורים וקובעות תקרת מינימום ומקסימום. הרשות מציינת שבמידה ויפנו אליה, היא תוכל לספק פרשנות תכליתית ככל האפשר וככל שהיא תשתלב בלשון התקנות על מנת לאפשר גמישות בשכר המשולם לדירקטורים.

בכוונת הרשות, בעתיד, להציע תיקון לתקנות בנוגע לגמול הדירקטורים ובכוונתה אף לפנות למשרד המשפטים לצורך כך.

הרשות פונה לדירקטורים ומדגישה בפניהם שאם הם מיצו את סל הכלים שהחוק מקנה להם והם עדיין מרגישים קושי לממש את הזכויות שלהם, מרגישים צורך לקבל גיבוי, הם מוזמנים לפנות לתחום הממשל התאגידי ברשות לניירות ערך.

<sup>10</sup> כך לדוגמה, תקנות החברות (כללים בדבר גמול והוצאות לדירקטור חיצוני), תש"ס-2000, קובעות כי דירקטור חיצוני יהיה זכאי לגמול בשיעור של 60% עבור ישיבה שהתקיימה באמצעי תקשורת.

לסיכום, תפקוד הדירקטורים בשוק כיום הוא טוב מאי פעם, יחד עם זאת הרשות עדיין רואה מקום להשתפר ולהתפתח. דירקטורים שיעמדו בציפיות הגבוהות של הרשות מקבלים וימשיכו לקבל נקודות זכות וגיבוי של הרשות.

## 2. היוזמה ובבולותיה - על שותפויות ציבוריות בשוק ההון

נכון להיום נסחרות בורסה לניירות ערך 12 שותפויות גז ונפט ו-13 שותפויות מחקר ופיתוח.

בשותפויות ציבוריות ישנה הפרדה בין האחזקה בהון השותפות אשר מצויה בידי המשקיעים בציבור שהם השותפים המוגבלים לבין יכולות הניהול והכוונת הפעילות שמופקדות אך ורק בידי של השותף הכללי.

כדי להתמודד עם מבנה ייחודי זה, הורחבו מנגנוני הממשל התאגידי על מנת להבטיח הגנה טובה יותר לבעלי יחידות ההשתתפות בדומה למנגנונים הקיימים בחברה ציבורית.

בנוסף, עקב אותו מבנה ייחודי, הוחלט מראש לאפשר את הרישום למסחר לשותפויות ציבוריות כחריג מצומצם בהיקפו, רק לסוגי שותפויות מסוימות המקיימות תנאים מוגדרים שנקבעו בתקנון הבורסה. מבנה כאמור אפשר לפעילויות מסוג זה להיכנס לבורסה, מה שלא התאפשר בעבר. נכון להיום מדובר ב-3 תחומי פעילות אפשריים - גז ונפט, סרטים ופעילויות מו"פ. המשותף להן הוא הצורך בהשקעות עתירות הון שיזמים אינם מסוגלים לממן לבד, תקופה ארוכה ממועד ההשקעה בשותפויות ועד למועד שבו השותפות צפויה להניב הכנסות, סיכון עסקי ואי וודאות שנובעים מאופי הפעילות, הצורך בהתמחות ייחודית ואיכותית לניהול המיזם ומטרה משקית לעודד פעילויות מסוג זה.

שינוי משמעותי שקרה בשנת 2021 הינו הוספת האפשרות לשותפויות גז ונפט להשקיע גם בפרויקטים של **אנרגיה מתחדשת**. התנאי העיקרי שנקבע בהקשר זה הוא שהרחבת הפעילות מוגבלת בתנאים כאשר התנאי העיקרי הוא ששיעור האחזקה בפרויקטים של אנרגיה מתחדשת, לא יעלה על שיעור של 25% משווי נכסי השותפות.

### שותפויות מחקר ופיתוח -

החל משנת 2019, נוספה לראשונה האפשרות לרשום למסחר שותפויות שתחום העיסוק שלהן הוא מחקר ופיתוח. מאז נוספו לבורסה 13 שותפויות. פעילות מחקר ופיתוח, כוללת באופן מובנה (אינהרנטי) סיכונים גבוהים לכישלון ולאובדן כספי ההשקעה וזאת לצד סיכוי קטן יחסית להצלחה ולקבלת תשואה משמעותית. לכן מרבית הסיכון לאובדן הערך להשקעה מונח על כתפיהם של המשקיעים מהציבור במקרה של כישלון השותפות.

בעקבות חשש זה, במסגרת מתן ההיתרים לאותן שותפויות מו"פ, הרשות דרשה גילויים ממוקדים אודות מאפייניו הייחודיים של המכשיר, על מנת שתתאפשר יכולת השוואה בין השותפויות השונות.

הרשות דורשת לכלול בתשקיף:

- גילוי נרחב אודות היזם/יזמית, מתוך הבנה שחלק ניכר מההצלחה הפוטנציאלית של השותפות נובע מהזהות של היזם ומהיכולת שלו לנהל את השותפות.
- גילוי ממוקד על חברות המטרה, הפעילות שלהן, נתונים כספיים וקצב שריפת המזומנים.
- גילוי ממוקד על התגמולים שישולמו לשותף הכללי על גבי הכריכה של התשקיף.

עוד יצוין כי בכדי לשקף לציבור המשקיעים את היתרונות והחסרונות הגלומים בהשקעה מסוג זה, פורסם מסמך דגשים המתאר את המאפיינים הייחודיים והסיכונים הכרוכים בהשקעה בשותפות מו"פ.

בנוסף, הרשות הובילה בשיתוף עם הבורסה לניירות ערך, תיקון לתקנון שבמסגרתו נקבעו תנאים נוספים לצורך רישום למסחר של שותפות מו"פ. מטרת התיקון לנסות להתמודד עם הקשיים שתוארו ולקרר בין האינטרסים של ציבור המשקיעים לבין האינטרסים של היזמים, מתוך מטרה להגביר את המחויבות של היזמים לשותפות.

נושא נוסף שהרשות שמה עליו דגש בכל הנוגע לשותפויות מחקר ופיתוח הינו מנגנוני תשלום דמי היוזמה לשותף הכללי:

בהקשר זה נשאלה השאלה, האם בהכרח, בכל מנגנון תגמול שנגזר מהכנסות, רווחים או נכסים של שותפות המו"פ מצדיק את ההחרגה מחובת האישור התקופתי, זו שנועדה להגן על מחזיקי יחידות ההשתתפות?

לעמדת הרשות, קביעת מנגנון שייקח בחשבון את כל תוצאות השותפות בנקודת זמן מוגדרת, היינו, גם תוצאות חברות מטרה רווחיות וגם אלו שהן הפסדיות תוך התחשבות בהכנסה מהן וגם בהוצאות מהן, כולל שערך השקעות כלפי מעלה וגם כלפי מטה, משקף נכון יותר את התכלית של דמי היוזמה ומקרב את האינטרסים בין בעלי השליטה לבין המשקיעים מהציבור.

לסיכום, שותפות נסחרת הייתה ותמשיך להיות חריג מצומצם לאפשרות להיסחר בבורסה. רק פעילויות בעלות מאפיינים ספציפיים יאפשרו את התקיימות החריג האמור מתוך הבנה שללא מבנה זה, לא היינו רואים את אותן פעילויות מגיעות לבורסה.

### 3. משקטים רעשי רקע - חידוד כללי התנהגות בהנפקות

במסגרת הרצאה נסקרו מספר עקרונות כלהלן:

- **התשקיף** - התשקיף הינו המסמך המרכזי שעליו צריכה להתבסס ההנפקה ועל בסיסו מתקבלות החלטות ההשקעה.
- **משקיעים מוסדיים** - המשקיעים המוסדיים הם משקיעים שחוק ניירות ערך בא להגן עליהם כשהם משתתפים בהנפקות שמבוצעות לציבור. הכלים שהחוק נותן, משרתים גם את האינטרסים של הגופים המוסדיים ועל אחת כמה וכמה כשהם משתתפים בהצעה לציבור ותוצאות ההנפקה משליכות באופן ישיר ומיידי על ציבור המשקיעים.
- **"הצעה לא אחידה"** - הצעה לא אחידה הינה הצעה לציבור אשר במסגרתה, בשונה מהצעה פרטית בה גופים מוסדיים מקבלים ני"ע שאינם רשומים למסחר, בהצעה לציבור בשיטה זו, ניירות הערך נרשמים למסחר ובאופן מיידי מגיעים לידי הציבור כלומר גם הוא מושפע באופן מיידי מתוצאות ההנפקה.
- הרשות מציינת כי בנסיבות שבהן ההנפקה נסגרת לפני פרסום התשקיף, לחברות יש יכולת לקבל הזמנות למלוא הכמות המונפקת עוד בטרם פרסום התשקיף. במילים אחרות, המסמך המרכזי עליו נשענים הוא לרוב טיוטת התשקיף. בדרך זו מובטח כי גם הגופים המוסדיים מקבלים החלטות השקעה על בסיס מידע מגובש ומלא תוך שיש להם מספיק זמן לנתח את המידע ולקבל החלטות לפי מידע זה.
- **אופן ההצעה לציבור** - הצעה לציבור נעשית רק באמצעות טיוטת תשקיף או תשקיף שמפורסם לציבור, לא באמצעי תקשורת ולא באמצעות הרשות החברתיות. לעמדת הרשות, מרגע שחברה החליטה שהיא יוצאת להנפקה, ובוודאי כשהיא כבר בתהליך לקבלת היתר מול הרשות, החברה, החתמים והמפיצים מנועים מלהפיץ מידע על ההנפקה ועל שווי החברה בכל דרך שהיא לא באמצעות טיוטת תשקיף או תשקיף. בשים לב לאמור, כל עוד לא פורסמה טיוטת תשקיף אין מקום לראיונות של מנכ"ל החברה, של בעל השליטה ושל החתמים לגבי כוונות החברה להנפיק לפי שווי מסוים או לשתף את הציבור בתחזיות לגבי הכנסות החברה או לגבי הצפי להשלמת המוצר.
- **מצגות** - המצגות הן כלי נהדר להנגשה של המידע הכלול בתשקיף לשם התמקדות בנושאים הרלוונטיים ביותר לשיווק ההנפקה. לפיכך, נכון ואפשרי לעשות שימוש בכלי זה, אך לדברי הרשות אין לנצל פלטפורמה זו כדי להציג תמונה שונה מזו שעשויה לעלות מהתשקיף. ולכן, יש לדאוג לעשות זאת בצורה מאוזנת שמציגה תמונה מלאה. כנגזרת של האמור, הרשות פונה לדירקטורים ומבקשת ומחדדת כי עליהם לראות ולאשר לא רק את התשקיף אלא גם את המצגת שהוכנה היות והיא חלק ממסמכי ההנפקה.
- **אחריות החתמים על המידע הכלול בתשקיף** - שיטת הגשת התשקיף במתכונת של "הצעה לא אחידה" הביאה להימצאותם של חתמים כמעט בכל ההנפקות. בשל כך, ניתן להבחין בגידול בכמות החתמים שחתומים על התשקיף.

החתם הוא אחד הגורמים המרכזיים בשוק ההנפקות ומוטלת עליו אחריות למידע שכלול בתשקיף ולשיווק ההנפקה שהוא מלווה. אחריות החתם לא נובעת רק מעצם החתימה על התשקיף, אלא היא נובעת מתפקידו בהנפקה ובשוק ההון. החתמים הם אלה שעוזרים לחברות ולמשקיעים לסכם

ביניהם על תנאי ההנפקה, הם השחקנים החוזרים בשוק והשוק חייב לסמוך עליהם כדי להמשיך ולהתקיים.

חתם שחותם על התשקיף מהווה את הגורם החיצוני היחידי שנושא באחריות פלילית, מנהלית ואזרחית לכל המידע שכלול בתשקיף. ההנחה היא שכדי לצמצם את החשיפה לפרט מטעה בתשקיף, החתם מבצע בדיקות נאותות מקיפות במידה מספקת. החוק דורש שהחתם יחתום על התשקיף או על ההודעה המשלימה ובזאת הוא נושא באחריות מלאה על כל המידע הכלול בתשקיף. לצד זאת, ברור כי המועד שבו החתם נדרש לסיים את בדיקות הנאותות הינו מועד פרסום התשקיף ולא מועד פרסום ההודעה המשלימה משום שהודעה זו מוסיפה מידע על ההצעה עצמה ולא על החברה המנפיקה.

הרשות מחדדת כי התשקיף שמגיע לידיה לצורך קבלת היתר, נדרש להיות **לאחר** בדיקות הנאותות של החתמים, כלומר לאחר שהם ביצעו בחינה שהתשקיף אינו כולל פרט מטעה.

לסיכום, לעמדת הרשות ניתן יהיה להבטיח את אמון הציבור בשוק ובשחקנים שמניעים אותו, באמצעות שמירה על שלושה כללים: שוויוניות, גילוי נאות והוגנות.

#### 4. מאמינים בנאמנים - תפקידי הנאמן לאגרות החוב

שומרי סף אקטיביים, ערניים ופעילים הם גורם קריטי לתקינות ולאמינות של שוק ההון הישראלי. כשחברה מגייסת חוב מהציבור, נכנס שומר סף משמעותי נוסף שמטרתו להגן בצורה ממוקדת על המשקיעים. שומר סף זה הינו הנאמן לאגרות החוב.

הנאמן מלווה את ההנפקה כבר מתחילתה, בשלב גיבוש ההסכמות וניסוח שטר הנאמנות, לאחר מכן בתקופת חיי האג"ח כמו גם בנסיבות בהן חברה נכנסת לחדלות פירעון.

חוק ניירות ערך קובע ביחס לנאמן שורה של חובות מהותיות העוסקות באופן לפיו הוא נדרש לפעול בהגנה על מחזיקי אגרות החוב. עוד מתווה חוק ניירות ערך **עקרון על** אשר לפיו הנאמן ישמור ויודא שהחברה מקיימת את אשר התחייבה בשטר הנאמנות וכן את הפעולות שעליו לנקוט כאשר החברה אינה מקיימת את חובותיה.

להלן פירוט חובות נוספות שחלות על הנאמן (אין המדובר ברשימה סגורה):

- כאשר החברה אינה מקיימת את אשר התחייבה לו, על הנאמן להרים את הדגלים בזמן אמת.
- על הנאמן לאשר את הבטוחות, לוודא שהחברה עומדת באמות המידה הפיננסיות וכן לוודא שהחברה מחשבת את אמות המידה הפיננסיות באופן ההולם את הפרשנות של שטר הנאמנות.
- על הנאמן לוודא שהחברה אינה מאשרת עסקאות/פעולות אחרות מבלי לקבל מראש את אישור המחזיקים באגרות החוב במידה וכך נקבע בשטר הנאמנות.
- אם למחזיקים באגרות החוב קמה עילה לפירעון מיידי או זכות לתוספת ריבית, על הנאמן לזהות זאת בזמן אמת ולהציף אותה בפני המחזיקים ובמקרים הרלוונטיים על הנאמן אף לנקוט בפעולות נוספות למניעת ההפרה או להבטחת קיום התחייבויות החברה.

כך לדוגמה, בנסיבות מקרה שהגיע לרשות, הופרה אמת מידה פיננסית כך שבעלי אגרות החוב היו זכאים לתוספת ריבית. למרות האמור, החברה, ביצעה על דעת עצמה התאמה לאופן חישוב אמת המידה הפיננסית באופן אשר הינו בניגוד לנוסח שטר הנאמנות. החברה לא הסתירה את הפעולה שביצעה, ונתנה לכך גילוי בדוח השנתי במסגרת "הגילוי הייעודי למחזיקי אגרות החוב".

הרשות פנתה לנאמן בנושא האמור והנאמן שכר יועצים שיבחנו את פרשנות החברה ואף הוא הגיע למסקנה שהחברה פעלה שלא כדין. בעקבות האמור, הנאמן דרש את תוספת הריבית שהגיעה לבעלי אגרות החוב עקב ההפרה והחברה פיצתה את מחזיקי אגרות החוב.

לעמדת הרשות, הנאמן לא היה ער לפרשנות בזמן אמת והוא לא בחן אותה לפני שהחברה נקטה בה. לפיכך, הרשות מחדדת שכאשר החברות נוקטות בפרשנות מסוימת להוראות שטר הנאמנות, עליהן להביא זאת לידיעת הנאמן בזמן אמת ולקבל את עמדתו בנושא. זאת ועוד על החברות לכלול גילוי לפרשנות ולהתייחס לעמדת הנאמן במסגרת הדוחות התקופתיים.

מצופה מנאמן כשומר סף לבנות נהלים פנימיים שיאפשרו לו לזהות מקרים רלוונטיים מבעוד מועד ובזמן אמת. כמו כן, עוד בשלב הניסוח של שטר הנאמנות, הנאמן נדרש לקבל מידע מספק ומתאים מהחברה באופן שיאפשר לו לבצע **בקרה עצמאית** על אופן החישוב של אמות המידה הפיננסיות.

במקרה נוסף שהגיע לרשות, החברה פנתה לנאמן וביקשה לשנות את הפרשנות שנקטה בה עד לאותו מועד בנוגע לאופן חישוב אמת המידה הפיננסית.

לעמדת הרשות בנסיבות כאמור:

- מומלץ לחברות לקחת במסגרת לוחות הזמנים כי שינוי הפרשנות עשוי לארוך יותר ממספר ימים ולכן יש לפנות לנאמן מספיק זמן מבעוד מועד, על מנת שיוכל לגבש את עמדתו בצורה מקצועית ושקולה.
  - הנאמן אינו גורם בלתי תלוי בין הצדדים לשטר הנאמנות - בין המחזיקים לבין החברה. לעמדת הרשות, כאשר מונחות בפני הנאמן שתי פרשנויות סבירות קרי פרשנות אחת שעדיפה לחברה לפיה לא מתקיימת הפרה של שטר הנאמנות ופרשנות אחרת העשויה להיות עדיפה למחזיקים לפיה כן מתקיימת הפרה, אזי, מצופה מהנאמן לגבש עמדה עצמאית בלתי תלויה, לבחון מהי **הפרשנות הנכונה והטובה ביותר למחזיקים** ולא להסתפק באמירה ששתי העמדות סבירות. כמו כן מצופה מהנאמן שלא יוותר בקלות על פרשנות שעומדת לזכות המחזיקים.
  - תפקיד אמת המידה הפיננסית הינו לשים נורות אזהרה שהפרה או אף **התקרבות להפרה** יאותנו למחזיקים שמשוהו אינו מתנהל כשורה.
  - קיימת חשיבות למעורבות הנאמן כבר במועד ניסוח שטר הנאמנות לצורך יצירת וודאות בנוגע לכלל התנאים בשטר הנאמנות ובפרט לאמות המידה הפיננסיות. נדרש כי תתקיים לנאמן עמדה ברורה לפרשנות השטר ובייחוד בכל הנוגע לאופן חישוב אמות המידה הפיננסיות.
- לסיכום, הרשות מאמינה בתפקיד הנאמן ובחשיבותו בהגנה על מחזיקי אגרות החוב. לשם כך, לאחרונה, הרשות העלתה מדרגה בפיקוח שהיא מקיימת על תפקוד הנאמנים. הרשות עשויה לפנות לנאמנים בדיעבד ולשאול לעמדתם במקרים שונים ובבקשה לקבל פירוט כיצד פעלו לאור הפרה כזו או אחרת של החברה המנפיקה את אגרות החוב. במקרים מסויימים הרשות אף עשויה לדרוש את פרסום עמדתו הכתובה של הנאמן למחזיקי אגרות החוב.

## 5. (מ)גלים בהנפקות - גילוי ענפי מתחדש

שנת 2021 תיזכר כשנת שיא במספר התשקיפים שהוגשו ובמספר ההנפקות שהושלמו.

הרשות נותנת **היתר לתשקיף** לאחר שהניחה את דעתה באשר לקיום הוראות הדין בתשקיף. תהליך בדיקת התשקיף מתחיל בראש ובראשונה, בניסיון להבין מה הוביל את החברה דווקא בעיתוי הנוכחי, להגיע לשוק ההון. האם אלו תנאי השוק, בשלות עסקית, האם זהו הצורך במקורות מימון כדי להמשיך את הפיתוח העסקי של החברה או שאולי זה העיתוי הנכון מבחינת החברה להשיג את השווי המקסימלי בהנפקה בעת הזו.

בנוסף, הרשות שמה דגש על פישוט המידע בתשקיף, בייחוד בהתייחס למידע המובא במסגרת פרק **תיאור עסקי התאגיד**. בשנים האחרונות, הרשות גיבשה מתכונות גילוי במספר ענפים כדי להפוך את פרק תיאור עסקי התאגיד מפרק גנרי לפרק שנגיש וקריא יותר למשקיעים. דוגמה לכך ניתן לראות בהתייחסות הרשות לעידוד השימוש המוגבר בגילוי הטבלאי שמרכז בתוכו גם מידע כמותי וגם מידע איכותי וכן לשימוש במונחים ובמדדים תפעוליים מקובלים.

הגילוי הענפי מחד מספק למשקיעים מידע מובנה ומותאם לתחום הפעילות ובאמצעותו ניתן לערוך השוואה בין החברות, להבין את היתרונות והחסרונות של כל אחת מהחברות באותו סקטור, מאידך מקנה לתאגידים מסגרת דיווח ברורה וכן וודאות רבה יותר לגבי הגילוי שמצופה מהם.

לאור גל ההנפקות, הרשות מקדמת בימים אלה את הגילוי הענפי הנדרש לכל אחד מהסקטורים הבאים: חברות טכנולוגיה, חברות הפועלות בתחום האנרגיה המתחדשת ולחברות שמשקיעות בנכסים פיננסיים.

## גילוי ענפי בחברות טכנולוגיה

ענף הטכנולוגיה הוא סקטור רחב אשר מאגד במסגרתו חברות שונות עם פעילויות שונות ומגוונות. ע"י אפיון נכון של החברות הרשות תוכל לדרוש את הגילוי המתבקש. כך לדוגמה ניתן להבחין בין חברות המצויות בשלב ההתחלתי כאשר יש להן רק רעיון כלשהו (להלן - "חברות הרעיון") לבין חברות אחרות שיש להן מוצר מבוסס כגון תוכנה או הסכם שירות והכנסות (להלן - "חברות המוצר או השירות").

בחברות הרעיון, מרכז הכובד של הגילוי צריך להיות בשלב הפיתוח הטכנולוגי, פירוט אבני הדרך עד לשלב פיתוח המוצר, מהו המועד שבו צפוי להשלים את המוצר ולהתחיל את השלב הטכנולוגי ואת שלב המכירות וכן מה פוטנציאל השוק הרלוונטי של המוצר. בנוסף, הגילוי צריך לענות על השאלה מהו היתרון הטכנולוגי של החברה ביחס למתחרים שלה, מהי החדשנות שהיא מפתחת ואיזה פתרון המוצר שלה מספק. דגשים נוספים צריכים להינתן בהקשר לסיכונים המרכזיים אליהם חשופה החברה וכן מהם מקורות המימון והמצב הפיננסי של החברה.

לעומת זאת, בחברות המוצר או השירות, נוסף לתיאור ברור של המוצר ושל המודל העסקי הדגש צריך להיות גם על לקוחות החברה, תיאור הסביבה הכלכלית, המתחרים של החברה, פוטנציאל הגידול שלה והחדירה שלה לשוק, שיתופי פעולה אסטרטגיים, ספקי החברה, צבר ההזמנות שלה וכן יכולת הייצור. גילוי נוסף חשוב הינו הקניין הרוחני של החברה, פטנטים, סימני מסחר, הרישיונות ויכולת ההגנה עליהם.

קיימת חשיבות לתת גילוי ברור לגבי סבבי גיוס קודמים - באילו מחירים ובאילו מועדים התבצעו סבבי גיוס קודמים, וכן מה השווי שנגזר לחברה במסגרתם. **כאשר קיים פער משמעותי שעולה על 10% אחוזים בין השווי הנגזר מסבבי הגיוס הקודמים לבין השווי לפיו החברה מתכוונת להנפיק אזי החברות נדרשות להבליט עניין זה על גבי כריכת התשקיף.**

### גילוי ענפי בתחום האנרגיה המתחדשת

תחום זה הינו חדש יחסית בשוק ההון הישראלי והוא נמצא במגמת צמיחה. תחום זה, בישראל, כולל בתוכו מאפיינים ייחודיים ביחס למקובל בעולם. חברות שפועלות גם בישראל וגם בחו"ל עוסקות גם בהיבטים של ייזום פרויקטים, כלומר הקמה ופיתוח של מערכת האנרגיה וכן תפעול של מערכת האנרגיה לאחר סיום הקמתה ומכירה של התפוקות המופקות ממנה. היות והתחום הפך למהותי וקיימת חוסר אחידות בין המדווחים השונים, הרשות הגיעה למסקנה שנדרשת הסדרה של הגילוי גם בתחום זה.

עיקר ההסדרה צפויה להתייחס לשרשרת שלבי הפעילות השונים, החל משלב הייזום הרישוי והפיתוח, לאחר מכן שלב ההקמה ועד לשלב התפעול.

במסגרת כל שלב יידרש המידע הפיננסי שרלוונטי לגביו כגון ההכנסות הצפויות, ה-EBITDA, ה-FFO, עלות ההקמה צפויה, הון שהושקע ועוד. במילים אחרות, המטרה הינה להסדיר את הגילוי הרלוונטי שישקף למשקיעים את הסיכונים השונים ביחס לכל אחד מהשלבים בהם מצוי התאגיד ואת רמת הוודאות הנדרשת ביחס לכל שלב.

### חברות נכסים פיננסיים

נושא אחרון שהועלה היה סוגיות ופניות של חברות לרשות בקשר לקרנות הון סיכון (חברות נכסים פיננסיים).

מספר שאלות שהועלו בהקשר זה -

- מהו הגילוי הנדרש ביחס לחברות המטרה וכיצד קובעים מהי השקעה בחברת מטרה מהותית?
- כיצד מתגברים על קשיים בהשגת מידע אודות חברות המטרה, במיוחד במצבים בהם יש לתאגיד אחזקות הון בשיעורים נמוכים והיעדר ייצוג בדירקטוריון של חברות המטרה?

לאחר מתן מענה לשאלות אלו, הרשות מחדדת כי יש לבחון את היקף הגילוי הענפי לחברות נכסים פיננסיים, וההיקף ייגזר בהתאם למידת המהותיות של הפעילות המוחזקת לתאגיד.

לסיכום, גילוי ענפי מובנה ומוסדר נועד לספק למשקיעים כלים טובים יותר לניתוח הפעילות, להבנת הסיכונים וכן לתמחור שווי החברות תוך שימת דגש על תאגידי הפועלים בסביבת סיכון כמו בענפים שצוינו לעיל.

## 6. יוצאים משליטה - מגמת הגידול בחברות ללא שליטה

הרשות מציינת כי היא רואה מגמת גידול בחברות ללא גרעין שליטה וכי עולות מכך סוגיות מאתגרות ומורכבות לא פחות ממה שהוכר בעבר.

בחברות כאמור קיימים שני נושאים מרכזיים שמעניינים את הרשות, הנושא הראשון - נושא הדירקטוריון והנושא השני - כל מה שקשור למעורבות של בעלי מניות קטנים מהציבור ובעיקר מצידם של הגופים המוסדיים.

**הרשות ציינה כי בימים אלה סגל הרשות פועל יחד עם משרד המשפטים לקדם תיקון חקיקה שיוויד את רף השליטה הקבוע בחוק החברות מ-50% ל-25%. כך, כל מי שמחזיק בשיעור החזקה הגבוה מ-25% מאמצעי השליטה בתאגיד יוגדר כחזקה כבעל שליטה. המהלך זה נועד ליצור וודאות רגולטורית בעיקר בגלל המורכבויות העולות מחברות ללא גרעין בשליטה.**

נושא ראשון - דירקטוריון

דירקטוריון בחברה ללא גרעין שליטה הינו יותר עצמאי, חזק וחופשי לקבל החלטות, היות ואין בעל שליטה שיתווה אחרת. הכוח הזה מחייב את הרשות לוודא שמי שיושב בדירקטוריון הוא אכן מקצועי במידה מספקת, איכותי וכשיר על מנת להוביל דירקטוריון של חברה ציבורית.

במסגרת אותו תיקון חקיקה שפורט לעיל, הרשות מתכננת להסדיר כחובה שאופן המינוי של הדירקטוריון בחברות ללא גרעין שליטה יהיה באמצעות **ועדות מינויים בלתי תלויות** כפי שנהוג במדינות רבות בעולם.

על רקע נושא זה הרשות פרסמה השנה את עמדת סגל 101-25: הגילוי הנדרש במסגרת דוח זימון אסיפה שעל סדר יומה מינוי דירקטורים, שבמסגרתה הועלתה קריאה לחברות ובפרט לחברות ללא גרעין שליטה, לשים דגש על כל מה שקשור להליכי המינוי והגילוי שניתן למועמדים בדוחות זימון אסיפה. לקישור לעמדת הסגל [לחצו כאן](#).

לעמדת הרשות, ההליך אשר נכון שיתבצע בחברות ללא גרעין שליטה הוא שהדירקטורים יעמדו מחדש בכל שנה לבחירה על מנת שיהיה פיקוח נאות יותר מצידם של בעלי המניות.

נושא שני - מעורבות בעלי מניות קטנים מהציבור ובעיקר של הגופים המוסדיים

בחברות ללא גרעין שליטה, יש יותר מקום להשפעה של בעלי המניות לפיכך הרשות מעודדת מעורבות של בעלי מניות קטנים מהציבור ובעיקר של הגופים המוסדיים. יחד עם זאת, נדרש צריך לדעת כיצד לנהל את הממשקים הללו בצורה מסודרת. כדי לייצר ממשק נוח, החברות בחו"ל נוהגות לפרסם מדיניות Engagement היות והסדרת אותו ממשק עם בעלי המניות תורם גם למשקיעים וגם לחברה. בישראל אין חובת פרסום מדיניות כזו וכמעט ואין חברות שבוחרות וולונטרית לפרסם מדיניות כאמור.

על רקע נושא זה פרסמה הרשות את עמדת סגל 101-24: הקשר ("Engagement") בין תאגיד מדווח לבין המשקיעים בניירות הערך שלו הקוראת לחברות לקיים ממשקים יעילים יותר עם בעלי המניות ולפרסם מדיניות Engagement. לקישור לעמדת הסגל [לחצו כאן](#).

לקישור באתר הרשות לניירות ערך להרצאות השונות שהועברו במסגרת הכנס [לחצו כאן](#).

בברכה,  
המחלקה המקצועית