

# כנס התאגידים השמיני של רשות ניירות ערך (2016)

מחלקה מקצועית - ינואר 2017

## רקע והקדמה

ביום 19 בדצמבר 2016, קיימה רשות ניירות ערך את כנס התאגידים השנתי, השמיני במספר (להלן - "**הרשות**" ו- "**הכנס**"), בהתאמה). כבכל שנה, פתח את הכנס יו"ר רשות ניירות ערך, פרופ' שמואל האוזר, בקריאה לכלל הרגולטורים להצטרף "להודנה רגולטורית", דהיינו חתירה ליצירתה של **וודאות רגולטורית** למספר שנים אשר מטרתה לאפשר לשוק ההון להתפתח. כתוצאה מהחתירה המתמשכת של הרשות בשנים האחרונות להעביר שורה של שינויים ומגמות דה-רגולציה בשוק ההון, ציין יו"ר הרשות כי עם סיומה של שנת 2016, לאחר שורה ארוכה של פעולות (ובהן לרבות פרסום מתווה הקלות לחברות מו"פ וכן הקלות לחברות IPO, המונפקות לראשונה בבורסה<sup>1</sup>) אנו מצויים **בעידן אחר** עם השלמתם של מהלכים אשר מכוונים לשים את הבורסה ואת שוק ההון במקום טוב יותר. עוד סקר יו"ר הרשות את המגמות לעתיד לבוא בטווח הקצר והארוך, בדגש על השלמת **השינוי המבני בבורסה**, המהווה צעד הכרחי וחשוב בכדי להביא ליצירתה של בורסה תחרותית ומודרנית היוצרת שיתופי פעולה עם בורסות וגופים אחרים בעולם<sup>2</sup>. לעמדת יו"ר הרשות, צעד זה יוגשם, בין היתר, באמצעות צירופם של ברוקרים חדשים - מהלך אשר צפוי להביא להגדלת התחרות וכפועל יוצא להורדה בהיקפי העמלות. כמו כן, צפוי כי יושלם המהלך בדבר רישום צולב (אשר נועד לאפשר למשקיע הישראלי להשקיע באמצעות הבורסה בישראל במניות של 50 החברות הגדולות ביותר במדד S&P 500 ובשווי חברה של לפחות 50 מיליארד דולר) וכן המתווה הצפוי של **יצירת מדרג רגולציה** בדמות ביטול הדוח הרבעוני לרבעון הראשון והשלישי לחברות ציבוריות קטנות שאינן תאגידים מדווחים (קרי, לא הנפיקו אגרות חוב). זאת ועוד, בין צעדי הרשות אשר נסקרו בקצרה, יצינו גם היבטים כגון יצירת בורסה משנית לחברות קטנות, יצירת הקלות בתחום האכיפה המנהלית, רפורמה בתחום תעודות הסל, התווית ה- PCAOB הישראלית וכן הרחבת הגמישות הפיננסית לגיוסי הון. המאפיין המשותף של הרפורמות שצוינו הוא רצון להביא **להגדלת התחרות** ולהורדה מתמשכת של עמלות.

בהמשך החלק הפותח של הכנס, נשא דברים עו"ד מוטי ימין, ראש מחלקת תאגידים ברשות שכותרתם - "**שוק ההון: הבעת אמון או הצבעת אי אמון?**". עו"ד ימין דיבר אף הוא על הצורך ביצירת איזון שיפתח את שוק ההון בישראל תוך שמירה על האינטרסים של המשקיעים ולפיכך סדר היום הרגולטורי של סגל הרשות מתרכז בנושאים הבאים: פיתוח שוק, הקלות ברגולציה, פיקוח שוטף, שקיפות נאותה וממשל תאגידי בחברות הציבוריות השונות כאשר בצעדי הרשות ניכרת מגמה לתת לשוק חופש פעולה רחב

<sup>1</sup> **פעולות נוספות** בהן נקטה הרשות במהלך שנת 2016 הינו, **בין היתר**, ייזום חוק מימון ההמונים לעניין מימון עסקים קטנים בבורסה באמצעות הבורסה (חקיקה שעברה לאחרונה בכנסת ואמורה להיכנס לתוקף כבר ברבעון הראשון של שנת 2017), תחילת פיקוח על זירות סוחר, השתת איסור על מסחר באופציות בינאריות, הקמת קרנות טכנולוגיה עילית להשקעות בחברות היי טק ישראליות העוסקות במחקר ופיתוח (כולל כאלה אשר אינן נסחרות בבורסה), קרנות ריט, השקת שירותים פיננסיים מקוונים, תחילת הפיקוח על חברות הדירוג, אישור על פעילותן של קרנות זרות ועוד. במרוצת השנים האחרונות פרסמה המחלקה המקצועית חוזרים מקצועיים בשלל היבטים אלה ואחרים. **לקישור לחוזרים המקצועיים בנושאים שונים (חשבונאות ורגולציה) לחצו כאן ו- כאן.**

<sup>2</sup> נושא זה הוזכר לראשונה באופן בולט בכנס התאגידים השביעי של רשות ניירות ערך (דצמבר 2015).

יותר<sup>3</sup>. בדבריו הדגיש עו"ד ימין את עצם קיום הדיאלוג המתמשך עם השוק וביסוס האמון הנדרש בשוק ההון ממשקיעים על מנת למנוע את האפקט לו אנו עדים בשנים האחרונות של חברות הנמחקות ממסחר בישראל. בהמשך לכך צוין כי סגל הרשות שקד בגיבושם של פתרונות מימון חוץ בורסאיים בשוק ההון הישראלי, כחלק מקיומה של מגמה עולמית בתחום כאשר שנת 2017 לדבריו צפויה להיות שנת מפנה בשוק ההון. בנוסף, הוצגה גישת הרשות בטיפול בתשקיפים ובדיווחים שוטפים (בדגש על קיומו של "מסלול מקוצר" בבדיקה לגבי תאגידים שהגישו תשקיפים בשנים עברו, זאת להבדיל מתשקיפי IPO וכן הפיקוח השוטף שמנהל סגל הרשות אודות מצבן ופעילותיהן של חברות באמצעות מודל ניהול סיכונים המבוסס אמצעים מיחשביים). בדומה לשנים קודמות, הציג עו"ד ימין את המבנה הארגוני של מחלקת תאגידים ובעלי התפקידים המרכזיים במסגרתה וחתם בדגשים השונים לפעילותה של המחלקה לשנת 2017<sup>4</sup>.

**במהלך הכנס**, נישאו הרצאות אורח של נשיא ומנכ"ל חברת טבע, ארז ויגודמן, אשר סקר מגמות מפתח עולמיות והתרחשויות עולמיות היוצרות את "עידן המהפכות" ושל מנכ"ל הבורסה הנכנס, איתי בן זאב, אשר פרש את משנתו לעניין הצעדים הנדרשים על מנת להביא את הבורסה לני"ע למקום בו היא אמורה להיות, תוך גיבוש חזון אסטרטגי המתמקד ביצירת מנגנוני צמיחה והשתלבות בשיתוף פעולה מלא עם הרשות לני"ע. עוד נשא דברים סגן שר האוצר, ח"כ יצחק כהן, אשר הציג את גישת משרדו לפיה משרד האוצר וממשלת ישראל לא יתמכו בתהליכי רגולציה אשר יסיטו השקעות משוק ההון הישראלי לעבר שווקים זרים.

הכנס **נחתם** בפאנל אשר עסק ביחסי הגומלין בין התקשורת לשוק ההון. בפאנל השתתפו אנשי תקשורת, מנכ"ל ויו"ר בחברות ציבוריות וכן דוברת הרשות לני"ע. ליבת הדיון בפאנל עסקה במידת קיומה של השפעה של כלי התקשורת בישראל על שוק ההון, לרבות תוך התייחסות לשאלה האם יש אכן גופי תקשורת בעלי אג'נדה עצמאית המושפעת ממעורבותם של אנשי עסקים בגופי תקשורת.

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

- **במסגרת המושב החשבונאי: היבטים באכיפה החשבונאית** - הנושאים שנדונו כללו, בין היתר, היבטים אודות הקלות בדיווח ופיתוח שוק; מדרג רגולציה ונע"מים (ניירות ערך מסחריים), סוגיות שנבחנו ע"י היחידה המקצועית החשבונאית ברשות, עבודת רואה החשבון המבקר - היבטי אכיפה, סוגיות בהערכות שווי, שיפור וקיצור הדוחות, עסק חי וביקורת בתאגידים.
- **במסגרת המושב המשפטי: גילוי, דיווח וממשל תאגידי** - הנושאים שנדונו בתחום זה כללו, בין היתר, היבטים אודות שיקולי אכיפה של הרשות, שליטה ועסקאות בעלי שליטה, שכר בכירים - השקפת עמדות הרשות, חידושים בהליכי גיוס מהציבור, מיזמי השקעה לא מפוקחים, הסדרים, פעילות נאמנים ומה שביניהם, תחילת הפיקוח על חברות הדירוג ועוד.

<sup>3</sup> לראייה נסקרו נתונים אמפיריים לפיהם בגין פניות מקדמיות שהועברו לבחינת סגל הרשות בשנים 2015-2016, ב- 78% בפניות המקדמיות המשפטיות וב- 76% בפניות המקדמיות החשבונאיות **לא מצא** סגל הרשות לנכון להתערב בשיקול הדעת שקיבל ביטוי בעמדות שהוצגו בפניו.

<sup>4</sup> ובכלל זאת, בחינת היישום העתידי של IFRS 15 (הכנסות מחוזים עם לקוחות) וההיערכות ליישום תקני דיווח כספי בינלאומיים IFRS 9 (מכשירים פיננסיים) ו- IFRS 16 (חכירות), בחינת שווי הוגן בעסקאות רכישה במחיר הזדמנותי וכן בגין קביעת שווי הוגן של נכסי נדל"ן בגרמניה, בחינת עסקאות להכנסת פעילות, עסקאות בעלי שליטה חריגות, קיומם של הסכמי שכר חריגים וכן היבטים הנוגעים לנזילות ולמצבם הפיננסי של תאגידים (דהיינו, האם קיים המידע המאפשר למשקיעים להבין את מצב החברה).

## סקירת עיקרי הנושאים המרכזיים אשר נדונו במסגרת המושב החשבונאי

מושב זה נפתח ע"י החשבונאי הראשי של רשות ני"ע, רו"ח יהודה אלגריסי, בסימן עשור לאימוץ ה-IFRS בארץ, כולל הצגת נתונים אמפיריים הנוגעים למספר המדינות ברחבי העולם אשר במסגרתן מיושם ה-IFRS וכן הצגת תובנות עיקריות מהיישום בישראל, כפי שהתרשם סגל הרשות מעיסוקו השוטף בסוגיות חשבונאיות של ישויות מדווחות במרוצת השנים שחלפו<sup>5</sup>. כחלק מהמגמות שנבחנו בעניין צוין כי לדעת הרשות יישום ה-IFRS בארץ הינו ברמה טובה וכי על פי רוב, קיים דמיון בין ההיבטים והסוגיות הנדונים בישראל ע"י הרשות ביישום התקינה הבינלאומית בחשבונאות לבין אלו הנדונים בקרב מדינות באיחוד האירופי. רו"ח אלגריסי ציין כי האתגר המרכזי כיום הניצב בפני החברות המיישמות IFRS, הינו זה הכרוך בהתמודדות עם היישום לראשונה של תקני הדיווח הכספי הבינלאומיים החדשים, IFRS 15, הכנסות מחוזים עם לקוחות ו-IFRS 9, מכשירים פיננסיים (מנדטורית, החל מיום 1 בינואר 2018) וכן IFRS 16, חכירות (מנדטורית, החל מיום 1 בינואר 2019). הדגש שניתן הוא לעניין הזהירות המתבקשת באימוץ התקנים הללו (מנדטורית או ביישום מוקדם) בעיקר בשל היעדר מימד של ניסיון ביישוםם בארץ ובעולם והחשש שהיישום יהא **שגוי** (ראה גם להלן).

### 1. מדרג רגולציה והקלות בדיווח לחברות קטנות

השלמת תהליך החקיקה וגיבוש מתווה ההקלות הוצג גם בכנס התאגידיים בשנה שעברה. בחודש מאי 2016 פורסם על ידי הרשות **מתווה סופי** של הצעת חקיקה למדרג רגולציה בנושא כפי שזה אושר על ידי מליאת הרשות והוא ממתין לאישורה של הכנסת.

- ראשית, הוצגו נתונים אודות **התפלגות** תאגידיים גדולים וקטנים בבורסה והשינויים בהתפלגות זו על פני שלוש השנים האחרונות (בין היתר צוינו גורמים כגון מחיקה מהבורסה, מעבר מתאגיד קטן לתאגיד גדול וכיו"ב).
- לעמדת הרשות ראוי ליצור איזון מסוים בין המסחר בשוק ההון לבין נטל הרגולציה וזאת בדמות רגולציה המותאמת **לגודל** החברה באופן לפיו:
  - תבוטל הדרישה בדבר פרסום דוחות רבעון ראשון ורבעון שלישי לתאגידיים קטנים שהן חברות ציבוריות **שאינן** חברות אג"ח (היינו, ביטול מלא, לרבות ללא דרישה לפרסום Press Release)<sup>6</sup>. מטרת צעד זה הינה להביא בתאגידיים אלה להפחתת רגולציה באופן אשר יאפשר העברת משאבים קיימים לניהול העסק באופן השוטף.
  - יצירת רשימות דיווח נפרדות ברמת הסימול בלבד (לא תהיינה בפועל רשימות **מסחר** נפרדות).
  - מנגנון אימוץ ההקלות לא ידרוש אישור של דירקטוריון ואסיפה כללית (לא נדרש אישור החלטה בעניין).
- המתווה הנ"ל יביא ליצירת הבחנה בין החברות הנסחרות בבורסה לכדי שלושה סוגי תאגידיים נסחרים: חברות גדולות, חברות קטנות עם אג"ח (אשר תמשכנה לדווח ע"ב רבעוני) וחברות קטנות עם מניות בלבד (ככל ותבחרנה לאמץ את ההקלות, עם מתכונת דיווח חצי שנתי ושנתית בלבד).

**לחזור מקצועי שפרסמה המחלקה המקצועית הכולל סקירה תמציתית של נוסח המתווה הסופי שפורסם על ידי סגל הרשות לחץ/י כאן.**

<sup>5</sup> בין הנושאים אשר בהם עסק סגל הרשות השנים האחרונות ניתן למנות את הבאים: צירופי עסקים, ירידת ערך והערכות שווי, הכרה בהכנסה, מכשירים פיננסיים, מיסים, דיווח מגזרי והטבות לעובדים.

<sup>6</sup> במסגרת בדיקה שבוצעה נכון לחודש דצמבר 2016 נמצא **ששליש** מהחברות הרשומות למסחר בבורסה (179 חברות במספר) הן חברות אשר הנפיקו לציבור מניות בלבד ואשר ההקלה רלוונטית בגינן.

## 2. היערכות ליישום IFRS 15 וסוגיות חשבונאיות נוספות אחרות

### • הנושא המרכזי: יישום IFRS 15 בארץ -

- הוזכר שהמדובר בתקן חדש שעשוי להביא לשינוי דרמטי בהיבטים הנוגעים להכרה בהכנסה. בהקשר זה, עולות על הפרק שאלת יישום מוקדם וכיצד יש להיערך ליישום מוקדם ויישום במועד התחילה המנדטורי, כאחד.
- התקן אמור לכאורה לכלול כללים "טובים" יותר. יחד עם זאת, ניכר שהתקן מתאפיין במורכבות וחדשנות וקיים בגינו היעדר ניסיון.
- התפיסה העקרונית של הרשות הינה שניתן ליישם את התקן מוקדם, אולם גלומה בכך שאלה מעשית מורכבת של הבנת, לימוד, מיפוי התקן והשלכות הנובעות ממנו (הליך הכולל, בין היתר, בחינת השפעות התקן על מדיניות ההכרה בהכנסה הנוכחית של חברות, קבלת חוות דעת מקצועיות, השלכות על רכיבי הבקרה הפנימית, בחינה מעמיקה של סוגיות יישומיות מכוח קביעות התקן וכדומה).
- קיימות דרישות גילוי שונות מתוקף פרסום עמדת סגל חשבונאית 4-11 (דצמבר 2016) הכוללת התייחסות לגבי הגילויים הנדרשים בדוחותיהן של חברות שטרם אימצו את IFRS 15 וכן מתוקף הפנייה המקדמית של קבוצת חג'י ייזום נדל"ן בע"מ (מרץ 2016) בהתייחס לאותן חברות שאימצו את התקן ביישום מוקדם, אשר במסגרתה הותוו דרישות בדבר הכללת מידע מפורט בדוחות הדירקטוריון בנוסף לגילוי הנדרש בדוחות הכספיים<sup>7</sup>. למעשה, הרשות הצטרפה לגופים אחרים בעולם בפרסום עמדה זו לגבי היבטי גילוי מתחייבים הנוגעים לאימוץ התקן בכדי להבטיח שיישומו יהיה נאות.
- נסקרו עקרונות עמדת סגל חשבונאית 4-11 כנגזרת של חתכי הזמנים בהם עשויה החברה לאמץ את התקן עד למועד היישום המנדטורי (בדוח השנתי 2016; בדוח לרבעון השני לשנת 2017; בדוח השנתי 2017). כך, בדוחות 2016 מצופה כי ייתן מידע בדבר השינויים העיקריים שצפויים בגין מודל ההכרה בהכנסה (מדיניות, הקלות, חלופות יישום), לוחות הזמנים, השפעה כמותית (במידה וניתן לגבש אומדן סביר) וכן גילוי איכותי נוסף (היבטים הנוגעים לאמות מידה פיננסיות, עמידה במבחני חלוקה, מדיניות תגמול, התאמות בגין מערכות מידע וכיו"ב. בנקודה זו צוין גם כי עלויות היישום עשויות להוות היבט גילוי חשוב שיש לתת לו ביטוי כבר בגילוי שייכלל בדוח לשנת 2016<sup>8</sup>). ככל שהיישום קרב, כך מצופה שהיקף הגילויים יהיה רחב ומפורט יותר.
- בכל הנוגע לחברות אשר תאמצנה את התקן (בין אם ביישום מוקדם או מנדטורית), אזי הופנתה תשומת הלב לכך שגם כאשר חברה תאמץ את התקן ביישום גישת ההשפעה המצטברת, אזי יידרש לתחזק שתי מערכות דיווח (בהתאם למדיניות החשבונאית שקדמה למועד היישום המוקדם וזו החדשה), זאת לאור דרישת הגילוי להציג כל סכום בדוחות הכספיים אשר הושפע בתקופת הדיווח הנוכחית (קרי, תקופת היישום לראשונה) על ידי יישום IFRS 15 בהשוואה לתקינה הקודמת.
- זאת ועוד צוין בכנס כי היבטי הגילוי שפורסמו אודות היישום הצפוי של IFRS 15 עשויים להיות רלוונטיים גם להיבטי הגילוי שיש לכלול בדוחות הכספיים אודות היערכות ליישומם של התקנים IFRS 9 ו-IFRS 16.

לחזור מקצועי שפרסמה המחלקה המקצועית בנוגע לעמדת סגל חשבונאית מספר 4-11 לחצי כאן.

<sup>7</sup> המדובר בפנייה המקדמית שהגישה חברת קבוצת חג'י ייזום נדל"ן בע"מ לסגל הרשות אשר באמצעותה התאפשר לחברה ליישם את IFRS 15 ביישום מוקדם. כחלק מעיקרי עמדת סגל הרשות, נכללה, בין היתר, התייחסות אודות גילוי הנדרש בקשר עם אימוץ מוקדם של התקן, נוסף על דרישות הגילוי הנכללות בתקן חשבונאות בינלאומי 8, מדיניות חשבונאית, שינויים באומדנים חשבונאיים וטעויות (IAS 8) בקשר עם שינוי במדיניות חשבונאית וכן נוסף על דרישות הגילוי הספציפיות שנקבעו ב-IFRS 15 עצמו. לחזור מקצועי שפרסמה המחלקה המקצועית הכולל בהרחבה את עמדת סגל הרשות בסוגיות השונות שהוצגו בהנחיה המקדמית הנ"ל לחצי כאן.

<sup>8</sup> כמו כן, בדוחות לרבעון השני לשנת 2017 יידרש עדיין לשינוי שיינתן במסגרת דוחות 2016 (לרבות השלמת מידע כמותי ואיכותי) ובדוחות 2017 יידרש גילוי מלא בדבר השלכות יישום התקן (כולל השפעות על יתרת הפתיחה והסגירה של שנת 2017, ברמת הסעיפים בדוחות הכספיים) - כזה האמור להיות זהה בקירוב למידע שייכלל במועד היישום לראשונה בינואר 2018.

לנוסחים מוצעים בקשר להכללת המידע בדוחות הכספיים לשנת 2016 בדבר ההשפעות האפשריות של היישום לראשונה של IFRS 15 ראה במסגרת ביאור 2(זז)2 לדוחות הכספיים לדוגמה לשנת 2016 (עמודים 85-82), שפרסמה המחלקה המקצועית בתחילת חודש ינואר 2017 - לקישור [לחצו כאן](#).

### • סוגיות חשבונאיות נוספות שהוצגו:

גם במרוצת שנת 2016 עסק סגל הרשות בדיון בסוגיות חשבונאיות שונות. הובהר כי קיימת אפשרות לפנות לסגל הרשות אף סמוך לפני ביצוע עסקאות משמעותיות וחשובות וזאת בכדי **ליצור וודאות** לגבי עמדת הרשות בנוגע לביטוי החשבונאי אשר יהיה כרוך בהשלמת העסקה.

▪ הסוגיה הראשונה נגעה למדידת שווי הוגן של השקעה במניות חברה שלא היו רשומות למסחר (השקעה במכשיר פיננסי) בשל מגבלות משפטיות שנלוו אליהן. במקרה זה הגם שהיה לכאורה למניות מחיר ציטוט בשוק פעיל, קיומן של אותן מגבלות הצדיק **סטייה** ממחיר השוק (כלומר, מקביעת השווי ע"י מכפלה שבין כמות ניירות הערך המוחזקים לשווי בשוק,  $Q * P$ ) וביצוע התאמות שליליות לשווי לאור קיומן של מגבלות, כמצוין לעיל<sup>9</sup>.

▪ הסוגיה השנייה עסקה בבחינת קיומה של 'שליטה' כהגדרת מונח זה בתקן דיווח כספי בינלאומי 10, **דוחות כספיים מאוחדים (IFRS 10)** בהתחשב, בין השאר, בקיומן של זכויות בחברות המוחזקות המוקנות לבעלי מניות וכן שיעורי ההנאה הכלכלית המתקבלים מתשואות בהתחשב בקיומן של מנגנוני PROMOTE (מנגנוני חלוקת רווחים). הושם דגש על כך שהבחינה אודות קיומו של **כוח השפעה** על ישות מושקעת מצריך מגוון של שיקולים שיש להעריכם יחדיו. צוין כי יש ליישם את עקרונות היסוד של בחינה מהותית של הגדרת שליטה (היינו, בחינת קיומה של שליטה אפקטיבית), ולא בדרך של יישום דווקני<sup>10</sup>.

▪ סוגיה נוספת נסבה סביב ההתייחסות למבחן הרווח על בסיסו סוקר ה-CODM (מקבל ההחלטות התפעוליות הראשי) את המידע המגזרי בהתאם לתקן דיווח כספי בינלאומי 8, **מגזרי פעילות (IFRS 8)**. צוין כי יישום המבחן כאמור נדרש להיעשות בראיית ה-CODM וזאת גם אם אופן חישוב הרווח הינו שונה ממגזר למגזר.

▪ הסוגיה האחרונה שהועלתה דנה בעיתוי הכרה ברווח מסיחור אופציה/מכירת קרקע לקבוצות רכישה והקשר הקיים בין המחויבות של חברות למתן שירותים (בגינם מתקבלים דמי הסיחור כאמור) לאופן שחרור סכומים בידי הבנקים המממנים את הפרויקט<sup>11</sup>.

### 3. סוגיות בהערכות שווי

כידוע, נושא הערכות שווי הפך לחלק בלתי נפרד מהיבטים המקבלים ביטוי בדוחות כספיים של חברות ציבוריות ותאגידים מדווחים. לפיכך, הרשות מקדישה לנושא משקל רב ואת תשומת הלב הראויה. בחלק זה של המושב הוצגו הנושאים הבאים כדלקמן:

• **סוגיות עקרוניות שונות** (אשר ראו אור בפרסום של הרשות בגין חברות הזנק, מחדש אוגוסט 2016<sup>12</sup>):

▪ מהו המשקל של **מזכר הבנות** בקביעת השווי ההוגן? סגל הרשות אינו רואה בקיומו של מזכר הבנות כמספיק לצורך קביעת שווי הוגן ועל כן יש צורך בתחשיב נוסף. צוין בהקשר

<sup>9</sup> להרחבה ראה החלטת אכיפה חשבונאית 3-17 בדבר מדידת שווי הוגן של השקעה במכשיר פיננסי שאינו רשום למסחר בבורסה בשל מגבלה על רישומו, אשר פורסמה ע"י סגל הרשות בחודש ינואר 2017. לקישור להחלטת האכיפה כפי שפורסמה באתר הרשות [לחצו כאן](#).

<sup>10</sup> היבט זה נבחן כחלק מהמובא במסגרת החלטת אכיפה חשבונאית 6-17 בדבר בחינת קיומה של שליטה בחברות מוחזקות אשר פרסם סגל הרשות בחודש ינואר 2017. לקישור להחלטת האכיפה כאמור כפי שפורסמה באתר הרשות [לחצו כאן](#).

<sup>11</sup> להרחבה ראה תשובת סגל רשות ניירות ערך בתגובה להנחיה מקדמית שהוגשה לרשות ע"י חברת קבוצת חגיגי ייזום נדל"ן בע"מ (כמוזכר לעיל) בדבר סוגיית האימוץ המוקדם של IFRS 15, במסגרת הפרק השלישי לעניין הכרה בהכנסה בגין ארגון קבוצות רכישה - לקישור [לחצו כאן](#).

<sup>12</sup> לחוזר מקצועי שפרסמה המחלקה המקצועית הכולל סקירת עיקרי הממצאים בפרסום סגל הרשות בדבר הערכות שווי של חברות הזנק (Startup): ממצאים מתוך סקירות שנערכו על ידי סגל רשות ניירות ערך, [לחצו כאן](#).

זה כי, איכות המידע שניתן לשאוב ממזכר ההבנות תלוי בגורמים שונים (מחויבות הדדית, ניסיונות קודמים שכשלו, חלוף הזמן, קיום טכניקה אחרת סבירה לחישוב השווי וכיו"ב):

○ ככל שקיימים יותר גורמים מאלה שנסקרו, אזי יינתן **פחות משקל** למזכר ההבנות בקביעת השווי.

○ פער הזמן בין מועד מזכר ההבנות והמועד לגביו מתבצעת מדידה - במקרה מסוים בו נתקל סגל הרשות, נחתם מזכר הבנות לרכישת פעילות של תאגיד מדווח אך בפועל חלפו 8 חודשים **ולא נחתם לבסוף הסכם**. לאור חלוף הזמן ורכיבי מזכר ההבנות בין הצדדים, הרשות הודיעה לחברה שהיא אינה יכולה להתבסס על רכיבי ההסכם לבדם לצורך ביסוס שווי.

▪ האם בהכרח לכל נייר בבורסה קיים שוק שהוא תמיד פעיל (**Active Market**)? לעמדת הרשות התשובה לכך היא שלילית והדבר תלוי בעובדות ובנסיבות. **היקף מסחר** עשוי להעיד על כך שהשוק אינו יכול להיחשב כ- "פעיל". ציונו שיקולים לדוגמה שיש להחיל בבחינה הנ"ל. בהתאם לממצאי הבדיקה של הרשות באותו מקרה, מסחר יומי בהיקף של עד 2,000 ש"ח לא ייחשב כהשקעה סחירה (כשוק פעיל).

▪ בעת שימוש בעצי הסתברות בחישוב שווי באמצעות היוון תזרימי מזומנים (DCF), האם ניתן לעשות שימוש בהיוון בשיעור ריבית חסרת סיכון? התשובה היא ככלל, שלילית וזאת פרט למצבים חריגים שכן תזרים המזומנים התוחלתי עדיין איננו חסר סיכון.

• נושא נוסף שהוצג היה לעניין ההקלות המשמעותיות שפורסמו לאחרונה בתחום של **צירוף הערכות שווי** (דצמבר 2016). בפועל, לא תיידרש יותר חובת צירוף של הערכות שווי אף **אם הן עולות** על הספים הקיימים בעמדה משפטית מספר 105-23 של סגל הרשות, במקרים הבאים<sup>13</sup>:

▪ הערכות שווי של פריט לא מהותי (בדרך כלל סף של מתחת למיליון ש"ח, כל עוד אין מדובר בפריט בעל חשיבות מכרעת לתאגיד או בעסקה בה לבעל השליטה קיים עניין אישי);

▪ הערכות שווי בגין התחייבויות למדען הראשי ובגין אופציות לעובדים (תשלום מבוסס מניות);

▪ במקרים של IPO, הערכת שווי של פריט שלא תהיה רלוונטית לאחר השלמת ההנפקה לראשונה;

▪ הערכת שווי ארעית בגין צירוף עסקים (PPA זמני); וכן -

▪ הערכת שווי של נכס משועבד שאינו מהותי (מקרים בהם שווי של הפריט המשועבד נופל מ-10% מיתרת הערך הנקוב של סדרת אגרות החוב למועד הדיווח או מסך השווי של כלל הנכסים המשועבדים לסדרת אגרות החוב).

• לבסוף הובאה התייחסות סגל הרשות בכל הנוגע להיבטים שקיבלו ביטוי בחודשים האחרונים של כוונת חברת **"שלנו גרופ"** לצאת בהנפקה בבורסה בת"א (הנפקה אשר לא הבשילה לבסוף לאור תגובת השוק). במקרה הספציפי הזה צורפה לתשקיף, הערכת שווי בגין תשלום מבוסס מניות אותה החליטה החברה לצרף לתשקיף מטעמים "שיווקיים" (בפועל לא נדרש צירוף הערכת השווי במקרה דנן). דובר על אי נאותות המתודולוגיה והנחות המרכזיות שעמדו בבסיס הערכת השווי (בדגש על כך שהערכת השווי שצורפה לתשקיף חושבה בהתאם לגישת ה-DCF וזאת חרף היות החברה בשלבי פעולה מוקדמים **וטרם נבעו לה הכנסות**).

<sup>13</sup> לחוזר מקצועי שפרסמה המחלקה המקצועית בדבר הבהרה לעמדה משפטית מספר 105-23 בדבר פרמטרים לבחינת מהותיות הערכות שווי: שאלות ותשובות (עדכון דצמבר 2016) לחצו כאן.

#### 4. העסק החי - מגמות אמפיריות בדיווחי חברות ודגשים שונים

- בראשית הדברים הוצגו נתונים כמותיים אודות פילוח ענפי של כמות הפניות של תשומת הלב רואה החשבון המבקר והיקף החוב הנתון בסיכון כמובא להלן (הנתונים שהוצגו הינם נכון ליום 30.9.16):
  - נמצא כי בתאגיד אחד מכל שישה תאגידים מדווחים קיימת **הערת עסק חי** וכי ביחס להיקפי החובות בדוחות סולו של חברות (בסיווג לאגרות חוב, חוב בנקאי וחוב אחר) עיקר החוב בסיכון הינו **ברובו** בגין אג"ח (נראה כי הדבר נובע לאור ניתוח טוב יותר של סיכונים בידי בנקים ונטייה נמוכה יותר לסיכון). כמו כן, צוין כי שבע החברות הגדולות ביותר נושאות בנטל של **74%** מסך היקף החוב.
  - אספקט נוסף שנבחן והוצג הוא **שינויים בנוסח חוות הדעת** (שנתי מול רבעוני). נמצא כי 23 שינויים בממוצע בוצעו בדוחות השנתיים אל מול כ-12 שינויים בממוצע בדוחות הרבעוניים.
    - המגמה של ריבוי שינויים המקבלים ביטוי בדוח השנתי היא פועל יוצא של היקף הבדיקות המיושמות בדוח זה לעומת הדוח הרבעוני וניסיון של חברות לדחות ככל שניתן את ההתייחסות למצבן הפיננסי.
    - עמדת הרשות היא שככל שאי הוודאות בקשר למצבה הפיננסי של החברה **גובר**, הרשות רואה זאת כמצב שבו רו"ח המבקר צריך להרחיב את בדיקותיו גם בתקופות דיווח ביניים (ראה גם להלן).
    - לצד זאת, נתון אמפירי נוסף שהוצג הינו הירידה העקבית במספר השינויים הקיצוניים בנוסח חוות הדעת (אם כי השינויים הקיצוניים מקבלים יותר ביטוי בדוחות **השנתיים** - פי 4.5 ביחס לדוחות הרבעוניים).
  - בנוסף, נבדק מה מצבן הפיננסי של חברות שכללו הפניית תשומת לב -
    - ביחס לדוחות דצמבר 2013 ניכר כי הגילוי הניתן כיום, בדרך כלל, הינו יותר **ברור** בחברות שהיו להן הפניות עסק חי לעומת חברות שהייתה להן הפניית תשומת לב לגבי אי וודאות.
    - 87% מהחברות שכללו הפניית תשומת לב לאי ודאויות בדוח השנתי 2013 **לא הצליחו** לשפר את מצבן עד היום (בין אם מצבן הוביל לפירוק, להסדר חוב וכיו"ב) ועברו לנוסח הפניית תשומת לב הכוללת הערת עסק חי.
    - נבחן גם העיתוי ביחס למצב החברה, לנקודה על פני ציר הזמן שבה למעשה ניתנה הפניית תשומת לב/הערת עסק חי ונמצא כי בניגוד לעבר חברות כיום כוללות הערת עסק חי בשלב מוקדם יותר.
- **דגשים** בנוגע לליקויים אודות אופן בחינת **הנחת העסק החי** - נסקרו היבטים מתוך דוח ממצאים שפורסם ע"י סגל הרשות בשנת 2013, שלגביהם ביקשה הרשות להפנות את תשומת הלב<sup>14</sup> -
  - **תקופת הבחינה** - הגבלת התקופה לשנתיים במקרה של NAV (שווי נכסי נקי) שלילי - עמדת הרשות הינה לפיה **אין להגביל** את בחינת הנחת העסק החי לשנה אחת בלבד אלא לתקופה בת שנתיים אשר אמורה להספיק בד"כ, למעט במקרה של הקדמת פירעונות של חובות. הודגש כי קיימת נטייה שגויה של חברות לבחינת היכולת לפרוע תשלום **חוב קרוב בלבד**.

<sup>14</sup> לחוזר מקצועי שפרסמה המחלקה המקצועית בנוגע לדוח ממצאים בקשר עם בחינת נאותות בחינת הנחת העסק החי שבוצעה על ידי תאגידים מדווחים ורואי חשבון מבקרים ואיכות הגילוי שנכלל בדוחות הכספיים ביחס למצב הפיננסי: ליקויים וכשלים שנמצאו במסגרת בדיקת סגל רשות ניירות ערך (מרץ 2013) לחצו כאן. לחוזר מקצועי נוסף בדבר המשך דוח ממצאים בקשר עם נאותות בחינת הנחת העסק החי (יוני 2013) לחצו כאן.

- **השפעת ניסיון העבר** - בבחינת הנחת העסק החי יש לתת משקל נמוך לגורמים **מקלים** במקרה של **סטייה מהותית** מתחזיות עבר.
- **צפי לגיוס חוב וצפי למימוש נכסים** - יש ליתן משקל רב להנחות אלה כגורמים מקלים רק כאשר הסבירות למימוש גבוהה (כך לדוגמה ישנם מקרים רבים בהם חברות נוטלות הנחות בדבר האפשרות לגיוס חוב כאשר מצב השוק מעיד על ספק רב להתממשות אפשרות זאת). כמו כן, לא יהיה זה סביר להניח מימוש נכס בטווח הקצר, אולם בפועל החברה לא מראה כל התקדמות בתהליך המכירה.
- **חוב ללא זכות חזרה** - במקרים אלה, כאשר המדובר בהתחייבות אשר תיפרע אך ורק מנכס כלשהו (חוב נון ריקורס), נדרשת בחינת מהותיות הנכס אשר שועבד כאמור, ביחס לישות והסתברות לאובדן ערך. כמו כן, בעקבות זאת, בחינת קיומו של סימן אזהרה בדבר יכולת החברה לפרוע התחייבויות נוספות.

## 5. ביקורת בתאגידים

- בדומה לשנה שעברה, נסקרה פעילות יחידת הביקורת ברשות (לרבות נתונים אמפיריים של היקף ביקורות שבוצעו/המבוצעות מאז הקמת היחידה ועד ימים אלו) והוזכרו השיקולים והעקרונות המשמשים את סגל הרשות בהחלטות **בדבר ביקורת** כאמור:
  - **ביקורת רוחב** - ביקורת בנושא מסוים המתבצעת במספר חברות במקביל. בין ביקורות אלה ניתן למנות את הביקורת שנערכו והסתיימו בנושאים הבאים: מלאי, גילוי שכר בכירים (מכוח תקנה 21 לתקנות דוחות תקופתיים ומיידיים), לקוחות והפרשה לחובות מסופקים, עסקאות עם בעלי שליטה, מגזרים וביקורת בנושא דיבידנדים. צוין כי בנושאים כדלקמן החלו ביקורות אשר טרם הסתיימו והן מצויות בתהליך: חוזי הקמה (IAS 11), דיווחים מיידיים, חברות BVI ומיזמי השקעה.
  - **ביקורת עומק** - תגבור והעמקה של בחינת נושאים מסוימים (דוגמת ביקורת שמאות מקרקעין והערכות שווי). זוהי ביקורת הדורשת זמן או מומחיות. ביקורת עומק בוצעו ולא פורסמו בהיבטים הבאים: רישום כלי רכב ופחת בחברת ליסינג וכן הערכת שווי פעילות.
  - במקביל, קיימים תהליכי מיקור חוץ והסתייעות בגורמים חיצוניים ליחידת הביקורת ברשות, **בעיקר** בתחום של הערכות שווי. כיום קיימות ביקורות המצויות בתהליך בפרן של שמאיות מקרקעין (לרבות נדל"ן בחו"ל) וכן בנוגע להערכת שווי פעילות.
- הוצגו השלבים השונים בתהליך ביקורת בראי החברה החל מהודעת הרשות על תחילת הביקורת, דרך ביצוע ביקורת שטח וכלה בדוח סופי שמועבר לחברה וטיפול בממצאים השונים. צוין גם כי תהליך הביקורת מתנהל תוך שיתוף היחידה המקצועית הרלוונטית במחלקת תאגידים ברשות.
- פרסום ממצאי הביקורת מתבצע הן ע"י הרשות בדמות **דוחות ריכוז ממצאים** (בגין ביקורת רוחב ובאופן חלקי, במקרים של ביקורת של הערכות שווי) והן ע"י החברות הרלוונטיות (במקרים של חשש להפרת הוראות הדין, כשלים חמורים שנתגלו בהתנהלות או ממצאים המביאים לתיקון דוחות כספיים ככל שהממצאים שנתגלו מהותיים).
- בחלק האחרון, ניתנה סקירה גם של הנקודות העיקריות שעלו במסגרת **ביקורת בנושא מלאי** (ביקורת רוחב) שהתבצעה בחמש חברות. במסגרת הכנס, הוצגו חלק מן הממצאים העיקריים בביקורת זו כפי שקיבלו ביטוי **בדוח ריכוז ממצאים בנושא** אשר פורסם ע"י סגל הרשות בחודש נובמבר 2016<sup>15</sup>:
- **בחינת התאמה של המלאי ליתרה בדוחות הכספיים** - בין היתר, נמצא כי יתרות בדוחות הכספיים לא התאימו למלאי בפועל וכי התגלתה **טעות** אריתמטית בחישוב כמות יחידות המלאי.

<sup>15</sup> לחזור מקצועי שפרסמה המחלקה המקצועית הכולל סקירה של עיקרי דוח ממצאים זה לחצו כאן.



- **בחינת ירידת ערך מלאי** - נמצאו שגיאות באופן מדידת המלאי כנמוך מבין עלות או שווי מימוש נטו (נמצא יישום בגין **חלק** מיחידות המלאי כמו גם בחינה שבוצעה על ידי החברה הנבדקת בחתך של כלל מוצרי **ספק** המוצרים **ולא** בחתך של כל פריט **בפני עצמו**, הסתמכות על מחירי מכירה **שגויים** וקביעת ערכים בהתאם לכמות **שגויה** של המלאי).
- **מלאי איטי** - נתגלו **ליקויים** הנוגעים להחלת מדיניות שונה של אופן מדידת מלאי איטי לגבי מוצרים דומים בחברות בנות, היעדר קיומו של תהליך מובנה לבחינת מלאי איטי אשר הוביל לגיבוש **אומדן שגוי** וכן חוסר יכולת להפיק דוחות ממוחשבים.
- **עמידה בדרישות גילוי** - לא ניתן גילוי לגבי מלאי אשר קיימת הערכה כי הוא ימומש בתקופה **העולה** על 12 חודשים (דרישת גילוי מכוח סעיף 61 ל- IAS 1).

## 6. **היבטי אכיפה - עבודת רואה החשבון המבקר**

בחלק זה של המושב הוצגו **שלושה** נושאים: החלטות שיפוטיות בעניין רו"ח המבקר, החלטת אכיפה בביקורת 16-1 שפרסם סגל הרשות לעניין בחינת עסק חי בדוחות ביניים וכן דגשים לעניין ביקורת אומדנים (היבטים הנגזרים מחברות בהן מיושם תקן חשבונאות בינלאומי 11, *חוזי הקמה* (IAS 11)).

### • החלטות שיפוטיות בעניין רו"ח מבקרים - מקרה מלרג

- המדובר בתובענה ייצוגית נגד דירקטורים ונושאי משרה במלרג. בשנת 2009 בוצע תיקון טעות בדוחותיה הכספיים של מלרג בגין סיווג יתרות מזומנים שהיו **לכאורה** פנויים, אולם בפועל מצג זה היה **מצג שווא** כי למעשה המזומנים היו **משועבדים**. במקרה דנן, בחודש יולי 2016 ניתן אישור להליך תובענה ייצוגית בגין יצירת מצג שווא לכאורה שהחברה יכולה לעמוד בחובותיה.
- במסגרת התובענה התנהל הליך הנוגע לבחינה האם נפל **פגם** בהתנהלות רואה החשבון המבקר (דוח הסקירה של רואה החשבון ניתן בנוסח האחיד בעוד שבניירות העבודה שלו תועד אישור יתרות מבנקים שהעיד על **קיומם** של סכומים **משועבדים**).
- עמדת המבקר הייתה כי ככלל, רף האחריות בסקירה נמוך יותר ביחס לביקורת, סטנדרט הבדיקה הינו נמוך יותר (שכן לכאורה אין חובה לנקוט בפעולות אקטיביות) וכי לא קיימת חובה בידי המבקר לבדוק מסמכים אשר הועברו אליו בפועל.
- עמדת בית המשפט הכלכלי בתגובה (בראשות השופט חאלד כבוב) הייתה **שנפל פגם** בהתנהלות רואה החשבון המבקר וחל הצורך ליישם **גישה חקרנית גם בסקירת דוחות כספיים**. היות ושעבוד על נכס מהווה מידע משמעותי למשקיע חובה לבדוק את יתרת השעבודים, כמו גם **שינויים** ביתרות מזומנים משועבדים וכיו"ב ולהעלות שאלות וביצוע בחינות נוספות. כמו כן, לא מתקבלת על הדעת טענה כי התקבלו הצהרות מהחברה בעת שישנם מסמכים **הסותרים** הצהרות אלה. בנוסף, נפסק כי מצב בו **נושאי המשרה** הם **בעלי השליטה** בחברה היה בו כדי להביא **להעלאת** רף יכולת ההסתמכות על הנחות החברה.
- החלטת אכיפה בביקורת 16-1 - סקירת הנחת העסק החי בדוחות ביניים (דצמבר 2016)<sup>16</sup>
  - המדובר במקרה בו בדוח השנתי לשנת 2013 וכן בדוחות לרבעון הראשון והרבעון השני של שנת 2014 נכללה הערת עסק חי בדוחותיה של חברה. בדוחות לרבעון השלישי של שנת 2014 **הסיר רו"ח המבקר** את הערת העסק החי כאמור וזאת חרף קיומה של **אי וודאות משמעותית**.
  - סגל הרשות בחן את הפעולות והראיות שנאספו בסקירה - אלה שהובילו למעשה את רו"ח המבקר **להסיר** את הערת העסק החי (אשר כללו **הסתמכות** על הצהרות החברה

<sup>16</sup> לקישור להחלטת האכיפה כפי שפורסמה על ידי סגל הרשות **לחצו כאן**.

ובעל השליטה כי ניתן לגייס מימון), בדיקת קריטריונים לפיהם זכאית החברה לקבלת סיוע מקרן לעסקים קטנים וכן קריאת הודעות שונות שהופיעו באתר קרן הסיוע.

לעמדת רשות ני"ע הטיעונים שהובילו את רואה החשבון למסקנתו היו **שגויים** וראייתה הינה כי **בכדי להסיר** את הערת העסק החי היה על המבקר **להרחיב נהלים**, לבדוק היתכנות תכניות של ההנהלה ולאמתן בפועל וכן לבחון שינויים שחלו בנסיבות בין מידע שהיה זמין בדוח השנתי לבין זה שחל בתקופת דיווח ביניים:

○ בנקודה זו, פירטה עמדת הסגל את הצעדים שעל רואה החשבון לנקוט וזאת בהתבסס על סעיפים 27-28 לתקן סקירה 17<sup>17</sup> ובכלל זאת גם את "עיקרון הרציפות" שיש להחיל בין הדוח הרבעוני לדוח השנתי.

○ הוצגו המצב הפיננסי של החברה, בסיס עקרונות תקן הסקירה ומהי הבחינה הנדרשת לגישת הרשות (נקבע כי במקרה הנדון, לא הוצגו כל מנעד היבטי הבחינות שיש לבצע בידי רוה"ח המבקר מתוקף תקן סקירה 1). **הודגש שגישת הספקנות המקצועית וזהירות** הינה גישה שיש ליישם גם בתקופות דיווח ביניים.

• דגשים לביקורת אומדנים - חוזי ביצוע (כדוגמה להתבססות גוברת על אומדנים)

▪ כידוע, כל חברה עושה שימוש באומדנים בעריכת הדוחות הכספיים. יחד עם זאת, ישנן חברות שהאומדנים מצויים **בליבת** הפעילות שלהן היות וההיבטים העיקריים בדוחותיהן הכספיים הינם מבוססי אומדנים. עוד יוזכר שהשינוי שהחיל IFRS 15 (כמובא לעיל), הביא או צפוי להביא להתבססות רבה יותר על אומדנים.

▪ בהקשר לכך צוינו כללי הביקורת הרלוונטיים בנושא החלים על עבודת רואה החשבון המבקר (תקן ביקורת 81 הנוגע להתייחסות לאומדנים וסבירותם, תקני ביקורת 93 ו-98 לעניין סיכונים להצגה מוטעית מהותית וקביעת היקף, עיתוי ואופי הנהלים הנקבעים בהתאם לסיכון וכן הסתייעות ככל שרלוונטי גם בעבודת מומחה - היבטים מכוח תקן ביקורת 96).

▪ סגל הרשות מצפה לחשיבה ולזהירות מקצועית, דהיינו ליישום גישה של ספקנות מקצועית הן בביקורת והן בסקירה. כנובע מכך הודגש כי:

○ **לא ניתן** לבסס ביקורת רק על הצהרות ההנהלה ונדרש ייזום בדיקה עצמאית ובלתי תלויה של המבקר (תקן ביקורת 96);

○ ככל שלמבקר אין את המומחיות הנדרשת לעניין אומדנים, כי אז הוא נדרש להסתייע במומחה (תקן ביקורת 81).

<sup>17</sup> תקן סקירה 1 של לשכת רואי חשבון בישראל בדבר סקירה של מידע כספי לתקופות ביניים הנערכת על ידי רואה החשבון המבקר של היישות.

## סקירת עיקרי הנושאים המרכזיים אשר נדונו במסגרת המושב המשפטי

### 1. שיקולי אכיפה

במסגרת הדיון בנושא התבצעה סקירה קצרה של תוצאות הליכי אכיפה בפילוח על פי סוגי המפרים (קרי, חברות, בעלי עניין, נושאי משרה, רו"ח וכו') ו**וסכומי העיצום** הממוצעים שהושתו על הגורמים המפרים אשר ננקטו כנגדם הליכי אכיפה.

כמו כן, נסקר קצרות התהליך האכיפתי ברשות ובמסגרת זאת צוין כי הליך אכיפה עשוי להיווצר במחלקת תאגידים כפועל יוצא של הטיפול השוטף של סגל הרשות או לחילופין כתוצאה מפעולות ניטור שוטפות המבוצעות על ידי מחלקת המסחר.

ברגע שעולה חשד להפרה כלשהי, הרשות אינה מקלה בכך ראש אלא מעבירה את הנושא לבחינת פורום מחלקתי המונה ראשי צוותים. ככל שפורום זה סבור שיש להחל בפעולות אכיפה, הנושא מועבר ליחידת המודיעין אשר תפקידה, גיבוש ראיות בנוגע להפרה ונסיבותיה. עם גיבוש המידע והראיות מועבר הנושא **לפורום אכיפה** במסגרתו מתבצעת בחינה האם קיים יסוד סביר להפרה ומתגבשת במסגרתו המלצה להמשיך טיפול. הנושא מועבר להחלטת יו"ר הרשות אשר לו מוקנית הסמכות לנתב את המשך הטיפול לנתיב פלילי מנהלי או להחלטה שלא לפתוח בהליכים כשהחלטה בנושא נגזרת מההיבטים הבאים:

- חומרת המעשה ונסיבותיו (תוך בחינה האם חלו שינויים בדין הקיים, האם התקיים שיתוף פעולה מצד המפר עם ההליך, האם נדרש תיקון דוחות וכיו"ב);
- טיב ועוצמת הראיות ומדיניות האכיפה של הרשות.

נסקר קצרות תפקידו של **פורום האכיפה המחלקתי** העוסק בהיבטי אכיפה באופן יומיומי ומטרתו איסוף מקרי אכיפה והכנת מסמך רקע לטובת הדיון במסגרת פורום האכיפה המחלקתי אשר מתכנס באופן חודשי ואשר אמור לדון במקרים בעלי משמעות.

מההיבט הכמותי, צוין כי השנה הועברו 45 מקרים לבחינה, ב-3 מקרים ננקטו הליכים פליליים, ב-3 מקרים אחרים ננקטו הליכים מנהליים וב-12 מקרים ננקטו הליכים להטלת עיצום כספי. כמסר חיובי נאמר כי בשנים האחרונות ניתן להבחין **בירידה** בהיקף העיצומים הכספיים, היבט אשר מיוחס לשיפור ברמת הגילוי בדיווחי הישיות המדווחות כמו גם כתוצאה משיקול הדעת הזהיר של הרשות באשר להחלטה לנקוט באמצעי אכיפה.

מסר נוסף שחשוב לסגל הרשות להעביר בנושא זה הינו כי התהליך האכיפתי מתבצע באופן **רב-שלבי** תוך הפעלת שיקול דעת משמעותי והתחשבות בתגובת הגורם המפר עד להחלטה האם וכיצד לנקוט בהליכי אכיפה נגדו.

### 2. שליטה ועסקאות בעלי שליטה

הדיון נסב סביב שלושה נושאים כלהלן:

- **עניין אישי של בעל שליטה** - בנושא זה נסקר קצרות פסק דין של כבוד השופטת רות רונן בעניינה של חברת צמיחה. במסגרת פסק הדין, נדונה בקשה לתביעה נגזרת מטעם בעל מניות כנגד נושא משרה. במקרה הנדון, בעלת השליטה בחברת צמיחה השקיעה סכום מהותי בחברת שמן העוסקת בחיפוש נפט וגז. חברת שמן נקלעה למצוקת מזומנים והיעדר חלופות למקורות תזרימיים ולפיכך עלה החשש שהשקעת בעל השליטה תרד לטמיון.

חברת צמיחה השקיעה סכום ניכר בחברת חיפוש הנפט והגז - השקעה אשר ירדה בהמשך לטמיון עם כישלון הקידוחים. בבקשתו לאישור התביעה הנגזרת טען בעל המניות כי עסקה זו הייתה נגועה בניגוד עניינים עקב **העניין האישי** של בעלי השליטה בצמיחה בחברת שמן מכוח החזקתם בשמן במישרין ובעקיפין.

השופטת דחתה את הבקשה וציינה בפסיקתה כי המבחן בין "עניין" ל-"עניין אישי" מתייחס ל"זיקה העודפת" שיש לבעל העניין בנושא ולעוצמתה של הזיקה. עוד צוין כי זיקה עודפת עשויה להיות **כלכלית** (כדוגמת המקרה הנדון) אך היא עשויה להיות גם אחרת.

השאלה שנבחנה הייתה האם האינטרס הפרטי (העניין האישי) של בעל השליטה בחברת שמן עורר חשש שהוא יועדף על פני האינטרס אשר יש לבעל השליטה בחברת צמיחה. ככל והמסקנה המתקבלת הייתה שאכן קיימת לבעל השליטה זיקה עודפת משמעותית, המשמעות שהייתה עולה היא שיש לאשר את העסקה באמצעות אישור בוועדת הביקורת, בדירקטוריון ובאסיפת בעלי המניות, בתמיכת **רוב** של בעלי המניות **שאינ** להם עניין אישי בעסקה (המשתתפים בהצבעה). נוסף על כך, בפסק הדין צוין כי לא הוכח ששמן הייתה נואשת להשקעתה של חברת צמיחה בכדי שלא לקרוס ולו היה מוכח שההשקעה כאמור הינה **מוצא יחיד** של שמן בכדי להימנע מקריסה, אזי ניתן היה להניח שהמסקנה הייתה משתנה במקרה דנן (יצוין כי העמדה שקיבלה ביטוי בפסק הדין הינה עקבית לעמדת הרשות). עוד הוזכר בפסק הדין כי באותה העת ההשקעה בשמן נחשבה אטרקטיבית ורבים התעניינו בה (וחברת צמיחה עצמה אף המשיכה להשקיע בשמן לאחר שבעלת השליטה חדלה מלהחזיק בחברת שמן).

● **שקלול רמת הממשל התאגידי בהמלצות הצבעה של אנטרופי** - הסוגיה שנבחנה במסגרת הדין בנושא הייתה האם אנטרופי מצויה בניגוד עניינים היות ואנטרופי מייצעת למוסדיים **בהחלטות הצבעה** (בין היתר, תוך שקלול **רמת הממשל התאגידי**) בעוד **שבמקביל**, אנטרופי מייצעת לתאגידיים **בעניינים הנוגעים לממשל תאגידי**, לרבות תוך מתן המלצות לשיפור. עמדת הרשות בסוגיה דנן הינה כי לא קיים לאנטרופי ניגוד עניינים מהותי בגין האמור. עוד צוין, שלעמדת הרשות קיימת חשיבות לכך ששיקולים המתחשבים באיכות ממשל תאגידי יובאו בחשבון גם בהמלצות הצבעה בנושאים נוספים.

● **החלטת ועדת אכיפה מנהלית בדבר מניעת כהונה כנושא משרה בכירה** - תואר קצרות מקרה בו בעקבות החלטת ועדת אכיפה מנהלית בדבר מניעת כהונה כנושא משרה בכירה למשך תשעה חודשים, נושא המשרה התפטר מתפקידו כמנכ"ל ותחתיו מונו שני סמנכ"לים לשמש כמנכ"לים משותפים וזאת תוך הודעה כי בחלוף תקופת ההשעיה ישוב נושא המשרה לתפקידו כמנכ"ל.

הדין נסב סביב הפעולות אותן רשאי לבצע נושא המשרה בתקופת ההשעיה. כוננת החברה הייתה כי הגורם האמור יתווך בעסקאות נדל"ן אותן הוא יאתר עבור החברה ויפעל למכירת יחידות לרוכשים פוטנציאליים. מנגד, הוא לא אמור היה להשתתף בישיבות דירקטוריון ובוועדותיו, לא תהא לו זכות חתימה, הוא לא יוצג כנושא משרה בחברה ולא תהא לו מעורבות בדיווח הכספי ובקבלת החלטות.

באופן עקבי לנוסחו של חוק החברות, עמדת הרשות היא כי נושא משרה בתאגיד הוא כזה הממלא תפקיד **כשל** מנהל כללי, מנהל עסקים ראשי, משנה למנכ"ל, אף אם תוארו שונה.

לפיכך, בראיית הרשות יש לבחון את הנושא תוך יישום המבחנים להלן:

- **מבחני כוח וסמכויות** - תוך התחשבות באופן בו הגורם הנבחן תופס את עצמו ואחרים תופסים אותו.

- **מבחני מהות הפעולה** - לעמדת הרשות, ככל שפעולות הגורם סמוכות **לליבת העסקים** ובנוסף הן **מהותיות** אזי הוא יסווג כנושא משרה בכירה.

לאור התפקידים אותם היה אמור לבצע, הרשות השיבה **בשלילה** לפניית החברה וזאת מהנימוקים הבאים:

- **לעניין מבחני כוח וסמכויות** - המדובר בבעל שליטה דומיננטי, שיהיה בעבר ואף הוכרז כי יכהן בעתיד כמנכ"ל (בתום תקופת ההשעיה).

- **לעניין מבחני מהות הפעולה** - המדובר בחברת נדל"ן יזמי היוזמת פרויקטים ומשכך פעילות איתור נכסים מצויה עמוק בליבת הפעולות המשמעותיות המבוצעות בה.

• **תמורות שחלו במסמך הגילוי התשקיפי**

בשנים האחרונות **צומצם** היקף הגילוי התשקיפי ובכוונת הרשות לפעול אף לצמצום נוסף. כמו כן, בשנה האחרונה תוקנו תקנות ניירות ערך באופן המאפשר גיוס גם בחודש מרס בשנה.

▪ עד לתיקון האמור ניתן היה להציע ניירות ערך לציבור על סמך דוחות שנתיים המתייחסים ליום שקדם לתאריך התשקיף בלא יותר מארבעה עשר חודשים - קרי ניתן היה להנפיק על בסיס אותם דוחות כספיים שנתיים עד לסוף חודש פברואר של השנה העוקבת.

▪ בהתאם לתיקון ה**וארכה** התקופה במסגרתה ניתן להציע ניירות ערך על בסיס דוחות כספיים שנתיים לחמישה עשר חודשים, כך שתאגיד יוכל לפרסם דוח הצעת מדף **גם** בחודש מרס, אף טרם פרסום הדוחות השנתיים העוקבים.

• **היתר לדוח הצעת מדף/תשקיפים**

בהקשר זה צוין שתמהיל ההנפקות לא השתנה במידה ניכרת בהשוואה לשנים האחרונות. הוזכר כי למחצית מהחברות קיים תשקיף מדף פתוח וכי שיעור זה אף גבוה יותר בקרב החברות הגדולות.

השנה חל קיטון נוסף בהיקפי התשקיפים "הרגילים" היות והרשות התירה לאחרונה להגיש תשקיף מדף כבר במסגרת הרישום לראשונה למסחר (IPO).

הוזכר כי אף שדוח הצעת מדף ככלל, מאפשר הנפקה בהליך מזורז באופן שאינו מעלה צורך בהיתר הרשות, קיימות נסיבות בהן הצעת מדף טעונת היתר<sup>18</sup>:

- הצעה לראשונה של מניות על ידי חברת אג"ח.
- הצעת רכש חליפין.
- הנפקת אג"ח עם בטוחות.
- הצעה של ניירות ערך מורכבים/חדשניים דוגמת אגרות חוב הכוללות מנגנון המרה למניות, אג"ח הכולל שטר נאמנות לפיו קיימים מנגנוני נחיתות וכדומה.

**המסר של הרשות הינו כי בכל הנפקה שאינה טריוויאלית ראוי לפנות לרשות באופן מקדמי.**

• **תיקוני תשקיף ודוח הצעת מדף - אימתי?**

בהקשר זה הובהר כי נסיבות אשר יעלו צורך בתיקון כאמור כוללות נסיבות בהן לאחר פרסום תשקיף/דוח הצעת מדף ובטרם המכרז, אירע **אירוע מהותי**, פורסמו דוחות כספיים או נעשו **שינויים מהותיים** בשטר הנאמנות (כגון הוספה של נכסים משועבדים).

• **הנפקות אג"ח עם בטוחות - הקלות בגילוי**

נסקר ההיקף הכמותי של ההנפקות השנה - היקף הנפקות האג"ח הגיע נכון לחודש נובמבר 2016 עד כדי כ-56 מיליארד ש"ח (בהשוואה ל-51 מיליארד בשנת 2015 ולכ-33 מיליארד בשנת 2014).

▪ לאורך השנים חלו הקלות בגילוי בנוגע לנסיבות בהן שועבדו מניות חברה מוחזקת - עד שנת 2014 נדרש צירוף דוחות כספיים מלאים בשנתי וברבעוני והחל משנת 2014 ככל ומדובר בתאגיד שאינו בקשיים ניתן היה לצרף בדוח הרבעוני תמצית נתונים בלבד.

<sup>18</sup> לחוזר מקצועי שפרסמה המחלקה המקצועית בנוגע להודעת הרשות שעניינה היתר לדוח הצעת מדף - כללי ניירות ערך (מקרים שבהם פרסום דוח הצעת מדף יהיה טעון היתר מאת רשות ניירות ערך), התשע"ו - 2016 לחצי כאן.

- החל משלהי שנת 2016, ככל ומדובר בתאגיד שאינו בקשיים ניתן להסתפק בתמצית נתונים כספיים בשנתי (מבוססי נתונים מבוקרים) וברבעוני.

כמו כן נסקרו הקלות מהעת האחרונה בנוגע לצירוף הערכות שווי מהותיות מאד מכוח תקנה 8 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים) התש"ל - 1970. במסגרת זאת, כזכור, פורסם עדכון נוסף להבהרה לעמדה משפטית מספר 23-105 בדבר פרמטרים לבחינת מהותיות הערכות השווי: שאלות ותשובות אשר פורסמה בדצמבר 2016<sup>19</sup>. בהקשר זה יוזכר (כפי שעלה גם במסגרת ההתייחסות אודות הערכות שווי במסגרת המושב החשבונאי של הכנס, כמצוין לעיל) כי בהתאם לנוסח תקנה 8(א1)(2) לתקנות, נדרש צירופן של הערכות שווי מהותיות מאד של נכס משועבד גם אם אינן נחשבות הערכות שווי מהותיות מאד ומשכך עולה השאלה האם נדרש צירופן של כלל הערכות השווי של נכסים המשמשים כשעבוד?

- בהקשר זה, סגל הרשות הבהיר במסגרת העדכון האמור שלא יתערב אם תאגיד מדווח יבחר לצרף רק הערכות שווי מהותיות מאד ביחס לאגרות החוב המונפקות להן הנכסים שועבדו או ישועבדו (לצורך זה הותווה רף מהותיות לפיו הערכות שווי תיחשבנה כמהותיות מאד ביחס לסדרת אגרות חוב, ככל והנכס המשועבד עומד על 10% או יותר מיתרת הערך הנקוב של סדרת אגרות החוב למועד הדיווח אך מסך השווי של כלל הנכסים המשועבדים לסדרת אגרות החוב).

לסיים, הוזכר כי בשנים האחרונות קידמה הרשות הקלות בנושאים שונים ובאופנים שונים בכדי לתרום לוודאות הרגולטורית, בין היתר, מתוך שאיפה ותקווה להביא לשיפור בהיקף הגיוסים באמצעות הנפקת מניות.

#### 4. התפתחויות בתחום שכר בכירים

עם חלוף ארבע שנים מאז תיקון 20 לחוק החברות (דצמבר 2012) ניתן להתרשם כי לא היו שינויים חדים בממוצע השכר וחציון השכר לנושאי משרה בכירה, כמו גם בתמהיל השכר וזאת הן בחברות קטנות והן בחברות גדולות. משמע, תיקון 20 לא הוביל לכאורה לשינוי ניכר בתגמול. יחד עם זאת, מבחינה היסטורית רחבה יותר ניתן היה ללמוד על מגמת גידול נמשכת בשכר לאורך השנים, וזאת בדרך כלל, ללא קשר מובהק לביצועי החברות. ניתן להצביע כי מגמה זאת נבלמה וכמו כן ניתן לזהות במקביל לכך גם שיפור בביצועיהן של חברות (לרבות בנתוני הרווח הנקי) - לפיכך, אף שיתכן ואין קשר מובהק בין תיקון 20 לבלימת המגמה ניתן לזהות כאמור תחילתה של מגמה חיובית.

בנוגע לחוק שכר הבכירים - השנה כידוע הוגבל בחקיקה שכר המנהלים בחברות הביטוח ובבנקים באקט מהפכני ונעדר תקדימים אף בפרספקטיבה גלובלית. אמנם לא ידוע על כוונה להחיל חקיקה דומה על חברות אחרות עליהן החוק האמור אינו חל, אך קיים פוטנציאל לזליגה של רוח החוק גם לחברות אחרות. כך, מתוך ממוצע 'תקרות המדיניות' שאושרו לאחר החלת החוק (בקרב 46 חברות שונות) ניתן היה להתרשם כי נשמרה רמת המדיניות הקודמת.

לעמדת הרשות, חקיקה של חוק נוקשה ללא אבחנה איננה מטרה רצויה. הגוף המתאים לגיבוש רמת התגמול הוא הדיריקטוריון (או האסיפה הכללית, ככל ורלוונטי) ותפקידו לקבוע את הרמה המתאימה תוך הקפדה על קורלציה בין השכר לבין הביצועים ותוך הבאה בחשבון של כישורי המועמד.

בהקשר לנושא זה הוזכרה עמדה משפטית מספר 21-101: שאלות ותשובות - מדיניות תגמול מאוקטובר 2016 אשר נועדה לבסס מעין Best Practice להתנהלות בנושא<sup>20</sup>.

בעמדה האמורה מפורטות שאלות שהוצגו לסגל הרשות בשנים האחרונות ומענה שניתן להן בקשר למבנה מדיניות התגמול, הנושאים הכלולים בה ואופן יישומה. המסמך פורסם על ידי הרשות כשירות לחברות ונועד להקל על העוסקים במלאכת כתיבת מדיניות התגמול. העמדה מאגדת נקודות מוצא עיקריות לבחינת מדיניות התגמול של חברות, ומטרתה הינה שיקוף עמדת סגל הרשות בנוגע

<sup>19</sup> לחזור מקצועי שפרסמה המחלקה המקצועית בנוגע להבהרה לעמדה משפטית מספר 23-105 בדבר פרמטרים לבחינת מהותיות הערכות השווי: שאלות ותשובות - עדכון דצמבר 2016 לחצי כאן.

<sup>20</sup> לקישור לעמדה האמורה כפי שפורסמה על ידי סגל הרשות בפורמט PDF לחצי כאן.

לפרקטיקות הראויות בקביעת מדיניות התגמול והענקת **וודאות משפטית** גבוהה יותר מתוך מטרה לעודד **אחידות ושיוויונות** בטיפול.

בעמדה ניתן פומבי **לעיקרון חשוב** לפיו האסיפה הכללית סוברנית לכל החלטה בנושא תגמול - אף בנסיבות בהן ההחלטה **סותרת** את מדיניות התגמול. כך למשל רשאית האסיפה לאשר מענק **שאינו** מבוסס על יעדים מדידים לכל אחד מנושאי המשרה, גם בנסיבות בהן המענק **מהותי**.

נושא חשוב שנדון במסגרת העמדה הינו **מענק פרישה** - ככלל המדובר במענק משתנה באופיו ולכן הינו כפוף למדיניות התגמול (משכך, על מדיניות תגמול הכוללת מענקי פרישה לכלול תקרה **מפורשת** למענק וכן קריטריונים למתן מענק פרישה לנושא משרה מסוים). עוד צוין כי המדיניות כשלעצמה **אינה** מעניקה זכאות למענק אלא הוא נדרש להיות מעוגן בהסכם העסקה הפרטני וככל שאינו מעוגן הרי שמדובר במענק הכפוף לשיקול דעת.

כך, בהענקת מענק פרישה לנושא משרה **שאינו** דירקטור בהיקף **לא מהותי** לא התערבה הרשות אך במענק פרישה **לדירקטור בכל היקף**, נדרש אישור האסיפה הכללית.

הנייר מפרט בדבר **זהות הגורם** המוסמך לקביעת יעדים מדידים. ככלל נדרש כי במדיניות תיקבע מסגרת ההענקה וקריטריונים להענקה והקביעה הפרטנית בפועל בדבר ההענקה תיגזר **מנסיבות העניין**. כך, העמדה המסורתית הינה כי **לדירקטור ולבעל שליטה** נדרש אישור האסיפה הכללית. עם זאת עמדה מסורתית זו "נסדקה" במידת מה כאשר מדובר במענק **שאינו** מהותי (כגון מענק **שאינו** עולה על שלוש משכורות) או בנסיבות בהן הדירקטוריון קבע **יעד ברור**, המבוסס על נתונים מהדוחות הכספיים, אשר יחול באופן אחיד על בעל השליטה וקרובו ועל כן נושאי המשרה האחרים, גם בנסיבות בהן המדובר במענק **מהותי**.

כמבט לעתיד צוין כי על סדר יומה של הרשות בטווח הקצר עומדים נושאים כגון הערכת אפקטיביות עבודת הדירקטוריון (במישור העסקי ובמישור התאמת אסטרטגיה לחברה), הקלות מבוססות איכות הממשל התאגידי והתוויות תקנות תגמול לדירקטורים חיצוניים (בשיתוף משרד המשפטים).

**ראה גם חוזר שפרסמה המחלקה המקצועית בחודש יולי 2016 שעניינו דוח ריכוז ממצאים בנושא גילוי בדבר תגמולים לבעלי עניין ונושאי משרה בכירה בהתאם לתקנה 21 - לקישור לחץ/י כאן.**

## 5. **בדרך לנאסד"ק נשארים בבית**

כזכור, בשנת 2012 הקימה הרשות את הוועדה הציבורית לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח ("**וועדת המו"פ**"). הוועדה האמורה פרסמה את מסקנותיה בינואר 2014 אשר כללו שורה של המלצות שנועדו לקדם פתרונות אפשריים למימון חברות היי-טק גדולות יחסית ועידוד הקמת קרנות הון סיכון סחירות. כמו כן, הוועדה המליצה על אימוץ פתרונות מימון חוץ בורסאיים כגון מימון המונים (Crowdfunding)<sup>21</sup>.

### • **אנליזה**

▪ בין המלצות וועדת המו"פ נכללה המלצה לקיום עבודות ניתוח (אנליזות) על חברות ציבוריות המסווגות בענפי הביומד או הטכנולוגיה שיבחרו להצטרף לתכנית. במסגרת תכנית האנליזה יפרסמו התאגידים שנבחרו לבצע את עבודות האנליזה, עבודות ניתוח של החברות המסוקרות מתוך כוונה שעבודת הניתוח תתעדכן **מידי רבעון** או לאור **אירוע מהותי**. עד כה הצטרפו 21 חברות לתכנית ופורסמו עבודות אנליזה בגין 10 מתוכן. עבודות האנליזה מסובסדות בשיעור של עד 40% על ידי הרשות הלאומית לחדשנות טכנולוגית וקיים סבסוד נוסף על ידי הבורסה.

▪ כבר בשלב זה ניתן לציין כי **למעט** מקרה אחד, נרשם **גידול דרמטי** במסחר בבורסה של החברות שהצטרפו לתכנית ופורסמה עבודה בגינן (בחודשים שלאחר הפרסום מחזור המסחר גדל משמעותית). אמנם מדובר באינדיקציה ראשונית, אך היא חיובית

<sup>21</sup> לקישור לדוח המלצות הוועדה כפי שפורסם באתר הרשות בפורמט PDF לחץ/י כאן.

ומעודדת. להערכת הרשות, עם חלוף פרק זמן של כשנה ניתן יהיה להסיק מסקנות באופן מגובש.

#### • **חוק המו"פ (חוק לקידום השקעות בחברות הפועלות בתחומי הטכנולוגיה העילית)**

בשלהי חודש דצמבר 2015, אישרה מליאת הכנסת בקריאה שנייה ושלישית ופורסם ברשומות החוק לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום הטכנולוגיה העילית (היי-טק) (תיקוני חקיקה), התשע"ו - 2015 (להלן - "**החוק**"). החוק כולל את מסגרת ההקלות והסדרתן תיעשה גם באמצעות תקנות מפורטות. החוק כולל תיקוני חקיקה ונועד להוות, בין היתר, תשתית ליישום חלק ניכר מהמלצות הדוח ועוסק בשלוש דרכים **לקידום** השקעות בחברות אלה: התאמות והקלות לחברות מו"פ, מימון המוניים והקמת קרנות הון סיכון להשקעה בטכנולוגיה עילית.

בין ההתאמות וההקלות שנועדו להקל על חברות מו"פ ניתן לציין:

- אפשרות מעבר למתכונת דיווח ללא רישום כפול וללא צורך באישור מחזיקי ניירות הערך (ובלבד שהיבט זה צוין בתשקיף IPO).
- הקניית סמכות לרשות למתן הקלות דיווח **לתאגידי טק-עילית**<sup>22</sup> - בין הקלות אלו המוקנות לכלל תאגידי טק-עילית (לרבות חדשים) ניתן למנות אפשרות לעבור לדיווח בשפה האנגלית, הקלות בנוגע לתקופות השוואה ובין ההקלות המוקנות רק לתאגידי טק-עילית חדשים - הקניית אפשרות דיווח חשבונאי לפי US GAAP, אפשרות יישום ההקלות שהוקנו לתאגידי קטנים כמו גם הקלות נוספות. ההקלות כאמור מוקנות לתאגידי הנמנים על מדד הטק-עילית אשר הושק בשנים 2014 ומונה כיום כ-40 חברות (כשני שלישים מתוכן הינן חברות דואליות). תקופת ההקלות הינה עד לחמש שנים ממועד הרישום למסחר (IPO) או הגעה לשווי שוק של מיליארד ש"ח, כמוקדם שבהם.

#### • **הטבות מס למשקיעים ויזמים**

בין הנושאים בהם נכללו המלצות וועדת המו"פ ניתן לציין את היבט המיסוי החל על משקיעים ויזמים. במסגרת זאת פורסם במרץ 2016 חוק לתיקון פקודת מס הכנסה (הוראת שעה) לפיה יינתנו הטבות מס לפרק זמן מוגבל למשקיעים בחברות מו"פ מנפיקות העומדות בתנאי סף מסוימים<sup>23</sup>.

בין היתר מונות הטבות אלו:

- **הטבה למשקיעים** - כעידוד השקעה בחברות מו"פ, השקעות מזומן של עד 5 מיליון ש"ח תוכרנה למשקיע כהפסד הון בשנת המס בה בוצעה ההשקעה.
- **הטבה לבעלי שליטה** - ליחידים שהם בעלי שליטה בחברת מו"פ המועסקים במסגרתה תוקנה האפשרות להתחייב במס על עליית ערך אופציות שהתקבלו בידיהם ואשר ניתנו להם בקשר עם יחסי עובד-מעביד, בשיעור מס של 25% (חלף שיעור מס שולי העשוי להגיע עד 48%).

#### • **תשתית להקמת קרנות היי-טק**<sup>24</sup>

כחלק ממימוש מסקנות וועדת המו"פ פועלת הרשות להקמת קרנות טכנולוגיה עילית שמטרתן לעודד השקעה של הון ישראלי בחברות היי טק בתחילת דרכן ובכך לאפשר לציבור המשקיעים הישראלי ליהנות מפירות הצלחתן. לצורך זה בוצעו תיקוני דין אשר יתנו מענה להיבט זה, קרנות אלו עתידות לקום כקרנות נאמנות סגורות אשר ישקיעו כאמור בתעשיות הטכנולוגיה העילית הישראלית. במסגרת הכנס, נסקרו באופן קצר העקרונות לפיהם תפעלנה קרנות אלו.

<sup>22</sup> לחוזר שפרסמה המחלקה המקצועית העוסק בתקנות ניירות ערך (דוחות תאגיד שמנייתיו כלולות במדד ת"א טק - עילית), התשע"ו - 2016 לחצ'י כאן.

<sup>23</sup> לחוזר שפרסמה המחלקה המקצועית העוסק בהקלות והטבות לחברות מו"פ המבקשות להפוך לציבוריות (לרבות לעניין הקלות מס למשקיעים ויזמים) לחצ'י כאן.

<sup>24</sup> לחוזר שפרסמה המחלקה המקצועית הכולל סקירה תמציתית של הנושא לחצ'י כאן.



## 6. מיזמי השקעה לא מפוקחים

הדיון בנושא עסק במיזמים עסקיים להשקעה פיננסית אשר לא עברו את בחינת הרשות. המדובר בנקודת מפגש בין מאות מיזמים פרטיים ובין אלפי משקיעים המחפשים אפיקי השקעה כאשר המאפיין המשותף לכלל המיזמים הינו **השקעה פיננסית הנושאת תשואה ומבלי** כאמור שהתקבל **היתר לפרסום תשקיף**.

בין היתר, הוצגו מגוון כותרות פרסומיות מעיתונים שונים העוסקות בהצעות השקעה במיזמים השונים כגון בתחום הנדל"ן למגורים (כולל תמ"א 38), הנדל"ן המניב, בישראל ובחו"ל, בהיקפי השקעה שונים ומגוונים ותוך תיאור שיעורי התשואה החזויים.

בין הסיכונים הכרוכים בהשקעות אלו ניתן למנות:

- היעדר גילוי נאות (לא ניתן מידע משמעותי במועד ההשקעה ולאחריה);
- היעדר ממשל תאגידי - לא קיימים כללי התנהגות פורמליים (כדוגמת אלו החלים על חברות ציבוריות כגון נאמן, דחצ"ם וכו');;
- פוטנציאל למרמה והונאה בין היתר לאור המאפיינים לעיל.

הרשות הציבה את הנושא כאחד מהיעדים העיקריים העומדים על סדר יומה ופועלת לאיתור ולניטור של מיזמים הפועלים בשוק תוך בחינה האם ההבטחה במסגרתם מהווה הצעה או מכירה של ניירות ערך לציבור המחייבת תשקיף כדיון. במסגרת זאת נבדקו מעל 40 מיזמים אשר גייסו בפועל מיליארדי ש"ח מאלפי משקיעים. על חברות כאמור אשר נמצא לגביהן כי **אינן עומדות** בהוראות הדיון **נאסרת** היכולת לגייס כסף מהציבור.

הרשות בוחנת בין היתר האם מדובר בהשקעה פיננסית, האם מדובר בניירות ערך וכן, האם ההצעה מופנית ליותר מ-35 ניצעים ובמילים אחרות כאמור, האם נדרש תשקיף.

בכדי לטווח בפני הציבור את עמדת הרשות פורסמה בנושא בחודש יולי 2016 עמדת סגל משפטית 103-39: שאלות ותשובות בנוגע להצעה ומכירה של ניירות ערך לציבור<sup>25</sup>.

העמדה המשפטית עוסקת **במגבלות הכמותיות** החלות על ביצוע הצעה לציבור ולפיה, בין היתר **חל איסור על הצעה** ולא רק על מכירה ליותר מ-35 משקיעים במהלך תקופה של 12 חודשים גם אם המכירה בפועל תהא מוגבלת למספר זה. עיקרון זה גובש, בין היתר, בעקבות **פרשת אקזיטואלי** אשר התאפיינה במעין "**הצעה מתגלגלת**" ליותר מ-35 ניצעים כך שכל וחלק מהניצעים יסרבו, אחרים ייכנסו תחתם (באמצעות פלטפורמה אינטרנטית). הרשות פנתה לחברה זו והורתה לה **לחדול מגיוס** במתכונת כאמור. החברה עתרה לבית המשפט ובית המשפט דחה את עתירת החברה וקיבל את עמדת הרשות.

הרשות פועלת לגיבוש **אסדרה עתידית** בתחום זה במספר מישורים<sup>26</sup>:

- **מימון המונים (Crowdfunding)** - גיוסי הון קטנים יחסית. כיום הדין הקיים בישראל אוסר זאת, אך עקב המגמה הגלובלית לאפשר השקעה כאמור (כדוגמת העיקרון שהותווה בארה"ב באמצעות חוק JOBS ACT) הרשות פועלת כאמור לגבש אסדרה אשר תאפשר גיוס במתכונת זאת.

- **מודל תשקיפי ייעודי למיזמי השקעה** - מודל זה צפוי לאפשר גיוסים בהיקף **משמעותי יותר** מזה שיאפשר מודל גיוס המונים וזאת **מבלי שיהא** הליך רישום למסחר ובכך יתאפשר הצבת רף גילוי נמוך יותר ותחולה **מצומצמת יותר** של חוק ניירות ערך.

הדיון בנושא נחתם בהדגשה נוספת של היעד **המרכזי** של הרשות אשר הינו **פיקוח** על שוק מיזמי ההשקעה - תזכורת כי הרשות פועלת באופן נמשך לאיתור, הפסקה ואכיפה של הנפקות המפרות את הדיון ופועלת לגיבוש חקיקה ייעודית בתחום (באמצעות האסדרה שנזכרה לעיל).

<sup>25</sup> לחוזר שפרסמה המחלקה המקצועית בנושא עמדת סגל משפטית 103-39: שאלות ותשובות בנוגע להצעה ומכירה של ניירות ערך לציבור **לחצ"י כאן**.

<sup>26</sup> תשומת הלב בהקשר זה מופנית להצעת אסדרה להתרת מימון הלוואות המונים לתאגידים בפורט מתשקיף (P2B - Peer to Peer Business Lending) אשר פורסמה על ידי סגל הרשות ביום 16 בינואר 2017 - לקישור **לחצ"י כאן**.

## 7. הסדרים, נאמנים ומה שביניהם

### • התחייבות למחזיקים באגרות חוב

בין ההתחייבויות הנפוצות אשר חברות מנפיקות מעניקות למחזיקים באגרות החוב ניתן למנות:

- התחייבות להזרמת כספים בעתיד.

- מחויבות לנקיטת הליכים משפטיים בארץ (כשמדובר בחברות זרות).

לעמדת הרשות, בהנפקות חברות אג"ח **ברירת המחדל** הינה כי **כל** ההתחייבויות נדרשות להיכלל במסגרת שטר הנאמנות ובכל מקרה של סטייה מכך נדרש לפנות לרשות. התחייבות במתכונת כאמור מכניסה את העניין **לאחריות הנאמן** ובהקשר זה הדין קובע מסלול ברור היות ושטר הנאמנות מהווה **חזזה** וקל יותר להתמודד עם הפרה של התחייבויות ולהפעיל סעדים כאשר מדובר **בחזזה**.

### • מנגנון לשינוי בטוחות

במסגרת הנושא נסקרה בקצרה השאלה **מהן בטוחות** - שעבוד, ערבות או התחייבות אחרת אשר נועדה להבטיח את סך התחייבויות המנפיק.

לשינוי בטוחות קיים מסלול על פי **הדין הקיים**: אישור המחזיקים ואישור הנאמן כי השינוי אינו פוגע במחזיקי אגרות החוב.

שינוי בטוחות ככלל עשוי לכלול החלפה של בטוחה בבטוחה אחרת, הסרה של בטוחה קיימת או הוספה של בטוחה כגון במקרה של הרחבת סדרה או לצורך עמידה ביחס ה- LTV ( Loan-to Value).

בשנת 2016 פורסמה הצעה להתקנת תקנות ניירות ערך העוסקת במנגנון לשינוי בטוחות שניתנו לטובת מחזיקי תעודות התחייבות<sup>27</sup>. האסדרה המוצעת מגדירה את העקרונות אשר בהתקיימם יראו במנגנון שקבעה החברה בשטר נאמנות, **כמנגנון סביר** לשינוי בטוחות. מקור הצעה בכך שהרשות מבינה כי לאור **פיזורם הרב** של המחזיקים בתעודות התחייבות, בשל החשש מסחטנות המחזיקים ולאור הרצון לאפשר לחברה המנפיקה גמישות מסחרית בקשר עם הבטוחות (כגון יכולת מימוש שלהן בעת שקיים לכך צידוק עסקי), איפשר המחוקק לבצע שינוי של הבטוחות, **ללא צורך** באישורים כלשהם.

המנגנון שנקבע במסגרת הצעה כולל את העקרונות להלן:

- יחס החוב לבטוחה ה**חדשה** לא יעלה על יחס חוב לבטוחה **מקסימלית** שנקבע **מראש** בשטר הנאמנות, ולחילופין שווי הבטוחה החדשה **אינו** נמוך משווי הבטוחה הקיימת במועד השינוי;

- רמת הסיכון של הבטוחה החדשה **אינה** גבוהה באופן מהותי מרמת הסיכון של הבטוחה הקיימת במועד השינוי;

- נקבע **מנגנון** להליך שינוי בטוחות החל מקבלת ההחלטה בדבר השינוי ועד להשלמת השינוי: אישור האורגנים של החברה (דירקטוריון) ומתן הודעה מוקדמת על השינוי;

- **הערכת שווי** לבטוחות (בכדי לקיים את העיקרון שנזכר לעיל).

קיומו של **מנגנון סביר** כאמור בשטר הנאמנות מהווה מעין "**נמל מבטחים**" וחברות שמעוניינות לצמצם את הסיכון הכרוך בנושא מוזמנות לאמצו.

<sup>27</sup> לקישור להצעה להתקנת תקנות ניירות ערך (מנגנון לשינוי בטוחות שניתנו לטובת מחזיקי תעודות התחייבות), התשע"ו-2016, כפי שפורסמה ע"י סגל הרשות **לחצי כאן**.

לעומת זאת, מנגנון עשוי להיות לא סביר כגון במקרה של **החלפה** של שעבוד להוספה של קובנט תחתיו. ישנה בכך פגיעה בזכות קניינית ולפיכך נדרשת החלפה כאמור **רק** באישור המחזיקים באג"ח.

#### • החזקת תמורת ההנפקה

- באשר להחזקת תמורת ההנפקה בפרק הזמן שעד לרישום השעבוד מובהר כי תכלית הדין הינה להבטחה של מלוא הסכום שגויס ולפיכך **לא ניתן לקזז** מתמורת ההנפקה תשלומים כלשהו לגופים שלישיים היות ומדובר **בחבות נפרדת**. עם זאת ניתן לקזז עמלת התחייבות מוקדמת (כגון כאשר מדובר בהנחה לרוכשים בהנפקה).
- באשר **לשחרור תמורה מדורג** לישות המנפיקה - הרשות לא התערבה במקרים בהם הייתה קורלציה בין הסכום ששוחרר לשעבוד שנרשם.
- באותן נסיבות בהן הובטח למשקיעים **שעבוד עתידי** בדרך של התחייבות ליצור שעבוד במועד מסוים בעתיד וזאת תוך העברה מיידי של התמורה למנפיק - לעמדת הרשות, במסגרת הגילוי נדרש לציין כי המדובר דה פקטו באג"ח **ללא** שעבוד.
- לסיום הוזכרו מספר דוגמאות לשינוי תנאי אג"ח שנחזה **כלא** מהותי ובשל כך הרשות לא התערבה:
  - דחיית תשלומים לפרק זמן שאינו עולה על שנה.
  - פדיון מוקדם של אג"ח "בתספורת" של **עד** שיעור של 5%.
  - במקרה של שינוי בזהות המנפיק מחברה בת לחברה אם בתוספת ערבות מלאה של המנפיקה המקורית.

#### 8. תחילת הפיקוח על פעילות חברות דירוג האשראי בארץ

חשיבותו של הפיקוח על התחום ניכרת כפועל יוצא של שורה ארוכה של גורמים שונים כגון:

- השימוש הנרחב בשירות;
  - מבנה השוק הריכוזי (המבוסס על שתי חברות);
  - הסתמכות הרגולציה על חברות דירוג;
  - כשלים מוכחים אשר קיבלו ביטוי במשבר הפיננסי של שנת 2008;
  - החשש מכשל מערכתי (עקב השימוש הנרחב והריכוזיות כמו גם כתולדה מליקויים מקצועיים) אשר עשוי להוביל לסיכון משקי;
  - בכל העולם מתקיים הליך פיקוחי בנושא.
- בשל סיבות אלו ואחרות ברי כי אף שיפור קטן באיכות הדירוג עשוי להוביל שיפור גדול ונחוץ לשווקים הפיננסיים. לפיכך עולה השאלה **מהו הנתב הנכון** לפיקוח הנדרש מתוך מטרה ליצור את המנגנון כיעיל וטוב כבר בפעם הראשונה.
- בין מאפייני הפיקוח כאמור הנשקלים:
- שימוש בכלי הגילוי - המדובר בכלי נכון ומרכזי. הגילוי יכלול נהלים, מתודולוגיות וקביעת פרטי גילוי מינימליים בדוח הדירוג דוגמת זהות המעריך, גילוי הנחות היסוד והסבר להן. יחד עם זאת, ראוי לחתור לכך שהדוחות לא יצברו נפח ויגיעו להיקפים גדולים מדי.
  - ממשל תאגידי.
  - אי התערבות בפן המקצועי - חשוב לזכור כי המומחיות בתחום מצויה בידי חברות הדירוג **ואין כוונת** החלת פיקוח כאמור - כי הרשות תתערב בתוכן הדירוג ובשיטות ההערכה של חברות הדירוג.

עוד יצוין כי, אמנם קיימת אחריות כלפי משקיעים ועולה הצורך כאמור בקיומו של מנגנון פיקוח אך מנגד קיים צורך לשמר את פעילותן של חברות הדירוג הבינלאומיות הפועלות בארץ ולפיכך לחתור לכך שיתאפשר להן לפעול בסביבה פיקוחית דומה.

מסר הסיכום של הרשות בהקשר זה הינו כי מהלך הפיקוח נועד לייצר צעד שלא יביא להכבדה ניכרת מבחינת הנטל הרגולטורי שיתווסף בגינו, אך יהיה בו כדי לתת דחיפה ('סטרטר') אשר תביא להיווצרותה של **משמעת שוק** בענף.

## נושאים והיבטים נוספים שנדונו במסגרת הכנס

### • שיפור וקיצור הדוחות

- כזכור, המדובר בנושא אשר היווה אחד מיעדי הרשות המרכזיים בשנים האחרונות ואשר קיבל את ביטויו בפרסום עמדה משפטית מספר 105-25 של סגל הרשות בדבר קיצור הדוחות מחודש ספטמבר 2012 (אשר עודכנה בספטמבר 2013, בדצמבר 2014 וכן בדצמבר 2015)<sup>28</sup>. בכנס לא צוינו שינויים כלשהם ביישום מתווה הרשות כאמור וניתנה **סקירה** של הפרויקטים שמקדמת/קידמה הרשות בתחום של **שיפור** הדוחות (כפרויקט חקיקה לטווח הארוך) ובתחום של **קיצור** הדוחות (כפרויקט **פרשנות** לטווח הקצר-הבינוני).
- נסקרו ממצאים על פני השנים, בכל הנוגע ליישום מסמך **קיצור הדוחות**: נראו ממצאים לפיהם אורך הדוחות **התקצר** ואיכות הדוחות **עלתה**. יחד עם זאת, קיים עדיין מקום ל**שיפור נוסף**. כחלק מהמגמות הנסקרות, נבחן, בין היתר, שיפור שנדרש בנוגע לקישור הנתונים הכמותיים הנכללים בדוחות לבין המלל הרב המצוי במסגרת הביאורים וכן, האם ניתן לפעול עוד לקיצור מידע הנכלל בדוחות **מידי שנה**, ללא שינוי, כגון מתוקף דרישות הגילוי בתקני IFRS.
- הצעדים הנבחנים **בהמשך** פרויקט קיצור הדוחות הינם צמצום כפילות, הסרת מידע לא רלוונטי וכן יישום עיקרון **המהותיות**. בשנים הקרובות סגל הרשות מתעתד להתמקד **בעיקר בנושא המהותיות**. צוין כי הרשות תנסה להמחיש כיצד מבחינתה ניתן ליישם את עיקרון המהותיות (וכי ככל הנראה הדבר יקבל ביטוי בפרסומי המשך בעניין).
- נושא חשוב שצוין בהקשר הנדון הוא השפעתה של **הקידמה הטכנולוגית**, שהרי קיים **מידע זמין** למשקיעים **מחוץ** לדוחות. לפיכך, הציפייה היא לדוחות הערוכים בצורה **יותר** נוחה לשימוש והמטרה הינה להפוך באמצעות כלים טכנולוגיים את הדוחות לקלים יותר לשימוש (כמו למשל הכנסת השימוש בהיפר-לינקים, כפי שדורשת רשות ניירות ערך בארה"ב).
- בסיום **הופנתה קריאה** לעבר עורכי הדוחות הכספיים כי "הכדור בידיהם" וכי הרשות עדיין מבקשת לפנות אליה בנושאים של קיצור הדוחות לאור הניסיון שנצבר אצלה בהיכרות עם חברות.

### • פיתוח שוק ההון: ניירות ערך מסחריים

- כחלק ממגמות שקיבלו ביטוי בכנסי התאגידיים בשנים האחרונות אודות **פיתוח שוק ההון וצעדים להגברת הדה-רגולציה**, נושא נוסף שהוצג בכנס השנה הוא ניירות ערך מסחריים (נע"מים).
- **נייר ערך מסחרי** הוא התחייבות לתשלום כסף הנפדה בתוך שנה, איננו בגדר תעודת התחייבות ולא קיים בגינו שטר נאמנות או נאמן.
- מבחינת השכיחות של הנפקות מכשירים אלה בשוק ההון בארץ, בשנים 2008-2014 לא הונפקו נע"מים מסחריים בבורסה (מאז הנפקה שבוצעה ע"י חברת דרבן השקעות). בשנת 2014 חברת קרדן רכב הנפיקה נעמי"ם מסחריים והתווספו אליה בהמשך חברת מליסרון וכן בנק דקסיה.

<sup>28</sup> לחזור מקצועי שפרסמה המחלקה המקצועית בנוגע לעדכון עמדה משפטית מספר 105-25: קיצור הדוחות (דצמבר 2015), במסגרתו נכללת גם התייחסות לחוזרים קודמים בנושא שפרסמה המחלקה המקצועית בשנים האחרונות **לחצ'י כאן**.

- נתונים אלה מעידים על כך שלא ניתן על בסיס כמות קטנה זו של חברות והיקפים נמוכים יחסית ללמוד על המשך מגמה של השקעה במכשירים כאלה. בפועל, נראה כי **החסמים המפריעים** למכשיר זה להתפתח כיום הינם מח"מ קצר של עד שנה, גיוס הון בדרך של "קריאה לכסף" וכן קיומן של עלויות גיוס (ככל שעלויות גיוס גבוהות יותר אזי האשראי הבנקאי כמובן אטרקטיבי יותר).
- בעקבות זיהוי החסמים כאמור והקשיים הניכרים בפני משקיעים בסוג זה של מכשירים וכן מתוך רצון ליצור **תחליף אשראי** בנקאי לזמן ארוך והלוואות on call (תוך יצירת תחליף בפניי המשקיעים לפיקדון בנקאי בעל נזילות גבוהה המקנה יציבות בגין ההשקעה), פרסם סגל הרשות בחודש ספטמבר 2016 מסמך להערות הציבור העוסק בבחינת החסמים לפיתוח שוק ניירות הערך המסחריים (תוך השוואה לנעשה בשוק זה בארה"ב). ההמלצות הסופיות בנושא אשר אושרו בידי מליאת רשות ני"ע בדצמבר 2016<sup>29</sup> כוללות בעיקרן אפשרות גלגול המכשיר לתקופת בת חמש שנים, הפחתת עלויות הגיוס, יצירת סיווגי משנה לקרנות נאמנות כספיות ודחיית אירוע המס לחמש שנים (הליך הנבחן מול רשות המיסים כשהמטרה היא להחיל את השינויים כאמור מהרבעון השני של שנת 2017).

**בברכה,**

**המחלקה המקצועית**

<sup>29</sup> להצעת מתווה לפיתוח שוק ניירות ערך מסחריים - ריכוז הערות הציבור והצעת חקיקה (דצמבר 2016) [לחצו כאן](#).